

专题研究

《生产力研究》No.4.2014

高管风险态度与公司风险

刘 钊¹, 胡 月²

(1.厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005; 2.重庆理工大学 会计学院, 重庆 400054)

【摘 要】 基于 2006—2011 年的数据, 文章发现高管风险厌恶程度越高, 公司股票波动率越低, 主要是通过融资决策和投资决策影响公司风险; 另外发现高管风险态度与董事长的风险态度也会相互影响, 并导致各公司风险的差异: 当两者风险厌恶程度越高, 公司风险越低。文章的研究丰富了高管特征对公司影响的相关文献, 并对高管聘任具有一定的启示意义。

【关键词】 风险态度; 公司风险; 高管年龄

【中图分类号】 F276.6 【文献标识码】 A 【文章编号】 1004-2768(2014)04-0128-04

一、研究背景

高管作为公司重要的决策人, 他对风险的态度决定了公司风险承担水平。然而风险态度是难以度量的, 观测也会受到很多干扰因素。有些学者从特殊视角来研究该问题, 如 Cronqvist et al.(2012) 从高管个人购买住房时负债视角入手, 发现高管买房时对负债的态度与所在公司是一致的, Cain 和 McKeon(2013) 则以高管是否拥有飞行员执照来度量个人对风险的态度。但他们的研究较为特殊, 不适用于我国。根据 Hambrick et al.(1984) 的研究, 年龄是影响高管风险态度的一个重要因素。年轻的高管愿意承担更高的风险, 而年纪大的高管不愿冒风险, 一方面是因为学习能力和获取信息能力下降, 另一方面是因为不希望在任期最后出现大的问题。回顾过去的研究, 关于高管风险态度的研究没有重视年龄的影响, 只是把年龄作为其中一个研究变量或控制变量, 没有进行深入分析。因此本文从高管年龄的视角入手, 检验高管风险态度对公司风险的影响。

采用 2006—2011 年上市公司数据, 我们发现高管年龄与公司风险显著负相关, 深入分析发现是由于公司采取较为稳健的投融资政策导致的,

这说明年龄确实会影响高管的风险态度, 进而影响到公司风险承担。而在分析高管风险态度的相互影响时, 我们以董事长年龄与高管年龄的交乘项作为解释变量, 发现交乘项与公司风险也呈现负相关关系, 同样是通过投融资政策进行影响, 并且公司风险在以下四组呈递减趋势: 低于平均年龄高管和低于平均年龄董事长组风险最高, 其次是低于平均年龄高管和高于平均年龄董事长组, 然后是高于平均年龄高管和低于平均年龄董事长组, 风险最低的是高于平均年龄高管和高于平均年龄董事长组。这说明高管风险态度与董事长风险态度会相互影响, 当两者处于同一年龄段时, 风险态度会得到增强, 导致高于平均年龄高管和高于平均年龄董事长组所在公司风险最低。

本文对文献的贡献有两点: 第一, 丰富了高管特征对公司影响的相关文献, 相比之前文献, 我们从高管年龄的视角深入分析高管风险态度对公司风险的影响。第二, 我们发现高管风险态度与董事长风险态度会相互受到影响, 并导致公司风险的差异。

二、假设提出

心理学家早已发现年龄对个人风险态度的影

【收稿日期】 2014-01-06

【作者简介】 刘钊(1987-), 男, 广西柳州人, 厦门大学管理学院博士研究生, 研究方向: 公司财务; 胡月(1989-), 女, 重庆人, 重庆理工大学会计学院硕士研究生, 研究方向: 财务会计。

响。Carlsson 和 Katarina(1970)认为中年人和老年人更不愿意去改变,他们的学习能力和获取信息的能力会随着年龄的增加而下降。Vroom et al.(1971)以 200 家公司的 1 484 个高管进行试验,他们发现年龄与风险承受能力、风险调整价值负相关,这种关系在各经理或公司中都很稳定。经济学家的研究支持了心理学家的发现,Prendergast 和 Stole(1996)则认为年轻的高管愿意冒险并采用更为激进的投资行为是向市场发出信号:他们拥有卓越的能力。Hambrick 和 Mason(1984)则认为年龄大的高管不愿冒险一方面是因为接近退休时,他们更希望能平稳的经营下去而不愿在任期的最后出现大的问题,另一方面是学习能力和获取信息的能力大幅下降而趋于保守。

