

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 32120101150597

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

CEO 背景特征与上市公司财务保守行为研究

CEO's Characteristics and Financial Conservatism

张艾琪

指导教师姓名: 沈艺峰 教授

专 业 名 称: 财务学

论文提交时间: 2013 年 4 月

论文答辩日期: 2013 年 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2013 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为()课题(组)的研究成果，获得()课题(组)经费或实验室的资助，在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

随着经济全球化的深入发展，不同国家和地区之间经济及贸易依存度不断加强，这使得企业所处竞争环境的复杂性大大增加；而面对当前国际经济形势的持续低迷和国内宏观经济增速的减缓，中国企业生存发展面临的不确定性也随之增加。与此同时，处于深刻变革中的中国资本市场更加有一段长远的健全完善之路要去探索。经营环境与投融资环境的双重不确定性使管理者越来越重视保持战略柔性以适应不断变化的环境，提高抵御风险的能力、并为将来能更高的把握投资机会而储备债务融资能力。在这种总体战略思想的指导下，财务保守政策受到越来越多企业的关注并在实践中得到运用。

目前国内外学者对财务保守行为的研究主要是基于经济学理论，从产品市场竞争、资本市场择机、企业投资机会以及公司财务状况等角度来探讨财务保守行为的动因。并以实证和案例分析的方法就财务保守行为对公司的影响进行了研究。但是尚无学者从公司管理者心理和行为特征的角度对此进行过解释和验证，而这正是本文所要研究的主题，也是本文的创新所在。

首先，本文介绍了国内外学者关于财务保守行为的内涵、判别方法及影响因素，分析了该战略的利弊。随后阐述了高阶梯队理论的起源、确立及核心观点，并就管理者价值观及认知基础对企业行为影响的实证研究成果进行了归纳总结。接下来，在前人研究的基础上本文提出了研究假设，以是否采用财务保守行为为因变量，CEO 特征为自变量构建了实证模型。以我国沪深 A 股上市公司在 2009 年至 2011 年 3 年间的的数据为样本进行了 Logit 回归。实证结果显示，CEO 学历与财务保守行为呈显著负相关，而 CEO 任期则与因变量呈显著正相关，并且不同所有权性质公司的 CEO 特征与财务保守行为相关性具有显著差异。最后本文指出了研究的不足与展望。

关键词：财务保守行为 高阶梯队理论 股权性质

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

With the continuing downturn and deterioration of economic globalization and international economic situation, uncertainty and complexity of enterprise competitive environment increase greatly. The transformation of economic system, constraints of the laws and regulations, technology innovation, supervision of the media, industry competition situation and the interactions between these factors undoubtedly bring to the enterprise administrators greater difficulty and challenges. Meanwhile, China's capital market is undergoing and will go on experiencing profound changes. Double uncertainty in the business, investment and financing environment force managers pay more attention to maintain strategic flexibility to adapt to changes, to resist risks, and to reserve debt financing capacity for future investment opportunities. In this overall guidance of strategic thinking, financial conservatism has been paid more and more attention and has been applied in practice.

Study about financial conservatism so far is mainly based on economic theories, including the product market competition; capital markets timing; corporate investment opportunities as well as the company's financial situation and so on. And methods of empirical and case study have been used on the research of the impact of financial conservatism on companies. However no scholars have studied financial conservatism from the perspective of managers' psychological and cognitive base values, and this is exactly the topic of this paper.

Firstly, this paper summaries the research about financial conservatism and the relation between managerial background characteristics and organizational outcomes. Then the writer introduces the definition of financial conservatism, the judgment criterion of conservative firms as well as the pros and cons. Next, on the basis of previous studies, the hypotheses are proposed and empirical model is structured in this paper, setting whether to adopt conservative financial policies as the dependent variable and CEO characteristics as independent variables. Logit

regression results on the sample data of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies in China from the year of 2009 to 2011 show that, the CEOs' education level is significantly negatively related to financial conservative policy, and CEOs' tenure has a significant positive correlation with financial conservatism, moreover significant different relations between CEOs' characteristics and financial conservatism are found between companies with different nature of ownership. Finally, the paper pointed out the shortages of research and the future study prospects.

