

基于市场角度的 高管财务决策影响因素研究

陈琛 / 著

Study on Influential Factors of
Managerial Financial Decision Based on Market Perspective

资本市场 ▶ 分析师跟进与高管财务决策 ▶ 信息不对称

产品市场 ▶ 产品市场竞争与高管财务决策 ▶ 声誉机制

媒体市场 ▶ 媒体报道与高管财务决策 ▶ 信息传播效应



中国市场出版社
China Market Press

基于市场角度的 高管财务决策影响因素研究

陈琛 / 著

Study on Influential Factors of
Managerial Financial Decision Based on Market Perspective



中国市场出版社
China Market Press

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

基于市场角度的高管财务决策影响因素研究/陈琛著. —北京: 中国市场出版社, 2017. 9

ISBN 978-7-5092-1573-9

I. ①基… II. ①陈… III. ①财务决策-影响因素-研究 IV. F234.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 195604 号

基于市场角度的高管财务决策影响因素研究

JIYU SHICHANG JIAODU DE GAOGUAN CAIWU JUECE
YINGXIANG YINSU YANJIU

著 者 陈 琛

责任编辑 钱 伟 郭 佳

出版发行  中国市场出版社
China Market Press

社 址 北京月坛北小街2号院3号楼 邮政编码 100837

电 话 编辑部 (010) 68032104 读者服务部 (010) 68022950

发 行 部 (010) 68021338 68020340 68053489

68024335 68033577 68033539

总 编 室 (010) 68020336

盗版举报 (010) 68020336

邮 箱 474885818@qq.com

经 销 新华书店

印 刷 河北鑫兆源印刷有限公司

规 格 170 mm × 240 mm 16 开本

印 张 13

字 数 200 千字

书 号 ISBN 978-7-5092-1573-9

版 次 2017 年 9 月第 1 版

印 次 2017 年 9 月第 1 次印刷

定 价 38.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

目 录

第一章 导 论	1
第一节 研究动机与问题提出	1
第二节 研究思路与论文框架	7
一、研究思路	7
二、研究框架	9
第三节 研究改进与创新之处	9
第二章 文献回顾	12
第一节 高管的作用及其重要性	12
第二节 高管财务决策	15
第三节 高管个人特质对高管财务决策的影响研究	17
一、高管个人特质	17
二、高管标签背景	18
三、高管内部特征	27
四、高管个人特质影响公司决策的理论基础	30
五、高管个人特质与公司融资、资本结构	31
六、高管个人特质和盈余管理	35
七、高管个人特质与企业投资、企业并购	36

第四节	公司层面因素对高管财务决策的影响研究	39
一、	高管薪酬	39
二、	高管任期	41
三、	高管晋升	42
第五节	金融政策层面因素对高管财务决策的影响研究	42
一、	货币政策对高管财务决策的影响	42
二、	信贷政策对高管财务决策的影响	48
三、	汇率政策对高管财务决策的影响	50
四、	金融政策预期对高管财务决策的影响	51
第六节	文献总结与评述	53
第三章	分析师跟进、信息不对称与高管财务决策	56
第一节	引言	56
第二节	理论分析与研究假设	61
一、	分析师跟进与研发活动	61
二、	分析师跟进与投资	62
三、	分析师跟进与盈余管理	63
第三节	研究设计	64
一、	数据来源与样本选择	64
二、	变量定义	64
三、	模型设计	68
第四节	实证分析	69
一、	描述性统计	69
二、	分析师跟进、信息不对称与研发投入	73
三、	分析师跟进、信息不对称与投资效率	75
四、	分析师跟进、信息不对称与盈余管理	77
第五节	进一步分析	79
一、	分析师跟进变化与高管财务决策	79

二、明星分析师跟进与高管财务决策	81
第六节 稳健性检验	83
一、分析师跟进替代变量	83
二、信息不对称分组检验	85
第七节 本章小结	87
第四章 产品市场竞争、声誉机制与高管财务决策	89
第一节 引 言	89
第二节 产品市场竞争与资本成本	91
一、产品市场竞争与权益成本	92
二、产品市场竞争与债务成本	95
第三节 理论分析与研究假设	96
一、产品市场竞争与研发活动	96
二、产品市场竞争与投资	97
三、产品市场竞争与盈余管理	98
第四节 研究设计	100
一、数据来源与样本选择	100
二、变量定义	100
三、模型设计	103
第五节 实证分析	104
一、描述性统计	104
二、产品市场竞争、声誉机制与研发投入	109
三、产品市场竞争、声誉机制与投资效率	111
四、产品市场竞争、声誉机制与盈余管理	113
第六节 进一步分析	115
一、产品市场竞争、治理机制与高管财务决策	115
二、产品市场竞争、产权性质与高管财务决策	118
第七节 稳健性检验	120

