

基于多元回归分析CEO职业经历丰富度对投资效率的影响研究

杨嘉俊

上海理工大学管理学院, 上海

收稿日期: 2024年4月1日; 录用日期: 2024年5月4日; 发布日期: 2024年5月31日

摘要

在就业市场, 公司更喜欢雇用职业经历丰富度高的CEO, 而不是专业性更高的CEO。这种趋势带来的影响尚未分析透彻。因此, 本文通过对CEO职业经历丰富度与企业投资效率之间关系的研究, 旨在深入探讨二者之间的作用机制及其对企业发展的影响。本文选取了2008至2022年间中国A股的上市公司作为样本, 运用多元回归分析等统计方法, 对CEO职业经历的丰富度与企业投资效率之间的关系进行了系统的分析。研究发现, 随着CEO职业经历丰富度的提高, 企业的投资效率会相应降低。这一结果表明, 虽然职业经历丰富的CEO可能拥有更广泛的知识 and 经验, 但他们在面对投资决策时, 可能会过度自信, 从而忽略或低估风险, 导致投资效率的下降。值得注意的是, 这一影响在非国有企业中尤为显著, 而在国有企业中则不具有统计学意义。这可能是因为国有企业在投资决策过程中, 受到更多外部监管和内部控制的约束, 从而减弱了CEO个人职业经历对投资效率的影响。本研究不仅丰富了CEO职业经历与企业投资效率关系的理论研究, 也为企业的人力资源管理和投资决策提供了实践指导。建议企业在选拔和培养高层管理者时, 应综合考虑候选人的职业经历丰富度与企业的所有制特征, 以促进投资效率的提高。

关键词

CEO职业经历丰富度, 投资效率

Research on the Influence of Generalist CEO on Enterprise Investment Efficiency Based on Multiple Regression Analysis

Jiajun Yang

School of Management, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai

Received: Apr. 1st, 2024; accepted: May 4th, 2024; published: May 31st, 2024

Abstract

In the job market, companies prefer to hire CEOs with extensive career experience rather than those with higher levels of specialization. The impact of this trend has not been thoroughly analyzed. Therefore, this paper aims to delve into the mechanisms and effects of the relationship between CEO career experience and corporate investment efficiency. Using listed companies on the A-share market in China from 2008 to 2022 as samples, this study employs statistical methods such as multiple regression analysis to systematically analyze the relationship between CEO career experience and corporate investment efficiency. The research findings indicate that as the CEO's career experience increases, the efficiency of corporate investment decreases correspondingly. This suggests that although CEOs with rich career experiences may possess broader knowledge and experience, they may become overly confident in making investment decisions, thereby overlooking or underestimating risks and leading to a decline in investment efficiency. It is noteworthy that this impact is particularly significant in non-state-owned enterprises, while it is not statistically significant in state-owned enterprises. This may be because state-owned enterprises are subject to more external regulations and internal controls during the investment decision-making process, thereby weakening the impact of CEO personal career experiences on investment efficiency. This study not only enriches the theoretical research on the relationship between CEO career experience and corporate investment efficiency but also provides practical guidance for human resource management and investment decision-making in enterprises. It is recommended that companies consider both the richness of candidates' career experiences and the ownership characteristics of the enterprise when selecting and cultivating senior managers, in order to promote the improvement of investment efficiency.

Keywords

Generalist CEO, Investment Efficiency

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

投资效率是在一定投资开支下对投资收入的全面体现(徐玉德等, 2009) [1]。当投资的附加收益超过其附加开支时, 公司继续增加投资是有利可图的(张昭等, 2018) [2]。因此, 可以通过边际投资收益率来评估投资效益。但公司的边际投资收益率具有不可观察性, 所以使用投资预测模型来计算公司的投资效益和最佳投资规模, 以公司的实际投资偏离其最佳投资的程度来评价公司的投资效率(Richardson 等, 2006) [3]。投资效率可以提高现金股利政策的平稳性(董竹等, 2022) [4], 获得更多的长期贷款(尚娟等, 2012) [5], 提升企业价值(张悦, 2017) [6]。先前的研究发现, 会计信息质量(Elaoud A 等, 2017) [7], 公司所有权(Chen R 等, 2017) [8], 管理者薪酬(Eisdorfer A 等, 2013) [9], 管理者过度自信(He Y 等, 2019) [10]显著影响投资效率。

