

CEO 背景特征对资本结构决策的影响

——资本结构动态调整视角的实证分析

摘要:在资本结构动态调整的理论视角下,区分上证和深证子样本从资本结构动态调整速度和调整效果两个方面,运用 NLS 和混合 OLS 方法实证检验了 CEO 背景特征对资本结构动态调整速度和调整效果的影响。结果表明:CEO 的性别、年龄、学历、财会背景对资本结构调整速度有显著影响;而当 CEO 为男性、年龄较大、学历较高时,资本结构动态调整的效果更好,但两职兼任与调整效果显著负相关,这可能是两职兼任削弱了公司治理效应造成的。

关键词:CEO 背景特征;资本结构;动态调整;资本结构决策

贾明琪
罗 浩
辛江龙

DOI:10.3773/j.issn.1006-4885.2015.08.001

中图分类号:F275.5 文献标识码:A 文章编号:1002-9753(2015)08-0001-15

1 引言

上市公司资本结构动态调整问题是近年来资本结构理论研究的重要课题之一,已经取得了丰硕的研究成果。基于权衡理论的资本结构动态调整理论增进了人们对企业资本结构决策的认识,但是随着研究的进一步深入,单纯的基于权衡理论的资本结构动态调整理论并不能完整的解释企业资本结构决策的问题。这是由于以权衡理论为基础的资本结构动态调整理论认为管理者都是理性的,并没有考虑上市公司的管理者异质性的因素。然而,高层梯队理论(Upper Echelons Theory)(Hambrick and Mason, 1984^[1])认为管理者的异质性即其个性特征对组织的产出、战略的选择和绩效水平有着显著的影响。自 1984 年高层梯队理论提出以后,许多实证研究(Child, 1974^[2];

基金项目:中央高校基本科研业务费专项资金(项目编号:11LZUJBWZY050)。

作者简介:贾明琪(1966-),陕西宝鸡人,兰州大学管理学院副教授,研究方向:资本市场与上市公司会计;

罗 浩(1988-),陕西宝鸡人,兰州大学管理学院副教授,研究方向:资本市场与上市公司会计;

辛江龙(1981-),辽宁阜新,兰州大学助理研究员,研究方向:货币金融理论。

Hitt and Tyler, 1991^[3]; Frank and Goyal, 2007^[4]; Bhagat et al, 2008^[5]; Cronqvist et al, 2011^[6]; 周业安等, 2012^[7]) 发现, 管理者的个性特征如: 性别、年龄、学历、任职经历、行业经验、个人负债、爱好、性格、风险偏好等因素都对管理者的决策有着重要的影响。

更重要的是, 所有权与经营权相分离是现代企业经营的一个显著特征, CEO 对企业决策、发展和企业行为有着深刻而广泛的影响, 企业的人力资源、财务和信息等资源被 CEO 直接掌握着, 但是所有者对 CEO 的了解却是非常不全面的, 对 CEO 的约束也是非常有限的。为了从理论上增进企业所有者对 CEO 的了解, 本文引入 CEO 背景特征去研究资本结构调整速度和调整效果的问题就显得尤为重要。

现有研究特别是国内研究, 大多集中在管理者内部特征尤其是管理者过度自信对企业静态资本结构决策的影响方面。此外, 已有很多文献对资本结构调整速度的影响因素进行了研究, 但遗憾的是却没有考虑管理者异质性对资本结构调整速度的影响。因此, 本文在已有的对资本结构动态调整研究文献的基础上, 加入了 CEO 背景特征的因素, 区分了深证子样本和上证子样本进行了对比分析, 不仅考察了 CEO 背景特征对动态资本结构调整速度的影响, 在此基础上进一步分析了 CEO 背景特征对动态资本结构决策效果的影响, 从而拓展和深化了资本结构动态调整理论。

2 文献回顾

为了深入研究上市公司高管个性特征的问题, Zahra and Pearce (1989)^[8] 将管理者个性特征分为两个部分: 一个是管理者背景标签 (Labeled Directors' Background), 反映管理者的性别、年龄、经验、学历背景等; 另一个是管理者的内部特征, 反映管理者的性格、是否过度自信、偏好等。高管的个性特征反映其认知能力、经验水平, 并且潜在对管理者的决策行为和决策效果产生影响, 公司管理者的个性特征是资本结构决策的重要影响因素 (Hackbarth, 2008^[9], Bhagat et al, 2008^[5])。过度自信属于管理者的内部特征, 是个性特征的表现之一, 研究发现管理者的性别、教育背景、专业技能以及工作经验等因素会显著影响管理的过度自信行为 (Lundeberg et al, 1994^[10]; Heath and Tversky, 1991^[11]); 而高层管理者的内部特征, 例如管理者的偏好, 会对公司的资本结构产生重要影响 (Parsons and Titman, 2008^[12])。与此同时, 对管理者的外部特征也有大量的研究, 这些研究表明: 上市公司高管的个人任职经历对公司财务决策有着显著的正相关关系 (Barker and Mueller, 2002^[13]); 高管的很多背景特征, 如是否有 MBA 学历、任期的长短和教育背景等对公司资本结构都有着显著的影响 (Frank and Goyal, 2007^[4])。更引起我们研究兴趣的发现是: CEO 的个人负债水平与公司资本结构有着正向而稳定的联系 (Cronqvist et al, 2011^[6]); 具有财务经历的 CEO 与所在公司的负