一、产品市场竞争替代变量	120
二、声誉机制分组检验	121
第八节 本章小结	123
第五章 媒体报道、信息传播效应与高管财务决策	125
第一节 引言	125
第二节 理论分析与研究假设	127
一、媒体报道与研发活动	127
二、媒体报道与投资	129
三、媒体报道与盈余管理	129
第三节 研究设计	130
一、数据来源与样本选择	130
二、变量定义	131
三、模型设计	133
第四节 实证分析	134
一、描述性统计	134
二、媒体报道、信息传播效应与研发投入	136
三、媒体报道、信息传播效应与投资效率	140
四、媒体报道、信息传播效应与盈余管理	142
第五节 进一步分析	144
一、上期媒体报道与高管财务决策	144
二、媒体报道与高管财务决策：信息效应与治理效应	146
第六节 稳健性检验	149
一、媒体报道替代变量	149
二、信息不对称分组检验	150
第七节 本章小结	152
第六章 主要研究结论、启示与未来研究方向	154
第一节 主要研究结论	154

第二节 研究启示及政策建议	156
第三节 研究局限及未来研究方向	158
一、研究局限	158
二、未来研究方向	159
参考文献	164
后 记	198

第一章

导 论

第一节 研究动机与问题提出

大多数企业的经营管理大权集中于首席执行官（CEO）一人之手，作为“企业中最昂贵的资源”（彼得·德鲁克），CEO 自身的知识结构、视野范围、价值观念、思维方式等决定了企业的价值观和运营方式，正如管理学中的经理封顶定理所言：一个企业的成就不会超过其领导人，就像金字塔的高度不会超过其塔尖。这就是说，“一个企业只能在企业家的思维空间之内成长”（彼得·德鲁克），企业领导人自身的视野范围、知识结构、思维方式、价值观念决定了企业的内在价值观和运营方式，决定了企业能否成长以及企业成长的极限。“一个企业的兴衰，70% 的责任在于企业家”（松下幸之助），正因为这样，人们总是把克莱斯勒的复兴、通用电气公司的强大归因于企业家李·艾柯卡和杰克·韦尔奇，把联想的成长和海尔的成功归因于企业家柳传志和张瑞敏。

高管在制定投资、融资以及其他战略决策时通常会有自己的风格，也会将这些个人风格带入公司。实践中，越来越多的事实证明了 CEO 以及其他高管对公司决策的重大影响，John Reed（花旗集团前 CEO）在一次采访中就直接表示“这个取决于顶层的人”（It's about the guy at the top），即公

司 CEO 风格的不同决定了公司经营方式的多样化。美国家用产品公司 CEO William Laporte 在《福布斯》杂志 1968 年 9 月的一次采访中道出了公司不愿意负债的缘故,仅仅是他个人不想欠别人钱 (“I just don't like to owe money”)。《商业周刊》在 2001 年 5 月的一篇文章 (“The Koszowski Method”) 中专门探讨了时任泰科国际 CEO Dennis Koszowski 的激进并购风格。在国内,格力电器总裁董明珠带着“再低成本的银行贷款也有成本”的理念,带领公司找到了“零成本”的资金来源——来自上下游企业的应付和预收款项,实现了“借鸡下蛋”的负债经营。宗庆后领导的娃哈哈也实行零贷款政策,并且在营销管理中实行“先款后货”的政策。华为总裁任正非的军人经历也是华为军事化管理文化的一大决定因素……这些政策都是高管个人价值观以及哲学观在企业财务决策中的具体表现。