基于过去文献,我们认为年龄是高管风险态度的重要影响因素。高管作为公司决策的控制人,他们的风险态度也会对公司采取的行动有着不可忽视的影响,那么高管的风险态度就决定了公司的风险行为。年龄大的高管风险厌恶程度越高,公司会采取较为谨慎和保守的投融资政策。一方面,通过较少的借债,保持公司较低的负债率可以降低财务风险。另一方面,高管也可以选择较低的投资额和较少的并购来降低降低经营风险。因为未来的不确定性,投资使得公司会承担一定的风险,增长的投资额意味着经营风险的上升,风险厌恶程度高的高管会选择低风险的投资项目,而放弃高风险但也有高收益的投资项目,使企业表现出较低的风险承担水平。并购相比于投资风险更大,对于并购的态度能够体现一个公司高管的风险偏好,年龄大的高管往往不愿意承担过多的风险,对于并购持怀疑或否定的态度,这种情况下公司进行并购的次数也会较少。

从前面的分析知道,高管对风险的态度会影响公司的财务风险和经营风险,那么这些风险就会影响公司整体风险,反映为公司股票波动率的大小(Stuart,2012;Kini 和 Williams,2012)。

因此我们提出以下假设:

假设 1:负债率、投资额、并购行为与高管年龄为负相关的关系

假设 2:公司风险与高管年龄为负相关关系
公司在决策时更多是管理层讨论后所作出的

决定,高管和董事长作为其中最重要的两个人,他们的意见与想法会相互受到影响,因此他们的风险态度也一样会影响到对方。如果高管年龄对个人风险态度有负向影响,公司风险会随着两者年龄的上升而下降,那么高管年龄与董事长年龄的交乘项与公司风险也会呈现负相关的关系。

同时他们之间的风险态度相互影响会导致不同公司风险的差异。当两者处于相同年龄段时,他们风险态度会得到加强,那么可以推测高于平均年龄高管和高于平均年龄董事长组公司风险最低。

假设 3:高管年龄与董事长年龄的交乘项与公司风险为负相关关系,并且高于平均年龄高管和高于平均年龄董事长组公司风险最低

三、样本选取与研究设计

(一)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—2011 年的数据,并且删除了以下数据:(1)金融类公司;(2)数据缺失和数据异常。并购数据来源于 WIND 数据库,选取了 2006—2011 年的数据,只包括股权转让和资产转让两类数据,如一年有多次并购的则把该年并购金额进行加总,删除了以下数据:(1)房地产公司和金融公司;(2)数据缺失和数据异常;(3)并购未完成的。最后得到 9 140 个观测值的高管样本和 8 928 个观测值的董事长样本。本文采用 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)。

(二)解释变量定义

本文把董事长和高管作为主要的高管进行研究,主要解释变量为高管年龄(Age)和董事长年龄(Ageb)。为了检验高管风险态度与董事长风险态度之间的相互影响,按照年龄均值,分别把高管和董事长划分为低于平均年龄组和高于平均年龄组,这 4 个组相互交乘得到 4 个变量:低于平均年龄高管和低于平均年龄董事长组(Inter1)、低于平均年龄高管和高于平均年龄董事长组(Inter2)、高于平均年龄高管和低于平均年龄董事长组(Inter3)、高于平均年龄高管和高于平均年龄董事长组(Inter4)。根据假设 3,交乘项的系数应该为负,且高于平均年龄高管和高于平均年龄董事长组

(Inter4)的系数最小,回归时把 Inter2、Inter3 和 Inter4 放入模型,就能对这 4 组进行比较。

(三)模型选择

参考之前文献(Stuart, 2012;Kini 和 Williams, 2012)的做法,我们用股票月收益率的年化标准差来度量公司风险,公司风险承担行为则采用投融资政策来度量,财务政策选取负债率来度量,投资政策选取投资额和并购可能性来度量。模型(1)用于检验公司风险和投融资政策,模型(2)则检验高管风险态度与董事长风险态度之间是如何相互影响的。被解释变量(Y)分别是股票波动率(Std)、负债率(Leverage)、投资额(Fixpropor)、并购可能性(Merge)。当被解释变量为并购可能性时,采用 Probit 模型进行回归,并报告变量的边际影响,而股票波动率、负债率和投资额作为被解释变量时,采用 OLS 进行回归。

控制变量选取了一些公司特征变量:公司成长性(MB)、产权性质(Type)、高管持股比例(Manapropor)、总资产回报率(ROA)、股票年收益率(Yield)、规模(Size)和行业虚拟变量(Ind)。

$$Y = \alpha + \beta_1 Age + \beta_2 Ageb + \text{控制变量} + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$Y = \alpha + \beta_1 Inter2 + \beta_2 Inter3 + \beta_3 Inter4 + \text{控制变量} + \varepsilon_1 \quad (2)$$

