

作者信息页

姓名：彭晓鹏

工作单位：清华大学经济管理学院

通讯地址：北京市海淀区清华大学 30 号楼 325 室

邮编 100084

联系电话：15201521904

邮箱：pengxp.10@sem.tsinghua.edu.cn

姓名：李旻文

工作单位：清华大学经济管理学院

通讯地址：北京市海淀区清华大学经济管理学院伟伦楼 324

邮编 100084

联系电话：18611701475

邮箱：liminwen@sem.tsinghua.edu.cn

CEO 早年经历 1959-1961 三年困难时期对于公司财务决策的影响

内容提要：本文研究了 CEO 早年经历 1959-1961 三年困难时期对于其所在公司财务决策的影响。通过以不同年龄阶段经历三年困难时期的虚拟变量作为解释变量，并且用资本结构中长期负债比率、流动负债比率，以及投资决策中是否有研发投入作为被解释变量进行多元线性回归，发现 CEO 成年早期经历三年困难时期对于之后的公司财务决策有显著影响，主要体现在长期负债比率、短期负债比率都显著更低，公司进行研发投入的概率更低。

关键词：CEO；三年困难时期；资本结构；研发

一、引言

美国社会科学研究中有一个名词“Depression generation”，萧条的一代，用来专指出生在大萧条（1929-1933）前一段时间的一代人，他们由于经历过大萧条，因而在性格和行为习惯上有许多共同点。在管理学已有文献中，学者们研究领域涉及“同侪(辈)效应”(cohort effect)——相同代际的人，由于在相似的年龄经历过共同的社会环境和重大事件，因此会表现出许多共有特征。这些共有特征，反映到经济行为上，比如风险偏好能力的差异、是否有过度投资倾向等，对于解释现实世界中许多问题很有帮助。这样的现象值得学者们去关注和研究。

公司金融领域文献对于 CEO 经历大萧条怎样影响公司财务决策的研究虽然少，但也有一定的发现和建树。Malmendier, Tate&Yan (2011) 研究表明，成长在大萧条时期的 CEO 对于债务偏好显著降低，他们管理的公司会使用更少的债权融资而更多的依赖于内部融资。在这篇文章中他们用 Depression Baby 来表示出生在大萧条前十年（1920-1929）的一代人。Graham&Narasimham (2004) 的研究表明经历过大萧条时期的公司对于债务偏好会降低，这样的偏好更多的是由于 CEO 个人的原因。Malmendier&Nagel (2011) 的研究表明职业生涯中经历的风险资产的回报率对于个人承担财务风险的意愿有影响，刚经历过大萧条的人财务风险承担会有显著改变，随着时间推移这样的影响会降低。美国国家经济研究局(National Bureau of Economic Research. NBER)在 2009 年 9 月公布的一份对 1972-2006 年的数据所做的研究表明，成年之初遭遇到哪怕只是一个困难时期，就足以让人的核心价值观和行为发生改变。此研究结果与 CEO 经历大萧条的这几篇文章遥相呼应。事实上，人类终生行为的形成，大部分由年轻时遇到的重大事件所决定。

在中国，自 1949 年新中国成立以来，国家建设过程中走过许多弯路，发生了许多重大事件，给予一代又一代人的成长留下深刻的印记。其中不得不提及的是 1959 年到 1961 年的三年困难时期。三年困难时期与大萧条相同之处都是大范围的饥荒，其范围之广，程度之深，都远超过大萧条。三年困难时期无数人饿死（死亡的人数估计从 3000 万至 8000 万不等）。这样的死亡人数在所有国家的历史上都是罕见的。阿玛蒂亚·森等一些社会学家认为三年困难时期是现代社会最大规模的饥荒。根据后来公布的资料，安徽、青海等许多地区都有多起“人相食”的现象。许多人回忆时也会提及当时的惨状，如袁隆平在 2009 年 4 月 8 日接受《广州日报》采访时谈及在三年困难时期亲眼看到路上有 5 个饿殍倒在田坎中的凄惨情景。

这样的历史事件，一定对于经历过的人有着很大的影响，但由于政治和历史原因，关于三年困难时期的研究不多，在金融领域更没有涉及，有感于此，本文致力于研究 CEO 早年经历过三年困难时期对于公司财务决策的影响。具体的，本文研究了 CEO 在其早年经历三年困难时期对于他们之后在公司里任职时投融资决策的影响，包括长期负债比率，短期负债比

率，研发等方面。同时也根据发展心理学“埃里克森人生发展八阶段理论”划分了不同的早年成长的阶段，研究了不同年龄阶段经历三年困难时期对于人的影响程度差异。

本文主要贡献如下：（1）从实证研究的角度研究经历过三年困难时期的 CEO 在公司财务决策上的特点，对于历史学、心理学等领域研究三年困难时期会有启发作用，尤其是在历史资料匮乏的情况下；研究成果对于三年困难时期这一历史事件的研究有贡献和推动作用；（2）首次根据发展心理学中人生成长阶段划分理论，用 CEO 在婴幼儿期、童年期、青少年期、成年早期经历三年困难时期分别做回归，证明在成年早期经历这样一个灾害对于之后的财务决策影响最为深远。对于相关领域之后的实证研究有了一定的启示。（3）首次在中国国内公司金融领域研究中探索 CEO 经历重大事件对于公司绩效的影响；在国际上，是为数不多的将经历过重大事件作为 CEO 特质进行公司治理研究的文章。

二、文献综述

关于公司融资、投资决策的差异，传统公司金融研究致力于公司层面、行业层面和市场层面的解释，比如在利息支付中的税收可抵扣程度与破产成本的权衡取舍，或者公司与资本市场的信息不对称(Miller(1977), Myers (1984), Myers and Majluf (1984))，这些理论很好地解释了资本结构的差异。但是，近年来的文章逐渐发现了公司粘性的存在，即一个公司在其资本结构等方面有着延续性，而这样的延续性并不能很好地被已有的理论来解释(Lemmon, Roberts, and Zender (2008)). Rotemberg and Saloner (2000) 和 Van den Steen (2002) 开始用明确的理论模型来说明 CEO 对于企业政策的重要作用，而实证论文将 CEO 个人因素引入到公司的研究始于 Bertrand and Scholar (2003) 的文章，这篇文章中同时控制了公司和经理人的固定效应，发现公司中存在的投资上、财务上和组织上的异质性很大程度上可以由经理人的固定效应来解释，而高管个人管理风格的不同是这些决策差异的主要原因。

在 Bertrand and Scholar (2003) 创造性的研究的基础上，对于高管特质影响到企业决策的研究开始增多。有一些学者用心理学问卷方式测量 CEO 性格不同方面，如 Graham, Harvey & Puri (2010); Campbell & Gallmeyer (2011); Kaplan, Klebanov & Sorensen (2012); 然而这样的测量一则不好实施，二则在可靠性上也受到质疑，所以在此之外有更多的文章通过可以明确观测到的 CEO 的特质来做研究，如 CEO 的年龄、性别、教育背景、工作经历等，包括 Fahlenbrach (2009) ; Custódio & Metzger (2010); Yim (2013); Custódio, Ferreira, Matos (2013) 等。CEO 特质研究中还有一个重要的领域即 CEO 过度自信，学者们也是靠可以直接观测到的 CEO 的特征来衡量过度自信与否，相关研究中主要用的指标为股票期权行权状况和媒体报道，如：Malmendier & Tate (2008); Malmendier, Geoffrey & Yan (2011); Hirshleifer, Low & Teoh, (2012); Jayaraman & Sabherwal (2013)。而将 CEO 经历重大事件作为 CEO 特质来研究的，只有前文已提及 Malmendier 的两篇研究 CEO 经历大萧条的文章。