债水平显著相关并且负债水平较高 (Graham et al, 2013^[14])。

与国外学者一样,国内学者对管理者个性特征的问题也进行了卓有成效的探讨,并形成了大量的研究成果。从上市公司高层管理者内部特征角度的探讨表明,总经理的过度自信与资本结构决策有存在紧密的关系;同时,过度自信的总经理更乐于使用更多的短期负债融资 (闫永梅和孔玉生,2010^[15])。而且过度自信与公司的资产负债率尤其是短期负债率显著正相关,与债务期限结构也存在显著正相关关系 (余明贵等,2006^[16])。针对管理者背景特征的研究发现,管理层和董事长的背景特征对企业的过度投资行为之间有着显著的相关性 (姜付秀等,2009^[17])。对背景特征的研究还表明,高管团队的背景特征与公司财务重述行为有着显著的相关性 (何威风和刘启亮,2010^[18]);并且 CFO 的财务专长与会计信息质量也有显著的相关性且正相关,当 CFO 是女性时企业会计信息质量更高 (王霞等,2011^[19])。周业安等 (2012)^[7]对高管背景特征进行了系统研究,其结果显示:高管任期、性别、年龄、教育程度、两职兼任情况、政治身份对公司资本结构的调整有着显著影响。除此之外,由公司治理效应而导致的高管异质性,也对上市公司决策有显著影响,如研究发现管理者的超额薪酬与资本结构调整的速度正相关;当样本为非国有上市公司时,管理者超额薪酬与资本结构调整效果显著负相关 (张亮亮和黄国良,2013^[20]),而且在企业不存在绝对控股股东时,即经理人具有较大自主决策权的前提下,具有财务经历 CEO 对企业资本结构决策有显著影响 (姜付秀和黄继承,2013^[21])。

通过对已有文献的梳理可知,上市公司高管的个性特征无论是内部特征还是背景特征方面的研究已经比较全面且比较深入。但以上研究特别是关于资本结构的研究主要集中在管理者个性特征对静态资本结构的影响方面,很少有文献从资本结构动态调整的视角去研究高管背景特征的相关问题。而本文从资本结构动态调整的角度对管理者背景特征进行研究,并在周业安等 (2012) 研究的基础上对管理者背景特征影响动态资本结构决策的效果进行了分析。

3 研究假设

基于以上理论和研究,CEO 的背景特征会影响上市公司的财务决策,并进而影响公司资本结构的动态调整和决策。所以,本文从 CEO 的性别、年龄、学历、是否具有财会背景、是否两职兼任五个方面分别加以分析。

Harris 等 (2006)^[22]从健康、娱乐和博彩三个领域研究性别差异对风险行为的影响,表明在这三个领域中男性和女性在从事风险行为方面是有显著的性别差异的,并且女性更不可能从事风险活动。资本结构决策是有风险的,男性和女性在做出决策时,由于认知水平不同,在对待风险态度上也存在着显著差异,这会导致决策的结果会

明显不同。因此,女性在面对资本结构决策问题时可能会更为保守,资本结构调整的速度会更慢些,而男性更可能采用更高的负债水平,更快速的调整资本结构。

假设 1:男性 CEO 较女性 CEO 会更积极的对资本结构进行调整,并且做出更加有效的资本结构决策。

年龄较大的 CEO 趋向于更加保守,更不容易抓住新的点子和学习新的东西 (Hambrick and Mason, 1984^[1]),很难有实施变革所需要的充沛体力和精神意志 (Child, 1974^[2]),并且年龄较大的 CEO 在做出决策时会更加保守 (Bertrand and schoar, 2003^[23])。所以,年老的 CEO 对资本结构的调整速度较慢些 (Frank and Goyal^[4])。Frank 等学者发现,伴随着管理者年龄的增长,他们的经营管理阅历会逐渐的丰富,可以借鉴的经营管理决策的历史经验就会越多,从而不断改善自己的决策偏差,管理者的过度自信行为会有所减弱,当他们做出决策时更加的沉稳,也会更加的谨慎。因此,年龄越大的 CEO 动态资本结构决策的效果会更好。

假设 2:CEO 年龄越大,资本结构动态调整的速度会越慢,但是资本结构调整的效果却会越好。

资本结构决策的问题非常富有财务专业性,具有财会背景的 CEO 具有专业的知识储备和能力,更重要的是,在他们的任职经历中,积淀了资本结构决策的丰富经验。姜付秀和黄继承(2013)^[21]研究发现,当公司不存在绝对控制权,使得总经理具有较大自主决策权的前提下,具有财务经历的 CEO 对资本结构决策有显著影响。因此有财会背景的 CEO 会更积极依照实际情况对资本结构进行主动调整;同时,当面对资本结构决策问题时,具有财会背景的高管更有自信和能力做出更令人满意的决策。

