

# 产权性质、CEO背景特征与资本结构

●刘 钊

**摘要:**文章采用 2006 年~2011 年上市公司作为研究样本,实证检验了 CEO 背景特征对企业资本结构的影响。研究发现,国有企业和非国有企业中 CEO 背景特征对资本结构的影响存在显著地差异。具体而言,在国有企业中,CEO 年龄越大,任期越短并且为男性时,企业较少采用负债融资,而在非国有企业中,CEO 年龄越大,受教育程度越高,企业杠杆越低。文章研究丰富了管理者背景特征理论和资本结构理论。

**关键词:** CEO 背景特征 资本结构 产权性质

## 一、引言

长期以来,有大量的文献对资本结构理论进行研究,得出了丰富的成果。但是随着研究的深入,传统理论如权衡理论、优序融资理论和择时理论均难以很好解释企业选择资本结构的行为。而管理者背景特征的研究为该问题提供了新的视角。Hambrick 和 Mason(1984)提出了“高层梯队理论(Upper Echelons Theory)”,他们认为高管的特征如年龄、任期、教育背景、性别甚至种族等因素影响了高管的行为,进而影响到他们领导企业的决策。在这之后有大量学者对该理论进行了深入分析(Bantel & Jackson,1989;Certo et al.,2006;姜付秀等,2009;李焰等,2011),完善了管理者背景特征的相关研究。那么管理者作为企业重要的决策人,其行为特征同样会影响到企业资本结构的选择。相比于之前的文献,本文从管理者背景特征的角度对资本结构理论进行研究,丰富了管理者背景特征理论和资本结构理论。

采用 2006 年~2011 年的数据,实证检验 CEO 背景特征对企业资本结构的影响。研究发现,除了 CEO 年龄外,国有企业和非国有企业中 CEO 背景特征对资本结构的影响存在显著地差异。具体而言,国有企业 CEO 任期越长,为女性时,企业杠杆越高,而非国有企业中 CEO 受教育程度越高,企业杠杆越低。无论是国有企业还是非国有企业,CEO 年龄越大,企业杠杆越低。本文的研究拓展了资本结构理论,把管理者特征纳入到资本结构研究框架中,并具有一定的现实意义,为进一步深化国企改革提供了借鉴。

## 二、文献回顾

大量的文献研究了管理者背景特征对公司决策的影响。Hambrick 和 Mason(1984)最早提出了“高

层梯队理论(Upper Echelons Theory)”,他们认为高管的特征如年龄、任期、教育背景、性别甚至种族等因素影响了高管的行为,进而影响到他们领导公司的决策。

在这之后有大量学者对该理论进行了深入分析,完善了管理者背景特征的相关研究。Bantel 和 Jackson(1989)认为随着管理者团队年龄增长,学习能力和获取信息能力均下降,导致投资行为较为保守。Certo 等(2006)用综合分析方法检验了“高层梯队理论”。Bertrand 和 Schoar(2003)发

表 1 变量定义

	变量名	变量说明
被解释变量	负债率(Leverage)	账面总负债/总资产
解释变量	CEO 年龄(Age)	CEO 年龄
	CEO 任期(Tenure)	CEO 任期时间
	性别(Gender)	CEO 为男性取 1,女性取 0
	教育背景(Education)	中专、大专、本科、硕士、博士赋值 1、2、3、4、5
控制变量	成长性(MB)	(股票市值+账面总负债)/总资产
	高管持股比例(Manapropor)	高管持股数/总股数
	总资产回报率(ROA)	EBIT/总资产
	股票收益率(Yield)	股票年收益率
	规模(Size)	总资产对数

表 2 总体变量描述性统计

变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Leverage	9 140	0.514	0.509	0.218	0.055 6	1.388
Age	9 140	47.03	47	6.283	24	75
Tenure	9 140	2.353	2	1.440	1	6
Gender	9 140	0.972	1	0.166	0	1
Education	9 140	3.013	3	0.910	1	5
MB	9 140	2.559	1.976	1.891	0.851	12.400
Manapropor	9 140	0.026 6	0	0.101	0	0.600
ROA	9 140	0.034 0	0.035 1	0.071 3	-0.317	0.220
Yield	9 140	0.520	0.174	1.104	-0.773	4.371
Size	9 140	21.610	21.477	1.230	18.760	25.330

表3 国有企业组回归

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Age	-0.001 48***				-0.001 73***
Tenure		0.003 84**			0.004 85***
Gender			-0.054 8***		-0.057 8***
Education				0.002 58	-0.000 505
MB	0.005 93***	0.005 28***	0.005 63***	0.005 63***	0.005 21***
Manapropor	-1.017***	-0.987***	-1.020***	-1.022***	-0.993***
ROA	-1.622***	-1.635***	-1.634***	-1.633***	-1.626***
Yield	0.010 9***	0.012 9***	0.011 6***	0.011 7***	0.012 5***
Size	0.049 6***	0.048 1***	0.048 5***	0.048 4***	0.048 8***
Constant	-0.454***	-0.500***	-0.445***	-0.505***	-0.377***
Observations	5 308	5 308	5 308	5 308	5 308
R-squared	0.260	0.260	0.260	0.259	0.263