中国国内的高管特质领域研究发展较晚，研究主要集中于高管的政治联系对于公司价值、投资倾向等影响，如吴文锋，吴冲锋，刘晓薇 (2008); 杜兴强，陈韞慧，杜颖洁 (2010); 逯东，林高，黄莉，杨丹 (2012)，也有不少关于行业经历和过度自信的研究，如宋乐，张然 (2010); 余明桂，李文贵，潘红波 (2013)。高管特质研究领域，将 CEO 经历重大事件作为 CEO 特质的研究在中国学界未有先例。

三、理论分析与研究假设

三年困难时期作为一个全国性的饥荒，必然影响到各个年龄段的人，无论是儿童、青年还是老年。影响首先在身体上，因为在一个食物严重匮乏的时期，人能够获得的食物是极其有限的，与饥荒相伴的是大部分人的营养不良和身体发育受到严重影响；其次是在心理上，主要体现在几个方面（1）个人和家庭能够获得的食物有限，人不得不较长时间面临饥饿，

而上长期处于饥饿的状态会对心理造成很大的影响，尤其是对于更为年轻的、处于发展和成长期的群体，影响更为严重；(2)个人、家庭、社会长期处于物资匮乏状态，为了能够使生存的概率更大就不得不尽最大努力利用可以获得的资源，因此形成极为节俭的习惯，对于资源的珍惜程度自然会大大超过其他时代的人——由此可能带来资本利用率的上升和研发等投资的下降；(3)最基本生存资料的匮乏，可能使得经历过饥荒的人的对于风险的偏好更低，因为在最基本生存资料匮乏的情况下，冒险行为带来的后果可能极其严重，付出的代价是个人和家庭存活概率的下降——由此可能带来债务偏好的降低。Malmendier&Nagel(2011)研究表明，经历过大萧条的人在投资上会显著受到影响，会更少的进入股票市场，进入股票市场进行投资的人也会更少地将资产配置在股票投资上，承担金融风险的意愿会降低；Malmendier,Geoffrey&Yan(2011)研究表明成长早期经历大萧条的CEO对于债务的偏好显著低于正常人，因此其经营的企业更倾向于选择一个很低的债务水平。以上两篇文章从一定程度上支持了以上分析。

由以上分析，发展出如下假设：

假设一：经历过三年困难时期的CEO所在企业长期负债比率会更低

假设二：经历过三年困难时期的CEO所在企业流动负债比率会更低

假设三：经历过三年困难时期的CEO所在企业进行研发投入(R&D)的可能性会更低

关于经历过三年困难时期CEO的界定其实存在一定的模糊性，因为一个人经历三年困难时期，可能是在不同的人生发展阶段内，比如童年、青少年、中年、老年。虽然我们认为三年困难时期对于处在各个阶段的人当时和之后的身体、精神方面都会有影响，但在不同的人生阶段经历这样一个事件，对于人的影响是不同的。根据已有的科学知识和自身经验，合理推测这样一个重大事件对于年龄较轻，处在人生阶段中成长期的人的影响更大，持续时间更为长远。因此我们的研究只关注CEO在早年(0-25岁)经历三年困难时期对于其治理公司的影响。根据发展心理学“埃里克森人生发展八阶段理论”对人成长各个阶段的划分，我们区分了幼儿期(3-7岁)、儿童期(7-12岁)、青少年期(12-18岁)、成年早期(18-25)，并研究CEO在哪个阶段经历三年困难时期会对于公司决策有影响。因为年幼的时候经历三年困难时期，更多的影响可能体现在身体发育上；而年龄稍长一些经历三年困难时期，更多的影响可能体现在精神上，更多的影响到性格、信念和人生观。我们认为后者对于这些人之后作为CEO管理公司会有更大影响，尤其是在财务决策上。因此我们发展出如下假设：

假设四：相比于幼儿期和儿童期，在青少年期或者成年早期经历三年困难时期对于CEO之后所管理企业的资本结构影响更大

四、研究方法、模型与数据描述

本文主要采用多元线性回归的方式，来分别检验上一部分的假设，采用如下模型进行回归：

模型一：

$$LTLR = \alpha + \beta_1 FamExp_i + \beta_2 LnSize + \beta_3 Profit + \beta_4 NDTS + \beta_5 Growth + \beta_6 TANG + \beta_7 SOE + \beta_8 Age + \beta_9 Stkcd + \beta_{10} CorpYear + \beta_{11} Industry + \varepsilon$$

模型二：

$$LIQLR = \alpha + \beta_1 FamExp_i + \beta_2 LnSize + \beta_3 Profit + \beta_4 NDTS + \beta_5 Growth + \beta_6 TANG + \beta_7 SOE + \beta_8 Age + \beta_9 Stkcd + \beta_{10} CorpYear + \beta_{11} Industry + \varepsilon$$

模型三：

$$RD = \alpha + \beta_1 FamExp_i + \beta_2 LnSize + \beta_3 Profit + \beta_4 Growth2 + \beta_5 Lev + \beta_6 CRFAA + \beta_7 SOE + \beta_8 Tenure + \beta_9 Age + \beta_{10} Stkcd + \beta_{11} Industry + \varepsilon$$

其中 α 为截距项， ε 为残差项， β_i 为回归系数，三个式子中的FamExp $_i$ 表示的是一个 i 取值从 1 变到 5，即有五个可能的变量用来作回归，具体用哪一个取决于回归结果的发现和验证（见表 3.1）。Industry代表的是一系列虚拟变量，每一个虚拟变量都代表一个行业，取值为 1 表示是这个行业，而取值为 0 则表示不是这个行业。模型一用来检验假设一，模型二用来检验假设二，模型三用来检验假设三。

关于假设四，我们前文已经提到按照经历三年困难时期时候的年龄来区分不同的群体。我们根据发展心理学中“埃里克森人生发展八阶段理论”对人成长的各个阶段进行划分，我们将 1954-1958 年出生的 CEO 分为一个群体，他们经历三年困难时期的年龄属于婴幼儿期，如果属于这个群体，则虚拟变量 FamExp2=1，否则 FamExp2=0；其他类似，1949-1953 年出生的 CEO，困难时期属于童年期，赋予的虚拟变量为 FamExp3；1945-1948 年出生的 CEO 困难时期属于青少年期，赋予的虚拟变量为 FamExp4；1940-1944 年出生的 CEO 困难时期属于成年早期，赋予的虚拟变量为 FamExp5。因为 Malmendier, Geoffrey&Yan (2011)的研究中定义出生在大萧条前十年（1920-1929）的一代人为 Depression Baby，以此来研究成长中经历大萧条的影响，因此我们在这里也加入这样一个变量 FamExp1，如果出生在 1949-1958 年，则 FamExp1=1，否则 FamExp1=0。如表格所示：

表一：不同年龄阶段划分

出生年份	1959 年年龄	1961 年年龄	心理发展阶段	虚拟变量
1949-1958	1-10	4-13		FamExp1
1954-1958	1-5	4-8	婴幼儿期	FamExp2
1949-1953	6-10	9-13	童年期	FamExp3
1945-1948	11-14	14-17	青少年期	FamExp4
1940-1944	15-19	18-22	成年早期	FamExp5

而根据前人已有的研究成果，CEO 特质对于公司治理中的资本结构影响最大，因此我们选取长期负债比率作为被解释变量。回归的模型如下：

模型四：

$$LTLR = \alpha + \beta_1 \text{FamExp}_i + \beta_2 \text{LnSize} + \beta_3 \text{Profit} + \beta_4 \text{NDTS} + \beta_5 \text{Growth} + \beta_6 \text{TANG} + \beta_7 \text{SOE} + \varepsilon$$

用模型四，将 FamExp1、FamExp2、FamExp3、FamExp4、FamExp5 分别带入做回归，看是否对于长期负债比例有显著影响，以此来确定长期负债比例中应该带入哪一个做回归。