假设 3:具有财会专业背景的 CEO 更容易对资本结构进行调整,并且更容易做出较为满意的决策。

教育是一个人知识水平和技能水平的基础,学历水平是学习知识多少的一个有效的证明。CEO 学历越高,就会有更大量的知识,更广阔的视野,具有更强的信息捕获能力和信息处理能力,从而更有可能做出令人满意的资本结构决策。学历越高的 CEO 有着更高的认知水平 (Hitt and Tyler, 1991^[3]),这种高水平的认知提供了更加容易接受新思想和接受创新的能力。一般而言,学历越高,管理者的理论知识就会更丰富,就会有更多的信息去参考,从而帮助自己做出满意决策。Frank and Goyal (2007)^[4]发现具有 MBA 学历的 CEO 更乐于选择更高的资本结构。

假设 4:CEO 学历越高就越容易对资本结构进行调整并更容易做出令人满意的决策,即 CEO 学历水平与资本结构调整速度和决策效果正相关。

总经理具有较大自主权,缺少监督时,更容易依照自己的经验和认知程度做出判

断和决策,李凯等(2007)^[24]研究发现,总经理是否两职兼任与企业绩效显著负相关。当总经理兼任董事长时,公司董事会的警惕性和公司的治理效应会有一定程度的减弱(Mace, 1986^[25]),总经理因此会获得更大的自主权,决策所需要的沟通环节会明显减少,这导致总经理对公司经营决策和资本结构决策会较快。

假设 5:CEO 同时兼任董事长时,资本结构的调整速度较快。

4 研究设计

4.1 数据来源和样本选择

本文以 2005—2012 年上证 A 股和深证 A 股的上市公司为研究样本,借鉴已有文献的做法,按照以下原则对样本进行处理:(1)剔除金融类、保险类上市公司的样本;(2)剔除 ST、*ST、PT 类上市公司以及退市公司的样本;(3)剔除资产负债率大于 1 或小于 0 的样本;(4)为防止公司兼并、重组对研究结果的影响,剔除总资产增长率大于 1 的样本;(5)剔除了数据严重缺失和奇异的样本;(6)为了防止新股上市对资本结构的影响,所以剔除 2003 年以后上市的公司。根据以上原则共得到 711 家上市公司的 5688 组样本数据。上市公司的财务数据来自国泰安 CSMAR 数据库,样本中缺失数据通过年报手工进行搜集。

4.2 变量的选取和定义

4.2.1 被解释变量

资本结构(Lev)为本文的被解释变量之一,用于衡量公司资本结构的指标有市值资产负债率和账面资产负债率两种。由于公司市场价值变化幅度很大,我们无论是在研究分析中还是实务管理中都不容易应用市场价值;同时,债权人的债务是按负债的账面价值而不是市场价值进行清偿的。因此,本文选择用账面资产负债率即账面总负债与账面总资产的比来衡量公司的资本结构。

资本结构动态调整效果(Dev):用当年目标资本结构与年末实际资本结构偏离程度的绝对值来衡量,即用 $|Lev_{i,t-1}^* - Lev_{i,t}|$ 来衡量。

4.2.2 解释变量

本文所指 CEO 是指年报中披露的公司的总经理、总裁或首席执行官;本文所指的董事长是指年报中披露的董事长、董事局主席或董事会主席。

(1) 性别(Sex):此变量为虚拟变量,定义男性为 1,女性为 0。

(2) 年龄(Age):上市公司年报中披露的 CEO 的实际年龄。

(3) 财会背景(Finance):财务会计毕业或者取得了会计师资格证书或者取得了注册会计师证书的 CEO 为 1,否则为 0。

(4) 学历(Edu):依据我国的实际情况和数据的可得性,本文将学历定义为:中专

及以下为 1, 大专为 2, 本科为 3, 硕士为 4, 博士为 5.

(5) 两职兼任 (Jzh): 依据上市公司年报, 本文将任职董事长同时兼任 CEO 的定义为 1, 否则为 0.

4. 2. 3 控制变量

公司所属行业 (Ind): 本文以中国证监会《上市公司行业分类指引》(2012 年修订) 进行行业划分。但是由于剔除样本数据后 H、L、M、N、R 这五个行业大类只有 18 家公司 144 组样本数据。借鉴连玉君和钟经樊 (2007)^[26] 的做法, 本文对这五个行业进行了合并, 故最终产生了 11 个行业大类共 10 个行业虚拟变量。公司规模、成长性、资产担保价值等控制变量借鉴已有研究成果 (Titman and Wessels, 1988^[27]; Haas and Peeters, 2006^[28]; 童勇, 2004^[29]; 连玉君和钟经樊, 2007^[26]) 进行了定义, 在此不再赘述, 具体参照表 1: 变量的选取及定义。

表 1 变量的选取及定义

	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	资本结构	Lev	账面总负债 / 账面总资产
	调整效果	Dev	目标资本结构与实际资本结构差的绝对值
解释变量	性别	Gender	男性为 1, 女性为 0
	年龄	Age	高管的实际年龄
	财会背景	Finance	有财会背景的为 1, 否则为 0
	学历	Edu	中专及以下为 1, 大专为 2, 本科为 3, 硕士为 4, 博士为 5
	两职兼任	Jzh	董事长兼任总经理为 1, 只担任总经理为 0
控制变量	公司规模	Size	总资产的自然对数
	成长性	Grow	总资产增长率 = (年末总资产 - 年初总资产) / 年初总资产
	资产结构	Tang	(固定资产 + 存货) / 总资产
	资产流动性	Liquid	流动资产 / 流动负债
	赢利能力	Profit	净利润 / 总资产平均余额
	非债务税盾	Dept	累计折旧 / 总资产