Key Words: Financial Conservatism; Upper Echelon Characteristics; SOE

目 录

摘 要	I
Abstract	III
第一章 导论	1
1.1 研究背景	1
1.1.1 现实背景	1
1.1.2 理论背景	2
1.2 研究意义	3
1.2.1 现实意义	3
1.2.2 理论意义	4
1.3 研究思路、内容及方法	4
1.3.1 研究思路和内容	4
1.3.2 研究方法	6
1.4 本文创新与不足	7
第二章 文献综述	9
2.1 财务保守行为研究	9
2.1.1 财务保守行为内涵及判别方法	9
2.1.2 财务保守行为影响因素研究	11
2.1.3 财务保守行为利弊分析	18
2.2 高阶梯队理论研究	20
2.2.1 有限理性理论	20
2.2.2 高阶梯队理论	21
2.2.3 对“高阶梯队理论”的实证研究成果	23
第三章 研究设计	29
3.1 研究假设	29
3.1.1 CEO 年龄	29

3.1.2	CEO 学历	30
3.1.3	CEO 任期	30
3.1.4	CEO 企业股权性质特征	31
3.2	样本选择	31
3.3	模型构建与变量定义	32
3.3.1	模型构建	32
3.3.2	变量定义	33
第四章	实证结果及分析	39
4.1	变量描述性统计	39
4.2	独立样本 T 检验及分析	40
4.2.1	财务保守公司与非财务保守公司独立样本 T 检验	40
4.2.2	国有企业与非国有企业独立样本 T 检验	42
4.3	回归结果及分析	44
4.3.1	CEO 个人背景特征与财务保守行为	44
4.3.2	CEO 企业背景特征与财务保守行为	49
第五章	结论与展望	53
5.1	研究结论	53
5.2	研究局限及展望	54
参 考 文 献	56
致 谢	63

Table of Contents

Abstract in Chinese	I
Abstract in English.....	III
Chapter 1 Introduction.....	1
Section 1 Research Background	1
1. Realistic Background.....	1
2. Theoretical Background.....	2
Section 2 Significance of Research	3
1. Realistic Significance	3
2. Theoretical Significance	4
Section 3 the Content and Methods of Research	4
1. Research ideas and Content.....	4
2. Research Methods.....	6
Section 4 the Innovation and Defects	7
Chapter 2 Literature Review	9
Section 1 Research on Financial Conservatism.....	9
1. the Connotation and Discrimination Methods.....	9
2. Influence Factors	11
3. Advantages and Disadvantages.....	18
Section 2 Research on Upper Echelons Theory.....	20
1. Theory of Bounded Rationality	20
2. Upper Echelons Theory	21
3. Empirical Research Results	23
Chapter 3 Research Design	29
Section 1 Research Hypotheses.....	29
1. CEO's Age and Financial Conservatism.....	29
2. CEO's Education and Financial Conservatism.....	30

3. CEO's Tenure and Financial Conservatism	30
4. CEO's Characteristics in SOE and non-SOE.....	31
Section 2 Sample Selection	31
Section 3 Model and Variables Definition.....	32
1. Model Design.....	32
2. Variables Definition	33
Chapter 4 Empirical Results and Analysis	39
Section 1 Variable Statistics Description	39
Section 2 Independent Samples T-test and Analysis	40
1. T-test between Conservatism and non-Conservatism Companies	40
2. T-test between SOE and non-SOE Companies	42
Section 3 Logit Regression Results and Analysis	44
1. Result of CEOs' Personal Characterises	44
2. Result between Companies with Different Nature of Equity	49
Chapter 5 Conclusion and Outlook.....	53
Section 1 Research Conclusion	53
Section 2 Study Limitation and Future Research.....	54
References	56
Acknowledgements.....	63