各个变量的含义和计算方法如下，详见表二：

被解释变量：

LTLR 指的是长期负债比率，用长期负债与总资产比值；

LIQLR 流动负债比率，流动负债与总资产比值

RD 虚拟变量，公司是否有研发投入，有研发投入则赋值为 1

LTBR 长期借款比率，长期借款与总资产比值

解释变量：

FamExp $_i$ 困难时期 CEO：CEO 在某个年龄段经历三年困难时期则赋值为 1

各个变量的含义和计算方法详细情况如表二所示：

表二：主要变量名称、含义及计算

含义	变量名	计算方法
----	-----	------

长期负债比率	LTLR	长期负债/总资产
流动负债比率	LIQLR	流动负债/总资产
是否研发	RD	有研发投入赋值 1, 无研发投入赋值 0
应付债券	BP	应付债券为 0 则赋值 0, 应付债券大于 0 则赋值 1
长期应付款比率	LTAPR	长期应付款/总资产
困难时期前十年出生	FamExp1	出生在 1949-1958 赋值为 1, 否则赋值 0
婴幼儿期经历困难时期	FamExp2	出生在 1954-1958 赋值为 1, 否则赋值 0
童年期经历困难时期	FamExp3	出生在 1949-1953 赋值为 1, 否则赋值 0
青少年期经历困难时期	FamExp4	出生在 1945-1948 赋值为 1, 否则赋值 0
成年早期经历困难时期	FamExp5	出生在 1940-1944 赋值为 1, 否则赋值 0
企业规模	LnSize	企业总资产取自然对数
盈利性	Profit	营业利润率衡量, 营业利润/营业收入
非债务税盾	NDS	(折旧+无形资产及其他资产摊销)/总资产
成长性	Growth	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
有形资产比例	TANG	(固定资产+存货)/总资产
是否国企	SOE	国企赋值为 1, 非国企赋值为 0
任期	Tenure	CEO 在此公司任职 CEO 的年份
年龄	Age	公司数据年份-CEO 出生年份
杠杆率	Lev	总负债/总资产
全部资产现金回收率	CRFAA	经营活动现金净流量/期末资产总额
公司年龄	CorpYear	以上市公司上市的年龄作为替代变量
企业固定效应	Stkcd	上市公司股票代码
行业固定效应	Industry	根据证监会行业分类, 剔除 I 类, 其余行业各赋予一个虚拟变量, 共十一个虚拟变量

数据描述:

本文选取 1999-2012 年沪深两市 A 股主板上市公司数据作为研究样本, 所有数据来自于国泰安 (CSMAR) 数据库。在研究过程中, 为了保证数据的有效性, 对于数据做如下处理:

1、剔除相关数据缺失的上市公司。

2、由于金融保险行业不同于其他行业, 有着不同的财务报表编制制度, 根据中国证监会 2001 年发布的《上市公司行业分类指引》, 金融保险类的行业编号为 I, 因此剔除 I 类行业所含公司。

进行处理后, 剩下的数据中有 2569 家上市公司, 6540 位 CEO, 共计 21898 条观测。样本中公司财务数据根据年度分布如下。

表三: 样本中公司数据年度分布

年份	样本量	年份	样本量
1999	949	2006	1455
2000	1108	2007	1572
2001	1163	2008	1626
2002	1229	2009	1774
2003	1288	2010	2128
2004	1378	2011	2362
2005	1375	2012	2491

下表（表四）为公司数据在各个行业间的具体分布状况，可见各个行业之间内公司数据差异比较大，其中制造业最多，占整体数据的 57.9%

表四：行业代码及数据分布

行业代码	行业名称	样本量	行业代码	行业名称	样本量
A	农林牧副渔	467	G	信息技术业	1489
B	采掘业	445	H	批发和零售贸易	1293
C	制造业	12687	J	房地产业	1002
D	电力、煤气及水的生产和供应业	810	K	社会服务业	663
E	建筑业	447	L	传播与文化产业	201
F	交通运输、仓储业	833	M	综合类	1269

对于主要变量的描述性统计如下：

表五：主要变量的描述性统计

变量名	(1) 样本数	(2) 均值	(3) 标准差	(4) 最小值	(5) 最大值
stkcd	21, 898	321, 633	294, 603	1	900, 957
Tenure	20, 952	1. 747	1. 544	0. 5	19. 50
lev	21, 864	0. 617	6. 311	0	877. 3
LTLR	21, 767	0. 0678	0. 116	0	6. 830
LIQLR	21, 655	0. 508	5. 760	0	800. 3
FamExp1	21, 898	0. 296	0. 457	0	1
FamExp2	21, 898	0. 187	0. 390	0	1
FamExp3	21, 898	0. 109	0. 311	0	1
FamExp4	21, 898	0. 0472	0. 212	0	1
FamExp5	21, 898	0. 0211	0. 144	0	1
SOE	21, 842	0. 463	0. 499	0	1
Age	21, 227	46. 52	6. 710	24	75
LnSize	21, 864	21. 41	1. 346	10. 84	30. 50
CorpYear	21, 580	2. 007e+07	40, 088	1. 999e+07	2. 012e+07
RD	21, 898	0. 0447	0. 207	0	1
Profit	21, 531	-14. 41	1, 946	-285, 335	552. 8
Growth	20, 941	0. 237	0. 969	-1	107. 1
NDTS	21, 864	0. 0413	1. 549	-0. 0251	163. 8
TANG	21, 864	0. 427	0. 190	0	0. 995
CRFAA	21, 861	0. 0447	0. 475	-24. 97	62. 79

五、回归结果与分析

根据上文中四个模型，分别用数据做回归，得到结果如下：

(一) 模型四回归结果：不同时期的影响

表六：不同成长阶段经历三年困难时期对于长期负债比率影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	LongAsset	LongAsset	LongAsset	LongAsset	LongAsset
FamExp1	-0.000505 (0.00175)				
FamExp2		-0.00128 (0.00186)			
FamExp3			0.00120 (0.00264)		
FamExp4				-0.00178 (0.00346)	
FamExp5					-0.0245*** (0.00412)
FirmSize	-6.04e-15*** (5.03e-16)	-6.05e-15*** (5.00e-16)	-6.08e-15*** (5.08e-16)	-6.08e-15*** (5.05e-16)	-6.31e-15*** (5.12e-16)
SOE	0.0263*** (0.00150)	0.0263*** (0.00150)	0.0263*** (0.00149)	0.0263*** (0.00149)	0.0262*** (0.00149)
Age	0.000647*** (0.000111)	0.000650*** (0.000106)	0.000611*** (0.000109)	0.000651*** (0.000111)	0.000782*** (0.000110)
_cons	0.0257*** (0.00496)	0.0257*** (0.00480)	0.0271*** (0.00494)	0.0255*** (0.00502)	0.0199*** (0.00500)
N	21053	21053	21053	21053	21053
adj. R ²	0.018	0.018	0.018	0.018	0.019

Standard errors in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

注：所有回归结果已检验和修正异方差

如上图所示，表六分别用 FamExp1、FamExp2、FamExp3、FamExp4、FamExp5 作为解释变量，控制少数几个主要的控制变量来做回归。初步回归结果表明，只有 FamExp5 的回归结果显著。实证结果证实了我们的假设四，可以初步认为在研究的各个年龄阶段中，只有成年早期经历三年困难时期对于这些 CEO 所在公司的资本结构有显著影响。在各个时期中，之所以成年早期经历三年困难时期对 CEO 影响最显著的原因有待心理学的研究进一步去证实，初步推想原因在于，在其他各个成长阶段，困难时期开始和结束的时候，这些人都处于家庭的庇护之下，虽然也会感受到物资匮乏和窘迫，但是并不需要独立支撑来应对这样的情况；而成年早期组的 CEO，在困难时期结束时已经处于独立的年龄，需要自己去承担生活压力，因此对于困难的感受就更深。成年早期组的人刚开始摆脱家庭的庇护独立迈入社会的时候遇到这样的困难时期，对于他们之后人生中财务行为的影响必定很深远。

