

CEO 的 MBA 背景与公司绩效

——MBA 教育效果的实证检验

姚明安,李恒丽,孔莹

(汕头大学 商学院, 广东 汕头 515063)

[摘要]以 2000—2006 年间总理由非 MBA 学历拥有者更换为 MBA 学历拥有者的上市公司为样本,对总经理变更前后经配对调整的公司绩效(含业绩和风险两个维度)的变化进行考察,结果显示:MBA 学历拥有者的接任整体上并没有带来公司绩效的显著改善;MBA 不同办学模式对公司绩效的影响存在差异,外资模式和中外合作模式培养的 MBA 显著改善了公司绩效,而自主模式和商业化模式下的 MBA 在改善公司绩效方面则乏善可陈。由于外资模式和中外合作模式拥有优良的师资及悠久的办学历史,研究结果意味着高质量的 MBA 项目能够培养出色的经理人。

[关键词]MBA 教育;办学模式;业绩;风险;总经理;教育背景;人力资本;企业高管变更;公司绩效

[中图分类号]F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2014)05-0063-12

一、引言

1908 年,伴随着哈佛商学院的诞生,以培养“有责任感、有道德的一流企业管理人才——企业总经理”为目标的工商管理硕士(简称为 MBA)教育开始登上历史舞台。因这一教育模式适应了日益复杂多变的市场环境下企业生存与发展对高层管理人才的迫切需要,它首先在美国获得了迅速发展,历经百年逐步走向成熟。二战后,西欧各国经济明显落后于美国,英国对美国高速发展的原因进行了深入考察和研究,最终发现,制约英国经济发展的原因不是技术和资本,而是企业管理技术和思想管理的落后。基于此,英国开始引进美国 MBA 教育,欧洲在 60 年代形成了 MBA 教育的高潮。20 世纪 80 年代,为了培养企业改革和经济发展急需的新型高素质企业管理人才,我国在大连、北京两地与美国和欧共体联合办学进行工商管理培训,成为中国 MBA 教育的萌芽。1991 年,教育部批准清华大学等 9 所高校试办 MBA 项目,标志着 MBA 教育在我国正式产生。随后,MBA 教育在我国获得了迅猛发展,到 2010 年我国拥有 MBA 招生和培养资格的院校已达 184 所,招生规模达 3 万余人。

作为“舶来品”的 MBA 教育为何在我国发展得如此迅猛?最直观的解释无疑是 MBA 项目能为学员带来经济上的好处——据《经理人》杂志的调查,中国排名前 20 位的商学院 MBA 毕业后两年薪酬收入平均高出毕业前 137.4%。那么,在 MBA 学员受益的同时,其用人单位是否也从中获益?进

[收稿日期]2014-04-01

[基金项目]教育部人文社会科学研究项目(09YJA630090);广东省哲学社会科学“十二五”规划项目(GD13CGL14)

[作者简介]姚明安(1964—),男,湖南慈利人,汕头大学商学院教授,硕士生导师,主要研究方向为资本市场会计;李恒丽(1985—),女,山西太原人,汕头大学商学院硕士生,主要研究方向为会计学;孔莹(1965—),女,山东曲阜人,汕头大学商学院副教授,主要研究方向为公司治理。

①虽然 CEO、总经理和经理人在概念上存在明显差别,但本文在使用时未刻意区分它们。

而言之,MBA教育是否有助于培养出色的经理人?^①如何才能更好地实现这一目标?很显然,这一问题的答案直接关系到我国今后的MBA教育能否健康有序地发展。

理论上,MBA教育应有助于培养出色的经理人,原因很简单,MBA教育通过更具针对性的课程设置可以对学员的思维方式、管理行为产生积极影响,而对传统教育存在的理论与实务脱节问题的缓解有助于提升学员的人力资本。此外,MBA教育可为学员带来更多更高层级的人际关系网络等社会资本。但从国外经验分析的结果看,这一观点目前仍未取得充分一致的支持证据。来自国内的同类研究极少,仅有黄志忠和熊焰韧的研究。他们以CEO由非MBA学历拥有者变更为MBA学历拥有者的上市公司为样本,通过考察MBA接任CEO前后经配对公司业绩调整的公司业绩的变化来评价不同办学模式下MBA项目的效果,结果发现只有中外合作模式培养的MBA在担任CEO后显著提升了公司业绩^[1]。笔者认为,他们的研究还存在两个不足:一是按他们的方法估计的CEO变更前后公司业绩的变化还可能源于CEO变更事件本身,我们不能简单地根据上述结果来评价我国MBA教育的效果;二是MBA效果的评价除了应该包括业绩水平的角度外,还应该包括风险水平这一维度。

鉴于国外有关经理人教育背景与公司绩效关系的研究大多忽视了经理人特征的内生性问题^①,黄志忠和熊焰韧将考察的样本限定为CEO由非MBA学历拥有者变更为MBA学历拥有者的上市公司^[1]。本文借鉴他们的做法,试图对其研究进行两点发展:其一,为了剔除CEO变更事件本身对MBA接任CEO前后公司业绩变化的影响,在选择配对公司时,我们不是选择窗口期内CEO未发生变更的公司,而是选择发生CEO变更但变更前后CEO的背景均为非MBA的同行业上市公司,以保持样本公司与配对公司在CEO变更上的同质性;其二,CEO变更的目的很可能是为了改善公司的财务业绩,如果业绩改善的同时公司承受了更高的风险,则这种改善未必符合股东的利益,为此,本文除了考察MBA学历拥有者接任CEO前后公司业绩水平的变化外,还增加了风险维度的分析。

本文拟分别从收益和风险两个角度对CEO的MBA背景与公司绩效进行实证分析。这样处理是基于以下考虑:从收益角度考察的结论可以直接拿来与黄志忠和熊焰韧研究的结果进行对比,而从风险角度的考察有助于我们更好地认识收益角度下的实证结果是否具有可信性和稳健性^②。当然,分别从收益和 risk 的角度来研究可能会出现难以判断MBA教育功效的情况^③。实际上,我们也曾考虑过将收益和风险紧密结合以构造单一指标,比如标准离差率(收益的标准差/收益的期望值),但由于利用一年的时间长度难以计算一年的收益标准差,我们只能以公司股权的Beta值来表征风险。而若将收益的标准差与Beta值相比来构造一个指标,目前尚缺乏文献上的依据。至于增加风险维度后是否会改变黄志忠和熊焰韧的结论,这不是我们特别关注的。我们的初衷是,在一定程度上弥补黄志忠和熊焰韧在研究设计上的一些缺陷,从而增强研究结论的说服力。

