

CEO 任期与企业融资约束

程安林, 刘杨冰儿

(上海对外经贸大学 会计学院, 上海 201620)

[摘要]在我国转型经济和独特的制度背景下,以2009—2019年我国深沪两市A股上市公司数据为样本,对CEO任期与企业融资约束之间的关系展开实证研究,发现CEO任期长度对企业融资约束具有负向作用。进一步按照股权性质、产品市场竞争、CEO年龄将样本进行分组,发现CEO任期对企业融资约束的负向作用在非国有企业、产品市场竞争较强、年长CEO的样本组内更显著。研究成果有助于企业依据不同情境合理配置和发挥CEO职能,也为政府部门和金融机构制定和完善缓解企业融资难的相关政策提供了经验依据。

[关键词]融资约束;CEO任期;股权性质;产品市场竞争;经营风险;人力资本;调节效应

[中图分类号]F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2021)04-0051-10

一、引言

当前我国正处经济转型期,融资约束问题影响公司业绩提升和经济发展,是制约经济转型和升级的重要瓶颈之一。有报告表明,中国非金融类上市公司中有近75%的企业将融资约束列为企业发展的主要障碍,即融资难、融资贵的问题。企业存在融资约束,在市场经济环境中必然增加现有投资者的经营风险,该风险也被称为“融资约束风险”^[1]。2015年中央人民政府报告指出:无论银行贷款还是债券市场融资,我国均比欧美发达国家高出50%以上,大型企业融资成本稳中有降,但中小企业仍较高。为解决我国实体经济融资成本偏高问题,2016年国务院在《降低实体经济企业成本工作方案》中提出了有效降低企业融资成本的六大举措,2017年再次修订《中华人民共和国中小企业促进法(修订草案)》,以规范中小企业融资支持。2020年为缓解企业融资约束问题,央行通过降准释放长期资金8000多亿元。在这样的国家政策背景下,研究企业核心管理者CEO任期与企业融资约束间的关系具有一定的价值,可以为经济转型期的企业破解融资约束问题提供新思路。

外部政策的支持在影响企业融资约束的众多因素中起着举足轻重的作用。关于政府行为对企业融资约束的影响,张新民和张婷婷等结合“五年规划”研究发现,颁布地方政府的产业政策后,当地上市公司融资约束程度加剧^[2];卢盛峰和陈思霞发现,削弱政府的政策偏袒会加重辖区内上市公司的融资约束状况^[3];孙雪娇等考察了税务部门的税收征管活动,研究显示柔性税收征管可以缓解企业融资约束^[4]。关于宏观经济因素对企业融资约束的影响,沈红波等发现,金融发展显著减少融资约束问题,且民营上市公司的融资约束比国有上市公司大^[5];黄志忠和谢军研究显示,降低企业投资内部现金流敏感性可以有效改善企业金融生态环境并缓解企业融资约束困境^[6]。除外部政策支持对企业融资约束的影响外,企业融资约束还受企业内部治理因素的影响。Beck等研究显示,公司规模越小越容易面临融资约束问题^[7];Lu和Zhu等研究发现,非国有企业倾向于通过与银行建立经济债券来解决融资劣势,

[收稿日期]2020-11-02

[基金项目]教育部人文社会科学研究规划基金(12YJA790015)

[作者简介]程安林(1962—),男,陕西西安人,上海对外经贸大学会计学院教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为会计、审计监督和内部控制;刘杨冰儿(1997—),女,上海人,上海对外经贸大学会计学院硕士生,主要研究方向为会计研究与审计监管,通讯作者,邮箱:1581823860@qq.com。

减少其因政治原因遭受的银行歧视^[8];姜付秀等研究发现,董秘从事财务工作的时间越长,其专业水平越高,对缓解企业融资约束起到的作用越大^[9];庞廷云等认为混合股权能帮助上市公司获取更多的银行贷款、股权融资和商业信用来缓解融资约束^[10]。

此外,已有文献中有部分学者研究 CEO 任期、CEO 变更与企业绩效的关系。关于 CEO 任期对企业绩效的影响,骆品亮和司春林认为,由于专用性人力资本需要更长任期的积累,所以过短的实际任期不利于企业绩效^[11];刘杏等研究表明,CEO 任期会负向调节企业业绩与风险之间的关系^[12];Simsek 认为 CEO 的任期会影响企业整体战略决策,从而影响业绩^[13];Jaw 等研究发现,CEO 任期越长,其社会资本的建立和使用就越好,并且对公司形成的网络和行业竞争环境更为熟悉和了解^[14]。关于 CEO 变更对企业的影响,张蕊研究发现,CEO 变更将导致公司债务融资成本变高,且在国有企业中更为显著^[15];于然的研究表明,CEO 更换频率对民营上市公司绩效有显著的负向作用,更换频率越高,绩效越差,因此 CEO 的稳定性非常重要^[16]。