表六的回归结果证实了我们的假设四，在之后的实证检验中为了更加突出重点我们只以 FamExp5 作为解释变量，也就是之后的实证结果都研究成年早期经历三年困难时期对于财务决策的影响

(二) 模型一、二回归结果：对长期负债比率和流动负债比率的影响

表七：成年早期经历三年困难时期对于长期负债比率和流动负债比率的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	LongAsset	LongAsset	LongAsset	LongAsset	LIQLR	LIQLR	LIQLR	LIQLR
FamExp5	-0.0119*** (0.00395)	-0.0120*** (0.00425)	-0.0130*** (0.00446)	-0.0129*** (0.00447)	-0.120*** (0.0440)	-0.0664*** (0.0253)	-0.0523** (0.0259)	0.0386 (0.0655)
LnSize		0.0250*** (0.00126)	0.0224*** (0.000984)	0.0223*** (0.000981)		-0.0979*** (0.0317)	-0.0987*** (0.0326)	-0.0936*** (0.0352)
Profit		3.86e-08 (2.94e-08)	-1.32e-08 (2.36e-08)	-8.63e-09 (2.38e-08)		0.0000353 (0.0000469)	0.0000352 (0.0000469)	0.0000354 (0.0000469)
NDTS		0.00148*** (0.000120)	0.00133*** (0.000105)	0.00133*** (0.000105)		2.886** (1.458)	2.886** (1.458)	2.886** (1.458)
Growth		0.00424*** (0.00157)	0.00477*** (0.00129)	0.00482*** (0.00129)		-0.0859** (0.0370)	-0.0818** (0.0376)	-0.0801** (0.0384)
TANG		0.119*** (0.00531)	0.0959*** (0.00482)	0.0957*** (0.00481)		0.0827 (0.0849)	0.0502 (0.102)	0.0411 (0.106)
SOE		0.00620*** (0.00164)	0.00280* (0.00160)	0.00246 (0.00167)		-0.0130 (0.0150)	-0.00220 (0.0134)	0.000359 (0.0117)
Age			-0.0000610 (0.000103)	-0.0000556 (0.000103)				-0.00637 (0.00417)
a			-0.0233*** (0.00447)	-0.0233*** (0.00448)			-0.191*** (0.0428)	-0.187*** (0.0450)
b			-0.00113 (0.00543)	-0.00107 (0.00543)			-0.190*** (0.0691)	-0.182*** (0.0692)
c			-0.0209*** (0.00276)	-0.0207*** (0.00277)			-0.121*** (0.0465)	-0.118** (0.0493)
d			0.104*** (0.00607)	0.104*** (0.00607)			-0.241*** (0.0580)	-0.236*** (0.0590)
e			-0.0100* (0.00513)	-0.0101** (0.00513)			0.0971** (0.0467)	0.0978** (0.0488)
f			0.0561*** (0.00590)	0.0560*** (0.00591)			-0.259*** (0.0541)	-0.246*** (0.0555)
g			-0.0235*** (0.00405)	-0.0234*** (0.00405)			-0.255 (0.191)	-0.269 (0.197)
h			-0.0409*** (0.00321)	-0.0410*** (0.00321)			-0.0193 (0.0393)	-0.0160 (0.0411)
j			0.0258*** (0.00453)	0.0261*** (0.00453)			0.00477 (0.0582)	0.00510 (0.0589)
k			0.00670 (0.00492)	0.00696 (0.00493)			-0.297*** (0.0450)	-0.287*** (0.0462)
l			-0.0132** (0.00657)	-0.0135** (0.00658)			-0.142* (0.0858)	-0.147* (0.0869)
stkcd				4.13e-09* (2.42e-09)				3.72e-08** (1.86e-08)

_cons	0.0680*** (0.000798)	-0.522*** (0.0270)	-0.441*** (0.0201)	-0.440*** (0.0200)	0.511*** (0.0400)	2.454*** (0.703)	2.605*** (0.696)	2.780*** (0.686)
N	21767	20507	19925	19925	21655	20570	20570	19987
adj. R ²	0.000	0.127	0.233	0.233	-0.000	0.638	0.639	0.639

Standard errors in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

注释：所有回归都已检验和修正异方差，a-1为行业虚拟变量，例如a=1表示这是农林牧副渔业，b=1表示是采掘业。

表八：各个变量共线性分析

	FamExp5	Age	LnSize	Profit	NDTS	Growth	TANG	SOE	Stkcd
FamExp5	1								
Age	0.2656	1							
LnSize	-0.0082	0.168	1						
Profit	0.001	0.0091	0.0071	1					
NDTS	-0.0012	-0.0064	-0.0818	-0.0241	1				
Growth	-0.0085	-0.027	0.0248	0.0066	-0.0244	1			
TANG	0.0116	0.039	0.194	-0.0133	-0.0184	-0.2255	1		
SOE	0.0173	0.1298	0.2718	0.007	-0.0076	-0.1055	0.1334	1	
Stkcd	-0.0257	0.0044	0.1375	-0.0063	-0.011	-0.0446	0.0638	0.1743	1

表七的八列回归检验了假设一和假设二，其中（1）（2）（3）（4）列被解释变量为长期负债比率；（5）（6）（7）（8）列被解释变量为流动负债比率

控制变量中 a-1 为不同行业中的虚拟变量，因为金融保险业（行业代码为 I）被剔除，控制变量中并不存在 i。

1、假设一的证实

根据回归结果来看：列（1）（2）中，以 FamExp5 单独回归，和加入影响长期负债比率的一系列控制变量之后，结果并没有太大变化，FamExp5 的系数都为负，在 0.01 的显著性水平上显著；

一般认为，在研究“同侪效应”（cohort effect）的时候，由于年龄与表示同一辈人的虚拟变量的相关性可能比较高，加入年龄可能会引起共线性，导致解释变量系数不再显著，因此在研究中控制变量加入年龄需要谨慎；

很多研究公司治理的多元线性回归中，因为公司固定效应解释力很强，控制公司固定效应亦容易使得已有的解释变量系数不再显著；

列（3）中加入了年龄（Age）、以及行业固定效应，列（4）在列（3）的基础上加入了企业固定效应（Stkcd）。从列（2）到列（3）到列（4），FamExp5 的系数和符号都没有显著变化，显著性也维持在 0.01 的显著性水平上。这样的结果证实了假设一，即在成年早期经历三年困难时期的 CEO 之后所在公司的长期负债比率显著更低。

根据（2）（3）（4）中控制变量的系数和显著性也可以看出，公司规模（LnSize）越大，长期负债比率更高；非债务税盾（NDTS）越高，长期负债比率更高；企业成长性（Growth）越好，长期负债比率更高；有形资产比率（TANG）越高，长期负债比率更高；这些结果都与已有的研究状况相吻合。

而在分行业控制变量中，可以看出农林牧副渔（A）、制造业（C）、信息技术业（G）批

发和零售贸易（H）行业长期负债比率显著更低；而电力、煤气及水的生产与供应（D）交通运输（F）、房地产业（J）等行业长期负债比率显著更高。也和实际相符。

2、假设二的证实

列（5）（6）中先用 FamExp5 单独回归，后加入一系列主要控制变量，发现解释变量的系数都在 0.01 水平上显著为负；

列（7）中加入行业固定效应，FamExp5 前面系数依然显著，但是显著性由 0.01 水平下降到 0.05 水平。列（8）加入年龄（Age）和行业固定效应（Stkcd）之后，解释变量前系数不再显著，根据前面共线性分析可以看出 FamExp5 与 Age 相关性达到 0.2668，显著高于其他变量之间相关性，因此事 Age 的加入导致 FamExp5 不再显著。