二、文献回顾

经理人的教育背景(包括教育程度和教育类型)是否会影响公司绩效?对于这一问题的研究大致可分为三类。

一是基于人力资本的视角。这类研究的基本观点是经理人的教育程度在一定程度上揭示了人力资本存量的大小^[2-4],而人力资本是企业的核心竞争力之源,因而经理人的教育程度应该与公司绩效正相关。该观点得到了很多证据的支持,如Gimeno等人发现受教育水平高的企业家有办法令他们的

^①如规模大业绩好的公司倾向于选择好学校的毕业生,在这种情况下,好学校毕业的CEO所在公司业绩较好并不能说明CEO的能力更强。国外大多数研究都忽视了这一内生性问题。

^②比如CEO的MBA背景虽然无助于提升公司业绩,但若能够证明其可以显著降低公司风险,那么我们仍然可以证实MBA教育在培养出色的经理人方面发挥着重要的功效。

^③比如在收益提升的同时风险增大,此时就难以判断MBA教育在培养出色的经理人方面的功效。

公司赚取更多的利润^[5], Bosma 等人对荷兰企业家做的研究也发现教育水平高的企业家报告的利润更高^[6]。但也有一些证据与上述观点不符,如 Gottesman 和 Morey 发现非名校法学专业毕业的 CEO 任职的公司绩效反而好过名校法学专业毕业的 CEO 任职的公司绩效^[7]。

第二类研究基于社会资本的视角。这类研究的基本观点是 CEO 的教育背景在某种程度上提供了一个对企业社会资本的测度^[7],而这种社会资本是一种无形资源,这种资源可以有助于企业获得物质的、信息的和感情的帮助^[8],因而经理人的教育程度应该与公司绩效呈正相关关系。该观点已经得到了大量证据的支持,如 Burt 和 Belliveau 发现高学历的 CEO 更容易获得与政府官员或其他政策制定者的弱关系,而这些关系有助于提高企业绩效^[9-10]。Peng 等人基于中国 127 家企业经理人问卷调查的研究也发现经理人之间及经理人与政府官员之间的联系均会显著影响企业绩效^[11]。

第三类研究基于管理行为特征这一视角。这类研究的基本观点是教育程度与专业背景会影响一个人的思维及认知方式,高管的受教育水平能够反映他们的一些基础的格式化属性(如其认知方式与价值观等),这些认知基础的差异使得他们会从不同的来源收集信息并对问题有不同的解释和观点,进而会对他们的思维范式与行为方式产生影响^[12]。这意味着,接受不同教育类型的经理人往往会有不同的行为偏好,从而对公司绩效产生影响。与上述两类观点的检验不同,该类观点的检验主要集中在经理人的教育背景与其行为特征之间的关系上。如 Finkelstein 和 Hambrick、Barker 和 Muller 发现工科背景的 CEO 倾向于支持较高的 R&D,而商科或法律专业的 CEO 对 R&D 更多的是风险厌恶性的^[13-14]。Graham 和 Harvey 的研究则发现,有 MBA 学历的财务总监进行资本预算时更喜欢用净现值法,而在进行资本成本运算时更偏好使用资本资产定价模型^[15]。

上述文献针对的是经理人的教育背景,那么,经理人的 MBA 背景是否会对公司绩效造成影响? Chevalier 和 Ellison 以基金公司为样本考察了基金经理人特征对公司业绩的影响,结果发现拥有 MBA 学历的经理人能够获得较高的投资收益,但采用经过风险调整的超常收益作为因变量进行回归时,变量 MBA 的系数不再显著异于零。这表明 MBA 经理人的业绩好源于他们承担了更高的系统性风险^[16]。Gottesman 和 Morey 也用基金公司的样本来研究 MBA 的管理能力。与其他文献不同的是,他们进一步划分了 MBA 的毕业学校,以检验 MBA 项目的质量对公司业绩的影响。他们发现,拥有 MBA 学历的经理人的公司业绩虽然在总体上与非 MBA 经理人不存在显著差异,但毕业于好学校的 MBA 经理人的公司业绩要好于非 MBA 的,而毕业于差学校的 MBA 经理人的业绩则显著差于非 MBA 经理人的^[2]。这表明,好的 MBA 项目有助于培养出色的经理人。鉴于基金业绩只能反映经理人能力的一个侧面,Gottesman 和 Morey 用非基金公司的业绩作为经理人能力的度量,检验了不同教育质量下 MBA 经理人与公司业绩的关系,结果未发现二者之间存在正相关关系的证据^[7]。Gottesman 和 Morey 的研究存在着一个重要缺陷,即忽略了经理人特征的内生性问题。为此,黄志忠和熊焰韧将考察的样本限定为 CEO 由非 MBA 学历拥有者变更为 MBA 学历拥有者的上市公司。他们通过考察 MBA 接任 CEO 前后经配对调整的公司业绩的变化来评价不同办学模式下 MBA 项目的效果,结果发现只有中外合作模式培养的 MBA 在担任 CEO 后显著提升了公司业绩^[1]。

值得说明的是,为了控制企业外部因素对经理人业绩的影响,黄志忠和熊焰韧在度量样本公司的业绩时采用配对公司的业绩对其进行了调整,而配对公司的选择是窗口期内未发生 CEO 变更的公司。这意味着按他们的方法估计的 MBA 接任 CEO 前后公司业绩的变化还可能源于 CEO 变更事件本身,因而难以确认 CEO 的 MBA 背景是否影响了公司业绩。此外,由于该文未考虑企业风险因素,因而难以确认 CEO 变更前后公司业绩的变化是否伴随系统性风险的变动。毕竟,若 MBA 的业绩好是以高风险为代价的,我们就不能认为 MBA 确实有助于提高企业绩效。