实践中,由于所有权与经营权的分离,高管的自利行为等经常导致其财务决策行为的短期化,如减少研发 (R&D) 投入 (温军和冯根福, 2012)、减少投资 (饶育蕾, 王颖和王建新, 2012), 甚至财务舞弊等 (袁春生, 吴永明和韩洪灵, 2008)。实际上,大部分上市公司的舞弊行为都是在公司高管的默许、鼓励甚至参与下对公司财务报告等信息玩的“数字游戏” (Rezaee, 2005)。云南绿大地“欺诈门”事件中,公司业绩公告在 2010 年扭亏,实现净利润 1 447.79 万元。然而,在 2011 年 4 月 30 日公布的 2011 年一季报则显示 2011 年前三个月公司累计实现净利润 -1 732.99 万元,同比减少约 212.57%,同时预计 2011 年上半年公司将亏损 900 万~1 400 万元。这种从“包装上市”转化为“欺诈上市”的行为,最终受到了惩罚。2011 年 3 月 17 日,绿大地控股股东、董事长何学葵因涉嫌欺诈发行股票、债券罪被公安机关逮捕,公司于次日公告称何学葵辞去公司董事、董事长职务;2011 年 4 月 7 日,财务总监李鹏被公安机关采取强制措施,并于 4 月 22 日取保候审。像这种企业高管利用职务之便为自己谋利的行为屡见不鲜,被曝光的也只是冰山一角。因此,在代理问题和信息不对称问题尚未得到有效解决以及经理人市场尚未完善的情况下,高管财

务决策问题必须引起学术界以及实务界的关注,对其行为影响因素的研究也迫在眉睫。

在学术研究中,学者对高管财务决策影响因素已经展开了较为深入的研究。以行为学理论和人的有限理性为基础,Hambrick and Mason (1984)提出了高阶理论(Upper Echelons Theory),认为组织战略的选择以及绩效的水平反映了组织中有影响力人群——高管——的认知基础和价值观。高管作为企业的经营者和管理者,是整个公司的核心,对公司投资、融资以及股利分配等财务决策起着决定性作用(Barker and Mueller, 2002; Bertrand and Schoar, 2003; Malmendier and Nagel, 2011; Malmendier, Tate and Yan, 2012; Chyz, 2013)。由于高管的认知基础与价值观根本无法度量,因此,难以验证该理论的真伪。Hambrick and Mason (1984)在对有限理性下的战略决策过程进行分析之后,将可观测的管理者特征(Observable Managerial Characteristics),如年龄、性别、任期、职业路径、受教育情况、社会地位、财务状况等高管背景特征作为替代变量,通过高阶理论的分析,提出了诸如年轻的高管更倾向于追求风险型战略,如非相关多元化、产品创新及过度举债;来自社会地位较低群体的经理人员更倾向于进行收购和非相关多元化等命题。在此基础上,Zahra and Pearce (1989)将高管个人特质分为两类:一是标签背景,即高管的外部特征,包括年龄、性别、教育背景、工作背景和行业经验等;二是内部特征,包括性格、兴趣爱好、价值观、宗教信仰、品质等。进一步指出,内部特征更持久,不容易变化。后续研究主要围绕着高管的两大特质展开,以高阶理论和行为一致性理论(Behavioral Consistency Theory)为基础,探讨了高管外部标签特征,包括年龄(Cazier, 2011; Serfling, 2012; Beber and Fabbri, 2012; Yim, 2013)、性别(Shawver, Bancroft and Sennetti, 2006; Krishnan and Parsons, 2008; Peni and Vähämaa, 2010; Srinidhi, Gul and Tsui, 2011)、工作经验(Dowdell and Krishnan, 2004; Matsunaga and Yeung, 2008; Huang, 2010; Graham, Harvey and Puri, 2013)、教育(Bertrand and

Schoar, 2003; Rose, 2007; Frank and Goyal, 2009; Beber and Fabbri, 2012) 等。同时, 不断深入挖掘高管内部特征, 例如社会经济背景 (Collins and Moore, 1970; Channon, 1979; Malmendier, Tate and Yan, 2011)、政治倾向 (Hutton, Jiang and Kumar, 2013)、个人财务状况 (Cronqvist, Makhija and Yonker, 2012; Chyz, 2013) 以及婚姻状况 (Roussanov and Sacor, 2012) 等因素对高管财务决策的影响。

与此同时, 也有学者从公司层面的视角, 研究了高管财务决策的影响因素, 现有研究主要集中在高管薪酬 (Smith and Stulz, 1985; Clinch, 1991; Baber, Janakiraman and Kang, 1996; Cheng, 2004)、高管任期 (Finkelstein and Hambrick, 1990; Hambrick, Geletkanycz and Fredrickson, 1993; Casson, 1999; Antia, Pantzalis and Park, 2010) 以及高管晋升 (Chan, 1996; Shleifer and Vishny, 1989) 等对高管财务决策的影响。