根据（5）—（8）的回归结果可以认为，早年经历过三年困难时期的 CEO 短期负债比率也降低，因此假设二得以证明成立。

根据（6）（7）（8）中控制变量系数的符合和显著性可以看到：公司规模越大（LnSize）的公司流动负债比率更低，非债务税盾（NDTS）更高的公司短期负债比率更高，成长性（Growth）更好的公司短期负债比率更低；而行业控制变量可以看出，农林牧副渔业（A）、采掘业（B）制造业（C）电力、煤气及水的生产和供应业（D）、交通运输、仓储业（F）社会服务业（K）的流动负债比率更低，而建筑业（E）流动负债比率更高。

（三）模型三回归结果：对研发的影响

表九：成年早期经历三年困难时期对于研发投入决策的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	rd	rd	rd	rd	rd	rd
FamExp5	-0.0412*** (0.00337)	-0.0551*** (0.00430)	-0.0378*** (0.00378)	-0.0439*** (0.00417)	-0.0556*** (0.00536)	-0.0564*** (0.00539)
Age		0.00106*** (0.000202)			0.000872*** (0.000221)	0.000861*** (0.000221)
LnSize			0.0127*** (0.00132)	0.0173*** (0.00140)	0.0152*** (0.00145)	0.0155*** (0.00145)
Profit			0.000000145*** (1.44e-08)	0.000000175*** (1.11e-08)	0.000000149*** (1.16e-08)	0.000000130*** (1.24e-08)
Growth			-0.000000387*** (0.000000131)	-0.000000131 (9.11e-08)	-3.14e-08 (9.09e-08)	-7.32e-09 (9.80e-08)
lev			-0.00000705 (0.0000790)	0.0000362 (0.0000726)	0.0000371 (0.0000721)	0.0000374 (0.0000706)
CRFAA			-0.00123 (0.00179)	-0.00167 (0.00148)	-0.00198 (0.00142)	-0.00202 (0.00141)
SOE			-0.0139*** (0.00299)	-0.0109*** (0.00299)	-0.00883*** (0.00309)	-0.00763** (0.00307)
a				0.00225 (0.00825)	-0.00141 (0.00869)	-0.00119 (0.00868)
b				-0.00949 (0.0101)	-0.0159 (0.0103)	-0.0162 (0.0103)
c				0.0320*** (0.00449)	0.0289*** (0.00481)	0.0282*** (0.00480)

d				-0.0201 ^{***}	-0.0217 ^{***}	-0.0220 ^{***}
				(0.00600)	(0.00638)	(0.00640)
e				-0.0248 ^{***}	-0.0273 ^{***}	-0.0270 ^{***}
				(0.00642)	(0.00682)	(0.00683)
f				-0.0329 ^{***}	-0.0373 ^{***}	-0.0367 ^{***}
				(0.00490)	(0.00528)	(0.00530)
g				0.105 ^{***}	0.103 ^{***}	0.102 ^{***}
				(0.00988)	(0.0102)	(0.0101)
h				-0.00645	-0.00972 [*]	-0.00922
				(0.00534)	(0.00572)	(0.00574)
j				-0.0199 ^{***}	-0.0235 ^{***}	-0.0243 ^{***}
				(0.00545)	(0.00573)	(0.00572)
k				-0.00863	-0.0138 ^{**}	-0.0147 ^{**}
				(0.00588)	(0.00635)	(0.00634)
l				0.0219	0.0165	0.0176
				(0.0154)	(0.0156)	(0.0156)
Tenure					0.00817 ^{***}	0.00801 ^{***}
					(0.00129)	(0.00129)
stkcd						-1.62e-08 ^{***}
						(4.83e-09)
_cons	0.0455 ^{***}	-0.00334	-0.219 ^{***}	-0.340 ^{***}	-0.347 ^{***}	-0.349 ^{***}
	(0.00142)	(0.00924)	(0.0277)	(0.0292)	(0.0308)	(0.0308)
N	21898	21227	19747	19747	18854	18854
adj. R ²	0.001	0.002	0.006	0.027	0.031	0.032

Standard errors in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

注释：所有回归已检验和修正异方差

表九是模型三的回归结果，验证了假设三。被解释变量 RD 为公司是否有研发支出的虚拟变量，如果有研发支出则为 1，没有研发支出则为 0；

从(1)到(6)分别增加了不同的控制变量。列(1)只用 RD 与 FamExp5 做回归，FamExp5 系数显著为负；列(2)加入年龄(Age)控制变量后依然显著；列(3)用常用的关于研发的控制变量控制，依然显著；列(4)在(3)的基础上加了行业控制变量；列(5)中加入了年龄(Age)和任期(Tenure)，列(6)中加入了企业固定效应(Stkcd)。以上所有回归中 FamExp5 系数都显著为负，在 0.01 的显著性水平上显著。这样的结果证明了假设三成立，成年早期经历过三年困难时期的 CEO 会倾向于不进行研发投入。

从控制变量的系数和显著性上也可以得到许多结果：首先 CEO 年龄(Age)更大，会更倾向于进行研发投入，任期更长(Tenure)，也更倾向于研发投入；公司层面上，公司的规模(LnSize)越大、利润(Profit)越高越倾向于研发投入；而国企(SOE)相比于民企倾向于不进行研发投入。

分行业来看：制造业(C) 信息技术业(G) 都有显著地投资研发的倾向，而电力、煤气及水的生产和供应(D)、建筑业(E)、交通运输、仓储业(F) 房地产业(J) 都显著地倾向于不研发投入。以上各行业的研发投入倾向都在 0.01 水平上显著。

第 5 章 稳健性检验

上一章的回归结果分析中，其实已经包含了一定的稳健性检验的成分，因为在解释变量之外的控制变量的系数的符号和显著性上都和前人的研究以及现实直观感受相一致，无论是公司层面的变量还是代表各个行业的变量。为了进一步检验我们得到结论的稳健性，我们设计如下检验方式：

（一）其他相关被解释变量：列（1）（2）

改变模型一中的被解释变量，用两个相关的变量应付债券(BP)、长期应付款比率(LTAPR)作为被解释变量来做回归，其中应付债券(BP)是一个虚拟变量，当应付债券为 0 时记为 0，应付债券不为 0 时记为 1（主要是考虑到中国企业发债较少，因此这样更加合理。事实上我们用应付债券/总资产做为被解释变量进行回归，也在 0.01 水平上显著。此处只显示前者）长期应付款比率(LTAPR)=长期应付款/总资产。列（1）（2）回归结果显示 FamExp5 的系数都显著为负，在 0.01 的显著性水平上显著，进一步证实了结论。

（二）国企与民企：列（3）（4）

因为国企与民企存在着典型的差异，比如国企因为政治背景和政治联系要显著比民企好等原因，因此可能更容易借到长期债务；再者国企含有一定的政治成分，经营者经营国企时候的激励与民企中经营者不完全一样。国企固有的这种倾向可能会使得 FamExp5 的解释力下降，因此我们区分分子样本来回归，即用模型一，仍以长期负债比例(LTLR)作为被解释变量，分国企和民企子样本分别做回归，来看子样本中 FamExp5 的显著性。列（3）为国企子样本回归结果，列（4）为民企子样本回归结果。可以看到，区分分子样本之后，国企组的解释变量系数不显著，而民企组的解释变量系数依然显著（0.01 水平上显著），符号不变。民营企业的显著和国企的不显著都与已有推断相一致，加强了结果的可信性。