4. 3 模型设计与估计方法

4. 3. 1 CEO 背景特征与资本结构的动态调整

参考已有研究 (Haas and Peeters, 2006^[28]; 连玉君和钟经樊, 2007^[26]), 本文在放松资本结构调整准动态模型中调整速度 δ_0 不变的假设前提下, 构建资本结构完全调整模型探讨分析 CEO 背景特征对公司资本结构调整速度的影响。

本文将资本结构完全调整的估计模型设定为:

$$Lev_{i,t} = (1 - \delta_{i,t}) Lev_{i,t-1} + \delta_{i,t} Lev_{i,t-1}^* + Ind_m + Year_t + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

其中, $Lev_{i,t}$ 是 i 公司第 t 年的实际资本结构, $\delta_{i,t}$ 是动态调整模型下的 i 公司第 t 期

的资本结构调整速度,是不可观测的,由(2)式确定; $Lev_{i,t-1}^*$ 是*i*公司第*t*-1年的目标资本结构,也是不可观测的,由(3)式确定。*Ind*和*Year*是行业虚拟变量和年度虚拟变量, $\varepsilon_{i,t}$ 是随机干扰项。

式(1)中的调整速度 $\delta_{i,t}$ 潜在反映资本结构的调整成本,是一个受公司规模、成长性、资产结构、资产流动性、赢利能力、非债务税盾、公司特定效应、时间效应等因素影响的函数。而目标资本结构也受一系列因素的影响,根据现有研究(Haas and Peeters, 2006^[28];连玉君和钟经樊,2007^[26];周业安等,2012^[7]),我们将(1)式中的资本结构调整速度 $\delta_{i,t}$ 和目标资本结构 $Lev_{i,t-1}^*$ 分别设定为如(2)式、(3)式所表示的线性模型:

$$\delta_{i,t} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j Label_{j,i,t} + \sum_{j=1}^n \beta_j X_{j,i,t} + Ind_m + Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Lev_{i,t-1}^* = \alpha_0 + \sum_{j=1}^k \alpha_j Label_{j,i,t} + \sum_{j=1}^n \alpha_j X_{j,i,t} + Ind_m + Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $Label_{j,i,t}$ 是*i*公司第*t*年的第*j*个CEO的性别、年龄等背景特征变量; $X_{j,i,t}$ 是*i*公司第*t*年的第*j*个控制变量即规模、成长性等因素。

由于完全调整模型(1)式为非线性模型且目标资本结构和资本结构调整速度是不可观测的,因此本文借鉴已有研究成果(Haas and Peeters, 2006^[28];连玉君和钟经樊,2007^[26])采用非线性最小二乘法(NLS)对(1)式进行估计。本文通过以下步骤确定非线性最小二乘法所需要的参数的初始值:首先,用 $Lev_{i,t}$ 代替 $Lev_{i,t-1}^*$ 作为被解释变量,估计静态模型(3),得到参数的估计值。第二步,将前面得到参数估计值作为模型(3)的参数初始值,得到 $Lev_{i,t}^*$ 的线性拟合值。第三步,将得到的 $Lev_{i,t-1}^*$ 的线性拟合值带入(4)式中,由于 $Lev_{i,t}$ 和 $Lev_{i,t-1}$ 已知,因此可得到 $\delta_{i,t}$ 的值。最后,将上步得到的 $\delta_{i,t}$ 的值带入(2)式中,从而可得到(1)式估计所需要的所有参数初始值。

$$\delta_{i,t} = \frac{Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1}}{Lev_{i,t-1}^* - Lev_{i,t-1}} \quad (4)$$

4.3.2 CEO 背景特征与动态资本结构决策效果

在本文中,企业年末实际资本结构与当年目标资本结构之间差的绝对值为资本结构动态调整的偏离程度,它可以衡量一年时间内资本结构调整的效果,偏离程度越小,实际资本结构越接近于最优资本结构,即动态调整的效果越好。

为了检验CEO背景特征对实际资本结构偏离目标资本结构程度的影响,本文将估计模型设定为:

$$Dev_{i,t} = \theta_0 + \sum_{j=1}^k \theta_j Label_{j,i,t} + \sum_{j=1}^n \theta_j X_{j,i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, $Dev_{i,t} = |Lev_{i,t-1}^* - Lev_{i,t}|$,表示*i*公司第*t*年末的实际资本结构偏离目标资本结构的绝对程度, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机干扰项。

5 实证分析

5.1 主要变量的描述性统计

表 2 是主要变量的描述性统计结果。性别、年龄、学历、两职兼任的统计特征与周业安等(2012)^[7]研究的基本一致。但是否具有财会背景与之有较大不同,这是由于周业安等将是否具有财务背景定义为:具有金融、会计学位,当前或曾经的工作与财务有关,或者具有经济师、会计师等经济类职称;而本文将是否具有财会背景定义为:财务会计毕业或者取得了会计师及以上资格证书或者取得了注册会计师证书。所以,具有财会背景的 CEO 所占的比例仅为 4.96%,低于 43.65%(周业安等,2012^[7])。本文对 CEO 是否具有财会背景的定义更能体现其是否具有财会能力和财会专业性。