综上,虽然有关经理人教育背景是否会影响公司绩效的文献很多,但具体到经理人的 MBA 背景,文献并不多见,且研究结论存在较大分歧。国内这方面的研究更是匮乏,并且在方法上仍存在一些缺

陷。这一现实无疑不利于中国MBA教育的健康发展。

三、理论分析与研究假设

伴随中国经济的迅速崛起和经济全球化程度的加深,MBA教育在我国获得了迅猛发展,但也由此带来不少问题,其中最突出的便是师资力量的薄弱。相对于传统的商科教育,MBA教育的最大优势是更为注重理论与实务的结合,而这有赖于既掌握现代管理理论又具有丰富实务经验的教师。事实上,由于我国管理学教育的发展历程较短,真正掌握国际管理前沿理论同时精通本土管理实务的教师并不多见。而随着MBA招生规模的不断扩大,各院校的师资更是捉襟见肘。师资严重短缺的后果是实务界对MBA教育质量普遍的质疑声,人们甚至认为国内所培养的MBA学生的质量并不见得好于传统教育模式下培养的研究生。《经理人》杂志对中国MBA项目进行的调查结果也显示,MBA毕业生对教师和教学的评价普遍较低,而用人单位对所聘用的MBA毕业生的评价得分也不高。

虽然中国MBA教育的高速发展给整个MBA领域的声誉造成了不良影响,但我们也注意到,一些名牌商学院仍在脚踏实地地打造自己的MBA品牌,他们不惜重金从国外引进师资,同时通过多种方式提高本土师资的专业能力和教学水平。这些商学院既重视从国外引进先进的管理思想和教学方法,也注重对国内管理实务的研究;既重视培养MBA学生的国际视野,也重视培养学生解决中国实务问题的能力。因此,对中国MBA教育质量的评价,我们不能一概而论,而应该在整体考察的基础上区分情况进行研究。

前已述及,经理人的教育背景在一定程度上可以揭示其人力资本和社会资本的大小,同时影响其管理行为。那么,MBA教育会如何影响经理人的的人力资本、社会资本以及管理行为?首先,相对传统的商科教育,MBA教育更强调案例教学,更注重解决传统教育下存在的理论和实务脱节的问题,加上MBA学员是具有一定实践经验的管理者,因而更容易使授课者传播的思想理念和前沿理论与学员既有的管理经验产生碰撞,从而使后者的人力资本得以提升。其次,由于MBA的生源为具有一定实际工作经验的管理者,因而MBA教育更有利于为其学员提供高层级的商业和社会网络资源等社会资本。最后,MBA教育的基本目标是培养有责任感和道德感的经理人,为体现这一目标,MBA项目必然要在课程设置上竭尽全力。这些课程的开设无疑应有助于学员形成良好的思维方式和行为方式。

很显然,经理人上述三方面能力的提升会有助于提高公司绩效。鉴于此,我们提出研究假设1。

假设1:CEO的MBA背景有助于提升公司绩效。

既然教育背景对公司绩效的影响源于教育背景所体现的人力资本、社会资本及管理行为,那么,哪些院校的MBA教育更有助于提升或改进这三方面?本文认为教育背景对公司绩效的影响源于教育背景所体现的人力资本、社会资本及管理行为,而MBA学员人力资本的提升和良好思维方式及行为方式的形成更可能因为高水平师资,况且高水平师资所在的院校更可能是名校,因而提供给学员的社会资本可能越多。因此,我们可以粗略地用MBA项目的师资来评价MBA项目的质量。

接下来的问题是如何评价各院校MBA项目的师资水平。我们认为,可以借鉴黄志忠和熊焰韧的做法将MBA项目按其办学模式进行分类,因为从目前的情况看,该分类能在较大程度上捕捉到不同院校MBA项目师资水平的信息^①。

按办学模式MBA可以分为自主模式、中外合作模式、中外合资模式、外资模式和商业化模式五类,其中中外合作模式和中外合资模式因为共同点较多,故可视为一类。(1)自主模式。该模式是我

^①需要特别指出的是,本文在区分办学模式的基础上提出研究假设并不意味着办学模式的不同会导致师资水平的差异(进而影响公司绩效),而仅仅是为了说明师资水平(从而MBA项目的质量)是否会影响公司绩效而对不同院校MBA项目师资水平的现状所进行的分类。我们的基本认识是,黄志忠和熊焰韧对MBA项目办学模式的分类在一定程度上捕捉到了不同院校MBA项目师资水平的信息。

国目前 MBA 教育主要采用的、更是大多数新近取得 MBA 办学资格的商学院所采用的方式,其特点是学院几乎完全依靠原有的传统教育体系下的师资办学。由于目前国内大部分的管理理论是“拿来主义”的产物,相对于其他几种办学模式下的师资,这类院校师资中真正掌握国际前沿管理理论并精通本土管理实务的教师可能更为稀少。(2)中外合作模式。这种模式是中国最早一批具有 MBA 办学资格的商学院所采用的,他们不惜重金从国外引进有 MBA 授课经验的师资,同时通过多种方式提高本土师资的教学水平。由于这些院校 MBA 项目的师资大多来自国内外知名的商学院,师资力量普遍较为雄厚。(3)中外合资模式。师资也主要来自国内外知名的商学院,但与中外合作模式不同,MBA 项目的课程设置、教学管理等需要由中外双方共同完成。由于采用这一模式的商学院很少且与中外合作模式相近,与黄志忠和熊焰初的做法一致,我们将其并入中外合作模式。(4)外资模式。即国外商学院直接在中国境内投资办学,师资、课程设置、教学管理全套从投资国引进。采用这一模式的潜在缺陷是来自国外的师资可能不熟悉中国的管理实务。不过,随着中国经济的崛起,这一缺陷逐渐被消除。由于外资模式下的 MBA 教育可视为海外 MBA 教育在中国的延伸,我们将其视同海外 MBA,这也是黄志忠和熊焰初的做法。(5)商业化模式。商学院并不依托既有的高校开办 MBA 项目,而是凭借大资本直接招聘国际一流的师资(主要是外籍华人),独立开办 MBA 教育,如在国际上声誉较高的中欧国际商学院和长江商学院。由于该模式下的商学院是“从无到有”,办学时间短,教学管理等方面的经验可能存在一些不足。

