

学校编码：10384  
学号：32120101150583

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

**CEO 个人特质对上市公司  
营运资本政策影响的实证研究**

**Research on Influence of CEO Characteristic on Working  
Capital Policy of Listed Companies**

潘明霞

指导教师姓名：屈文洲教授  
专业名称：财 务 学  
论文提交日期：2013 年 月  
论文答辩时间：2013 年 月  
学位授予日期：

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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

营运资本政策是现代公司财务管理中的重要内容，它与股利政策、负债政策、资本投资政策等共称为四大财务政策，在公司理财中具有举足轻重的地位。企业的资产负债中，营运资本占有相当比重，是整体财务结构的重要组成部分。营运资本与诸多财务指标密切相关，对企业的生存与发展、企业利润增长、风险控制以及价值创造都起着重要的作用。资金紧缺是国内企业普遍面临的问题，反映企业资金流动状况的营运资本管理是企业财务管理的当务之急。

与营运资本管理的重要地位相对应，对营运资本管理的研究也理应在财务理论研究中占据重要的位置。然而传统的理论多从公司层面出发研究营运资本政策的相关问题，而忽视了人即财务政策制定者自身的异质性对营运资本政策的影响。大量研究表明，不同性别、不同年龄的 CEO 具有不同的风险偏好，不同的风险偏好导致他们在公司决策中表现出不同的决策行为。

在这样的背景下，本文提出新的研究视角，借鉴心理学、社会学的研究成果，分析 CEO 性别、年龄差异对公司营运资本政策的影响。本文的研究发现，不同性别、不同年龄的 CEO 在制定营运资本政策时表现出明显的不同。性别方面，由于男性 CEO 风险厌恶水平低，风险承受能力高，因此他们决策行为往往比较冒险，制定的营运资本政策相对激进，而女性 CEO 倾向于规避风险，制定的营运资本政策比较保守。年龄方面，年长的 CEO 制定的营运资本政策明显比年轻的 CEO 制定的政策保守。随着年龄的增长，CEO 更关注于财物安全与职位安全，风险承受能力下降，决策行为更为保守。

本文的创新点在于放松了传统的“理性人”假设和“CEO 同质性”假设，从新的研究视角——CEO 个人特质——研究公司营运资本政策，论证 CEO 的性别、年龄等差异对公司营运资本政策的影响。并将心理学、社会学相关理论应用到公司财务理论中，深入探讨公司营运资本政策具有差异性的原因。目前，营运资本政策理论研究中尚没有学者进行相关研究，本文具有创新性。

**关键词：** 营运资本政策；CEO 性别；CEO 年龄

## **Abstract**

Working capital policy is an important content in modern company's financial management. Working capital policy, dividend policy, debt policy and capital investment policy are known as the four major financial policies. It plays an important role in financial management of a company. In enterprise assets, working capital takes a large proportion and is an important part in overall financial structure. Working capital is closely related to various financial indicators and is vital to enterprise's survival, development, corporate profits, risks and values. Capital shortage is the common problem faced by domestic enterprises. So the working capital management which reflects enterprise capital flow is imperative for financial management of enterprises.

Correspond to the important role of working capital management, the research on working capital management occupies the important position in financial theoretical research. However, most of the traditional studies focus on working capital policy related issues from the enterprise perspective and they ignore the influence of the heterogeneity of people themselves who are the financial policymakers. A large number of studies have shown that CEOs of different genders and different ages have different risk preferences. And the different risk preference leads to different decision-making behavior in corporate decisions.

Under such background and referring to psychology and sociology research results, this paper puts forward a new research perspective and analyzes the influence of CEO with different genders and different ages on company's working capital policies. This paper found that CEO of different genders and different ages showed significant difference when making working capital policy. In gender aspect, because male CEO has low-level risk aversion and their risk tolerance is high, their decision behavior tends to be more risky and the working capital policy made is relatively aggressive. But female CEOs tend to be risk-averse and their working capital policy is conservative. In age aspect, CEOs of old age made significantly more conservative working capital policy than young CEOs. As they grow older, CEOs more focus on

property security and job security. And their risk tolerance ability decreases and they show more conservative decision-making behavior.