表 2 主要变量的描述性统计表

项目		总样本		深证子样本		上证子样本	
		数量	比例	数量	比例	数量	比例
性别	女	293	5.15%	125	6.08%	168	4.63%
	男	5395	94.85%	1931	93.92%	3464	95.37%
年龄	均值	47.27	—	47.42	—	47.18	—
	标准差	6.27	—	6.6	—	6.07	—
	最小值	26	—	26	—	26	—
	中值	47	—	47	—	47	—
	最大值	75	—	75	—	66	—
学历	中专及以下	34	0.60%	12	0.58%	22	0.61%
	大专	632	11.11%	188	9.41%	444	12.22%
	本科	1908	33.54%	782	38.04%	1126	31.00%
	硕士	2788	49.02%	955	46.45%	1833	50.47%
	博士	326	5.73%	119	5.79%	207	5.70%
财会背景	finance = 0	5406	95.04%	1927	93.73%	3479	95.79%
	finance = 1	282	4.96%	129	6.27%	153	4.21%
两职兼任	jzh = 0	4960	87.20%	1728	84.05%	3232	88.99%
	jzh = 1	728	12.80%	328	15.95%	400	11.01%

5.2 回归结果分析

5.2.1 CEO 背景特征对资本结构调整速度的影响分析

从资本结构动态调整的视角,本文对(1)式运用非线性最小二乘法(NLS)进行了回归分析,回归结果如表 3 所示。公司规模(Size)、资产流动性(Liquid)、成长性(Grow)、盈利能力(Profit)、资产结构(Tang)和非债务税盾(Dept)对目标资本结构的确定和资本结构调整速度都有着显著的影响,这与已有的研究结论(连玉君和钟经

樊,2007)^[26]基本一致,此处不再赘述。由前文的论述可知,目标资本结构的估计是非线性最小二乘法的重要一步,从表 3 第(1)、(3)、(5)列可以看出,CEO 的背景特征,如性别、年龄、是否具有财会背景、是否两职兼任,对目标资本结构的确定有显著影响,说明 CEO 的背景特征是影响公司财务决策不可忽视的影响因素。

表 3 CEO 背景特征对资本结构调整速度的影响回归结果

	总样本		深证子样本		上证子样本	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Lev _{i,t} [*]	δ _{i,t}	Lev _{i,t} [*]	δ _{i,t}	Lev _{i,t} [*]	δ _{i,t}
Grow	1. 8730 *** (24. 730)	-0. 1470 *** (-22. 282)	1. 8159 *** (15. 381)	-0. 1424 *** (-13. 143)	1. 7988 *** (20. 268)	-0. 1596 *** (-18. 551)
Liquid	-0. 0562 *** (-16. 145)	-0. 0008 *** (-16. 555)	-0. 0396 *** (-9. 400)	-0. 0008 *** (-9. 936)	-0. 0931 *** (-15. 219)	-0. 0059 *** (-6. 541)
Profit	-4. 7225 *** (-26. 900)	0. 0697 *** (4. 998)	-4. 3702 *** (-16. 541)	-0. 0033 (-0. 315)	-4. 5980 *** (-21. 740)	0. 0965 *** (5. 676)
Size	0. 0267 *** (66. 814)	0. 0063 *** (18. 481)	0. 0288 *** (45. 328)	0. 0004 ** (2. 194)	0. 0280 *** (45. 605)	0. 0065 *** (11. 116)
Tang	0. 0602 *** (5. 622)	0. 0411 *** (5. 703)	0. 0853 *** (4. 196)	0. 0252 ** (2. 536)	0. 0639 *** (5. 620)	0. 0412 *** (4. 938)
Dept	-1. 2367 *** (-7. 202)	0. 2094 *** (4. 235)	-1. 8086 *** (-5. 904)	0. 4833 *** (4. 097)	-1. 1508 *** (-6. 115)	0. 0265 (1. 327)
Gender	0. 0003 (1. 252)	0. 0133 *** (4. 113)	-0. 0166 *** (-2. 608)	0. 0241 *** (3. 108)	0. 0000 (0. 000)	0. 0085 *** (3. 566)
Age	0. 0012 *** (7. 786)	-0. 0001 *** (-3. 531)	-0. 0001 (-1. 540)	0. 0023 *** (8. 588)	0. 0021 *** (8. 398)	-0. 0001 ** (-2. 074)
Finance	-0. 0093 (-1. 586)	0. 0278 *** (3. 200)	-0. 0317 ** (-2. 418)	0. 0577 *** (4. 136)	0. 0167 (1. 441)	0. 0134 (1. 458)
Jzh	-0. 0388 *** (-3. 824)	0. 0001 (0. 261)	-0. 0077 (-0. 908)	0. 0074 (1. 535)	-0. 0341 *** (-2. 689)	-0. 0039 (-1. 359)
Edu	-0. 0005 ** (-2. 260)	0. 0030 *** (3. 596)	0. 0025 * (1. 832)	0. 0098 *** (3. 850)	0. 0000 (0. 331)	0. 0004 (1. 384)
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5688		2056		3632	
R ²	0. 9885		0. 9881		0. 9892	
Adj - R ²	0. 9884		0. 9878		0. 9890	
F	8. 6e + 03		3. 0e + 03		6. 0e + 03	