归纳起来, 现有对高管财务决策的研究主要集中在高管个人特质和公司层面因素, 鲜有研究涉及市场层面 (如资本市场、产品市场以及媒体市场等), 且已有因素对高管财务决策 (如研发投入、投资以及盈余管理等) 行为的解释也并未得到一个统一的结论。本书主要从资本市场中的分析师跟进、产品市场中的产品市场竞争以及媒体市场中的媒体报道三个角度, 探讨其对高管财务决策的影响, 试图完成高管财务决策影响因素从个人特质、公司层面因素到市场层面因素的完整框架 (见图 1-1)。

首先, 资本市场是如何影响实体经济的? 这是一个值得探讨的问题。一般而言, 完善、有效的资本市场能够提高资本配置效率、刺激创新以及投资的增长, 与此同时, 也会带来一些短期利益主义、机会主义以及寻租行为等, 这些都会对高管的财务决策产生影响。因此, 资本市场如何影响公司高管的财务决策, 如投资、融资、R&D 等, 是一个非常重要的问题, 不仅因为高管的这些财务决策是经济增长的一大驱动力 (Solow, 1957), 同时也因为资本市场是公司融资的重要来源 (He and Tian, 2013)。

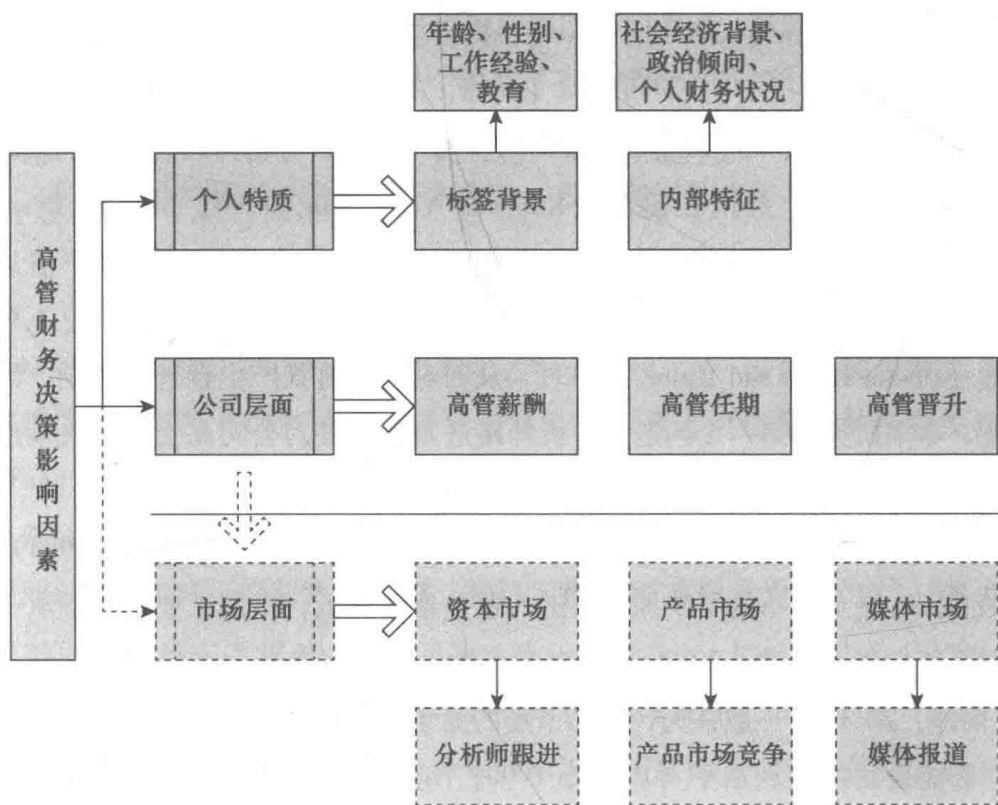


图 1-1 高管财务决策影响因素

作为资本市场的重要参与者，分析师的作用不容忽视（Bushman, Piotroski and Smith, 2005；Frankel, Kothari and Weber, 2006；Bae, Stulz and Tan, 2008；Givoly, Hayn and Lehavy, 2009）。分析师利用其专业优势，撰写各类研究报告，向投资者提供投资建议等。以往学者比较关注分析师预测的作用和价值，研究的视角基本上沿着高管信息披露到分析师预测这一方向，主要体现在分析师预测的准确性（Brown and Rozeff, 1978；Brown, Hagerman, Griffin and Zmijewski, 1987；Lin and McNichols, 1998；Hong and Kubik, 2003），以及分析师预测是否能够给使用者带来经济利益（Davies and Canes, 1978；Elton, Gruber and Grossman, 1986；Wormack, 1996）。实际上，分析师跟进也有可能对高管财务决策产生影响。一方面，分析师跟进会提供市场上尚未出现的信息（Dempsey, 1989；Shores,