CEO 作为企业的核心高管和最高决策者,对企业融资活动的影响不可忽视。在经济转型下,立足中国独特的经济与制度现实,本文将以 2009—2019 年我国深沪两市 A 股上市公司为研究样本,围绕 CEO 任期与企业融资约束间的关系展开,进一步引入内部环境因素(如股权性质、CEO 年龄)和外部环境因素(如产品市场竞争),分别探求其对研究路径产生的作用机制,深层原因在于:第一,从 CEO 任期的角度出发,有助于我们深刻理解公司财务行为及财务政策选择,重视 CEO 职能的配置和其应发挥的效应;第二,基于产品市场竞争、CEO 年龄的视角对 CEO 任期和企业融资约束关系进行研究,能从外部市场环境的冲击强度和 CEO 个人特征等新角度为中国企业如何更好地缓解外部融资约束提供一些新思路 and 见解;第三,基于股权性质的视角展开调节作用的研究,探求国有企业和非国有企业所面临融资约束程度的区别,为我国政府部门和金融机构如何破解融资约束难题、如何有针对性地制定政策机制提供经验依据。

本文可能的研究贡献体现在如下方面:(1)目前学者大多从整体角度出发研究管理团队异质性对企业绩效的影响,尚未有文献关注 CEO 任职年限与企业融资约束间关系的研究。本文结合人力资源理论、市场竞争理论等开展行为财务与企业融资约束关系的研究,可以弥补以上研究的缺失。(2)通过对国内外文献的梳理,我们发现目前研究主要是侧重于探讨货币政策、金融发展、政府行为等宏观经济因素和公司规模、财务经理、混合股权、产权性质等企业内部特征对企业融资约束的影响。本文通过实证研究尝试探求 CEO 任期与企业融资约束间的关系,通过引入内外部环境因素,分组探讨 CEO 任期长度对企业融资约束问题的作用,为经济转型期的我国破解融资约束难题拓展研究成果。(3)在实践意义方面,研究 CEO 任期长度对企业融资约束产生的影响,以及在股权性质、产品市场竞争、CEO 年龄的调节作用下发挥的不同作用,研究成果可以为集团依据不同情境合理配置和发挥 CEO 职能,为政府部门和金融机构完善企业融资相关政策提供经验依据。

二、理论分析与研究假设

(一) CEO 任期与企业融资约束

学界现有文献中对单个核心管理者个人特征对企业融资约束影响的研究较少,作为核心高管,CEO 对企业融资活动的影响不可忽视。较长任期的 CEO 通常拥有丰富的人力资本积累和社会关系网络,这对企业的长期发展至关重要,有助于降低融资成本,减少企业融资约束问题。随着 CEO 任期的增加,他们对于自身所在的企业形成的网络和所处的行业竞争情况都更为熟悉,进而能更好地建立并利用他们任职年限所带来的社会资本。人力资本理论认为,首先,人力资本的总量是任期的一个时间函数,任职时间越长,资本总量也会随之不断增长;其次,长期就职于同一家企业,意味着本人针对该公司投资了持续和大量的人力资本,因此人力资本的累积必然能减少企业外部融资约束的问题,进而提高企业的绩

效。徐立新的研究表明,CEO任期与上市公司绩效之间呈正相关是源于任期和人力资本积累的密切关系^[17]。CEO长期任职的工作经验有利于其人力资本的积累,特别是企业关键的专用性人力资本的积累,企业会因此获得“准租金”,这种积累是在生产过程中实现的,并不需要特意投资,即人力资本积累是物质生产的“副产品”^[11]。与此同时,社会关系网络也有助于企业的融资活动。高管的银行关系网络有助于民营企业降低企业的短期借款增量,获得更多的长期借款^[18]。CEO任期越久,其为所在企业建立的社会关系网络越持久且关系密切程度越强,对减少企业的融资约束有所帮助;社会关系网络越丰富,人与人之间信任度越高,履约行为发生率随之上升,也能缓解企业融资困难。此外,管理层任期越长,对公司认识越深刻,决策水平越高,这也有助于降低融资成本。反之,CEO离任意味着代理人和人力资本的变化以及组织社会网络价值的流失。研究表明,CEO变更会造成公司债务融资成本增高,上市公司的经营绩效与企业高层人员的变更负相关,高层的变更被视为公司业绩下滑时的一种扭亏为盈的治理手段^[19]。

因此,CEO任期长,丰富的人力资本积累和社会关系网络会减少企业面临的融资约束问题,反之CEO任期短,CEO离任和变更会导致人力资本的变化以及组织社会网络价值的流失,给企业带来较高的融资成本。基于此,本文提出以下假设:

假设1:CEO任期长度对企业面临的融资约束呈负向影响。

(二) CEO任期、股权性质与企业融资约束

CEO任期长度会对企业面临的融资约束产生影响,但这种关系会因企业股权性质而有所差异。与非国有上市公司相比,由于国有股权的存在,国有企业被认为提供了极具价值的隐性担保,通常具有更多政治资源,获得更多的资助、保护和政策优惠,其融资成本和破产风险均低于民营企业^[20]。由于我国特殊的市场经济环境,地方政府对商业银行信贷投向有一定的干预,使得商业银行的贷款投向有偏向性^[21]。此外,国有企业具有更多公共服务的特征,承担了一些政策性的社会职能,例如社会福利的提供、就业的保障等,涉足国计民生与社会稳定,加强了其与社会利益的联系。相比之下,非国有上市公司受到政府庇护较少,因为不具有政策倾斜和规模、行业优势,非国有企业面临融资难、融资贵等更多的融资约束问题,因而任期久的CEO所拥有的人力资本积累和社会关系网络在非国有企业面临的融资约束中产生的影响也将更为显著。基于此,本文提出以下假设:

假设2:在非国有企业中,CEO任期长度对企业融资约束的负向影响更显著。

(三) CEO任期、产品市场竞争与企业融资约束

产品市场竞争机制会增加企业损失甚至破产的可能性,处在竞争程度较高的行业中的企业,在经营管理方面往往会面临更大的挑战,通常在强外部压力下的管理层会努力提高公司的经营业绩。已有研究发现,产品市场竞争会影响企业的资源获取能力,因此企业会相应进行内部结构调整,包括增选资源拥有者的代表进入企业的董事会^[22]。为了在激烈的市场竞争中谋求生存和发展,企业通过增选关键资源拥有者进入管理层来维持与外部利益的良好社会关系,进而获取外部关键资源以减少环境不确定性带来的冲击。企业所处的外部环境越差,竞争压力越强,董事会越有可能引入较多的政府背景董事和银行背景董事。此外,在竞争程度较高的市场中,企业的经营更为“市场化”,政府对企业的干预更少。

对于处于强竞争压力下的企业,CEO拥有丰富的人力资本积累和社会关系网络显得尤为重要,在激烈的外部市场竞争中,CEO拥有为企业获取资源的能力是非常关键的,CEO较强的资源获取力可以有效缓解企业融资约束的问题,减轻企业所处的外部环境带来的冲击;相反,对于处于弱竞争压力下的公司,CEO的人力资本积累和社会关系网络对企业融资约束的负向作用则不如处于强竞争压力下企业那么明显。基于此,本文提出以下假设:

假设3:在强市场竞争环境下的企业,CEO任期长度对企业融资约束的负向影响更显著。

(四) CEO任期、CEO年龄与企业融资约束

年龄可以在一定程度上反映出一个人的风险偏好、信息资源以及经历经验等特征,因此不同年龄CEO的社会经验和对企业的价值也会有所差异。已有研究发现,CEO自然年龄越大越有利于提高企业绩效水平并抑制其波动性,所以年长CEO对企业的价值更大^[23]。年长CEO主要通过低风险决策行为来减少公司的市场风险,任期越久,年长CEO这种低风险偏好的特性和谨慎性决策行为越能体现出对风险的抑制作用,这有助于为企业减轻融资约束带来的风险。

信息决策理论表明,由于年长CEO作为企业高管的任期较长,任期的增加使得其管理经验不断积累,在与企业其他高管的长期磨合中也能有良好的默契和凝聚力,任期越长公司所承担的风险变化量就越小。相对于年轻CEO而言,年长CEO更擅长协调团队关系和内部沟通交流,善于整合团队意见,这有利于决策的有效进行,进而有利于缓解企业的融资约束困境。此外,根据资源依赖理论,年长CEO长期任职工作经验积累的专用性人力资源以及长期密切的社会活动,使其拥有更稳固的人脉资源和错综复杂的社会关系,他们获取外部资源和信息的渠道多且质量好、准确度高,丰富的人力资本积累和社会关系网络在任期上的积累更为显著,这也能有效促进企业降低融资成本,减轻企业融资风险,减少企业融资约束问题。

因此,年长CEO任期越久则其低风险决策和风险抑制特性发挥得越多,他们有管理经验的累积,更有话语权和良好的沟通协调能力,有利于决策的有效进行,并有效缓解企业的融资困境。此外,对于CEO年龄更大的公司,任期越久越能凸显CEO稳固的人脉资源和社会关系,丰富的人力资本积累和社会关系网络在任期上的积累更为显著,能更好地减轻融资约束的问题。相反,年龄较小的CEO,无论在减少市场风险、管理经验的积累、团队话语权和沟通协调性,还是人脉资源和社会关系的积累上,都不如年长CEO那么明显。基于此,本文提出以下假设:

假设4:CEO年龄越大,CEO任期长度对企业融资约束的负向效应越显著。

三、研究设计

(一) 样本选取和数据来源

本文选取2009—2019年我国深沪两市的A股上市公司为研究样本,并做如下处理:(1)剔除金融业公司;(2)剔除数据缺失的样本;(3)剔除同年发生CEO变更中的较短任期者。最终得到18997个年度观测值。本文数据主要收集自国泰安CSMAR数据库,并利用Excel和STATA16.0完成数据的整理和实证检验。为避免所选样本中的极端值对结果产生影响,本文对所有连续变量采取上下1%的Winsorize缩尾处理。

(二) 变量设计

1. 被解释变量:企业融资约束(SA)