（三）是否两职合一：列（5）（6）

衡量 CEO 自信程度的一个重要指标为两职合一，即 CEO 同时也是公司董事长。一般而言，认为两职合一的 CEO 更容易过度自信，在管理公司上更为激进，许多学者发现这一类 CEO 有过度投资倾向。既然 CEO 两职合一时更容易过度自信因而更容易激进，因此这样一个特征对于 CEO 的倾向或许会有冲击，因而在两职合一 CEO 内部可能不会有经历过困难时期的 CEO 长期借款比率显著降低的事实。因此我们分群体来做，列（5）中的回归为两职合一 CEO 群体，列（6）为非两职合一 CEO 群体。结果发现，列（6）中，也就是非两职合一的 CEO 的回归结果与全样本类似，包括控制变量的系数符号与显著性上。而两职合一 CEO 群体内 FamExp5 不再具有解释力。这样的结果进一步证实了我们的结论。

（四）股改前后：列（7）（8）

从 2005 年第一个股改试点开始，到 2006 年股改基本结束，股改即上市公司股权分置改革，使得上市公司的治理更加透明规范，管理层内部相互之间也有了更多监督和制约。这样的措施，导致的结果是在股改后高管个人能够对于整个公司所施加的影响变小，不像股改前公司治理不规范的时候个人对于整个公司的影响和意义可能都很大。因此我们推测，早年经历三年困难时期的 CEO 在股改后对于财务决策的影响会不如股改之前。在此，我们区分股改前和股改后子样本，分别做回归，其中如果数据所在年份在 2007 年之后（包括 2007 年），则为股改后子样本，对应第（7）列回归；如果数据所在年份在 2004 年前（包括 2004 年），则为股改前子样本，对应第（8）列回归；（注：因为 05 年、06 年是一个改变的过程所以剔除了这两年）。列（8）中 FamExp5 系数显著性增强，而列（7）中 FamExp5 系数不再显著。这样的结果足见 CEO 的个人经历确实能够对公司有较大影响，影响程度因公司内 CEO 的影响力差异而不同。

表十：稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	BP	LTAPR	LongAsset	LongAsset	LongAsset	LongAsset	LongAsset	LongAsset
FamExp5	-0.377*** (0.133)	-0.00321*** (0.00107)	-0.0100 (0.00714)	-0.0193*** (0.00489)	-0.00705 (0.00675)	-0.0163*** (0.00577)	-0.00146 (0.00738)	-0.0207*** (0.00518)
LnSize	0.474*** (0.0148)	-0.000342 (0.000560)	0.0250*** (0.00150)	0.0189*** (0.00129)	0.0128*** (0.00132)	0.0235*** (0.00113)	0.0225*** (0.00130)	0.0179*** (0.00217)
Profit	0.00210 (0.00238)	2.17e-08*** (3.84e-09)	-0.0000274 (0.0000288)	1.68e-08 (2.31e-08)	-0.0000319 (0.0000367)	-2.43e-09 (1.25e-08)	-0.000113*** (0.0000941)	-0.0000427 (0.0000593)
NDTS	0.0180*** (0.00365)	-0.000206 (0.0000456)	0.0441*** (0.0116)	0.00114*** (0.0000958)	0.000729*** (0.0000737)	0.00151*** (0.000102)	-0.00511*** (0.000550)	0.156 (0.114)
Growth	-0.0834*** (0.0275)	-0.000417 (0.000448)	0.0116*** (0.00363)	0.00298** (0.00130)	0.000969 (0.00105)	0.00721*** (0.00173)	0.00276* (0.00159)	0.0157*** (0.00304)
TANG	-0.163** (0.0814)	0.00921*** (0.00203)	0.0863*** (0.00791)	0.0985*** (0.00605)	0.108*** (0.00913)	0.0919*** (0.00547)	0.0922*** (0.00671)	0.0927*** (0.00859)
SOE	0.00601 (0.0300)	0.000853 (0.000895)			0.00735** (0.00352)	0.000379 (0.00183)	0.00767*** (0.00285)	-0.00865*** (0.00227)
Age	0.00438* (0.00228)	0.000120*** (0.0000317)	-0.000180 (0.000168)	0.0000888 (0.000132)	0.000164 (0.000182)	0.00000486 (0.000124)	-0.000280** (0.000134)	0.000443** (0.000198)
stkcd	-6.48e-08 (4.98e-08)	-4.36e-10 (8.79e-10)	-1.20e-08*** (3.71e-09)	1.78e-08*** (3.21e-09)	3.84e-09 (5.13e-09)	3.30e-09 (2.68e-09)	8.75e-09** (3.44e-09)	-8.04e-09** (3.87e-09)
a	0.0347 (0.124)	-0.00366*** (0.000635)	-0.00117 (0.00814)	-0.0330*** (0.00520)	-0.0374*** (0.00895)	-0.0202*** (0.00503)	-0.0383*** (0.00681)	-0.00364 (0.00725)
b	0.243** (0.103)	0.0101*** (0.00189)	-0.000804 (0.00698)	0.0171* (0.00975)	0.0158 (0.0139)	-0.00343 (0.00590)	0.000802 (0.00765)	-0.0273*** (0.00852)
c	0.0177 (0.0693)	-0.00167*** (0.000569)	-0.00932** (0.00394)	-0.0243*** (0.00374)	-0.0251*** (0.00624)	-0.0197*** (0.00307)	-0.0316*** (0.00482)	-0.00668* (0.00381)
d	0.0276 (0.0887)	0.00240** (0.00116)	0.123*** (0.00776)	0.0713*** (0.0101)	0.0493*** (0.0153)	0.109*** (0.00650)	0.130*** (0.00920)	0.0558*** (0.00844)
e	0.115 (0.107)	0.00106 (0.00121)	0.0133* (0.00789)	-0.0317*** (0.00575)	-0.0389*** (0.00951)	-0.00686 (0.00565)	-0.0162** (0.00765)	-0.00413 (0.00775)
f	0.379*** (0.0850)	0.0253*** (0.00270)	0.0676*** (0.00787)	0.0482*** (0.00930)	0.0380** (0.0175)	0.0565*** (0.00633)	0.0626*** (0.00884)	0.0439*** (0.00934)
g	-0.0985 (0.0957)	0.000863 (0.00209)	-0.0122 (0.00938)	-0.0281*** (0.00398)	-0.0303*** (0.00643)	-0.0216*** (0.00497)	-0.0279*** (0.00657)	-0.0192*** (0.00463)
h	-0.226** (0.0929)	-0.00295*** (0.000611)	-0.0370*** (0.00437)	-0.0376*** (0.00451)	-0.0415*** (0.00758)	-0.0408*** (0.00353)	-0.0452*** (0.00546)	-0.0348*** (0.00454)
j	0.103 (0.0891)	-0.00261** (0.00103)	0.0378*** (0.00664)	0.0227*** (0.00610)	0.0149 (0.0104)	0.0278*** (0.00502)	0.0380*** (0.00668)	-0.00505 (0.00810)
k	0.139 (0.104)	0.00113 (0.000854)	0.00464 (0.00690)	0.0141** (0.00682)	0.000726 (0.0116)	0.00816 (0.00538)	0.00231 (0.00752)	-0.00294 (0.00766)
l	0.169 (0.150)	-0.00174* (0.000937)	-0.0274*** (0.00845)	-0.00302 (0.00901)	-0.00497 (0.0124)	-0.0157** (0.00754)	-0.0281*** (0.00885)	0.00215 (0.0113)

_cons	-11.81*** (0.327)	0.00303 (0.0118)	-0.493*** (0.0326)	-0.377*** (0.0243)	-0.258*** (0.0278)	-0.467*** (0.0229)	-0.431*** (0.0294)	-0.371*** (0.0411)
N	19987	19542	9169	10756	3336	16586	11335	5859
adj. R ²		0.026	0.252	0.184	0.193	0.233	0.288	0.146

Standard errors in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

注释：所有回归已检验和控制异方差

我们从公司治理角度进一步做稳健性检验，结果如表十一所示

（一） 独立董事比例与独立董事数量：列（1）（2）（3）（4）

我们算出独立董事占董事会总人数的比例，经过统计这个比例的平均数是0.3039187，因此我们区分子样本进行回归。当按照独立董事比例小于0.3039187，独立董事比例大于0.3039187两个子样本进行主要的回归。其中（1）是独立董事比例小于平均值的子样本，（2）是独立董事大于平均值的子样本。可以看出，（1）列FamExp5的回归系数显著，而（2）列的Famexp5不再显著。