注:\*\*\*表示在1%水平显著,\*\*表示在5%水平显著,\*表示在10%水平显著,处于节约篇幅的考虑,表中省略了标准误。

表4 非国有企业组回归

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Age	-0.001 07*				-0.001 56**
Tenure		-0.004 91			-0.004 80
Gender			0.018 0		0.017 6
Education				-0.013 2***	-0.016 8***
MB	0.033 0***	0.033 4***	0.033 0***	0.033 2***	0.033 8***
Manapropor	-0.468***	-0.478***	-0.468***	-0.459***	-0.461***
ROA	-1.571***	-1.565***	-1.567***	-1.557***	-1.554***
Yield	0.009 47**	0.008 63**	0.009 76**	0.009 46**	0.007 42*
Size	0.051 4***	0.052 4***	0.050 8***	0.051 1***	0.053 1***
Constant	-0.562***	-0.622***	-0.618***	-0.567***	-0.533***
Observations	3 832	3 832	3 832	3 832	3 832
R-squared	0.270	0.270	0.270	0.271	0.273

注:\*\*\*表示在1%水平显著,\*\*表示在5%水平显著,\*表示在10%水平显著,处于节约篇幅的考虑,表中省略了标准误。

现管理者风格会影响公司的各项决策。他们构建了CEO的面板数据,这些CEO在不同的公司都有任职,尽管不停的跳槽,但这些公司决策都有他们个人的“烙印”,公司财务政策存在显著的管理者的固定效应,管理者风格能提高4%的公司决策模型拟合度。具体而言,年级大的CEO在做决策时更为保守,另一方面,拥有MBA的高管则更为激进的。由于数据的限制,他们没能从管理者个人的差异(如个人心理方面)来进行分析。Chen和Zheng(2013)从CEO任期的角度来衡量公司风险,他们发现CEO任期与风险承受能力正相关,任期长的CEO风险承受能力大于任期短的CEO,这主要是因为任期长的CEO在前途上的担忧较少。姜付秀等(2009)和李焰等(2011)实证检验了管理者背景特征对企业投资决策的影响,并且这种影响在国有企业和非国有企业中存在差别。

回顾过去的文献,有大量的文献研究了管理者背景特征对公司决策的影响,但其中忽视了资本结构,基于此,本文研究管理者背景特征对资本结构的影响,对相关领域的研究进行了补充和完善。

三、样本选取与研究设计

1. 样本选取。本文的财务数据和高管信息数据均来源于CSMAR数据库,选取了2006年~2011年的数据,并且删除了以下数据:(1)金融类企业;(2)数据缺失和数据异常。最后得到9 140个观测值的CEO样本。论文采用Winsorization的方法对异常值进行处理,对所有小于1%分位数(大于99%分位数)的变量,令其值分别等于1%分位数(99%分位数)。

2. 解释变量定义。论文的主要解释变量为CEO年龄(Age),任期(Tenure)、性别(Gender)、和教育背景(Education),具体定义见表1。

3. 模型选择。本文用总负债除以总资产来度量企业杠杆,我们采用模型(1)和模型(2)对国有企业和非国有企业分别进行回归。

控制变量选取了一些企业特征变量:企业成长性(MB)、高管持股比例(Manapropor)、总资产回报率(ROA)、股票年收益率(Yield)、规模(Size)。

$$\text{Leverage} = \alpha + \beta_1 \text{Age} (\text{Tenure 或 Gender 或 Education}) + \text{控制变量} + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$\text{Leverage} = \alpha + \beta_1 \text{Age} + \beta_2 \text{Tenure} + \beta_3 \text{Gender} + \beta_4 \text{Education} + \text{控制变量} + \varepsilon_i \quad (2)$$

四、描述性统计与实证结果

1. 描述性统计。表2为总体样本的描述性统计,CEO平均年龄为47岁左右,但标准差较大,达到了6.283岁,平均任期为2.353年,可以看到CEO大部分都是男性,另外超过半数的CEO至少拥有本科学历。

2. 样本实证结果。我们分别对国有企业和非国有企业进行回归,结果见表3和表4。

对两个表进行对比发现,除了CEO年龄外,国有企业和非国有企业CEO特征对企业杠杆影响存在显著的差异。无论是在国有企业还是非国有企业,CEO年龄与企业杠杆均显著负相关,表明CEO年龄越大,企业就越少采用负债进行融资,说明年纪大的CEO较为保守,一方面是因为临近退休,他们不愿意承担过多的风险导致决策失误,随着年龄的增长“善始善终”的心态越来越明显,另一方面则是各方面的能力大幅下降,比如学习能力(下转第89页)

是如此。分析过程和总体回归中的模型(1)和(2)相同,不再赘述。

因此我们提出的假说1并没有在总体样本中得到良好的验证,但是假说2在实证中得到了非常好的验证。

而对于创业板市场,与总体回归结果不同的是,外资背景的VC对其IPO折价程度影响为正,这表明有外资背景的风险投资机构会增加折价程度。这可能是由于外资风险投资机构一般投资于种子期和成长期的创业企业,包括大型企业的扩张期,此外,外资VC机构十分重视项目后期投资,他们投入大量资本以及通过业务重组来实现风险投资的资源整合,并利用1年~2年的时间尽快在资本市场实现退出的原因。