第一章 导论

1.1 研究背景

1.1.1 现实背景

随着经济全球化的深入发展,不同国家和地区之间经济及贸易依存度不断加强,这使得企业所处竞争环境的复杂性大大增加;而面对当前国际经济形势的持续低迷和国内宏观经济增速的减缓,中国企业生存发展面临的不确定性也随之增加。在国内经济体制改革的大背景下,宏观政策的导向、法律法规的制约、科学技术的发展、媒体的监督、公民的问责、国际贸易局势的严峻、产业竞争态势的变化以及上述因素之间的相互作用与联动无疑都给企业运营带来了更大难度与挑战。与此同时,处于深刻变革中的中国资本市场也具有很大的不确定性。利率市场化和人民币汇率制度改革、债券市场发展前景、股票市场未来走势、金融衍生品投资、VC的管理与规范等众多资本市场组成要素仍在长期建设与完善的道路上行进。

经营环境与投融资环境的双重不确定性使管理者越来越重视保持战略柔性来适应不断变化的环境、维持企业运营安全性并追求长远价值的最大化。在这种总体战略思想指导下,财务政策的制定无疑也应该更加着眼于增强企业应对不确定性的能力,使企业能及时把握机遇并推动股东价值的持续增长。

从融资的角度来讲,“财务保守行为”正是由这种战略思想孕育的产物。其精髓在于:通过长期持续地保持低财务杠杆来预先储备债务融资能力,以此增加财务灵活性,使得企业在遇到风险时不至于陷入财务危机,或在未来遇到有价值的投资机会时不会因为融资约束而错失良机。

实证研究也表明,在资本结构安排时维持较低的负债比率是企业保持财务灵活性的主要手段之一。Maria-Teresa Marchica 和 Roberto Mura (2008) 的研究发现,一些规模大、信用好的公司的负债率远低于理论“预期”的负债率,而促使这些不存在财务困境成本的公司放弃债务税盾优势的原因正是由于,剩余举债能力是公司财务灵活性的主要来源。同时他们还发现,负债率低的企业往往存在更多的长期投资机会和更好的长期业绩。这就意味着,企业采取财务保守行为顺应

了不确定环境下保持财务灵活性的长期战略目标。

在产业竞争加剧、经营环境复杂化以及资本市场不确定性萦绕的大背景下，企业想要在安全运营、从容应对紧急情况的同时抓住投资机会、最大化股东价值，就应该采取具有一定灵活性的融资政策。Bancel 和 Mitto（2004）对欧美企业 CFO 的调查研究表明，多数企业的 CFO 认为财务灵活性已经成为其制定融资政策时的首要考虑因素。普华永道的报告认为，影响最佳资本结构的因素中，财务灵活性和管理层风格是非常重要的决定性因素。世界著名评级机构穆迪也将财务灵活性纳入企业财务健康状况的重要参考依据（赵蒲，2005）。

随着财务灵活性之重要性的提升，财务保守主义行为也将被越来越多的企业所关注和采用。

1.1.2 理论背景

现代公司财务理论包括四大方面：筹资政策、投资政策、营运资本管理以及股利政策。其中，资本结构问题一直以来是公司财务理论研究的主流，也是其发展的助推器，被认为是现代财务理论“两个最主要的革命性突破”（维斯顿）之一。而“财务保守行为”（Financial Conservatism），是指企业在一段较长（至少大于3年）的时期内持续采用低财务杠杆政策的一种行为。因此，对财务保守行为的研究可以被认为是企业资本结构研究这一大领域之下的其中一个方向。

自1958年莫迪格利安尼和米勒发表了《资本成本、公司财务与投资理论》一文，提出MM理论以来，50多年时间里陆续出现了有税的MM理论、权衡理论、代理理论、新优序融资理论等经典论述。学者们从最优资本结构、委托代理问题、信息不对称现象等各个角度探讨了资本结构决策与企业价值的关系，为研究企业财务杠杆决策提供了丰富的理论支撑。

然而，上述研究没有考虑到资本结构与产品市场竞争战略之间的相互作用。直到20世纪80年代，财务学家开始将目光投向这一领域，研究内容涉及：财务杠杆对企业投资能力和产品定价行为的影响、负债率对企业绩效的影响、产品市场竞争结构对企业财务杠杆的影响等（赵蒲和孙爱英，2004）。越来越多的学者将资本结构决策提高到战略公司财务的高度，认为企业是基于永续经营战略的考虑而选择了较低的财务杠杆，其目的是实现财务灵活性的储备，并在随后的产品市场竞争中保持后续投资能力或者价格竞争能力，从而在长远的市场竞争中保持