Innovative points of this paper lie in breaking the hypothesis of traditional “Rational man” and “CEO homogeneity”, but researching on working capital policy of the company from the new perspective—CEO characteristic. It states the influence of CEO’s gender and age differences on company’s working capital policy. Besides, applying psychology and sociology related theories to corporate finance theory, it in depth explores the causes of differences of company working capital policy. At present, there are no related researches in theoretical study of working capital policy. So this paper is innovative.

**Key words:** Working capital policy; CEO gender; CEO age

# 目录

1 绪论 .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究意义 .....	3
1.3 研究思路与研究框架 .....	4
1.4 研究的创新点及局限性 .....	7
2 文献综述 .....	8
2.1 营运资本政策 .....	8
2.2 CEO 个人特质与决策行为 .....	11
2.3 研究评述及本文的研究视角 .....	17
3 研究设计 .....	19
3.1 理论基础 .....	19
3.2 研究假设 .....	20
3.3 变量设计 .....	22
3.4 实证模型 .....	25
3.5 样本选择 .....	26
4 实证结果分析 .....	27
4.1 描述性统计 .....	27
4.2 多元回归分析 .....	34
4.3 稳健性检验 .....	47
5 结论与启示 .....	51
5.1 研究结论 .....	51
5.2 研究启示 .....	52
参考文献 .....	53
致谢 .....	57

## Contents

<b>1 Introduction</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 Research Background</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 Research Significance</b> .....	<b>3</b>
<b>1.3 Research Idea and Research Framework</b> .....	<b>4</b>
<b>1.4 Research Innovation and Limitation</b> .....	<b>7</b>
<b>2 Literature Review</b> .....	<b>8</b>
<b>2.1 Working Capital Policy</b> .....	<b>8</b>
<b>2.2 CEO Characteristic and Decision-making Behavior</b> .....	<b>11</b>
<b>2.3 Research Review and Research Perspective of This Paper</b> .....	<b>17</b>
<b>3 Research Design</b> .....	<b>19</b>
<b>3.1 Theoretical Basis</b> .....	<b>19</b>
<b>3.1 Research Hypothesis</b> .....	<b>20</b>
<b>3.2 Variables Design</b> .....	<b>22</b>
<b>3.3 Empirical Model</b> .....	<b>25</b>
<b>3.4 Sample Selection</b> .....	<b>26</b>
<b>4 Empirical Results Analysis</b> .....	<b>27</b>
<b>4.1 Descriptive Statistics</b> .....	<b>27</b>
<b>4.2 Multivariate Regression Analysis</b> .....	<b>34</b>
<b>4.3 Robustness Test</b> .....	<b>47</b>
<b>5 Conclusion and Enlightenment</b> .....	<b>51</b>
<b>5.1 Research Conclusion</b> .....	<b>51</b>
<b>5.2 Research Enlightenment</b> .....	<b>52</b>
<b>References</b> .....	<b>53</b>
<b>Acknowledgements</b> .....	<b>57</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 1 绪论

本文的出发点是探讨上市公司的重要财务政策——营运资本政策，本文的创新点是从新的视角——CEO 个人特质对公司财务决策的影响——研究公司的营运资本政策。本文期望借鉴心理学、社会学的研究成果，开拓研究思路，从新的角度解释上市公司的营运资本政策。

## 1.1 研究背景

营运资本管理是现代企业财务管理的重要内容，它对企业资产的流动性、风险、价值等具有重要的影响(Delooof, 2003<sup>[1]</sup>; Garcí'a-Teruel 和 Martí'nez-Solano, 2007<sup>[2]</sup>; Mathuva, 2010<sup>[3]</sup>等), 管理者每天都会花大量的时间来管理营运资本(Raheman 和 Nasr, 2007<sup>[4]</sup>)。Ding, Guariglia 和 Knight(2013)<sup>[5]</sup>认为营运资本是衡量公司资产流动性水平的重要指标, 好的营运资本管理可以平衡企业资产的流动性和盈利能力, 进而达到最大化公司价值的目的; Mathuva (2010)<sup>[3]</sup>研究发现有效地的营运资本管理可以创造公司价值, 企业的生存与发展在很大程度上取决于营运资本的管理和运转情况; 营运资本管理对公司盈利能力、风险水平以及价值创造具有重要影响(Raheman 和 Nasr, 2007<sup>[4]</sup>; Smith, 1973<sup>[6]</sup>); 国内企业普遍面临资金紧缺的问题, 营运资本能够反映企业的资金流动状况, 因此提高营运资本管理是我国企业财务管理的当务之急(毛付根, 1995<sup>[7]</sup>)。