注:圆括号中为 t 值,* 代表 p < 0. 1,** 代表 p < 0. 05,*** 代表 p < 0. 01

就 CEO 性别 (Gender) 而言,无论是总样本还是深证子样本、上证子样本都在 1% 的水平上显著为正,说明男性 CEO 对资本结构的调整的速度更快些;男性 CEO 和女性 CEO 在面对决策问题,风险偏好显著不同:女性 CEO 与男性 CEO 相比,在面对资本结构决策问题时显得更为保守;男性 CEO 较女性 CEO 会更积极的对资本结构进行调整,这和本文的假设 1 相一致。

从 CEO 的年龄 (Age) 来看,总样本和深证子样本在 1% 的水平上显著为负,上证子样本在 5% 的水平上显著为负。这表明 CEO 年龄越大,资本结构的调整速度越慢。这与 CEO 随着年龄的增长,性格更加成熟,但决策行为会更加保守,做决策时更加谨慎等因素密切相关。因此,CEO 的年龄与资本结构调整速度负相关,假设 2 得到证明。

CEO 是否具有财会背景 (Finance) 在总样本和深证子样本中在 1% 水平上显著为正,表明有财务经历的 CEO 对资本结构调整速度更快。具有财会背景的 CEO,有丰富的专业知识,当面对专业问题的决策时,能够利用信息的能力和实务工作能力更强,可供决策借鉴的经验更加的丰富。因此,有财会背景的 CEO 较没有财务经历的 CEO 对资本结构的调整速度更快,假设 3 得证。而在上证子样本中为正却不显著,这可能与上交所以国企为主有关。

就 CEO 学历 (Edu) 来看,变量 Edu 在所有样本中都在 1% 的水平上显著且为正,表明 CEO 学历越高,资本结构的调整速度越快,这与假设 4 是相符合的。学历越高的 CEO 会积淀更丰富的知识,有着更加广阔的视野,从而更有能力捕获信息、利用信息,也更容易接受新思想和创新。另外,研究的结果也表明了高学历的 CEO 在我国上市公司中起到了重要作用。

但是,从表 3 的回归结果来看,CEO 是否同时兼任董事长 (Jzh) 对资本结构调整速度 $\delta_{i,t}$ 没有显著影响,假设 5 未得到证明。这可能与样本中两职兼任的大多数公司从上市时起就一直兼任董事长和 CEO 有关;也可能是由于 CEO 为职业经理人,董事长对 CEO 过分抑制造成的,特别是在非国有企业中。

5.2.2 CEO 背景特征对资本结构决策效果的影响分析

从资本结构动态调整效果的角度,本部分使用混合 OLS 方法对 (5) 式进行了回归,结果如表 4 所示。控制变量公司规模 (Size) 和非债务税盾 (Dept)、资产流动性 (Liquid)、成长性 (Grow)、盈利能力 (Profit)、资产结构 (Tang) 对资本结构动态调整效果有着显著的影响,这表明公司规模、资产流动性、成长性等要素所形成的公司固定效应对目标资本结构的确定和调整效果有着决定性的影响。

在上证子样本中,CEO 性别 (Gender) 与资本结构决策效果即实际资本结构偏离

目标资本结构的程度在 10% 的水平上显著负相关。这说明男性 CEO 与女性 CEO 相比,对资本结构调整问题进行决策时,决策效果会更好即使得实际资本结构偏离目标资本结构的程度会更小,这与假设 1 是相一致的。

从 CEO 年龄来看,深证子样本中的 CEO 年龄与目标资本结构和实际资本结构的偏差在 10% 的水平上显著负相关,表明年龄越大的 CEO 做出资本结构决策时,实际资本结构偏离目标资本结构的程度会越小,即决策的效果的会越好。CEO 年龄越大,阅历和经营管理经验更加丰富,决策的经验也更加的丰富,从而在面对决策时更加稳健、谨慎,更容易做出令人满意的决策。因此,年龄越大的 CEO,资本结构决策的效果就会越好,这与假设 2 相符合。

就 CEO 的学历 (Edu) 而言,深证子样本中的变量 Edu 与资本结构决策效果 Dev 在 5% 水平上显著负相关,表明 CEO 学历越高,实际资本结构与目标资本结构的偏离程度越小,这与假设 4 相一致。CEO 的学历越高,理论知识相对更加丰富,采集信息、利用信息的能力较强。因此,CEO 决策效果的好坏与其学历有着密切的正相关关系。

CEO 是否两职兼任在总样本、深证子样本和上证子样本中分别在 1%、10% 和 5% 的水平上显著正相关,表明两职兼任并不能很好的提高 CEO 的资本结构决策效果,这可能是由于 CEO 由于两职兼任,拥有太大的自主权,缺少董事会约束造成的。

但是,CEO 是否具有财会背景 (Finance) 却不显著。这可能是由于样本中具有财务背景的 CEO 所占比重较小对研究有所影响,从表 2 的 CEO 背景特征统计表来看,财务经历 CEO 仅仅有 4.96%。