现有文献对企业融资约束的测度方法包括以下几种:(1)借助模型中的系数。Fazzari等基于投资的视角构建了投资-现金流敏感系数^[24],但该系数还受到诸如公司规模和行业特征等影响。(2)公司特征的单个指标测度,如公司规模、债券评级、企业信誉等。单一指标虽然计算简便但难以全面反映企业融资约束程度。(3)通过企业与金融机构之间关系或企业主对信贷获取及使用情况来判别。该法能够避免由企业财务信息失真带来的弊端,但主观性较大。(4)构建相关指数进行测度。目前现有的指标构建有KZ指数、ZFC指数、WW指数等,以上三种方法虽然具有较强的综合性,但由于解释变量与被解释变量同时包含企业融资约束的定性及定量信息,可能产生测度偏误。为解决上述内生性问题,Hadlock和Pierce构建了SA指数^[25],它由完全外生的size和age构成,这两个外生变量能有效避免测度偏误,由此得到的融资约束评价相对稳健。

借鉴前人研究,综合上述几种测度方法的优缺点,本文采用SA指数来测度上市公司所面临的融资

约束大小,由此计算得出的该指数绝对值越小,则企业面临的融资约束程度越高^[26-27]。

2. 解释变量:CEO 任期(Tenure)

选取 CSMAR 数据库高管个人资料中的任期,切割出“总裁”“总经理”“首席执行官”“CEO”这四个职位,并利用现职任职开始日期和对应当年的统计截止日期之差,按月份计算 CEO 当年对应的任期,如果 CEO 一年内发生变更,则保留该年中较长的 CEO 任期。

调节变量有三个:(1) 股权性质(Soe)。以上市公司是否为国有企业定义虚拟变量,若为国有企业,则 Soe = 1, 否则 Soe = 0。(2) 产品市场竞争强度(HHI)。借鉴伊志宏、姜付秀等的相关研究,本文选用赫芬达尔指数 HHI 来衡量现有产品市场竞争的强度^[28]。计算公式为: $HHI = \sum (Xi/X)^2$, 其中:Xi 为企业 i 的主营业务收入, X 为行业内企业主营业务收入总额。HHI 指数越小,表明产品市场竞争越大。本文将剔除金融业之后的行业按照二级分类分年度计算 HHI 指数。(3) CEO 年龄(CEOage)。

其他具体变量定义见表 1。

(三) 模型设计

为检验主要假设,本文建立以下回归模型:

$$SA = \beta_0 + \beta_1 Tenure + m \sum \beta_m Controls + \varepsilon \tag{1}$$

其中,SA 为企业融资约束程度, Tenure 为 CEO 任期, Control 代表控制变量, β_1 、 β_m 为相关系数, ε 为随机误差项。

我们在研究 CEO 任期对企业融资约束的影响时,分别在式(1)中加入调节变量股权性质、产品市场竞争、CEO 年龄,如式(2)(3)(4)所示:

$$SA = \beta_0 + \beta_1 Tenure + \beta_2 Soe + \beta_3 Tenure \times Soe + m \sum \beta_m Controls + \varepsilon \tag{2}$$

$$SA = \beta_0 + \beta_1 Tenure + \beta_2 HHI + \beta_3 Tenure \times HHI + m \sum \beta_m Controls + \varepsilon \tag{3}$$

$$SA = \beta_0 + \beta_1 Tenure + \beta_2 CEOage + \beta_3 Tenure \times CEOage + m \sum \beta_m Controls + \varepsilon \tag{4}$$

四、实证分析

(一) 描述性统计

从表 2 的描述性统计结果可见,企业融资约束程度 SA 指数均值为 -3.499,最大值为 -2.811,最小值为 -4.114,标准差为 0.302,统计结果说明处在经济转型期的我国企业普遍存在融资约束问题,且企业间具有一定的差异。从 CEO 任期来看,18997 个样本中,CEO 任期均值为 52 个月,

表 1 变量及其定义

变量符号	变量名称	变量说明
SA	企业融资约束	SA 指数 = $-0.737Size + 0.043Size^2 - 0.04Age$, Size = $\ln(\text{企业资产总额}/1000000)$, Age = 公司上市年限
Tenure	CEO 任期	样本期 CEO 已在该职位的平均月数
Soe	股权性质	上市公司股权性质为国有时为 1, 否则为 0
HHI	产品市场竞争	$\sum (Xi/X)^2$
Cash	货币资金持有量	货币资金
Lev	资产负债率	期末负债总额/期末资产总额
Growth	企业成长性	(本年营业总收入 - 上年营业总收入)/上年营业总收入
Probit	盈利能力	公司当年的销售毛利率
Roe	净资产报酬率	净利润/净资产
Tobin's Q	托宾 Q 值	(每股价格 × 流通股股数 + 每股净资产 × 非流通股股数 + 总负债)/总资产
CEOage	CEO 年龄	CEO 年龄
Industry	行业	控制行业因素的影响
Year	年度	以 2009 年为基准设置 9 个虚拟变量