与实践中营运资本管理的重要地位相对应, 财务理论研究中营运资本也应占据重要的位置。目前理论界对于营运资本政策的研究日臻完善, 从营运资本的定义、分类到营运资本政策的类型、影响因素、与企业价值的关系等都有相应的研究成果, 营运资本政策的理论体系已日渐成熟。

然而传统的理论多从行业层面、公司层面出发研究营运资本政策的相关问题, 而忽视了人即财务政策制定者自身的异质性对营运资本政策的影响, 原因是传统的研究将 CEO 看成是“同质的”, “无差的”, “可替代的”。Forbes (2005)<sup>[8]</sup>的研究表明, 企业家具有异质性, 在研究中应重视企业家个人特质方面的差异。早在 1972 年, Lieberson 和 O'Connor<sup>[9]</sup>的研究就发现 CEO 个人领导风格的不同会对企业净利润产生显著影响; Hambrick (1984)<sup>[10]</sup>的高阶理论也指出组织领导

者的价值观和认知基础会反映在组织战略和绩效之中。

不仅在理论界，在实践中公司决策反映 CEO 个人特质的例子也不胜枚举。宗庆后始终认为没有负债，手中持有大量现金，才是抵御风险的最好办法，因此娃哈哈公司实行零负债政策，并且在营销管理中坚持“先款后货”的原则。无独有偶，美国的 William F. Laporte 在其执掌美国家用产品公司的 17 年间，公司从未负债，用 William F. Laporte 自己的话说“因为我不喜欢欠别人的钱”。其零负债政策与娃哈哈相似，是 Laporte 个人价值观和人生哲学在企业决策中的具体体现。

在实证研究中，CEO 的个人风格、认知基础、价值观等难以测量，但是可以通过可观测的特征如性别、年龄等获知 (Hambrick 和 Mason, 1984<sup>[10]</sup>)。心理学、社会学的研究发现，不同性别、不同年龄的人在社会定向、心理认知等方面存在差异 (时蓉华, 1998<sup>[11]</sup>; Hambrick 和 Mason, 1984<sup>[10]</sup>)，这些差异使得不同性别、不同年龄的 CEO 在风险偏好、决策行为方面存在不同，这些不同会体现在其制定的公司政策之中。(Wiersema 和 Bantel, 1992<sup>[12]</sup>; Daniel 和 Andreas, 2009<sup>[13]</sup>等)。

Adhikari (2012)<sup>[14]</sup>以 S&P 1500 公司作为样本，研究了 CEO 性别差异对公司财务决策和市场价值的影响，研究表明由女性担任 CEO 的公司持有更多的现金、维持更低的财务杠杆比率、资本投资的水平更低，女性 CEO 更倾向于规避风险。

Beber 和 Fabbri (2012)<sup>[15]</sup>通过研究样本公司外汇衍生品投资情况来研究 CEO 个人特征对企业风险的影响。研究发现，CEO 的年龄特征会反映在公司决策中。年轻、经验少的 CEO 具有较强的风险承受能力，更容易过度自信，因此他们的投机行为更严重，CEO 的年龄与企业的风险水平负相关。

可见，CEO 的个人特质——性别、年龄等方面的差异会体现在企业财务决策中，CEO 的个人特质、风险偏好与公司财务管理行为具有内在的一致性。

但是，有关 CEO 个人特质与公司财务管理的理论和实证研究方兴未艾，研究比较零散，缺乏系统性和整体性，而有关 CEO 个人特质与公司营运资本政策的研究更是凤毛麟角。在这样的背景下，本文借鉴心理学、社会学的研究方法及其研究成果，从 CEO 个人特质角度入手，重点研究 CEO 的性别、年龄差异对其风

险偏好的影响，进而探讨风险偏好差异对公司营运资本政策的影响，以期填补这一领域的研究空白。

## 1.2 研究意义

本文的研究尝试借鉴心理学、社会学的研究理论，从 CEO 个人特质的角度研究公司的营运资本政策问题，同时力求从实践角度为提高我国上市公司的财务决策水平及财务决策效率提供一些帮助。