CEO 职业经历丰富度是通过检查 CEO 在不同公司, 行业和企业集团中担任过的职位的数量和类型, 来衡量 CEO 职业经历的丰富程度。具体来说, 他们的衡量标准为下列五个关键因素: 担任过的职位数, 任职过的企业数, 从事过的行业种类, 是否担任过首席执行官, 是否具有企业集团的工作经验(Custódio 等, 2013 年) [11]。现存的文献记录了 CEO 职业经历丰富度对公司的成果和决策的研究。一方面, CEO

职业经历丰富度的提高促进了并购(Chen G 等, 2021) [12], 激发创新(Custódio C 等, 2019) [13], 提升公司价值(毛聚等, 2022) [14], 加强公司绩效(Hrazdil K 等, 2023) [15]。另一方面, CEO 职业经历丰富度的提高降低了企业社会责任(Chen J 等, 2020) [16], 增加了公司的委托代理成本(Ma Z 等, 2021) [17], 提高了企业经营风险(Mishra D R 等, 2014) [18]。

虽然很多文献表明了管理者背景特征与投资效率之间的相关性(李焰等, 2011; 卢馨等, 2017) [19] [20], 但是 CEO 职业经历丰富度与投资效率关联的证据仍旧很少。本研究填补了文献中的这一空白。管理者背景特征与其职业经历丰富度在定义上有重合之处, 但它们的组成部分不同。从现有文献来看, 管理者背景特征一般包括以下四个方面: 性别, 年龄, 学历和任期(姜付秀等, 2009) [21], 而 CEO 职业丰富度一般包括一下五个方面: 担任过的职位数, 企业数, 行业数, 是否担任过首席执行官和是否具有企业集团的工作经验(Custódio 等, 2013 年) [11]。CEO 职业丰富度的组成方面倾向于随着时间变动而改变, 而管理者背景特征的组成部分倾向于随着时间变动不发生变化。两者相比, CEO 职业丰富度更能反映 CEO 是否有广泛的职业经历。

在如今愈发激烈的商业竞争环境中, 企业的投资效率对企业的长期发展至关重要, 而 CEO 作为企业的领导者和主要决策者, 其职业经历丰富度很有可能影响企业的投资效率。因此, 本文通过构建多元回归模型, 分析 CEO 职业经历丰富度与企业投资效率之间的内在联系, 这对实现企业的可持续发展和价值最大化具有重要意义。

2. 文献回顾与研究假设

CEO 职业经历丰富度对投资效率的影响可以被许多理论解释。一方面, 基于上层梯队理论(Hambrick 等, 1984) [22], CEO 在企业中的各项决策中是至关重要的角色。因此, CEO 的招聘极大地影响了公司未来的业绩(Ma Z 等, 2021) [17]。对此, 已经有许多文献研究了 CEO 的背景特征(性别, 年龄, 学历和任期)对投资效率的影响(Ullah I 等, 2021) [23]; CEO 的薪资水平对投资效率的影响(Eisdorfer A 等, 2013) [9]; CEO 权利强度对投资效率的影响(陈静洁等, 2022) [24]; CEO 的特殊背景(金融背景, 海归背景等)对投资效率的影响(吴成颂等, 2021) [25]; CEO 的心态(过度自信)对投资效率的影响(EI-Ansary O, 2023) [26]。上述文献表明 CEO 的招聘对投资效率有着重要影响。他们通过考察 CEO 的背景特征, 如性别、年龄、学历和任期等, 发现这些因素与投资效率之间存在一定的关联。此外, CEO 的薪资水平、权利强度以及特殊背景(如金融背景、海归背景等)也被证明与投资效率相关。以往文献更多从单一的角度 CEO 对投资效率的影响, 没有从职业丰富度的视角对投资效率进行研究。