（3）（4）列是按照独立董事数量来区分的子样本。其中（3）是独立董事数量小于或等于3的子样本，（4）是独立董事数量大于3的子样本。

根据（1）（2）（3）（4）分子样本回归的结果可以看出，独立董事比例越低、独立董事人数越少的公司，CEO有三年困难时期的经历就更有可能影响到公司的财务决策。

可能的解释为，当独立董事人数和比例上升时，公司的治理更加完善，尤其是独立董事作为较为理性的献言献策者，对于CEO的非理性行为会有一些的矫正和影响。

（二） 股权集中度与Z指数：列（5）（6）（7）（8）

我们考察股权集中程度和第一大股东对于公司的控制程度是否会影响到有三年困难时期经历的CEO对公司财务决策的影响。（5）（6）两列用股权集中指标——公司前5位大股东持股比例之和，这样的比例和在平均值之下为第（5）列，这样的比列在平均值之上为第（6）列，可以看到，股权集中度高时，经历过三年困难时期的CEO对于公司财务决策有显著影响；股权集中度低时则没有显著影响。

（7）（8）两列考察第一大股东对于公司的控制程度，所采用的指标为Z指数（公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值），Z指数小于平均值的为第（7）列，Z指数大于平均值的为第（8）列。我们可以看到，Z指数高于平均值的子样本中，FamExp5的系数显著，也就是当第一大股东对公司的控制程度高时，三年困难时期CEO更有可能影响到公司财务决策。

以上的结果可能解释是，当公司股权集中度高时，公司的权利更加集中于几位大股东，他们任命的CEO就更有可能是他们共同信赖的人，因而这样的CEO所受影响就更少，能够较为自由的显露个人倾向。当第一大股东对于公司控制程度高时，也是类似道理，这个时候的CEO更有可能是第一大股东信赖的人，因而会有具体执行层面更大的自由。

表十一：公司治理角度

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	LongAsset	LongAsset	LongAsset	LongAsset	LongAsset	LongAsset	LongAsset	LongAsset
FamExp5	-0.0165** (0.00656)	-0.00659 (0.00698)	-0.0144*** (0.00435)	0.0227 (0.0217)	-0.00270 (0.0120)	-0.0151** (0.00751)	-0.00790 (0.00946)	-0.0188* (0.00968)
LnSize	0.0120*** (0.00331)	0.0234*** (0.00103)	0.0208*** (0.00136)	0.0246*** (0.00116)	0.0189*** (0.00212)	0.0267*** (0.000945)	0.0219*** (0.00126)	0.0224*** (0.00191)
Profit	-0.0000328 (0.0000648)	-1.25e-08 (2.23e-08)	-3.78e-09 (2.13e-08)	-0.0000139 (0.0000164)	-0.0000154 (0.0000134)	-1.31e-08 (1.52e-08)	-0.0000209 (0.0000140)	7.32e-09 (1.34e-08)
NDTS	0.0925* (0.0553)	0.00139*** (0.000113)	0.00122*** (0.000117)	-0.368*** (0.0936)	0.000657 (0.000479)	0.0323 (0.0738)	0.000719 (0.000547)	0.0471*** (0.0133)
Growth	0.00846*** (0.00183)	0.00501*** (0.00157)	0.00406*** (0.00138)	0.00956** (0.00447)	0.00465* (0.00263)	0.00660*** (0.00145)	0.00247 (0.00171)	0.0104*** (0.00265)
TANG	0.0938*** (0.0111)	0.0943*** (0.00538)	0.0904*** (0.00557)	0.130*** (0.0111)	0.100*** (0.00797)	0.0945*** (0.00796)	0.0998*** (0.00749)	0.0904*** (0.00760)
SOE	-0.00647** (0.00289)	0.00437** (0.00203)	0.00333* (0.00195)	0.000638 (0.00303)	0.00639* (0.00336)	0.00429** (0.00214)	0.00864*** (0.00222)	0.000793 (0.00290)
Age	0.000684** (0.000295)	-0.000240** (0.000109)	-0.0000603 (0.000116)	-0.000183 (0.000228)	-0.0000434 (0.000163)	-0.000305* (0.000158)	0.0000233 (0.000167)	-0.000317** (0.000158)
stkcd	-6.46e-09 (5.10e-09)	5.26e-09* (2.71e-09)	7.16e-09** (2.78e-09)	-1.03e-08** (4.98e-09)	4.57e-09 (4.13e-09)	6.39e-09* (3.67e-09)	1.43e-08*** (3.87e-09)	-2.86e-09 (3.94e-09)
a	-0.00802 (0.00842)	-0.0286*** (0.00544)	-0.0135*** (0.00516)	-0.0586*** (0.00877)	-0.0237*** (0.00680)	-0.0383*** (0.00904)	-0.00367 (0.00785)	-0.0559*** (0.00637)
b	-0.0255*** (0.00805)	0.00144 (0.00637)	0.00245 (0.00663)	-0.00193 (0.0105)	0.0165 (0.0113)	-0.00843 (0.00940)	0.0202* (0.0106)	-0.00755 (0.00777)
c	-0.00637 (0.00431)	-0.0248*** (0.00361)	-0.0172*** (0.00300)	-0.0292*** (0.00699)	-0.0221*** (0.00400)	-0.0276*** (0.00726)	-0.0237*** (0.00473)	-0.0243*** (0.00508)
d	0.0568*** (0.0100)	0.115*** (0.00723)	0.0817*** (0.00728)	0.130*** (0.0111)	0.137*** (0.0105)	0.0939*** (0.0105)	0.127*** (0.00998)	0.104*** (0.00987)
e	-0.00785 (0.00822)	-0.0119** (0.00606)	-0.0114** (0.00581)	-0.00832 (0.0110)	0.00485 (0.00881)	-0.0261*** (0.00940)	-0.00217 (0.00839)	-0.0168** (0.00832)
f	0.0700*** (0.0124)	0.0519*** (0.00690)	0.0502*** (0.00696)	0.0659*** (0.0117)	0.0733*** (0.0119)	0.0418*** (0.00990)	0.0836*** (0.0101)	0.0270*** (0.00880)
g	-0.0130** (0.00567)	-0.0266*** (0.00494)	-0.0176*** (0.00465)	-0.0450*** (0.00761)	-0.0157** (0.00623)	-0.0452*** (0.00750)	-0.0241*** (0.00496)	-0.0265*** (0.00999)
h	-0.0283*** (0.00539)	-0.0455*** (0.00406)	-0.0355*** (0.00356)	-0.0626*** (0.00750)	-0.0435*** (0.00447)	-0.0477*** (0.00798)	-0.0411*** (0.00538)	-0.0462*** (0.00563)
j	-0.00926 (0.0105)	0.0293*** (0.00526)	0.0266*** (0.00509)	0.0167 (0.0105)	0.0424*** (0.00686)	0.0161* (0.00900)	0.0382*** (0.00777)	0.0267*** (0.00702)
k	0.00193 (0.00847)	0.00713 (0.00600)	0.00567 (0.00523)	0.0188 (0.0126)	-0.00629 (0.00651)	0.0189* (0.0105)	0.0227*** (0.00811)	-0.00846 (0.00825)
l	-0.0111 (0.0121)	-0.0193*** (0.00716)	-0.0243*** (0.00606)	0.00226 (0.0134)	0.0215* (0.0129)	-0.0459*** (0.00923)	0.00208 (0.0115)	-0.0276*** (0.00974)
_cons	-0.259***	-0.453***	-0.410***	-0.480***	-0.373***	-0.524***	-0.444***	-0.424***