### 1.2.1 研究的理论意义

传统关于营运资本政策的研究，大多从行业层面、公司层面入手，在这些研究中，学者往往假设 CEO 是理性的、同质的、无差别的，因而没有涉及 CEO 的异质性对公司营运资本政策的影响。本文从 CEO 个人特质角度入手研究公司的营运资本政策，放松了传统的“理性人”假设和“CEO 同质性”假设，是对传统营运资本政策问题研究的深化和细化，具有一定的创新性。

同时本文汲取心理学、社会学的研究理论及研究成果来解释 CEO 的心理认知、风险偏好等方面的差异，进而阐述这些差异对其决策行为的影响，表现出较强的学科交叉性，是对传统财务理论研究的拓展和提升。

### 1.2.2 研究的实践意义

本文研究的出发点是 CEO 个人特质对企业营运资本政策的影响。它一方面有助于 CEO 对其行为进行自我认知及自我审查，有助于 CEO 更好的了解自己的决策风格，把握自己的决策方向，提高决策水平及决策效率，减少或避免给公司及其他利益相关者造成损失。

另一方面，它也为投资者更好地评估企业价值提供帮助，开拓思路。本文的研究有助于投资者从 CEO 及其他高层管理人员的个人特质角度对企业经营状况、经营绩效、风险水平等进行分析 and 评估，提高企业估值的全面性和准确性。

## 1.3 研究思路与研究框架

### 1.3.1 研究思路

本文从公司最重要决策的制定者——CEO 角度出发，研究 CEO 个人特质对公司营运资本政策的影响。首先，本文借鉴心理学、社会学的研究成果及研究理论，探讨 CEO 性别及年龄差异所造成的心理、认知差异，进而研究心理、认知方面的差异对其风险偏好、决策行为的影响，最后分析决策行为差异导致的营运资本政策差异。

本文首先对经典的营运资本政策理论进行回顾与总结，然后借鉴传统的研究方法及研究思路，同时结合对现有的 CEO 个人特质对公司财务政策影响的相关文献的梳理，在此基础上研究 CEO 性别、年龄差异对公司营运资本政策的影响。通过提出合理的假设、选取合适的因变量、自变量及控制变量、构建影响公司营运资本政策的多元线性回归模型、进行实证分析等，探讨 CEO 性别、年龄差异对公司营运资本政策的影响。基于以上研究思路，本文具体的研究脉络如下：

首先，通过实证分析性别差异对公司营运资本政策的影响。

其次，通过实证分析年龄差异对公司营运资本政策的影响。

再次，探讨性别差异、年龄差异对公司营运资本政策的交互影响。

第四，探讨 CEO 权力强度差异的影响，本文将样本按照董事长是否兼任总经理为标准分为两部分，分析董事长与总经理是否两职合一的影响。

最后，通过使用营运资本政策理论中的其他衡量指标来进行稳健性检验，提高研究结论的稳健性及可信度。

### 1.3.2 研究框架

基于以上研究思路，本文的研究分为五个部分。

第一部分：绪论。本部分主要就本文的研究背景、研究意义、研究思路、研究框架及研究的创新性与局限性进行详细阐述。

第二部分：文献综述。文献综述分为两部分，第一部分对营运资本政策的相关理论进行回顾与整理，包括营运资本政策的分类、营运资本政策的影响因素、营运资本管理对公司价值的影响等；第二部分分类总结 CEO 性别差异及年龄差异对其决策行为及公司财务政策的影响，并借鉴相关文献的研究思路及研究方

法。最后对文献进行总结，并对本文的研究角度进行评述。

第三部分：研究设计。本部分主要介绍本文的研究假设及研究模型，并详细描述所使用的各项指标及变量、介绍样本选择标准及样本范围。

第四部分：实证检验与结果分析。本部分首先对主要变量进行描述性统计，然后进行多元回归检验。通过实证分析，检验 CEO 性别差异、年龄差异与不同的营运资本政策间的关系，并通过加入性别与年龄的交乘项研究性别与年龄的交互影响，通过将样本按照董事长是否兼任总经理为标准分为两部分，分析董事长与总经理是否两职合一是否会对 CEO 个人特质对营运资本政策的影响程度产生作用。最后，通过替换营运资本政策衡量指标等方法进行稳健性检验。