不败之地（杨艳萍，2008）。

上述理论一方面为企业资本结构决策研究提供了丰富的视角和方法，对本文进一步探讨财务保守行为大有裨益；但另一方面，却忽略了企业管理者在融资决策中的重要作用，而本文写作则有利于从理论上对该领域的研究视角进行补充和完善。

1.2 研究意义

1.2.1 现实意义

就当前我国资本市场特点和经济环境而言，研究财务保守行为具有重要的现实意义。原因在于，其一，我国资本市场长期存在股权融资偏好现象^①，内源融资比例偏低，而在外源融资之中偏好股权融资，即使有债务融资也偏好短期银行贷款。这种融资行为不仅与新优序融资理论相悖，且事实上也使我国企业普遍存在企业资产负债率较低的情况；其二，财务保守行为强调财务灵活性，着眼于为未来抵御危机和把握更好的投资机会而保存一定的负债能力。这体现了将财务柔性 with 战略柔性相结合的思想，对“短命”的中国企业、尤其是中小民营企业如何实现可持续发展有着重要意义。

与此同时，经过三十年改革开放，我国市场经济建设和社会发展都进入了关键时期，单纯从经济学的角度来解释社会、市场、企业的各种行为和现象显然已经不能适应社会经济体制和宏观环境正在发生的深刻转变，于是社会学开始进入人们的视野，对财务保守行为的研究亦如是。现有文献涉及了财务保守行为与企业业绩、产品市场竞争、隐形契约、企业规模等因素之间的相关性研究，但唯独忽略了政策决策者——高管特质对财务保守行为的影响。而这恰恰可以从社会学的视角，通过高管的人口特征变量（年龄、任期、教育等）来加以研究。

^① 最早证实和提出中国企业存在股权融资偏好的文章是：黄少安，张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究，2001，（11）：12-27。作者在该文中指出，“几乎没有已上市的公司放弃其利用股权进行再融资的机会，我们把这一现象称为中国上市公司的股权融资偏好。”

随后，朱武祥等的文章：产品市场竞争与财务保守行为——以燕京啤酒为例的分析 [J]. 经济研究，2002（8）：28-36，指出中国上市公司的股权融资偏好表现为：融资首选配股或增发，如果不能如愿，则改为具有延迟股权融资特性的可转换债券，设置宽松的转换条款，促使投资者转换，从而获得股权资本；不得已才是债务，而且首选短期贷款，长期贷款位居最后。

1.2.2 理论意义

迄今为止，对企业资本结构决策的研究基本可以分为两个视角：其一是基于纯粹经济学的角度，以“理性人”为前提，将企业管理者的决策行为作为外生变量来进行研究。而这也是绝大多数研究的出发点，MM 理论、权衡理论和新优序融资理论等构成了这一视角下的经典理论体系。其二则是在行为公司财务理论的框架下，从企业管理者认知和行为的角度对公司财务政策选择进行研究。

在第二种视角的研究中，被关注最多的是管理者过度自信对投资决策、并购行为和盈余管理的影响，而对资本结构决策影响的研究则相对较少。鉴于此，本文从管理者背景特质的角度出发来研究公司资本结构选择，将“高阶梯队理论”与资本结构理论联系到一起，无疑是对企业资本结构决策研究视角的一种丰富，有利于进一步拓展资本结构理论和“高阶梯队理论”的内容。

1.3 研究思路、内容及方法

1.3.1 研究思路和内容

本文的写作目的是要对上市公司 CEO 背景特质与其任职企业财务保守行为相关性进行研究。为此，本文以财务保守行为相关理论为起点，总结了财务保守行为的内涵、判别方法和影响因素。紧接着对强调管理者价值观与认知基础重要性的“高阶梯队理论”的萌芽和确立进行了详细阐述，并就国内外学者对高管特质作用的实证研究进行了总结归纳。在理论研究及分析的基础上，本文对上市公司 CEO 年龄、学历和任期与企业财务保守行为的相关性进行了实证研究，并详细分析了回归结果。最后，提炼了本文结论并结合研究不足提出了展望。以下是本文的研究框架图：