	(0.0593)	(0.0224)	(0.0278)	(0.0263)	(0.0443)	(0.0204)	(0.0233)	(0.0426)
<i>N</i>	3746	16013	15183	4579	8270	8358	8242	8384
adj. <i>R</i> ²	0.118	0.261	0.170	0.362	0.200	0.317	0.323	0.197

Standard errors in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

注释：所有回归已检验和控制异方差

第6章 结论与展望

本文主要考察了 CEO 早年经历重大历史事件——（1959-1961）三年困难时期对于其之后管理公司资本结构和研发投入的影响。文章从长期负债比率和流动负债比率角度来衡量资本结构的选择，以是否有研发投入来看公司的投资倾向。同时文章也致力于探索 CEO 在早年成长中哪个发展阶段经历三年困难时期对于其经营公司的财务决策有显著影响。

本文研究发现，CEO 在成年早期（18—25）经历三年困难时期对于其之后担任 CEO 的财务决策有显著影响，早年其它时期经历三年困难时期对于其之后的财务决策影响不显著。同时研究发现，CEO 在成年早期经历三年困难时期，在经营公司时对于长期负债和流动负债的偏好都会明显下降，尤其是对于长期负债的偏好，这或许是出于自给自足的逆境求生习惯，或者是出于对风险的厌恶。同时，在早年经历三年困难时期这样的事件，对于其之后担任 CEO 是否投资于研发也有影响，成年早期经历 1959-1961 年困难时期的人更倾向于不进行研发投入。这样的一系列结果印证了我们的猜想，在那个年代成长的人（精确并保守的说，是 1940-1944 年前后出生的人，他们正好在成年早期经历三年困难时期），对于风险偏好程度显著下降，对于资源更加珍视因而在许多投资上可能更加保守，并且研究表明这样的影响持续很久，或许是终生。

本文的研究对于国内公司金融学界研究 CEO 特质对于公司绩效影响的领域将会有比较好的启发和贡献，吸引学者们关注这种同年代、经历过一些相同事件的人的共有特征。同时，对于国际上 CEO 特质对于公司绩效影响的领域内研究也是一个重要的贡献，因为当前比较少的文献把“同侪研究”作为 CEO 重要特质来研究，本篇文章对于促进该领域发展将会有比较大的贡献。此外，文章关于三年困难时期的研究中的方法和发现也会对历史学、心理学、社会学中研究三年困难时期乃至普遍意义上的饥荒有帮助与启发，若能通过这样一个实证研究的角度，给予学界研究三年困难时期以一定的资料支持，同时对于三年困难时期的研究产生一定的刺激作用，将是本文作者感到分外荣幸和喜悦的事情。

参考文献

- Bertrand M, Schoar A. Managing with style: The effect of managers on firm policies[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118(4): 1169-1208.
- Cai Y, Sevilir M. Board connections and M&A transactions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(2): 327-349.
- Campbell T C, Galmeyer M, Johnson S A, et al. CEO optimism and forced turnover[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 101(3): 695-712.
- Coles J, Lemmon M, Meschke F. Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance[J]. 2007.
- 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.

Custódio C, Ferreira M A, Matos P. Generalists versus specialists: Lifetime work experience and chief executive officer pay[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(2): 471-492.

Custódio C, Metzger D. How do CEOs matter? The effect of industry expertise on acquisition returns[J]. *Review of Financial Studies*, 2013, 26(8): 2008-2047.

Fahlenbrach R. Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009, 44(2): 439.

Ferris S P, Jayaraman N, Sabherwal S. CEO overconfidence and international merger and acquisition activity[R]. Working paper, 2009.

Graham J R, Harvey C R, Puri M. Managerial attitudes and corporate actions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(1): 103-121.

Hirshleifer D, Low A, Teoh S H. Are overconfident CEOs better innovators?[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(4): 1457-1498.

Kaplan S N, Klebanov M M, Sorensen M. Which CEO characteristics and abilities matter?[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(3): 973-1007.

Li F, Srinivasan S. Corporate governance when founders are directors[J]. *Journal of financial economics*, 2011, 102(2): 454-469.

Malmendier U, Tate G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(1): 20-43.

Malmendier U, Tate G, Yan J. Overconfidence and early - life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies[J]. *The Journal of finance*, 2011, 66(5): 1687-1733.

Ovtchinnikov A V, Pantaleoni E. Individual political contributions and firm performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 105(2): 367-392.

Yim S. The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior[J]. *Journal of financial economics*, 2013, 108(1): 250-273.

白重恩, 刘俏, 陆洲, 等. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. *经济研究*, 2005, 2(005): 2.

杜兴强, 陈韞慧, 杜颖洁. 寻租, 政治联系与真实业绩: 基于民营上市公司的经验证据 [J]. *金融研究*, 2010, 10: 135-157.

杜兴强, 曾泉, 杜颖洁. 政治联系对中国上市公司的 R&D 投资具有 “挤出” 效应吗? [J]. 2012.

韩立岩, 李慧. CEO 权力与财务危机——中国上市公司的经验证据 [J]. *金融研究*, 2009 (1): 179-193.

郝颖, 刘星, 林朝南. 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究 [J]. *中国管理科学*, 2005, 13(5): 142-148.

胡国柳, 黄景贵. 资本结构选择的影响因素——来自中国上市公司的新证据 [J]. *经济评论*, 2006 (1): 35-40.

李培功, 肖珉. CEO 任期与企业资本投资 [J]. 2012.

刘星, 魏锋, 詹宇. 我国上市公司融资顺序的实证研究 [J]. *会计研究*, 2004 (6): 66-72.

逯东, 林高, 黄莉, 等. “官员型” 高管, 公司业绩和非生产性支出——基于国有上市公司的经验证据 [J]. *金融研究*, 2012 (6): 139-153.

吕长江, 徐丽莉, 周琳. 上市公司财务困境与财务破产的比较分析 [J]. *经济研究*, 2004, 8: 64-73.

郝颖, 刘星, 林朝南. 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究 [J]. *中国管*

理科学, 2005, 13(5): 142-148.

权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力, 私有收益与薪酬操纵——来自中国国有上市企业的实证证据[J]. 经济研究, 2010, 11.

饶育蕾, 贾文静. 影响 CEO 过度自信的因素分析 [J][J]. 管理学报, 2011, 8(8).

饶育蕾, 王建新. CEO 过度自信, 董事会结构与公司业绩的实证研究 [J][J]. 管理科学, 2010, 23(5): 2r12.

宋乐, 张然. 上市公司高管证券背景影响分析师预测吗?[J]. 金融研究, 2010 (6): 112-123.

魏锋, 刘星. 融资约束, 不确定性对公司投资行为的影响[J]. 经济科学, 2004 (2): 35-43.

吴超鹏, 吴世农. 基于价值创造和公司治理的财务状态分析与预测模型研究[J]. 经济研究, 2005, 11(6): 99.

吴文锋, 吴冲锋, 刘晓薇. 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值[J]. 2008.

谢军, 何翠茹. 商业融资能力对债务期限结构的影响: 挤出效应还是互补效应[J]. 2013.

徐莉萍, 辛宇, 陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J]. 经济研究, 2006, 1(1): 90-100.

许年行, 吴世农. 我国中小投资者法律保护影响股权集中度的变化吗?[J]. 经济学 (季刊), 2006, 5(3): 893-922.

叶康涛, 陆正飞, 张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”?[J]. 经济研究, 2007, 4: 101-111.

俞红海, 徐龙炳, 陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. 经济研究, 2010, 8: 103-114.

余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究, 2013 (1): 149-163.

张学勇, 廖理. 股权分置改革, 自愿性信息披露与公司治理[J]. 经济研究, 2010, 45(4): 28-39.

朱武祥, 宋勇. 股权结构与企业价值[J]. 经济研究, 2001, 12(7).