第五部分：结论、建议与展望。本部分主要对本文的研究情况进行总结，梳理得到的研究结论，并据此提出相关的政策建议。最后，对未来的研究方向进行展望。

本文的研究框架图如图 1-1 所示。

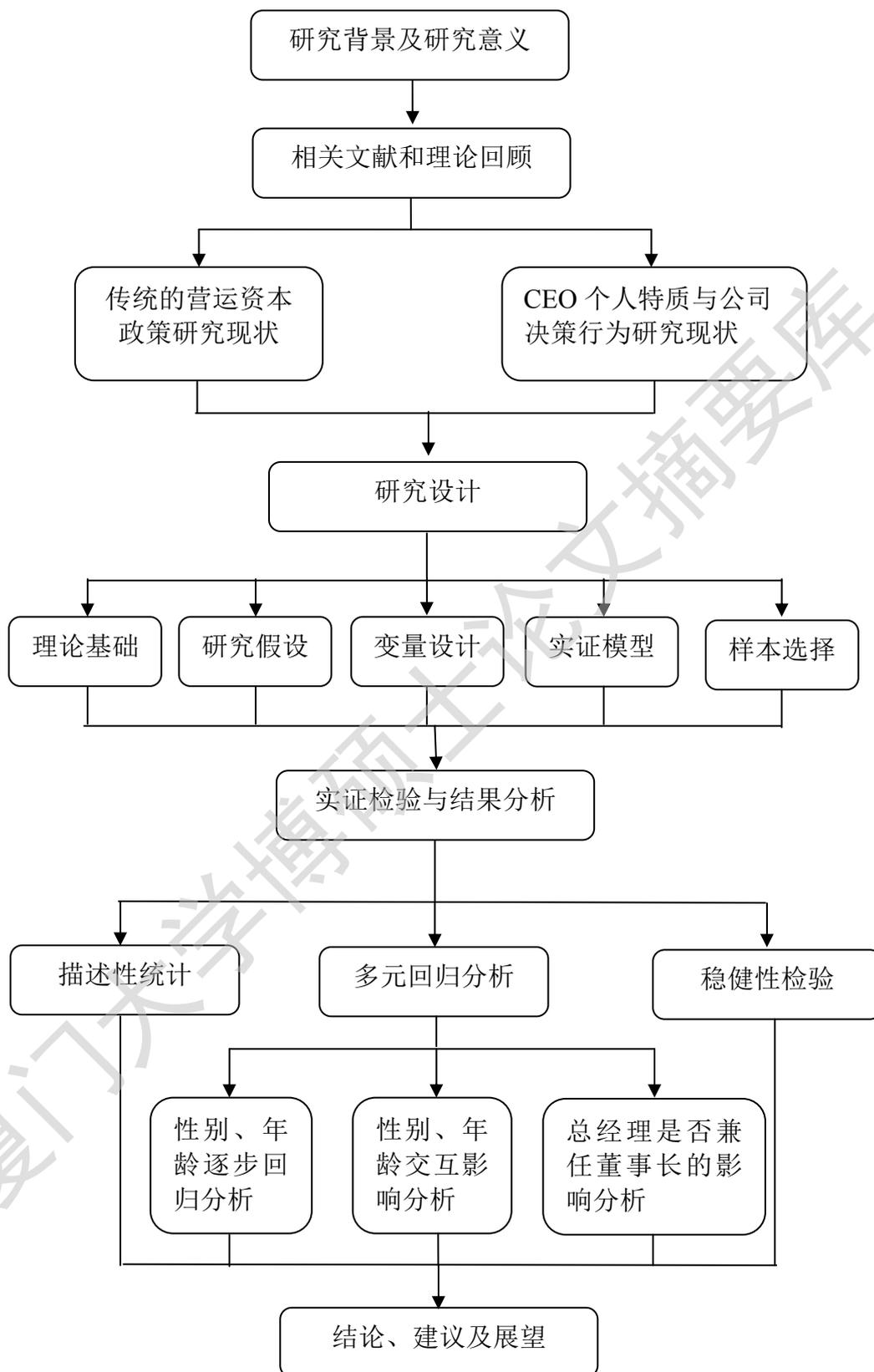


图 1-1 研究框架图

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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库