表 1 变量定义

变量名	变量说明
被解释变量	
股票波动率(Std)	股票月收益率年化标准差
负债率(Leverage)	账面总负债/总资产
投资额(Fixpropor)	(年末固定资产-年初固定资产)/年初总资产
并购可能性(Merge)	发生并购则取 1, 无则取 0
CEO 年龄(Age)	CEO 年龄
董事长年龄(Ageb)	董事长年龄
解释变量	
交乘项 2 (Interation2)	当为低于平均年龄 CEO 和高于平均年龄董事长组, 取 1, 反之取 0
交乘项 3 (Interation3)	当为高于平均年龄 CEO 和低于平均年龄董事长组, 取 1, 反之取 0
交乘项 4 (Interation4)	当为高于平均年龄 CEO 和高于平均年龄董事长组, 取 1, 反之取 0
成长性(MB)	(股票市值+账面总负债)/总资产
产权性质(Type)	国有企业取 1, 非国有企业为 0
高管持股比例(Manapropor)	高管持股数/总股数
控制变量	
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
行业虚拟变量(Ind)	按照证监会行业分类设置

四、描述性统计与实证结果

(一)描述性统计

表 2 为总体样本的描述性统计,可以看到高

管的年龄均值和中位数均小于董事长,高管平均年龄在 47 岁,而董事长平均年龄大约为 50 岁。其他变量的波动性较大,说明上市公司的差异较多。

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
Age	9140	47.03	47	6.283	24	75
Ageb	8928	50.580	50	6.955	26	85
Std	9140	0.513	0.471	0.209	0.196	1.271
Leverage	9140	0.514	0.509	0.218	0.0556	1.388
Fixpropor	9140	0.213	0.028	0.734	-0.792	5.013
Merge	9140	0.325	0	0.468	0	1
MB	9140	2.559	1.976	1.891	0.851	12.400
Type	9140	0.581	1	0.493	0	1
Manapropor	9140	0.0266	0	0.101	0	0.600
ROA	9140	0.0340	0.0351	0.0713	-0.317	0.220
Yield	9140	0.520	0.174	1.104	-0.773	4.371
Size	9140	21.610	21.477	1.230	18.760	25.330

(二)样本实证结果

从表 3 中(1)-(8)可以看到高管年龄系数和董事长年龄系数显著为负。随着高管年龄和董事长年龄的增长,公司会较少的采用负债融资,使得负债率逐步下降,在投资中也更为保守,表现为更少的投资额;同时在扩张中也较为稳健,并购次数和并购金额都呈下降趋势。公司较为保守的风险行为导致股票波动率也较小。

表 3 高管风险态度对公司风险的影响

VARIABLES	负债率		投资额		并购可能性		股票波动率	
	OLS	OLS	OLS	OLS	Probit	Probit	OLS	OLS
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Age	-0.00149***		-0.00286**		-0.00306***		-0.000668**	
Ageb		-0.00194***		-0.00238**		-0.00329***		-0.00141***
MB	0.0243***	0.0236***	-0.00181	-0.00462	0.00678**	0.00664**	0.00214*	0.00123
Type	-0.0136***	-0.0125**	-0.0709***	-0.0827***	-0.0339***	-0.0416***	0.00778*	0.000550
Manapropor	-0.436***	-0.439***	0.805***	0.848***	-0.265***	-0.254***	-0.192***	-0.169***
ROA	-1.588***	-1.589***	0.726***	0.729***	0.145*	0.164**	-0.315***	-0.308***
Yield	0.00637***	0.00696***	-0.0112	-0.00549	0.0215***	0.0229***	0.0717***	0.0753***
Size	0.0505***	0.0510***	0.0753***	0.0692***	0.0503***	0.0500***	-0.0156***	-0.0160***
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.514***	-0.573***	-1.111***	-1.223***			0.863***	0.838***
Observations	9,140	8,928	9,140	8,928	9,140	8,928	9,140	8,928
R-squared	0.283	0.286	0.046	0.041	0.0455	0.0449	0.218	0.216

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;Probit 模型为系数边际影响,并且报告的是 Pseudo R²。为了节约篇幅,把系数标准误省略了

从表 4 可以看出,除了少数交乘项系数不显著以外,Inter2、Inter3、Inter4 的系数大致都是显著为负的。在所有模型中 Inter4 的系数都是最小的,说明高于平均年龄高管和高于平均年龄董事长组公司风险最低,相比于低于平均年龄高管和低于平均年龄董事长组公司,负债率低了 2.71%,投资额低了 2.68%,并购的可能性低了 4.95%,导致股票波动率也较低,为 1.97%。结果支持了本文的假

设3,管理者年龄与公司风险显著出负相关,同时也表明董事长风险态度与高管风险态度会相互影响,当两者处于相同年龄段时,风险态度就会得到增强,导致了高于平均年龄高管和高于平均年龄董事长组所在公司风险最小。