另一方面, 委托代理理论阐述了委托人和代理人之间的一种特殊关系。在其理论中, 双方都追求各自利益的最大化, 但是当信息不对等时, 代理人因为掌握更多信息而可能采取机会主义行为, 这就在委托人与代理人之间造成了利益上的冲突(吴小节, 2017) [27]。如今的公司越来越喜欢从公司外部招聘 CEO, 而不喜欢内部提拔的 CEO (Crossland C 等, 2014) [28]。而职业经历丰富度高的 CEO 在不同行业之间的流动性更高, 因此他们会享有更有利的就业市场环境, 也更容易转变工作岗位(Custódio 等, 2013) [11]。对于职业经历丰富度高的 CEO 来说, 他们的下一任雇主对其失败经的历容忍度更高, 当他们进入一个未曾涉及的行业时, 雇主的容忍程度会更高(Ma Z 等, 2021) [17]。基于以上原因, 职业经历丰富度高的 CEO 的决策会相对冒险, 有更多的动机投资于高风险项目, 没有考虑这样的决策会损害公司价值, 使他们的利益与股东的利益不一致, 使得股权回报下降(Mishra 等, 2014) [18], 首次公开募股更容易失败(Gounopoulos D, 2018) [29]。高职业经历丰富度的 CEO 更倾向于冒险投资, 可能导致与股东利益不一致。上述文献表明高职业经历丰富度的 CEO 由于自身的稀缺性和市场的受欢迎程度高, 所以更倾向于非理性投资, 这可能导致与股东利益不一致。

综上所述,这一系列的文献揭示了职业经历丰富度高的 CEO 可能会通过创新使公司受益,但也可能会由于过度冒险而违背股东的利益。同时,CEO 职业经历丰富度的高低会影响其采取不同的投资策略,职业经历丰富度高的 CEO 更倾向于采取激进的,短视的投资策略。因此,本文假设 CEO 职业经历丰富度会降低投资效率。

3. 研究数据与研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

本文选择了沪深两市 2008~2022 年的上市公司作为样本。借鉴了以往文献的经验,剔除了金融行业上市公司的样本,ST 类的上市公司的样本,相关数据缺失的样本。为了缓解极端值的影响,对本文所有连续变量进行上下 1% 的 winsorize 处理,最终得到 21,090 个观测值。本文的解释变量 CEO 职业经历丰富度数据来源于:(1) CSMAR 数据库的 CEO 简历文件;(2) 利用天眼查,人工整理 CEO 职业丰富度包括的五个方面:担任过的职位数,企业数,行业数,是否担任过首席执行官和是否具有企业集团的工作经验(3)本文的其他数据均来源于 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。

3.2. 变量的定义及测量

3.2.1. 解释变量

解释变量为 CEO 职业经历丰富度(General Ability Index)。本文的目标是研究职业经历丰富度的高低对投资效率的影响程度,因此本文引入了 General Ability Index (Custódio 等, 2013) [11]。正如上文所述,CEO 职业经历丰富度包含了以下五个指标:(1) CEO 在其职业生涯中担任过的职位数,(2) CEO 在其职业生涯中就职过的公司数,(3) CEO 在其职业生涯中从事过的行业,(4) CEO 在其职业生涯中是否曾在另一家公司担任首席执行官职位,(5) CEO 在其职业生涯中是否曾为一家企业集团工作。前三个指标是连续变量,得分越高,表明首席执行官拥有更广泛的管理知识和技能。后两个指标是通过虚拟变量来衡量的,值为 1 表示 CEO 拥有更广泛的知识技能,否则为 0。然后使用主成分分析,使这五个指标组合成一个单一的衡量指标,代表 CEO 的职业经历丰富度(Custódio 等, 2013 年) [11]。