表 2 全变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
SA	18997	-3.499	0.302	-3.466	-4.114	-2.811
Tenure	18997	52.00	37.08	42	3	165
Soe	18997	0.398	0.490	0	0	1
HHI	18997	0.062	0.092	0.020	0.008	0.480
Cash	18997	1.980×10^9	5.230×10^9	5.350×10^8	1.890×10^7	4.000×10^{10}
Lev	18997	0.443	0.212	0.435	0.0560	0.918
Growth	18997	0.197	0.547	0.102	-0.586	3.936
Probit	18997	0.281	0.179	0.248	-0.0100	0.919
Roe	18997	0.0630	0.130	0.0690	-0.697	0.361
Tobin's Q	18997	2.050	1.369	1.598	0.876	9.022
CEOage	18997	49.92	6.393	50	33	66

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。下同。

最小值3个月,最大值165个月,标准差为37.08,说明CEO任期在样本公司存在较大的差异。结合表2的股权性质以及单变量T值检验的结果,*Soe*的均值为0.398,说明在样本中39.8%为国有企业,在国企和非国企下得到的SA指数均值分别为-3.408和-3.638,且差异在1%的水平上显著。在控制变量方面,上市公司在资金持有量、对于公司未来利润的预期和CEO年龄上存在较大的个体差异;样本公司的债务水平适中;大部分上市公司具有较高的成长性但整体盈利能力不是很高。限于篇幅,单变量T检验结果未披露,备索。

(二) 相关性分析

从表3的Pearson相关系数检验可知,CEO任期与企业融资约束程度在1%的水平上显著负相关,初步表明任期越长,越能有效缓解企业面临的融资约束问题。从相关系数的检验上看,各控制变量(除*Growth*外)与被解释变量之间的相关系数均在1%的水平上显著。此外,各变量两两之间的相关系数均低于0.4,方差膨胀因子VIF为1.15,远小于10,因而模型不存在严重的多重共线性问题。

表3 Pearson相关系数检验

变量	SA	Tenure	Cash	Lev	Growth	Probit	Roe	Tobin's Q	CEOage
SA	1.000								
Tenure	-0.075 ***	1.000							
Cash	0.176 ***	-0.007	1.000						
Lev	-0.251 ***	-0.038 ***	0.271 ***	1.000					
Growth	0.003	-0.036 ***	0.015 **	0.040 ***	1.000				
Probit	0.161 ***	0.020 ***	0.043 ***	-0.308 ***	0.053 ***	1.000			
Roe	0.089 ***	0.034 ***	0.101 ***	-0.186 ***	0.196 ***	0.298 ***	1.000		
Tobin's Q	0.050 ***	0.016 **	-0.180 ***	-0.242 ***	0.013 *	0.160 ***	-0.013 *	1.000	
CEOage	-0.035 ***	0.241 ***	0.094 ***	0.014 *	-0.034 ***	0.022 ***	0.017 **	-0.029 ***	1.000

(三) 回归结果分析

1. CEO任期与企业融资约束回归结果的分析

CEO任期与企业融资约束的回归结果如表4所示,列(1)为CEO任期与企业融资约束的单变量回归结果,在控制年份和行业之后,未加入其他控制变量。结果显示:CEO任期与企业融资约束在1%的水平上负向显著。列(2)为CEO任期与企业融资约束的多变量回归结果,不仅控制了年份和行业变量,还加入了其他控制变量。结果显示:CEO任期与企业融资约束的回归系数为-0.001,且在1%的水平上显著。CEO任期越长,其对公司认识越深刻,决策水平越高,这有助于降低融资成本。以上结果证明了CEO任期长度对企业面临的融资约束具有缓解作用。据此,假设1得到支持。

2. CEO任期、股权性质与企业融资约束回归结果的分析

本文将样本分为国有企业(*Soe* = 1)和非国有企业(*Soe* = 0),并在全样本中加入CEO任期(*Tenure*)与股权性质(*Soe*)的交互项以验证假设2,回归结果见表5。

从全样本组的交互项*Tenure* × *Soe*看,表5的列(1)显示系数为0.001,在1%水平上显著。这表明在不同股权性质下,CEO任期长度对企业融资约束的负向影响有显著差异。*Tenure* × *Soe*系数为正,意味着*Soe*对CEO任期与企业融资约束的影响呈负向调节作用,*Soe*取值越小,越能加强CEO任期

表4 CEO任期与企业融资约束的回归结果

变量	(1)	(2)
	SA	SA
<i>Tenure</i>	-0.001 *** (-5.05)	-0.001 *** (-5.19)
<i>Cash</i>		0.000 *** (15.72)
<i>Lev</i>		-0.360 *** (-15.66)
<i>Growth</i>		0.005 (1.15)
<i>Probit</i>		0.185 *** (6.15)
<i>Roe</i>		-0.015 (-0.61)
<i>Tobin's Q</i>		0.005 * (1.74)
<i>CEOage</i>		-0.001 (-1.41)
<i>Cons</i>	-3.458 (-0.00)	-3.261 (-0.00)
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
N	18997	18997
Adj_R ²	0.110	0.23

注:括号内为t值,***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。下同。

长度对企业融资约束的负向缓解作用。即相比于国有企业,在非国有企业中,CEO任期长度对企业融资约束的负向影响更明显。从股权性质的分组结果看,表5的列(2)显示国有控股上市公司的CEO任期与企业融资约束负相关但不显著;列(3)显示非国有控股上市公司的CEO任期与企业融资约束呈负相关关系,且在1%的水平上显著。这表明在非国有企业中,CEO任期长度对企业融资约束的负向影响更显著。这可能是因为国有企业被认为提供了极具价值的隐性担保,相比之下,非国有上市公司受到的政府庇护较少,在融资市场面临更多融资约束问题,因而CEO任期长度会对企业面临的融资约束产生的影响表现更显著。据此,假设2得到支持。