表4 高管风险态度的相互影响

变量	负债率	投资额	并购可能性	股票波动率
	OLS (1)	OLS (2)	Probit (3)	OLS (4)
Interaction2	-0.0243***	-0.0244	-0.0397***	-0.00527
Interaction3	-0.0101	-0.0397**	-0.0396***	-0.0167***
Interaction4	-0.0271***	-0.0472**	-0.0495***	-0.0197***
MB	0.0242***	-0.00186	0.00613*	0.00219*
Type	-0.0135***	-0.0712***	-0.0386***	0.00808*
Manapropor	-0.443***	0.799***	-0.270***	-0.192***
ROA	-1.584***	0.729***	0.153**	-0.314***
Yield	0.00661***	-0.0114	0.0231***	0.0714***
Size	0.0513***	0.0762***	0.0490***	-0.0150***
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.589***	-1.236***		0.834***
Observations	9,140	9,140	9,140	9,140
R-squared	0.284	0.046	0.045	0.219

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;Probit模型为系数边际影响,并且报告的是Pseudo R²。为了节约篇幅,把系数标准误差省略了

五、结论

本文为高管特征对公司影响提供了新的证据。我们发现高管年龄越大,公司风险越小。具体而言,高管年龄与公司股票波动率显著负相关,深入分析发现主要是通过投融资政策影响公司风险。年纪大的高管会较少适用负债,投资也更为谨慎,投资额较少,同时并购概率也较低。

另外我们还检验了高管风险态度与董事长风险态度的相互影响。高管年龄与董事长年龄的交互项与公司风险呈现负相关的关系,且公司风险以下四组呈递减趋势:低于平均年龄高管和低于平均年龄董事长组风险最高,其次是低于平均年龄高管和高于平均年龄董事长组,然后是高于平均年龄高管和低于平均年龄董事长组,风险最低的是高于平均年龄高管和高于平均年龄董事长组。实证结论表明年龄对董事长风险态度也有负向影响,并且高管风险态度与董事长风险态度的相互影响导致了公司风险的差异。

【参考文献】

[1] Bantel K.A., Jackson S.E. Top Team, Environment and Performance

Effects on Strategic Planning Formality[J]. Journal of Financial Economics, 1993(36):337-360.

[2] Bertrand, Marianne, Antoinette Schoar. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies[J]. Quarterly Journal of Economics, 2003(118):301-330.

[3] Cain M.D., McKeon S.B. CEO Personal Risk-taking and Corporate Policies, Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1785413, 2013.

[4] Carmeli A., Halevi M.Y. How Top Management Team Behavioral Integration and Behavioral Complexity Enable Organizational Ambidexterity: the Moderating Role of Contextual Ambidexterity[J]. Leadership Quarterly, 2009(20):207-218.

[5] Carlsson G., Karlsson K. Age, Cohorts and the Generation of Generations[J]. American Sociological Review, 1970(35):710-718.

[6] Certo S.T., Lester R.H., Dalton C.M., Dalton D.R. Top Management Teams, Strategy and Financial Performance: a Meta-analytic Examination[J]. Journal of Management Studies, 2006(43):813-839.

[7] Chen Dong, Zheng Yudan. CEO Tenure and Risk-taking. Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2038064, 2013.

[8] Coles, Jeffrey L., Naveen D. Daniel, Lalitha Naveen. Managerial Incentives and Risk-taking[J]. Journal of Financial Economics, 2006(79):431-468.

[9] Cronqvist H., Makhija A. K., Yonker S.E. Behavioral Consistency in Corporate Finance: CEO Personal and Corporate Leverage[J]. Journal of Financial Economics, 2012(103):20-40.

[10] Hambrick D.C., Mason P.A. Upper Echelons: the Organization As a Reflection of Its Top Managers[J]. Academy of Management Review, 1984(9):193-206.

[11] Kini O., Williams R. Tournament Incentives, Firm Risk, and Corporate Policies[J]. Journal of Financial Economics, 2012(103):350-376.

[12] Li, Kai, Griffin, D.W., Yue, Heng, Zhao, Longkai. How Culture Influence Corporate Risk-taking, Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2021550, 2012.

[13] Kenneth R. MacCrimmon and Donald A. Wehrung. Characteristics of Risk Taking Executives[J]. Management Science, 1990(4):422-435.

[14] Prendergast C., Stole L. Impetuous youngsters and Jaded Old-timers: Acquiring a Reputation For Learning[J]. Journal of Political Economy, 1996(104):1105-1134.

[15] Vroom V., Pahl B. Relationship Between Age and Risk-taking Among Managers[J]. Journal of Applied Psychology, 1971, 55(4):399-405.

[16] 姜付秀,伊志宏,苏飞,等.管理者背景特征与企业过度投资行为[J].管理世界,2009(1).

[17] 李焰,秦义虎,张肖飞.企业产权、管理者背景特征与投资效率[J].管理世界,2011(1).

(责任编辑: X 校对: Q)