可以看出,相对自主模式的商学院,中外合作模式、外资模式及商业化模式下的商学院在师资力量方面均有比较优势。基于此,我们提出如下研究假设。

假设 2:相对自主模式,采用外资模式培养的 MBA 对公司绩效提升有正向影响。

假设 3:相对自主模式,采用商业化模式培养的 MBA 对公司绩效提升有正向影响。

假设 4:相对自主模式,采用中外合作模式培养的 MBA 对公司绩效提升有正向影响。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

为了绕过经理人特征的内生性问题,我们借鉴黄志忠和熊焰初的做法,仅将考察样本界定为 CEO 由非 MBA 学历拥有者变更为 MBA 学历拥有者的上市公司。目前来自国内的同类研究仅有黄志忠和熊焰初,本文的目的是希望对他们的研究有增量贡献。为了便于与黄志忠和熊焰初的研究对比,我们也选取 2008 年 12 月 31 日前在沪深股市公开交易的非金融公司中 2000—2006 年间 CEO 由非 MBA 变更为 MBA 的公司作为样本。由于我们对 MBA 培养效果的评价是基于 CEO 变更前后各两年公司绩效的变化来进行的,因此样本公司至少需要有 CEO 变更前后共 5 年的财务数据及 CEO 的年龄、学历等非财务数据,所以本文所用数据跨度涵盖 1998—2008 年的区间。本文数据来自 Wind 数据库和 CSMAR 数据库。经过筛选,我们得到 94 家符合条件的公司。

MBA 学历拥有者继任 CEO 后公司绩效的变化可能源于经理人的 MBA 背景,也可能是宏观经济形势变化及 CEO 变更事件本身的结果。为了消除后两个因素的影响,必须将样本公司的业绩变化与可比公司(配对公司)的业绩变化进行对比。

配对公司选自一年内同样发生 CEO 变更但变更前后 CEO 的背景均为非 MBA 的处于相同行业的上市公司。基于这一原则,我们选择出与样本公司 CEO 变更前一年其资产规模、销售规模及营业利润最为接近的公司作为配对样本。具体地说,首先选出同一年度总资产相差在 2% 以内、销售收入相差在 5% 以内的公司,然后从中选取营业利润与样本公司最为接近的公司做为配对样本。如果在比较营业利润之前没有找到规模接近的样本,那就放宽资产规模或销售规模的限制范围,但控制规模差异在 10% 以内。经过这一配对过程,实际用于本文回归分析的样本公司仅为 78 家。

(二) 模型构建与变量定义

为检验假设1,我们构造模型(1)来考察经理人MBA背景对公司业绩的影响。

$$AR = \alpha_0 + \sum_{t=0}^2 \alpha_{t+1} D_year_t + B \times Control + \varepsilon \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量 AR 是经配对调整后的公司业绩,它等于样本公司的 $ROA(OPOE)$ 减去配对公司的 $ROA(OPOE)$ 。解释变量 D_year_t 为哑变量,当 $t=0$ (CEO变更当年)时, $D_year_0=1$,否则为0;当 $t=1$ (CEO变更后一年)时, $D_year_1=1$,否则为0;当 $t=2$ (CEO变更后两年)时, $D_year_2=1$,否则为0。不难看出, D_year_t 的系数 α_{t+1} ($t=0,1,2$)度量了CEO变更后第 t 年相对于变更前公司业绩的变化。鉴于CEO入主公司两年后其业绩通常才会体现出来^[1],根据假设1,我们预计 α_3 显著大于0(未考虑CEO变更前后公司风险的变化)。

CEO的个人能力有高有低,我们要回答“究竟是MBA教育提升了他的管理能力,还是因为他本身就具有较高的智力水平、较强的专业素质和较丰富的管理经验”。为了较好地分离出MBA背景对公司绩效的影响,模型(1)中,我们控制了经理人的年龄^[16]、MBA学历之外的最高学历^[17-18]及专业类型^[13-14]这三个主要的经理人特征变量。鉴于公司层面的特征因素可能会影响经理人特征(包括MBA背景),如规模大的公司可能更吸引高学历且有MBA背景者应聘CEO,我们还控制了公司规模和财务杠杆因素。

为考察MBA不同办学模式下公司业绩的差别,我们在模型(1)的基础上纳入变量 D_year_t 与反映MBA办学模式的哑变量 $Style_m$ (m 取1、2和3,分别表示外资模式、商业化模式和中外合作模式)的交叉项,构造了检验模型(2)。

$$AR = \alpha_0 + \sum_{t=0}^2 \alpha_{t+1} D_year_t + \sum_{t=0}^2 \alpha_{t+4} Style_1 \times D_year_t + \sum_{t=0}^2 \alpha_{t+7} Style_2 \times D_year_t + \sum_{t=0}^2 \alpha_{t+10} Style_3 \times D_year_t + B \times Control + \varepsilon \quad (2)$$

模型(2)中, $Style_m \times D_year_t$ ($m=1,2,3;t=0,1,2$)的系数度量了第 m 种办学模式下CEO变更后第 t 年相对变更前公司业绩的变化。根据假设2,若不考虑CEO变更前后公司风险的变化,则有 α_6 显著大于0。同样地,由假设3和假设4,我们预计 α_9 和 α_{12} 大于0。

经理人的变更往往与公司低劣的经营业绩相关联^[19-21]。面临公司的困境及董事会寄予的厚望,同时也为了在经理人市场证明自己,新任CEO可能会有较强的动机选择承受较高的风险而获取风险溢价。Chevalier和Ellison对基金公司的研究似乎也提示了这一点,他们发现拥有MBA学历的基金经理人业绩更好的原因是他们承担了更高的系统性风险,在控制风险之后,相应的结果就不再显著了^[16]。很显然,如果公司业绩的提升伴随着风险的大幅度提高,则对股东而言未必是件好事。这表明,全面评价经理人MBA背景及MBA办学模式对公司绩效的影响离不开对CEO变更前后公司风险的考察。鉴于此,我们构建实证模型(3)模型(4)。

$$Risk = \beta_0 + \sum_{t=0}^2 \beta_{t+1} D_year_t + B \times Control + \varepsilon \quad (3)$$

$$Risk = \beta_0 + \sum_{t=0}^2 \beta_{t+1} D_year_t + \sum_{t=0}^2 \beta_{t+4} Style_1 \times D_year_t + \sum_{t=0}^2 \beta_{t+7} Style_2 \times D_year_t + \sum_{t=0}^2 \beta_{t+10} Style_3 \times D_year_t + B \times Control + \varepsilon \quad (4)$$