3.2.2. 被解释变量

被解释变量为投资效率(Inveffi)。本文借鉴了以往文献衡量投资效率的方式(Richardson S, 2006) [30] 估算了样本公司的投资水平,把回归模型残差的绝对值作为投资效率的衡量变量。回归模型如下:

$$\begin{aligned} \text{Inv}_{i,t} = & b_0 + b_1 \text{Growth}_{i,t-1} + b_2 \text{Lev}_{i,t-1} + b_3 \text{Cash}_{i,t-1} + b_4 \text{Age}_{i,t-1} + b_5 \text{Size}_{i,t-1} \\ & + b_6 \text{Ret}_{i,t-1} + b_7 \text{Inv}_{i,t-1} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

上述回归模型的要素分别为:(1) 成长机会(Growth),利用公司的 TobinQ 值来衡量。(2) 资产负债率(Lev),通过公司的账面负债除以账面资产得出。(3) 现金持有量(Cash),通过期末货币性资金除以总资产得出。(4) 上市年数(Age),企业自上市至今的年数的自然对数(5) 公司规模(Size),以公司总资产的自然对数衡量。(6) 公司回报率(Ret),是考虑分红再投资的情况下,公司的年化回报率。(7) 投资总额(Inv),先把固定资产净额的年度增加额、长期股权投资净额的年度增加额和无形资产的年度增加额相加,再除以期初固定资产净额以消除规模影响资产。(8) 引入了年度(Year)和行业(Ind)虚拟变量,以控制时间和行业效应。本文根据中国证监会于 2001 年颁布的《上市公司行业分类指引》进行行业分类。制造业采用两位代码进行分类,而其他行业则采用一位代码进行分类。(9) 残差项反映了公司预期投资总额与实际投资总额之间的差异,即企业的非效率投资。当估计残差大于 0 时,表示企业存在过度投资(Overinv),反之表示企业存在投资不足(Underinv)。因此,回归残差接近于 0,表明投资更加有效。为方便比较,本文把

投资不足时的残差取绝对值，这样两者均为负向指标。同样，本文的被解释变量 $Inveffi$ 为残差项的绝对值，也是一个负向指标。企业投资效 $Inveffi$ 的数值越大，预期投资总额与实际投资总额之间的偏离程度越大，表明企业的投资效率越低。

3.2.3. 控制变量

本文借鉴了一系列投资效率影响因素的研究(方红星等, 2013; 代昀昊等, 2017) [31] [32], 控制了一系列可能会影响投资效率的变量。其分别为公司规模(Size), 公司成立年数(FirmAge), 资产负债率(Lev), 公司自由现金流(FCF), 董事会人数(Board), CEO 性别(CEOGender)和 CEO 年龄(CEOAge)。控制变量如表 1 所示。

Table 1. Control variable table

表 1. 控制变量表

变量	含义	度量方法
Size	公司规模	企业总资产取自然对数
FirmAge	公司成立年数	企业成立至今的年数取自然对数
Lev	资产负债率	公司总资产除以总负债
FCF	公司自由现金流	公司净利润、利息费用、非现金支出之和减去营运资本追加、资本性支出
Board	董事会人数	董事会人数取自然对数
CEOGender	CEO 性别	该变量为哑变量，若 CEO 的性别为男性则为 1，否则为 0
CEOAge	CEO 年龄	CEO 年龄取自然对数

3.3. 模型设定

为检验 CEO 职业经历丰富度对投资效率的抑制作用，本文构建了以下模型：

$$Inveffi_{i,t} = b_0 + b_1GAI_{i,t} + b_2Size_{i,t} + b_3FirmAge_{i,t} + b_4Lev_{i,t} + b_5FCF_{i,t} + b_6Board_{i,t} + b_7CEOGender_{i,t} + b_8CEOAge_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t}$$