### 五、研究结论

国内外学者对风险资本、IPO折价的研究视角非常丰富,而投资者情绪与IPO折价之间的关系引起了国内学者的深入研究。本文基于对2004年~2011年深圳中小板和创业板上市公司数据的整理,研究发现,第一,通过对风险投资机构特征与IPO折价的关系研究表明,不同特征的风险投资机构对IPO折价率影响并不显著,但具有混合背景的风险资本却能有效降低IPO折价率。而曾支持过IPO的风险投资机构经验更丰富,对降低IPO折价的作用在不同样本之间得到了一定程度的验证。第二,通过对投资者情绪与IPO折价的关系研究表明,投资者情绪是影响IPO折价的重要因素,在某种意义上说甚至超过了前者,这表明我国的股票市场仍然存在着大量的投机行为,往往投资者

(上接第82页)

力和获取信息的能力。在任期上国有企业CEO任期对杠杆有显著的影响,而非国有企业则没有影响。国有企业的CEO任期越长权力也越大,由于监管的缺失,CEO能够承担高风险追逐高收益而不担心受到惩罚,而非国有企业监管较强,CEO任期越长,风险意识越强,行为越可能保守。有意思的是,国有企业组的CEO性别对企业杠杆存在负向的影响,当CEO为女性时,企业的负债率较高,当CEO为男性时反而较为保守。这与国外学者研究一致,在职场中女性要升职必须付出比男性更多的努力,为了良好的业绩就要承受高风险。在非国有企业中,CEO教育程度越高,企业杠杆越低,而在国有企业中不显著。根据姜付秀等(2009)的观点,是因为非国有企业CEO受到的教育是他们更重视风险,如果事业失败,将会失去一切,而国有企业中CEO教育对杠杆无影响是缺乏足够的监管导致。

### 五、结论

CEO作为公司决策重要的决策人,对公司各项活动有巨大的影响。“高层梯队理论”认为CEO不是同质化的,他们的特征如年龄、任期、性别、教育背景会影响到公司的决策,通过区分国有企业和非国有企业,本文检验了管理者背景特征对资本结构的影响。研究发现,在国有企业中,CEO年龄越大,任期越短并且为男性时,公司会进行更少的负债融资,而在非国有企业中,CEO年龄越大,受教育程度越高,杠杆越低。本文研究丰富了管理者背景特征理论

们因为蜂拥去购买股票并非出于股票本身的价值,而是看中其投机价值,该结论也丰富了VC持股上市企业IPO折价研究。

参考文献:

1. 胡继之,于华.影响中国股市价格波动若干因素的实证分析.中国社会科学,1999(3):15-23.
  2. Rock, K. W. New Issues Are Underpriced. Journal of Financial Economics, 1986(15):187-212.
  3. 张继强,周勇,张秉麟. IPO折价、逆向选择与分离均衡假说.预测,2003(4):56-67.
  4. 徐文燕,吴康平.承销商托市对新股初始回报的影响.当代经济科学,2002(1):80-86.
  5. 韩立岩,伍燕然.投资者情绪与IPOs之谜—抑价或者溢价.管理世界,2007(3):51-61.
  6. 王春峰,赵威,房振明.新股投资者情绪度量及其与新股价格行为关系.系统工程,2007(7):1-6.
  7. 汪宜霞,张辉.卖空限制、意见分歧与IPO溢价.管理学报,2009(9):1204-1208.
  8. 王莉婷.基于投资者情绪的我国创业板IPO抑价实证研究.西南金融,2013(3):10-13.
- 基金项目:国家自然科学基金项目“风险投资支持的企业IPO折价、择机与后管理问题研究”(项目号:71172052)。

作者简介:林智章,厦门大学管理学院博士生。

收稿日期:2013-12-17。

和资本结构理论,并为深化国企改革提供了借鉴。

参考文献:

1. Bantel, K. A. and Jackson, S. E. . Top Team, Environment and Performance Effects on Strategic Planning Formality. Journal of Financial Economics, 1993(36):337-360.
2. Bertrand, Marianne and Antoinette Schoar. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. Quarterly Journal of Economics, 2003(118):301-330.
3. Certo, S. T. , Lester, R. H. , Dalton, C. M. and Dalton, D. R. . Top Management Teams, Strategy and Financial Performance: a Meta-analytic Examination. Journal of Management studies, 2006, (43):813-839.
4. 姜付秀,伊志宏,苏飞,黄磊.管理者背景特征与企业过度投资行为.管理世界,2009(1):130-139.
5. 李焰,秦义虎,张肖飞.企业产权、管理者背景特征与投资效率.管理世界,2011(1):135-144.

基金项目:教育部人文社科规划项目“资本结构动态调整的理论及实证研究”(项目号:20120121110041)。

作者简介:刘钊,厦门大学管理学院财务系博士生。

收稿日期:2013-12-18。 <http://www.cnki.net>