模型(3)、模型(4)分别对应模型(1)和模型(2),用于考察公司业绩的变化是否伴随风险的变动。 $Risk$ 为窗口期内各年度公司的风险水平。受制于现行的财务报告披露频率,我们无法根据财务数据计算标准差以度量 $Risk$ 。作为一种近似,本文以公司股权的Beta值来替代 $Risk$ 。理论上,由于Beta度量的是单个证券相对于整个市场的风险水平,市场系统因素的变动对Beta值的影响应该会较

小。这也是目前学者们致力于研究 Beta 稳定性的原因。因此,与对公司业绩的考察不同,这里的 Beta 值可以不经配对调整以消除宏观因素的影响。尽管如此,由于 CEO 变更事件本身可能会影响公司风险,为稳健起见,我们同时还计算了配对调整后的 Beta 值。

根据现有文献,我们在模型(3)和模型(4)中也控制了 CEO 的教育程度(指 MBA 背景之外的最高学历)、教育类型、CEO 的年龄、公司规模和财务杠杆等变量。

各模型中研究变量的定义见表 1。

表 1 变量定义

变量符号	变量定义
AR	经配对调整后的公司业绩,等于样本公司的 ROA(或 OPOE)减去配对公司的 ROA(或 OPOE),记作 Adj_ROA(或 Adj_OPOE)
D_year _t	CEO 变更前后时间的哑变量,若为 CEO 变更当年,则 D_year ₀ = 1,否则为 0;若为 CEO 变更后一年,则 D_year ₁ = 1,否则为 0;若 CEO 变更后两年,则 D_year ₂ = 1,否则为 0
Style _m	MBA 办学模式的哑变量,属于外资模式时,Style ₁ = 1,否则为 0;属于商业化模式时,Style ₂ = 1,否则为 0;属于中外合作模式时,Style ₃ = 1,否则为 0
Edu	教育程度,经理人 MBA 背景之外的最高学历从中专以下、中专及大专、大学本科、硕士、博士分别赋值为 1 至 5
Business	教育(专业)类型,经理人 MBA 背景之外的最高学历为商科类或专业技术职称是经济管理类时,赋值为 1,否则为 0
Age	CEO 的年龄,等于经理人年龄的自然对数
Size	公司规模,等于总资产的自然对数
Lev	财务杠杆,等于总负债与总资产之比
Risk	公司风险,等于年中各月月末的股权 Beta 值的算术平均数(记作 Risk)或对其进行配对调整(记作 Adj_Risk)。配对调整的方法是用样本公司的 Risk 减去配对公司的 Risk

五、实证结果与分析

(一) 均值和中位数检验

为了获得 CEO 的 MBA 背景与公司业绩之间关系的初步证据,我们比较了 CEO 变更后第二年业绩与变更前两年平均业绩的均值和中位数。比较的方法是配对样本 t 检验和 Wilcoxon 秩和检验。表 2 的统计结果表明,总体上 CEO 由非 MBA 变更为 MBA 后公司业绩有所下降,但在统计上不显著,这

表 2 CEO 变更前后公司业绩的比较

公司业绩	办学模式	平均值			中位数		
		变更前 2 年	变更后第 2 年	T 值	变更前 2 年	变更后第 2 年	Z 值
Adj_ROA	自主	0.0122	0.0057	0.339	0.0044	-0.0057	0.901
	外资	-0.0027	0.0689	-1.492	-0.0061	0.0271	-1.540
	商业化	-0.0140	-0.0236	0.337	-0.0131	-0.0002	-0.296
	中外合作	-0.0148	0.0339	-2.681 **	-0.0041	0.0159	-2.621 ***
	样本总体	0.0023	0.0143	-0.886	-0.0047	-0.0029	-1.157
Adj_OPOE	自主	0.0115	-0.0124	1.730 *	0.0064	-0.0054	1.574
	外资	-0.0043	0.0710	-1.699 *	-0.0052	0.0546	-1.680 *
	商业化	-0.0154	-0.0274	0.406	-0.0166	-0.0188	0.059
	中外合作	-0.0108	0.0472	-2.573 **	-0.0038	0.0330	-2.201 **
	样本总体	0.0022	0.0060	-0.327	-0.0079	0.0013	-0.670

注:***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。下同。

一结果与假设1不符。区分MBA办学模式后,我们发现,业绩指标无论是采用 Adj_ROA 还是采用 Adj_OPOE ,中外合作模式培养的MBA继任CEO后公司业绩的均值和中位数均有了显著提高,外资模式下的MBA接任后公司业绩的均值和中位数也有所提高,但在业绩指标为 Adj_ROA 时不显著,而来自自主模式和商业化模式的MBA相对于前任其业绩的均值和中位数反而都有所下降,但在统计上不显著。该结果与假设2、假设4的预期一致,而与假设3的预期不符。

(二) 多元回归结果分析

1. CEO的MBA背景、办学模式与公司业绩

为了从整体上考察我国MBA教育的效果,我们对模型(1)进行了最小二乘法回归。回归结果见表3。从表3可见,业绩指标无论是选用 Adj_ROA 还是 Adj_OPOE ,在MBA继任后的第一年或第二年里,公司经配对调整后的业绩较继任之前均无显著性的提高。这一结果不支持假设1。有趣的是,该结果与Gottesman和Morey基于基金公司的发现一致,他们发现拥有MBA学历的经理人与非MBA经理人在经营业绩方面并无显著区别^[2]。

Gottesman和Morey将MBA学历拥有者在改善公司业绩方面的乏善可陈归因于MBA项目的质量^[2]。我们认为,本文上述结果的出现可能也是这一原因。毕竟,在我们的样本中,大部分公司(占54.4%)在聘用MBA背景的CEO时选择的是自主办学模式培养的MBA,而采用这一模式的商学院其师资力量相对薄弱,且取得MBA办学资格的时间不长。