其中， $Inveffi$ 为被解释变量即企业投资效率，其中包括了过度投资(OverInv)和投资不足(UnderInv)。GAI 为解释变量即 CEO 职业经历丰富度，剩下变量为控制变量，其具体定义见表 1。

4. 实证结果与分析

4.1. 描述性统计

通过对变量的描述性统计(表 2)，可以得知变量的平均值、标准差、中位数、最大值与最小值。样本包括 2008 年至 2022 年期间所有变量的 21,090 个公司观测值。其中，投资不足(UnderInv)的样本数为 11,794，而过度投资(OverInv)的样本数为 9296，表明中国上市公司投资不足的情况更为普遍。投资效率($Inveffi$)的标准差超过了均值，表明上市公司的投资效率有着明显差异。在公司治理方面，董事会人数取自然对数后(Board)的平均值为 2.144，且最小值 1.609 和最大值 2.708 差距不大，表明中国上市公司的之间的董事会人数均衡；同样的，CEO 年龄取自然对数后(CEOAge)的平均值为 2.144，且最小值 3.497 和最大值 4.190 差距不大，表明中国上市公司的 CEO 年龄具有一致性；CEO 性别(CEOGender)的平均值为 0.938，表明绝大多数 CEO 为男性。

Table 2. Descriptive statistics table
表 2. 描述性统计表

VarName	Obs	Mean	SD	Min	Median	Max
Inveffi	21,090	0.068	0.075	0.001	0.047	0.457
OverInv	9296	0.080	0.094	0.001	0.051	0.561
UnderInv	11,794	0.059	0.059	0.001	0.045	0.369
GAI	21,090	2.317	1.259	0.848	2.003	6.993
Size	21,090	8.555	1.320	6.277	8.349	12.672
FirmAge	21,090	2.876	0.333	1.792	2.890	3.497
Lev	21,090	0.435	0.197	0.060	0.434	0.859
FCF	21,090	1.766	17.651	-67.167	0.431	100.757
Board	21,090	2.144	0.200	1.609	2.197	2.708
CEOGender	21,090	0.938	0.241	0.000	1.000	1.000
CEOAge	21,090	3.903	0.134	3.497	3.912	4.190

4.2. 相关性分析

通过相关分析(表 3) CEO 职业经历丰富度(GAI)与企业投资效率(Inveffi)的相关系数为 0.0088, 表明 CEO 职业经历丰富度与投资效率是负相关的, 这初步支持了本文的假设, 即 CEO 职业经历丰富度会降低投资效率。同时, 在进行共线性诊断后, 发现其 VIF 值均小于 2, 表明模型不存在严重的多重共线性。

Table 3. Correlation analysis table
表 3. 相关性分析表

	Inveffi	GAI	Size	FirmAge	Lev	FCF	Board	CEOGen~r	CEOAge
Inveffi	1								
GAI	0.00880	1							
Size	0.0268*	0.0461*	1						
FirmAge	-0.0600*	0.0901*	0.1848*	1					
Lev	0.00950	0.00330	0.5063*	0.1043*	1				
FCF	0.00650	0.0151*	0.2050*	0.0502*	0.0369*	1			
Board	0.0433*	-0.0573*	0.2689*	-0.00980	0.1723*	0.0585*	1		
CEOGender	0.00970	-0.00400	0.0266*	-0.0408*	0.0116	0.00920	0.0809*	1	
CEOAge	-0.0237*	0.0654*	0.1455*	0.1348*	0.0283*	0.0579*	0.0401*	0.0277*	1

注: * $p < 0.05$ 。

4.3. 多元回归分析

为了检验 CEO 职业经历多样性对投资效率的影响, 本文根据假设的模型对该进行了回归分析, 并且将上市公司分为了投资不足和投资过度两组进一步回归分析, 回归结果如表 4 所示。其中, 第(1)列表示

CEO 职业经历丰富度对投资效率的影响, 其回归系数为 0.001, 且在 1% 的统计水平上显著, 表明 CEO 职业经历丰富度的提高会降低投资效率。具体而言, CEO 职业经历丰富度(GAI)每变动 1 个标准差, 会变动投资效率(Inveffi) 0.0001 个标准差。