1990; Ivkovic and Jegadeesh, 2004), 提供较为准确的盈余预测, 可能会对高管产生业绩压力 (Fuller and Jensen, 2002), 造成高管的短视行为 (Graham, Harvey and Rajgopal, 2005); 另一方面, 分析师跟进会识别上市公司财务报告中的内在信息 (Kim and Verrecchia, 1994; Barron, Byard and Kim, 2002), 帮助广大投资者解读高管的行为、公司的财务信息 (Brav and Lehavy, 2003; Asquith, Mikhail and Au, 2005), 减少信息不对称 (Bhattacharya and Ritter, 1983), 从而对公司前景产生合理的预期。因此, 本书研究的第一个问题是分析师跟进是否能够对公司高管财务决策产生影响。

其次, 竞争是现代市场的一个主要特征 (Nalebuff and Stiglitz, 1983), 随着国有企业改革的不断深化, 进入壁垒逐渐降低, 中国工业化进程取得了飞速发展 (金碚, 2012), 各个产业均发生了从垄断向竞争的重大转变 (简泽, 2011)。一般认为, 产品市场的竞争程度影响公司高管的决策, 进而影响公司的盈利水平 (Porter, 1990; Nickell, 1996)。一方面, 产品市场竞争扮演着公司治理的角色, 激励着高管去努力控制产品成本 (Raith, 2003), 花精力维护产品市场 (Schmidt, 1997), 从而降低公司破产的风险 (Matsa, 2011)。同时, 产品市场竞争使得股东们能够很好地察觉高管的行为, 从而制定出更合理的激励机制 (Hart, 1983; Karuna, 2007), 激励高管进行更多的创新活动 (Hou and Robinson, 2006; 李春涛和宋敏, 2010; Lin, Lin and Song, 2011), 提高生产率 (Nickell, 1996; Winston, 1998; Schmitz, 2005), 或者实行更有效的监管机制来减少高管的偷懒行为 (Hart, 1983; Giroud and Mueller, 2011), 降低代理成本 (Ashbaugh-Skaife, Collins and LaFond, 2006; Chen, Chen and Wei, 2009)。另一方面, 产品市场竞争增加了企业的风险 (Nalebuff and Stiglitz, 1983), 导致利润下降, 减少了降低成本或者提高需求的边际收益, 从而导致高管的努力不能很好地体现出来 (Nickell, 1996; Schmidt, 1997; Raith, 2003), 而且有时候高管现在的努力并不一定能在当期就立刻反映出来 (Meyer and

Vicker, 1997), 这样对于更看重现金激励的高管来说, 过多的竞争反而会导致其偷懒 (Scharfstein, 1988)。因此, 本书研究的第二个问题是产品市场竞争究竟会如何影响公司高管的财务决策行为。

最后, 虽然我国法律制度尚不完备、投资者保护总体不足, 但我国却是全球经济增长最快的经济体, 所以必定还有其他机制在发挥作用 (Allen, Qian and Qian, 2005), “媒体治理”的说法迅速传开 (Dyck, Volchkova and Zingales, 2008; 李培功和沈艺峰, 2010)。一方面, 随着各大主流媒体对上市公司财务造假事件的披露, 媒体通过跟踪报道和持续关注 (Fang and Peress, 2009), 曝光上市公司各类违法丑闻, 能够有效地监督上市公司高管的舞弊行为 (贺建刚, 魏明海和刘峰, 2008; 戴亦一, 潘越和刘思超, 2011; 徐莉萍和辛宇, 2011; 权小峰和吴世农, 2012), 促进资本市场健康、有序地发展 (Bhattachary, Galpin, Ray and Yu, 2009; Englberr and Christopher, 2011)。另一方面, 媒体关注上市公司重大事件, 如并购、CEO 聘任等, 利用其自身专业知识和信息挖掘、加工优势, 向投资者, 特别是中小投资者提供及时、准确、详尽的信息 (Rogers, Skinner and Zechman, 2013), 降低了投资者获取信息的成本, 增强了上市公司高管与投资者之间的信息联系, 有效地缓解了公司与投资者之间的信息不对称。因此, 本书研究的最后一个问题是媒体报道是否会影响公司高管的财务决策行为。