Gottesman和Morey基于基金公司的研究发现,只有高质量的MBA项目才能培养出出色的经理人^[7]。那么,这一结论是否也适用于我国的MBA教育?鉴于我国MBA教育的办学模式在较大程度上反映了不同院校MBA项目的质量,我们可以通过考察不同办学模式下公司业绩的差别来检验MBA项目的质量与公司业绩的关系。

表4报告了不同的MBA办学模式下公司业绩的差别。我们发现,业绩指标无论是采用 Adj_ROA 还是采用 Adj_OPOE , D_year_1 和 D_year_2 的系数估计值均不显著异于零,这表明自主模式下的MBA教育因为前述原因的确对公司业绩的提升帮助不大。

$Style_1 \times D_year_t (t=1,2)$ 的回归系数中, $Style_1 \times D_year_2$ 的系数显著为正,说明外资模式培养的MBA相对自主模式培养的MBA在继任CEO后的第二年公司业绩得到了明显改善。这一结果有力地支持了假设2。

$Style_2 \times D_year_t (t=1,2)$ 的系数均为负但都在统计上不显著,表明商业化模式培养的MBA在改善公司业绩方面并不比自主模式培养的MBA占优,假设3未得到证据支持。造成这一情况的原因可能有两个:一是商业化模式下MBA项目的师资队伍不够稳定;二是办学时间短,教学管理等方面的经验有所欠缺。

$Style_3 \times D_year_t (t=1,2)$ 的回归系数中, $Style_3 \times D_year_2$ 的系数为正并在业绩指标选用 Adj_OPOE 时显著,说明相对于自主模式培养的MBA,中外合作模式培养的MBA在继任CEO后的第二年公司业绩得到了改善,这在一定程度上为假设4提供了支持性证据。

表3 继任CEO的MBA背景对公司业绩影响

	Adj_ROA	Adj_OPOE
<i>Constant</i>	0.0917 (0.6271)	0.2991 ** (2.3434)
D_year_0	-0.0095 (-0.7396)	-0.0142 (-1.2626)
D_year_1	0.0150 (1.1786)	0.0070 (0.6331)
D_year_2	0.0137 (1.0892)	0.0029 (0.2619)
<i>Edu</i>	0.0211 ** (2.5309)	0.0052 (0.7107)
<i>Business</i>	-0.0226 ** (-2.2005)	-0.0198 ** (-2.2075)
<i>Age</i>	0.0086 (0.2629)	-0.0397 (-1.3919)
<i>Size</i>	-0.0092 ** (-2.0383)	-0.0069 * (-1.7325)
<i>Lev</i>	0.0075 (0.2652)	-0.0574 ** (-2.3233)
Observations	363	363
Adj. R ²	0.0242	0.0289

注:括号内为t值;***、**、*分别表示双边t检验在1%、5%和10%的水平上显著;模型中各自变量的方差膨胀因子均小于2。下同。

在经理人特征的控制变量中, *Business* 的系数估计值显著为负, 表明 CEO 的商科背景不利于提升公司业绩, 这可能是因为此种类型的 CEO 风险厌恶程度更高^[14]。 *Edu* 的系数估计值为正并在业绩指标选用 *Adj_ROA* 时显著, 这一结果在一定程度上支持了人力资本假说。

2. CEO 的 MBA 背景、办学模式与公司风险

以上我们从业绩水平的角度考察了我国 MBA 教育及不同办学模式下 MBA 教育的效果。基于风险与收益相匹配的基本原则, 我们认为, 对 MBA 教育的效果进行评价, 不应简单地以公司业绩水平的高低为标准, 风险因素也应加以考虑。进而言之, 虽然经验证据表明 CEO 的 MBA 背景无助于提升公司业绩, 但如果能够证明其可以显著降低公司风险, 那么我们仍然可以证实 MBA 教育在培养出色的经理人方面发挥着重要的功效。鉴于此, 本文考察了 CEO 变更前后公司风险的变化以及不同办学模式下公司风险变化的差异(见表 5 和表 6)。

表 5 考察了 MBA 继任事件对公司风险的影响。回归结果显示, D_{year_1} 和 D_{year_2} 的系数虽然都为负值, 但在统计上均不显著, 这表明, 整体而言, MBA 继任事件并没有显著增加或降低公司风险。结合上文业绩水平角度的分析, 可以进一步确认 CEO 的 MBA 背景无助于提升公司绩效, 即假设 1 未得到证据的支持。

表 6 进一步考察了不同办学模式下 CEO 变更事件对公司风险的影响。结果显示, 风险指标无论是采用 *Risk* 还是 *Adj_Risk*, 变量 D_{year_t} 、 $Style_1 \times D_{year_t}$ 和 $Style_2 \times D_{year_t}$ ($t = 1, 2$) 的回归系数均不显著异于零, 这表明自主模式、外资模式和商业化模式培养的 MBA 在继任 CEO 之后均没有引起公司风险的变化。再看 $Style_3 \times D_{year_t}$ ($t = 1, 2$), 当风险指标选择 *Risk* 时, 其回归系数均显著为负, 而风险指标选择 *Adj_Risk* 时, 其回归系数均不显著异于零, 这一结果在某种程度上说明了中外合作模式培养的 MBA 相对自主模式的 MBA 在继任 CEO 之后降低了公司风险。结合业绩水平方面的实证结果, 可以确认中外合作模式和外资模式培养的 MBA 在继任 CEO 后显著地改善了公司绩效, 而自主模式和商业化模式培养的 MBA 经理人与非 MBA 经理人在公司绩效方面不存在显著差别。这一结果与假设 2、假设 4 的预期一致而与假设 3 的预期不同。

关于经理人特征的控制变量中, *Business* 的回归系数均为负值并在因变量是 *Adj_Risk* 时显著, 表明商科背景的 CEO 更可能厌恶风险^[14], 这一结果可以较好地解释表 2 中 *Business* 的系数为何呈现负值。 *Edu* 的系数显著为负表明高学历的 CEO 也属于风险厌恶型, 结合表 2 中的发现, 这进一步支持了人力资本假说。