6 结束语

从资本结构动态调整的视角,通过深证子样本和上证子样本的对比,对中国上市公司 CEO 背景特征进行了实证分析,其结果表明:中国上市公司 CEO 的性别、年龄、是否具有财务背景、学历等背景特征对资本结构动态调整速度有着显著的影响;在深证子样本中影响更为显著,这说明高学历等背景特征的 CEO 在上市公司发挥了重要作用。同时还表明,当 CEO 为男性、或年龄较大、或学历较高时,都能有效的提高资本结构动态调整的效果。然而,当 CEO 同时兼任董事长时,所有样本中的资本结构动态调整效果却变的较差。这可能是由于两职兼任时,导致总经理权利过大,缺少约束,从而削弱了公司治理效应造成的。

表 4 CEO 背景特征对资本结构决策效果的影响回归结果

	总样本		深证子样本		上证子样本	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Size	-0.0082 ***	(-7.053)	-0.0120 ***	(-6.332)	-0.0061 ***	(-4.058)
Liquid	0.0092 ***	(26.498)	0.0089 ***	(25.537)	0.0139 ***	(11.235)
Grow	-0.0178 ***	(-2.812)	0.0054	(0.536)	-0.0324 ***	(-4.003)
Profit	-0.2207 ***	(-10.853)	-0.1301 ***	(-3.815)	-0.2760 ***	(-10.714)
Tan	-0.0386 ***	(-5.226)	-0.0361 ***	(-2.988)	-0.0400 ***	(-4.274)
Dept	0.1946 ***	(3.046)	0.1599	(1.568)	0.1795 **	(2.191)
Gender	-0.0028	(-0.559)	0.0106	(1.398)	-0.0126 *	(-1.865)
Age	-0.0002	(-0.790)	-0.0005 *	(-1.650)	0.0001	(0.244)
Finance	-0.0035	(-0.689)	-0.007	(-0.946)	0.0016	(0.234)
Edu	-0.0013	(-0.864)	-0.0056 **	(-2.268)	0.0004	(0.224)
Jzh	0.0104 ***	(3.049)	0.0093 *	(1.804)	0.0111 **	(2.441)
_cons	0.2910 ***	(10.846)	0.3978 ***	(9.309)	0.2248 ***	(6.335)
Ind	Yes		Yes		Yes	
Year	Yes		Yes		Yes	
N	5688		2056		3632	
R ²	0.1638		0.2944		0.1092	
Adj-R ²	0.1597		0.2847		0.1022	
F	39.5895		30.2099		15.7693	

注:圆括号中为 t 值,* 代表 p < 0.1,** 代表 p < 0.05,*** 代表 p < 0.01

关于 CEO 背景特征对资本结构调整速度和动态调整效果的影响的探讨,在一定程度上对以权衡理论为基础的资本结构动态调整理论进行了深化和补充。本文的研究结果表明,CEO 的背景特征是中国上市公司目标资本结构的确定、资本结构动态调整和资本结构动态调整效果的重要影响因素之一,这为上市公司需要更合理的选拔 CEO 提供了理论支持;CEO 同时兼任董事长时,资本结构调整的效果较差,这对上市公司的公司治理也具有一定的借鉴意义。总而言之,中国上市公司要合理选拔 CEO,关注 CEO 的背景特征,董事会要合理赋予其权力,尽可能的发挥 CEO 背景特征的积极作用。

参考文献:

References:

[1] Hambrick D C, Mason P A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers [J]. Academy of Management Review, 1984, 9 (2): 193 -206.

[2] Child J. Managerial and Organizational Factors Associated with Company Performance Part I

- [J]. Journal of Management Studies, 1974, 11(3): 175 – 189.
- [3] Hitt M A, Tyler B. Strategic Decision Models: Integrating Different Perspectives [J]. Strategic Management Journal, 1991, 12(5): 327 – 351.
- [4] Frank M Z, Goyal V K. Corporate Leverage: How Much Do Managers Really Matter? [R]. University of Minnesota and Hong Kong University of Science and Technology Working Paper. 2007.
- [5] Bhagat S, Bolton B, Subramanian A. Manager Characteristics and Capital Structure: Theory And Evidence [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2008, 46 (6): 1581 – 1640.
- [6] 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 (1): 20 – 40.
- [7] 周业安, 程栩, 郭杰. 高管背景特征与资本结构动态调整 [J]. 经济理论与经济管理, 2012, 11: 11 – 22.
- Zhou Y A, Cheng X, and Guo J. Background Characteristics of Senior Managers and The Dynamic Capital Structure Choice [M]. Economic Theory and Economic Management, 2012, 11: 11 – 22.
- [8] Zahra S A, Pearce J A. Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model [J]. Journal of Management, 1989, 15 (2): 291 – 334.
- [9] Hackbarth D. Managerial Traits and Capital Structure Decisions [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2008, 43 (4): 843 – 881.
- [10] Lundeberg M A, Fox P W. Highly Confident but Wrong: Gender Differences and Similarities in Confidence Judgments [J]. Journal of Educational Psychology, 1994, 86 (1): 114 – 121.
- [11] Heath C, Tversky A. Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice Under Uncertainty [J]. Journal of Risk and Uncertainty, 1991, 4 (1): 5 – 28.
- [12] Parsons C, Titan S. Empirical Capital Structure: A Review [J]. Foundations and Trends in Finance, 2008, 3(1): 1 – 19.
- [13] Barker V L, Mueller G C. CEO Characteristics and Firm R & D Spending [J]. Management Science, 2002, 48 (6): 782 – 801.
- [14] Graham J R, Harvey C R, Puri M. Managerial Attitudes and Corporate Actions [J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(1): 103 – 121.
- [15] 闫永海, 孔玉生. 总经理过度自信对资本结构影响的实证分析 [J]. 预测, 2010, 4: 58 – 63.
- Yan Y M, Kong Y S, The Effect of Managers Over – confidence on Capital Structure [J]. Forecasting, 2010, 4: 58 – 63.