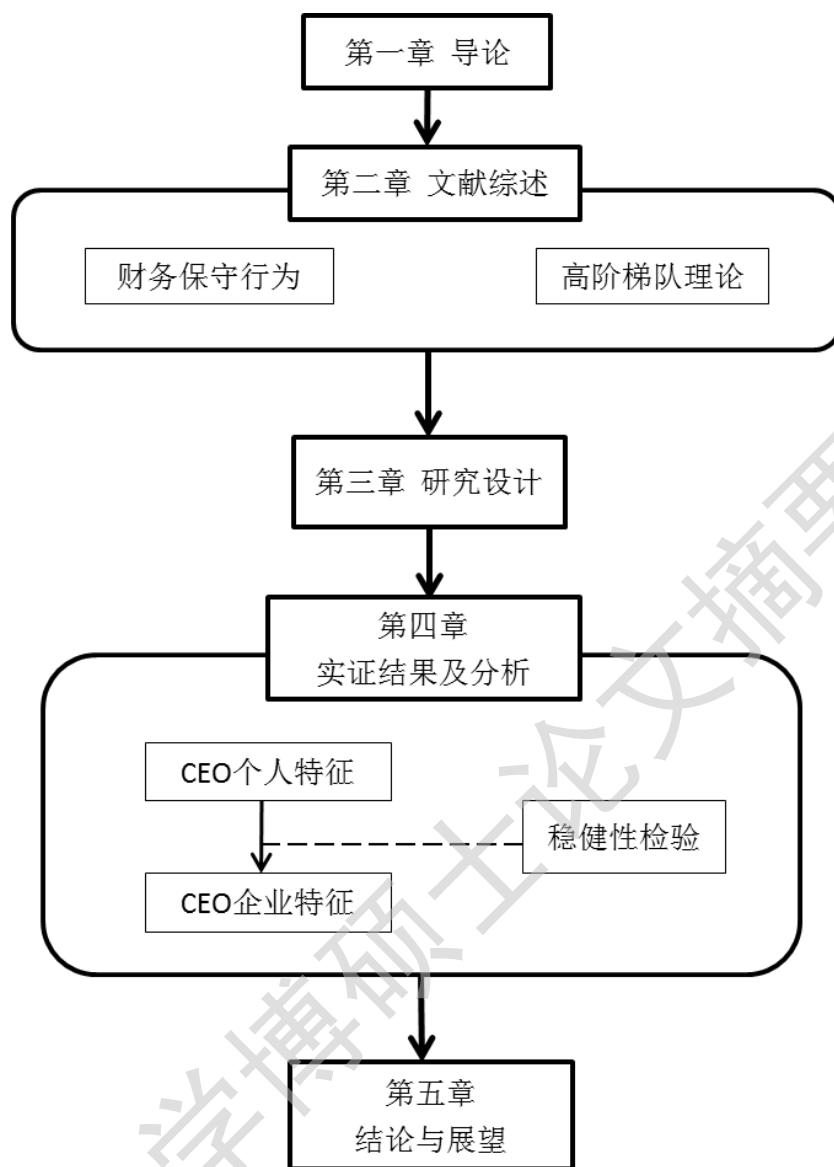


图 1.1 本文研究框架

本文具体内容和结构安排如下：

第一章为导论，首先介绍了本文研究的现实背景和理论背景；紧接着阐述了本文研究意义，进而讲解了本文的研究思路、内容及方法，最后提出了本文的创新和不足之处。

第二章为文献综述，先后总结了国外和国内学者对财务保守行为和“高阶梯队理论”的主要研究成果。介绍了财务保守行为的内涵和判别标准，总结了财务保守行为的影响因素，并分析了它的利弊。与此同时，对“高阶梯队理论”的起源、确立及相关的实证研究成果进行了归纳。本章内容为下文展开研究提供了理论基础和研究思路。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库