(三) 稳健性检验

为保证研究结论的可靠性, 我们进行了两方面的稳健性测试: 一是基于本文研究数据具有一定程

表 4 不同的 MBA 办学模式对公司业绩的影响

	<i>Adj_ROA</i>	<i>Adj_OPOE</i>
<i>Constant</i>	0.1009 (0.6767)	0.2731 ** (2.1183)
D_{year_0}	-0.0084 (-0.5623)	-0.0119 (-0.9189)
D_{year_1}	0.0241 (1.6176)	0.0075 (0.5811)
D_{year_2}	0.0041 (0.2799)	-0.0124 (-0.9697)
$Style_1 \times year_0$	-0.0176 (-0.5373)	-0.0220 (-0.7793)
$Style_1 \times year_1$	-0.0134 (-0.4116)	-0.0045 (-0.1593)
$Style_1 \times year_2$	0.0720 *** (2.2016)	0.0830 *** (2.9386)
$Style_2 \times year_0$	-0.0174 (-0.5602)	-0.0205 (-0.7634)
$Style_2 \times year_1$	-0.0434 (-1.3970)	-0.0260 (-0.9702)
$Style_2 \times year_2$	-0.0309 (-0.9966)	-0.0238 (-0.8886)
$Style_3 \times year_0$	0.0105 (0.4112)	0.0116 (0.5256)
$Style_3 \times year_1$	-0.0175 (-0.6878)	0.0140 (0.6351)
$Style_3 \times year_2$	0.0269 (1.0558)	0.0476 ** (2.1589)
<i>Edu</i>	0.0220 *** (2.6405)	0.0068 (0.9376)
<i>Business</i>	-0.0243 ** (-2.3375)	-0.0228 ** (-2.5444)
<i>Age</i>	0.0037 (0.1104)	-0.0391 (-1.3641)
<i>Size</i>	-0.0090 * (-1.9399)	-0.0060 (-1.5110)
<i>Lev</i>	0.0112 (0.3935)	-0.0510 ** (-2.0766)
Observations	363	363
Adj. R ²	0.0286	0.0515

表 5 继任 CEO 的 MBA 背景
对公司风险影响

	<i>Risk</i>	<i>Adj_Risk</i>
<i>Constant</i>	2. 2366 *** (2. 9177)	0. 1896 (0. 1765)
<i>D_year₀</i>	0. 0216 (0. 3603)	0. 0751 (0. 8901)
<i>D_year₁</i>	0. 0037 (0. 0644)	0. 0478 (0. 5986)
<i>D_year₂</i>	- 0. 0079 (- 0. 1398)	- 0. 0030 (- 0. 0383)
<i>Edu</i>	- 0. 0869 ** (- 2. 4619)	- 0. 3920 *** (- 7. 2791)
<i>Business</i>	- 0. 0647 (- 1. 4006)	- 0. 1659 ** (- 2. 4724)
<i>Age</i>	0. 1007 (0. 6706)	0. 8325 *** (3. 5212)
<i>Size</i>	- 0. 0554 ** (- 2. 0418)	- 0. 0778 ** (- 2. 2335)
<i>Lev</i>	- 0. 0969 (- 0. 7563)	- 0. 4408 ** (- 2. 2915)
Observations	222	146
Adj. R ²	0. 0263	0. 3091

度上的面板性质(指配对调整后的结果),我们首先进行了 Hausman 检验,以确认随机效应模型和固定效应模型中哪个占优,然后以占优的随机效应估计技术对前述模型进行回归;二是计算 CEO 变更前两年相关变量的均值,以考察 CEO 变更之后第一年和第二年的公司绩效相对于变更前两年的平均绩效是提高还是降低。

这两方面的稳健性研究结果显示,前文得出的结论未发生任何实质性的变化。限于篇幅,本文未予报告。因此可以判断,前文得出的结论具有较强的可靠性。

六、结论

本文以 2000—2006 年间总理由非 MBA 学历拥有者更换为 MBA 学历拥有者的上市公司为样本,从业绩和风险两个角度考察了 CEO 变更前后

公司绩效的变化,借以评价我国 MBA 教育的效果。为了消除宏观经济环境变化以及 CEO 变更事件本身对公司绩效的影响,我们对样本公司的绩效进行了配对调整。研究表明:(1)整体上,MBA 接任 CEO 后,公司的绩效水平较之前并未发生显著的变化。该结果与 Gottesman 和 Morey 基于基金公司的发现一致^[2]。(2)区分 MBA 办学模式后的结果显示,自主模式培养的 MBA 在担任 CEO 之后并没有显著

表 6 不同的 MBA 办学模式
对公司风险的影响

	<i>Risk</i>	<i>Adj_Risk</i>
<i>Constant</i>	2. 1753 *** (2. 8529)	0. 1385 (0. 1264)
<i>D_year₀</i>	0. 0340 (0. 5043)	0. 0084 (0. 0844)
<i>D_year₁</i>	0. 0330 (0. 5109)	0. 0125 (0. 1316)
<i>D_year₂</i>	0. 0392 (0. 6136)	0. 0749 (0. 8258)
<i>Style₁ × year₀</i>	0. 0152 (0. 1066)	0. 0316 (0. 1663)
<i>Style₁ × year₁</i>	0. 0206 (0. 1459)	0. 0256 (0. 1370)
<i>Style₁ × year₂</i>	- 0. 0601 (- 0. 4258)	- 0. 1998 (- 1. 0807)
<i>Style₂ × year₀</i>	0. 0137 (0. 1164)	0. 2231 (1. 3803)
<i>Style₂ × year₁</i>	0. 0264 (0. 2385)	0. 1963 (1. 3185)
<i>Style₂ × year₂</i>	- 0. 0141 (- 0. 1279)	- 0. 1185 (- 0. 8026)
<i>Style₃ × year₀</i>	- 0. 1731 (- 1. 3017)	0. 2399 (1. 0984)
<i>Style₃ × year₁</i>	- 0. 3072 ** (- 2. 4870)	- 0. 0090 (- 0. 0518)
<i>Style₃ × year₂</i>	- 0. 3042 *** (- 2. 6110)	- 0. 2246 (- 1. 4104)
<i>Edu</i>	- 0. 0797 ** (- 2. 2594)	- 0. 4077 *** (- 7. 2566)
<i>Business</i>	- 0. 0409 (- 0. 8819)	- 0. 1567 ** (- 2. 2270)
<i>Age</i>	0. 0881 (0. 5815)	0. 8703 *** (3. 5523)
<i>Size</i>	- 0. 0505 * (- 1. 8772)	- 0. 0792 ** (- 2. 2545)
<i>Lev</i>	- 0. 2049 (- 1. 5748)	- 0. 4558 ** (- 2. 3017)
Observations	222	146
Adj. R ²	0. 0542	0. 3016