第(2)列表示 CEO 职业经历丰富度对过度投资的影响; 其回归系数为 0.001, 但在统计上不显著, 表明虽然 CEO 职业经历丰富度的提高可能会造成过度投资, 但稳健性仍需进一步探讨。第(3)列表示 CEO 职业经历多样性对投资不足的影响, 其回归系数为 0.002, 且在 1% 的统计水平上显著, 表明 CEO 职业经历丰富度的提高会造成投资不足进而降低投资效率。具体而言, CEO 职业经历丰富度(GAI)每变动 1 个标准差, 会变动投资不足(Undereffi) 0.0001 个标准差。

Table 4. Multiple regression analysis table

表 4. 多元回归分析表

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	Inveffi	OverInv	UnderInv
GAI	0.001 ^{***} (3.46)	0.001 (1.52)	0.002 ^{***} (3.46)
Size	0.002 ^{***} (3.70)	0.003 ^{***} (3.06)	0.001 (1.38)
FirmAge	-0.002 (-1.04)	-0.006 (-1.57)	-0.001 (-0.47)
Lev	0.002 (0.46)	0.015 ^{**} (2.19)	-0.011 ^{***} (-3.06)
FCF	-0.000 (-0.87)	0.000 (0.66)	-0.000 ^{***} (-4.13)
Board	-0.006 ^{**} (-2.05)	-0.008 (-1.44)	-0.008 ^{***} (-2.72)
CEOGender	-0.002 (-1.12)	-0.004 (-1.10)	0.001 (0.30)
CEOAge	-0.010 ^{***} (-2.63)	-0.010 (-1.36)	-0.011 ^{***} (-2.80)
Constant	0.122 ^{***} (6.88)	0.145 ^{***} (4.22)	0.130 ^{***} (7.12)
Observations	21,090	9296	11,794
R-squared	0.069	0.061	0.105
Year Effect	YES	YES	YES
Industry Effect	YES	YES	YES
r2_a	0.0652	0.0522	0.0979

注: *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1。

4.4. 稳健性检验

4.4.1. 更换被解释变量的衡量方式

为证明结论的稳健性,本文更换了被解释变量(投资效率)的衡量方式。参考相关文献(代昀昊等,2017)[32],本文将 TobinQ 替换为主营业务收入增长率 Growth 后重新衡量投资效率,衡量后的结果以 Inveffi2 等表示(表 5)。第(1)列表示 CEO 职业经历丰富度对投资效率的影响,其回归系数为 0.0005,且在 10%的统计水平上显著,表明 CEO 职业经历丰富度的提高会降低投资效率,这与先前的回归结果符合。第(3)列的分组回归中 Overinv 与 Underinv 的回归系数均为 0.0004,且分别在 5%的统计水平上显著,而且进一步证实了 CEO 职业经历丰富度的提高会造成投资不足。其回归结果综合证明了本文的假设是稳健的。

Table 5. Replacement of explained variable measurement table
表 5. 更换被解释变量衡量表

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	Inveffi2	OverInv2	UnderInv2
GAI	0.0005* (1.90)	0.0002 (0.36)	0.0004** (2.25)
Size	-0.0015*** (-5.01)	-0.0020*** (-2.81)	-0.0030*** (-13.35)
FirmAge	-0.0108*** (-9.76)	-0.0181*** (-6.62)	-0.0066*** (-7.88)
Lev	-0.0023 (-1.19)	0.0086* (1.72)	-0.0102*** (-7.00)
FCF	-0.0001*** (-7.52)	-0.0002*** (-5.51)	0.0000 (1.32)
Board	-0.0028* (-1.71)	-0.0001 (-0.03)	-0.0028** (-2.26)
CEOGender	-0.0028** (-2.42)	-0.0047* (-1.66)	-0.0012 (-1.36)
CEOAge	-0.0103*** (-4.61)	-0.0107** (-1.97)	-0.0100*** (-5.84)
Constant	0.1299*** (12.98)	0.1548*** (6.41)	0.1238*** (15.52)
Observations	21,388	8046	13,342
R-squared	0.061	0.077	0.112