第二节 研究思路与研究框架

一、研究思路

本书从理论出发, 回顾已有研究文献, 总结分析研究的不足以及突破点, 提出本书研究的问题, 进行实证分析。首先, 从资本市场的角度出

发,以资本市场的主要参与者——分析师为切入点,探讨了信息不对称情况下,分析师跟进对高管 R&D、投资、盈余管理等财务决策的影响;其次,从产品市场的角度出发,分析在声誉机制的约束下,产业结构的变化以及产品市场竞争程度对高管 R&D、投资以及盈余管理行为的影响;再次,从媒体报道这一视角,检验了在信息不对称的环境下,媒体报道对高管财务决策的事前约束行为。最后,得出本书结论,并提出相应的政策建议。详见图 1-2。

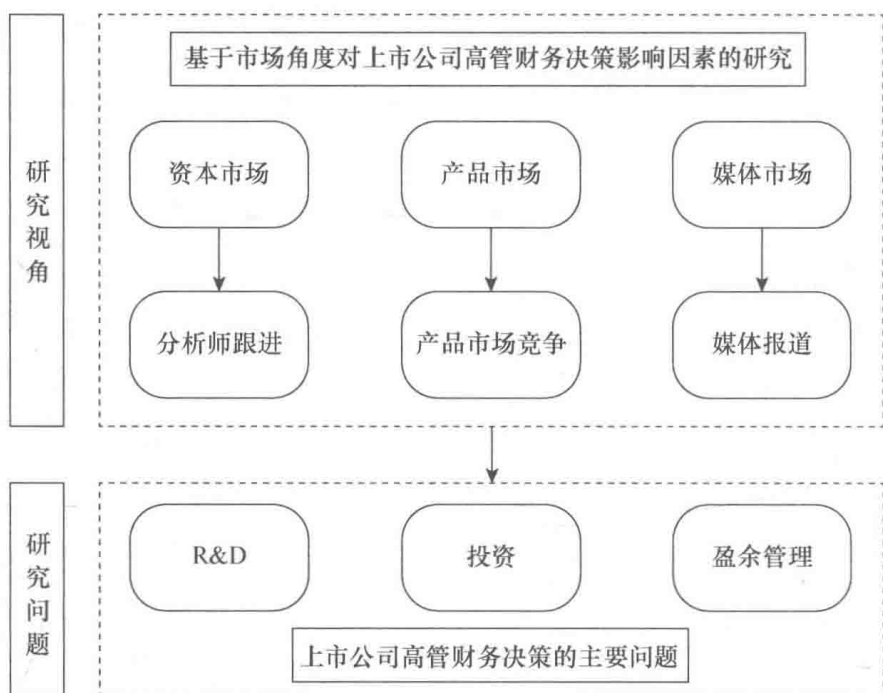


图 1-2 研究思路

全书共分为六章:

第一章分析本书的研究背景,提出研究问题,形成研究思路和研究框架,最后指出本书的研究贡献与创新。

第二章从文献的角度,探讨高管财务决策影响因素研究现状和不足,提出本书研究的必要性。

第三章是分析师跟进、信息不对称与高管财务决策。通过搜集 2007—2012 年上市公司的分析师跟进数据,从分析师跟进的信息视角和

压力视角出发,探讨了分析师跟进对高管财务决策的影响,并从动态和差异化的角度进一步分析了分析师跟进与高管财务决策行为之间的关系。

第四章是产品市场竞争、声誉机制与高管财务决策。通过构建 2007—2012 年上市公司产品市场竞争数据,结合经理人市场,从声誉机制的角度出发,分析了在声誉机制的约束下,产品市场竞争对高管财务决策的影响,以及产权性质对两者关系的影响,并对产品市场竞争的治理机制进行了验证。

第五章是媒体报道、信息传播效应与高管财务决策。通过搜集 2007—2012 年上市公司的媒体报道数据,针对媒体报道的信息传播效应和治理效应,从媒体报道事前约束的视角出发,探讨了媒体报道对高管财务决策行为的约束作用。

第六章是结论。总结了实证分析的结论,并对本书研究的局限性进行阐述,提出其他可能的研究视角。

二、研究框架

本书研究框架如图 1-3 所示。

第三节 研究改进与创新之处

本书研究贡献和创新之处主要表现在以下几点:

首先,本书系统回顾了高管财务决策影响的研究文献,将高管财务决策影响因素分为高管个人层面和公司层面,并提出市场层面因素可能对高管财务决策的影响,尝试完善高管财务决策影响因素的理论框架,从市场角度解释其他因素无法解释的高管财务决策行为。

其次,越来越多的文献试图研究资本市场如何影响实体经济。完善的