3. CEO任期、产品市场竞争与企业融资约束回归结果的分析

本文利用产品市场竞争度的中位数,将HHI分为高、低两组,并在全样本中加入CEO任期(Tenure)与产品市场竞争强度(HHI)的交互项以验证假设3,回归结果见表6。

从产品市场竞争的分组结果看,表6的列(2)显示高竞争组上市公司的CEO任期与企业融资约束在1%的水平上负相关;列(3)显示低竞争组上市公司的CEO任期与企业融资约束也在1%的水平上负相关。这表明无论是在高竞争程度组还是在低竞争程度组中,CEO任期均可以有效缓解企业融资约束问题。从全样本组的交互项Tenure×HHI来看,表6的列(1)显示系数为0.002,在5%水平上显著。这表明在不同市场竞争程度下,CEO任期长度对企业融资约束的负向影响有显著差异。Tenure×HHI系数为正,意味着HHI取值越小,越能加强CEO任期长度对企业融资约束的负向缓解作用。HHI指数越小,表明产品市场竞争越大,即相比于低市场竞争环境,在高市场竞争环境中,CEO任期长度对企业融资约束的负向影响更明显。据此,假设3得到支持。

4. CEO任期、CEO年龄与企业融资约束回归结果的分析

本文将CEO年龄分为低、中、高三组,并在全样本中加入CEO任期(Tenure)与CEO年龄(CEOage)的交互项以验证假设4,回归结果见表7。从CEO年龄的分组结果看,表7的列(2)显示低年龄组上市公司的CEO任期与企业融资约束负相关但不显著;列(3)显示中年龄组上市公司的CEO任期与企业融资约束在10%的水平上负相关;列(4)显示高年龄组上市公司的CEO任期与企业融资约束在1%的水平上负相关。这表明CEO任期对企业融资约束的负向调节作用只存在于CEO的中高年龄组中,且CEO年龄

表5 股权性质的调节作用(简表)

变量	(1)	(2)	(3)
	全样本 SA	Soe = 1 SA	Soe = 0 SA
Tenure	-0.001*** (-7.42)	-0.000 (-0.61)	-0.001*** (-8.40)
TenureSoe	0.001*** (3.18)		
Soe	-0.265*** (-18.89)		
Cons	-3.174 (-0.00)	-3.407*** (-37.95)	-3.077*** (-54.31)
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	18997	7566	11431
Adj_R ²	0.347	0.367	0.237

表6 产品市场竞争程度的调节作用(简表)

变量	(1)	(2)	(3)
	全样本 SA	高竞争组 SA	低竞争组 SA
Tenure	-0.001*** (-5.54)	-0.001*** (-4.11)	-0.000*** (-3.64)
TenureHHI	0.002** (2.06)		
HHI	0.115 (1.36)		
Cons	-3.291 (-0.00)	-3.313*** (-71.37)	-3.261*** (-41.26)
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	18997	9357	9640
Adj_R ²	0.231	0.188	0.281

表7 CEO年龄的调节作用(简表)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本 SA	低年龄组 SA	中年龄组 SA	高年龄组 SA
Tenure	-0.003*** (-3.95)	-0.000 (-0.16)	-0.000* (-1.90)	-0.001*** (-6.73)
TenureCEOage	-0.000*** (-4.71)			
CEOage	0.002*** (2.67)			
Cons	-3.419 (-0.00)	-3.521*** (-31.96)	-3.069*** (-101.43)	-3.081*** (-58.82)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	18997	5354	7107	6536
Adj_R ²	0.233	0.235	0.226	0.253

越大,CEO任期越可以有效缓解企业融资约束问题。从全样本组的交互项 $Tenure \times CEOage$ 来看,表7的列(1)显示系数在1%的水平上显著负相关。这表明在不同的CEO年龄组别中,CEO任期长度对企业融资约束的负向影响有显著差异,相比于低年龄组,CEO年龄越大,CEO任期长度对企业融资约束的负向影响将更明显。据此,假设4得到支持。

(四) 稳健性检验

1. 内生性检验

为了避免可能存在的遗漏变量或是双向因果导致的内生性问题,本文采用控制公司固定效应的方法以及将解释变量滞后一期作为工具变量的方法进行回归,以此缓解可能存在的内生性问题对研究结论产生的影响。在两项检验中:(1)CEO任期与企业融资约束的回归系数均为负,且分别在1%和5%的水平上显著,模型调整后的 R^2 分别为0.8和0.789,拟合程度非常好。由此证明了CEO任期长度对企业面临的融资约束具有缓解作用。(2)在全样本中分别加入CEO任期与股权性质、产品市场竞争、CEO年龄的交互项, $Tenure \times Soe$ 、 $Tenure \times HHI$ 显示系数均在1%的水平上显著为正, $Tenure \times CEOage$ 显示系数在1%的水平上显著为负,由此证明在非国有企业中、在高市场竞争环境下、在CEO年龄越大的样本组中,任期对融资约束的负向影响越明显。综上,模型通过了内生性检验且4个假设的回归结论依然成立。限于篇幅未列示检验结果,备索(下同)。