改善公司绩效,商业化模式培养的 MBA 在改善公司绩效方面也不比自主模式培养的 MBA 占优,但外资模式和中外合作模式培养的 MBA 较自主模式培养的 MBA 显著提升了公司绩效。考虑到自主模式下的商学院师资力量相对薄弱,而采用商业化模式的商学院师资力量虽然雄厚但办学时间短,出现上述结果也算是在情理之中的。至于 CEO 的 MBA 背景为何在整体上不影响公司绩效,则可能与样本公司较多地选择自主模式下的 MBA 有关。

鉴于本文中的办学模式可以在较大程度上揭示我国目前 MBA 项目的师资力量优劣及取得 MBA 办学资格的时间长短,而好的师资及悠久的办学历史往往意味着高质量的教育,本文研究结果意味着高质量的 MBA 项目能够培养出出色的经理人。

需要说明的是,本文的研究初衷是对黄志忠和熊焰韧的研究做出增量贡献。相对黄志忠和熊焰韧的研究,本文虽然没有得出“突破性或创新性的研究结论”,但是客观地说,我们的研究结论与他们仍存在一些差别,如我们发现外资模式培养的 MBA 显著改善了公司绩效,而他们却不这么认为。此外,本文发现商科背景及高学历的 CEO 更可能厌恶风险,这在他们的研究中也是没有的。尤其重要的是,他们的研究既没有剔除 CEO 变更事件本身的影响,也没有考虑 CEO 变更前后公司风险可能发生的变化,本文在一定程度上对此进行了弥补,从而增强了研究结论的说服力。

参考文献:

- [1]黄志忠,熊焰韧.哪种模式的 MBA 项目能够培养出出色的经理人?[J].管理世界,2010(8):130-138.
- [2]Gottesman A A, Morey M R. Manager education and mutual fund performance[J]. Journal of Empirical Finance,2006, 13:145-182.
- [3]Priem R L. Top management team group factors, consensus, and firm performance[J]. Strategic Management Journal, 1990,11:469-479.
- [4]Wiersema M F, Bantel K A. Top management team demography and corporate strategic change[J]. Academy of Management Journal,1992,35:91-121.
- [5]Gimeno J T, Folta B, Cooper A C, et al. Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms[J]. Administrative Science Quarterly,1997,42:750-783.
- [6]Bosma N, Van-Praag M, Thurik R, et al. The value of human and social capital investments for the business performance of startups[J]. Small Business Economic,2004,23:227-236.
- [7]Gottesman A A, Morey M R. Does a better education make for better managers? A empirical examination of CEO educational quality and firm performance[R]. Working Paper, Lubin school of Business Pace University,2006.
- [8]Gabbay S M, Leenders R. CSC: the structure of advantage and disadvantage[M]// Leenders R, Gabbay S M. Corporate social capital and liability. Boston: Kluwer Academic Publishers,1999:1-14.
- [9]Burt R S. Structural holes:the social structure of competition[M]. Cambridge,Mass:Harvard University Press,1992.
- [10]Belliveau M A, O'Reilly C A I, Wade J B. Social capital at the top:effects of social similarity and status on CEO compensation[J]. Academy of Management Journal,1996,39:1568-1593.
- [11]Peng M W, Luo Yadong. Managerial ties and firm performance in a transition economy: the nature of a micro-macro link[J]. Academy of Management Journal,2000,43:486-501.
- [12]Hambrick D C, D'Aveni R A. Top team deterioration as part of the downward spiral of large corporate bankruptcies[J]. Management Science,1992,38:1445-1466.
- [13]Finkelstein S, Hambrick D C. Strategic leadership: top executives and their effects on organizations[M]. Paul, MN.: West Publishing Company, St.,1996.
- [14]Barker V L, Muller G C. CEO characteristics and firm R&D spending[J]. Management Science,2002,48:782-801.

- [15]Graham J R, Harvey C. How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions? [J]. Journal of Applied Corporate Finance,2002,15:8-23.
- [16]Chevalier J, Ellison G. Are some mutual fund managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance[J]. Journal of Finance,1999,54:875-899.
- [17]Bantel K A, Jackson S E. Top management innovations in banking: does the composition of the top team make a difference? [J]. Strategic Management Journal,1989,10:107-124.
- [18]Wally S, Baum J. Personal and structural determinants of the pace of strategic decision making[J]. Academy of Management Journal,1994,37:932-956.
- [19]Warner J B, Wruck K H. Stock prices and top management changes[J]. Journal of Financial Economics,1988,20:461-492.
- [20]Weisbach M. Outside directors and CEO turnover[J]. Journal of Financial Economics,1988,20:431-460.
- [21]朱红军. 大股东变更与高级管理人员更换:经营业绩的作用[J]. 会计研究,2002(9):31-40.

[责任编辑:杨凤春]

CEOs' MBA Educational Background and Corporate Performance: An Empirical Analysis on MBA Educational Effects

YAO Ming'an, LI Hengli, KONG Ying

Abstract: Based on the samples of listed firms with CEO turnover and their MBA successors during 2000—2006, this paper examines the variations in the firms' performances (covering the two dimensions of performance and risk) before and after the adjustment of the CEO turnover to evaluate the effects of MBA education in China. The result shows that MBA successors on the whole haven't significantly improved the firms' performances. The influences of MBA education modes on the corporate performances are quite different. Both the foreign capital mode and Sino-foreign cooperation mode have a significant effect on firms' performances. In contrast, the role those independent and commercialized MBA programs play in the corporate performance enhancement is minimal. In considering of the good faculty and long history of the foreign capital mode and Sino-foreign cooperation mode, the result of the study indicates that the high quality MBA program can bring out excellent managers.

Key Words: MBA education; education mode; performance; risk; general manager; educational background; human capital; executive turnover; corporate performance