- [16] 余明贵, 夏新平, 邹振松. 管理者过度自信与企业激进负债行为[J]. 管理世界, 2006, 8:104 –122.
- Yu M G, Xia X P, and Zou Z S. The Relationship between Managers' Overconfidence and Enterprises' Radical Behavior in Incurring Debts [J]. Management World, 2006, 8:104 –122.
- [17] 姜付秀, 尹志宏, 苏菲, 黄磊. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. 管理世界, 2009, 9:130 –139.
- Jiang F X, Yin Z H, Su F, and Huang L. Background of Managers and Over – Investment [J]. Management World, 2009, 9:130 –139.
- [18] 何威风, 刘启亮. 我国上市公司高管背景特征与财务重述行为研究[J]. 管理世界, 2010, 7:144 –155.
- He W F, Liu Q L. Managers' Background and Financial Restatement Behavior in Chinese Listed Company [J]. Management World, 2010, 7:144 –155.
- [19] 王霞, 薛跃, 于学强. CFO 的背景特征与会计信息质量——基于中国财务重述公司的经验证据[J]. 财经研究, 2011, 9:123 –144.
- Wang X, Xue Y, and Yu X Q. The Background Characteristics of CEOs and the Quality of Accounting Information: Evidence from China's Company with Financial Restatements [J]. Journal of Finance and Economics, 2011, 9: 123 –144.
- [20] 张亮亮, 黄国良. 管理者超额薪酬与资本结构动态调整[J]. 财贸研究, 2013, 5:148 –156.
- Zhang L L, Huang G L. Managerial Excess Compensation and Capital Structure Dynamic Adjustment [J]. Finance and Trade Research, 2011, 9:123 –144.
- [21] 姜付秀, 黄继承. CEO 财务经历与资本结构决策[J]. 会计研究, 2013, 5:27 –34.
- Jiang F X, Huang J C. CEO's Financial Experience and Capital Structure [J]. Accounting Research, 2013, 5:27 –34.
- [22] Harris C R, Jenkins M, Glaser D. Gender Differences in Risk Assessment: Why Do Women Take Fewer Risks Than Men? [J]. Judgment and Decision Making, 2006, 1(1): 48 –63.
- [23] Bertrand, M, Schoar. A. Managing With Style: The Effect of Managers on Firm Policies. [J]. Quarterly Journal of Economics, 2003, 118 (4): 1169 –1208.
- [24] 李凯, 秦丽娜, 刘烨. 自然人控股公司中的高管特征与绩效[J]. 管理评论, 2007, 19:56 –62.
- Li K, Qin L N, and Liu Y. Managerial Traits and Performance [J]. Management Review, 2007, 19:56 –62.
- [25] Mace, M. L. Directors, Myth and Reality [M]. Harvard Business School Press, Boston, 1972.
- [26] 连玉君, 钟经樊. 中国上市公司资本结构动态调整机制研究[J]. 南方经济, 2007, 3:23 –38.
- Lian Y J, Zhong J F. The Dynamic Adjustment of Firms' Capital Structure in China [J]. The

- Economy of the South, 2007, 3:23 – 38.
- [27] Titman S, Wessel R. The Determinants of Capital Structure Choice [J]. Journal of Finance, 1988. 43 (1): 1 – 19.
- [28] Haas R, Peeters M. The Dynamic Adjustment Towards Target Capital Structures of Firms in Transition Economies [J]. Economics of Transition, 2006, 14 (1): 133 – 169.
- [29] 童勇. 资本结构的动态调整 and 影响因素[J]. 财经研究, 2004, 10: 96 – 104.
- Tong Y. Dynamic Adjustment of Capital Structure and the Determinants [J]. Journal of Finance and Economics, 2004, 10:96 – 104.

(本文责编: 宁远)

The Effect of CEO Background Characteristics on Capital Structure Decisions: Empirical Test from The Perspective of Dynamic Adjustment of Capital Structure

JIA Ming-qi, LUO Hao, XIN Jiang-long

Abstract: The paper using NLS and Pooled-OLS method, distinguishing Shanghai and Shenzhen sub-samples, investigates the effect of CEO background characteristics on speed of the dynamic adjustment of capital structure from the dynamic adjustment of capital structure view, and further research on the effect of CEO background characteristics on the deviation of actual capital structure from the target capital structure of companies. The study found, the gender, age, education, finance and accounting background of the CEOs have a significant impact on the adjustment speed of capital structure; Meanwhile, when the CEO is male, older age and higher education, have a better adjustment effects. But part-time and adjustment effect is significant negative correlation, which may be part-time weakened corporate governance effect.

Key words: CEO background characteristics; capital structure; dynamic adjustment; the dynamic capital structure decisions