2. 替换产品市场竞争变量

完全竞争市场的垄断程度越高,垄断租金也越高,Nickell认为主营业务利润率可在某种程度上视为企业的“垄断租金”^[29]。主营业务利润率越低,则可以合理推定产品市场竞争程度越激烈。为了检验上文结论的稳健性,本文将主营业务利润率取负,即 $PMC = -$ 主营业务利润率,选取 PMC 作为 HHI 指数的替代。我们将 PMC 分为高低两组,并加入 $Tenure \times PMC$ 交互项,从分组结果可见,在两组中CEO任期与企业融资约束均在1%的水平上负相关, $Tenure \times PMC$ 系数在1%的水平上显著为负,意味着 PMC 取值越大,市场竞争越激烈,越能加强CEO任期长度对企业融资约束的负向缓解作用。以上结果进一步支持了研究结论。

3. 替换融资约束变量

采用 KZ 指数测度公司融资约束,代替 SA 指数,并进行相应的回归。 KZ 指数计算公式为: $KZ = -1.002 \times CFO - 39.368 \times Div - 1.315 \times Cash + 3.139 \times Lev + 0.283 \times TQ$ 。稳健性检验结果见表8。列(1)表明,CEO任期长度对企业面临的融资约束呈负向影响关系;列(2)、列(3)检验了股权性质的调节作用,结果表明在不同股权性质下,CEO任期长度对企业融资约束的负向影响有显著差异,且在非国有企业中负向影响更显著;列(4)、列(5)检验了产品市场竞争度的调节作用,结果表明在高市场竞争环境中,CEO任期长度对企业融资约束的负向影响更明显。上述结果也进一步支持了我们的研究结论,说明主要回归结果较为稳健。

表8 稳健性检验:更换企业融资约束的测量方式(简表)

变量	股权性质		产品市场竞争程度		
	Soe = 1	Soe = 0	高竞争组	低竞争组	
	KZ	KZ	KZ	KZ	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$Tenure$	-0.000** (-2.18)	-0.000 (-0.07)	-0.001*** (-2.74)	-0.001*** (-3.11)	-0.000 (-0.36)
$Cons$	-3.738*** (-14.97)	-2.362*** (-5.01)	-5.067*** (-11.47)	-3.524*** (-17.54)	-4.040*** (-15.70)
$Industry$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$Year$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	19853	7624	12229	9579	10274
Adj_R ²	0.818	0.856	0.810	0.858	0.777

五、结论性评述

本文以2009—2019年我国深沪两市A股上市公司数据为样本展开实证研究,通过探讨企业核心管理者CEO任期与企业融资约束间的关系,发现该关系与内部环境因素(如股权性质、CEO年龄等)和外

部环境因素(如产品市场竞争等)密切相关,为破解经济转型期融资约束问题拓展研究成果。研究结果表明,CEO任期长度对企业融资约束具有缓解作用;在不同股权性质、不同市场竞争程度、不同CEO年龄组别中,CEO任期长度对企业融资约束的负向影响均存在着显著的差异,且该负向作用在非国有企业、高市场竞争环境和CEO高年龄组中更为显著。

由上述研究成果,本文提出以下政策建议:第一,对企业而言,为缓解由外部融资约束对其发展带来的制约影响,上市公司应重视CEO任期所发挥的效应,充分利用CEO任期的增加给公司带来的人力资本积累和社会关系网络价值。在产品市场竞争较强、年长CEO的样本组内任期增加对融资约束的缓解程度更为显著,因此,上市公司可以通过长期任职的CEO所拥有的外部关键资源来减少环境不确定性带来的冲击,并结合任期久的年长CEO有丰富的管理经验、稳固的人脉资源等特性,降低融资成本并有效缓解企业的融资困境。第二,对政府部门而言,为缓解中国企业面临的融资难、融资贵问题,面对企业不同的外部融资约束程度,应制定与企业相适应的货币政策,加大对中小企业以及非国有上市企业的政策性支持和正向激励机制;对金融机构而言,可以依托其信用体系,整合并分析企业的经营数据和信用数据来构建更完善的金融市场,加强银行服务实体经济能力,增强其向中小企业资金借贷的意愿,拓宽企业融资渠道并缓解融资约束的困境。

本文探讨了CEO任期与企业融资约束的关系以及在一些内外部环境因素下的不同调节效应,但未检验宏观层面的财税激励政策会对CEO任期与企业融资约束的关系产生怎样的影响。因此,鉴于破解融资约束问题对我国实体经济发展的的重要性,未来学者还可以从税收政策、政府补助的视角对CEO任期与融资约束问题展开进一步探讨和研究。

参考文献:

- [1] Whited T M, Guojun W. Financial constrains risk[J]. Review of Financial Studies,2006,19(2):531-559.
- [2] 张新民,张婷婷,陈德球.产业政策、融资约束与企业投资效率[J].会计研究,2017(4):12-18.
- [3] 卢盛峰,陈思霞.政府偏袒缓解了企业融资约束吗?——来自中国的准自然实验[J].管理世界,2017(5):51-65.
- [4] 孙雪娇,翟淑萍,于苏.柔性税收征管能否缓解企业融资约束——来自纳税信用评级披露自然实验的证据[J].中国工业经济,2019(3):81-99.
- [5] 沈红波,寇宏,张川.金融发展、融资约束与企业投资的实证研究[J].中国工业经济,2010(6):55-64.
- [6] 黄志忠,谢军.宏观货币政策、区域金融发展和企业融资约束——货币政策传导机制的微观证据[J].会计研究,2013(1):63-69.
- [7] Beck T, Demircuc-Kunt A, Maksimovic V. Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter? [J]. Journal of Finance, 2005, 60(1):137-177.
- [8] Lu Z, Zhu J, Zhang W. Bank discrimination, holding bank ownership, and economic consequences: Evidence from China[J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(2):341-354.
- [9] 姜付秀,石贝贝,马云飙.信息发布者的财务经历与企业融资约束[J].经济研究,2016(6):83-97.
- [10] 庞廷云,罗福凯,李启佳.混合股权影响企业融资约束吗——来自中国上市公司的经验证据[J].山西财经大学学报,2019(5):94-107.
- [11] 骆品亮,司春林.专用性人力资本投资激励研究[J].管理科学学报,2001(2):19-24.
- [12] 刘杏,马超群,姚铮.CEO基本特征对企业业绩-风险关系的影响——基于我国中小企业板上市公司的实证研究[J].经济管理,2014(11):145-154.
- [13] Simsek Z. CEO tenure and organizational performance: An intervening model [J]. Strategic Management Journal,2007,28(6):653-662.
- [14] Jaw Y L, Lin W T. Corporate elite characteristics and firm's internationalization: Ceo-level and tmt-level roles [J]. The International Journal of Human Resource, 2009, 20(1):220-233.
- [15] 张蕊.CEO变更与债务融资成本[J].现代商业,2018(14):108-109.
- [16] 于然.CEO变更频次对上市民营公司绩效的影响[J].经济与管理研究,2016(2):132-137.
- [17] 徐立新.上市公司股权集中度与CEO任期关系的实证研究[D].上海:复旦大学,2009.

- [18] 邓建平,曾勇. 金融关联能否缓解民营企业的融资约束[J]. 金融研究,2011(8):78-92.
- [19] 龚玉池. 公司绩效与高层更换[J]. 经济研究,2001(10):75-82.
- [20] 韩鹏飞,胡奕明. 政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究[J]. 金融研究,2015(3):120-134.
- [21] 陈汉文,周中胜. 内部控制质量与企业债务融资成本[J]. 南开管理评论,2014(3):103-111.
- [22] 孙烨,许艳. 产品市场竞争与融资约束关系研究——基于董事会成员背景特征的中介作用[J]. 产业经济研究,2016(1):104-114.
- [23] Emilia Peni. Ceo and chairperson characteristics and firm performance [J]. Journal of Management & Governance,2014,18(1):185-205.
- [24] Fazzari S M, Hubbard R G, Petersen B C, et al. Financing constraints and corporate investment [J]. Brookings Papers on Economic Activity,1988(1):141-195.
- [25] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints; Moving beyond the kz index[J]. The Review of Financial Studies,2010,23(5):1909-1940.
- [26] 卢太平,张东旭. 融资需求、融资约束与盈余管理[J]. 会计研究,2014(1):35-41.
- [27] 刘莉亚,何彦林,王照飞,等. 融资约束会影响中国企业对外直接投资吗?——基于微观视角的理论和实证分析[J]. 金融研究,2015(8):124-140.
- [28] 伊志宏,姜付秀,秦义虎. 产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J]. 管理世界,2010(1):133-141.
- [29] Nickell S J. What makes firm perform well? [J]. European Economic Review,1997,41(3-5):783-796.

[责任编辑:黄燕]

A Research on CEO Tenure and Corporate Financing Constraints

CHENG Anlin, LIU Yangbinger

(School of Accounting, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China)

Abstract: Under the background of China's transitional economy and unique system, this paper takes the data of A-share listed companies in Shenzhen and Shanghai stock exchanges from 2009 to 2019 as samples to conduct an empirical study on the relationship between CEO tenure and corporate financing constraints, and finds that CEO tenure length has a negative effect on corporate financing constraints. Further grouping the samples according to the nature of equity, product market competition and CEO age, the research finds that the negative effect of CEO tenure on corporate financing constraints is more significant in the sample group of non-state-owned enterprises, stronger product market competition and older CEOs. The research results are helpful for enterprises to reasonably allocate and play CEO functions according to different situations, and also provide empirical basis for government departments and financial institutions to formulate and improve relevant policies to alleviate the financing difficulties of enterprises.

Key Words: financing constraints; CEO tenure; nature of equity; product market competition; management risk; human capital; moderating effect