注: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

4.4.2. 替换模型

为了进一步证明模型的稳健性,本文利用 probit 回归模型替换 ols 回归模型。由于使用 probit 模型的具

有一个前提条件，被解释变量应是虚拟变量，所以本文先基于行业平均值生成了虚拟变量(Inveffi_Dummy, OverInv_Dummy, UnderInv_Dummy)。若样本的解释变量高于其行业平均值则取 1，否则取 0。随后在其他条件不变的情况下进行 probit 回归，回归结果如下表 6 所示。综合考察以下三列，可以发现 CEO 职业经历丰富度的增加将会增加投资效率下降的概率，这与前文的假设相一致，增加了模型的稳健性。

Table 6. Regression results

表 6. 回归结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	Inveffi_Dummy	OverInv_Dummy	UnderInv_Dummy
GAI	0.030*** (4.05)	0.005 (0.62)	0.021*** (2.79)
Size	-0.003 (-0.31)	-0.022** (-2.22)	0.012 (1.29)
FirmAge	-0.049 (-1.45)	-0.088** (-2.45)	0.025 (0.74)
Lev	-0.099* (-1.68)	-0.119* (-1.95)	-0.045 (-0.76)
FCF	-0.000 (-0.80)	-0.001*** (-2.66)	0.001* (1.94)
Board	-0.066 (-1.32)	-0.049 (-0.93)	-0.054 (-1.08)
CEOGender	-0.052 (-1.38)	0.004 (0.11)	-0.052 (-1.37)
CEOAge	-0.164** (-2.37)	-0.047 (-0.63)	-0.136* (-1.95)
Constant	0.721** (2.27)	1.755*** (5.08)	0.601* (1.89)
Observations	20,695	9129	11,568
Year Effect	YES	YES	YES
Industry Effect	YES	YES	YES
Pseudo R-squared	0.00634	0.0146	0.0108

注：*** $p < 0.01$ ，** $p < 0.05$ ，* $p < 0.1$ 。

4.5. 进一步分析

我国国有企业 CEO 的任免方式，受监管程度和投资方式都与非国有企业有所不同。一方面，国有企业规模较大，涵盖业务面广，需要职业经历丰富度更高的 CEO 来担任。另一方面国有企业 CEO 受监管

程度高，且投资流程更为谨慎。因此本文提出假设，在非国有企业中，CEO 职业经历丰富度会降低投资效率。为了验证该假设，本文依据是否国企进行分组回归(表 7)。列(1)，(2)，(3)表明若该企业为国有企业，CEO 职业经历丰富度与投资效率之间关系不显著，表明国有企业的投资活动往往更容易受到多方面影响，很难因单一的 CEO 职业经历丰富度这一影响而发生显著变化。列(4)，(5)，(6)表明若该企业为非国有企业，CEO 职业经历丰富度的提升会降低投资效率，这与本文之前的假设相一致。这可能是因为在非国有企业中，对 CEO 投资决策的约束条件较小，职业经历丰富度高的 CEO 可能由于过度自信或对不同行业、领域的过多考虑，导致决策延迟或选择过程中的信息处理不足，进而影响到企业的投资效率。

Table 7. Grouped regression
表 7. 分组回归

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Inveffi	OverInv	UnderInv	Inveffi	OverInv	UnderInv
GAI	0.001 (1.02)	0.001 (0.42)	0.001 (1.35)	0.002*** (3.02)	0.001 (1.20)	0.002*** (3.03)
Size	0.003*** (3.43)	0.003** (2.09)	0.002*** (2.63)	0.002*** (2.61)	0.004** (2.51)	-0.000 (-0.05)
FirmAge	-0.002 (-0.58)	-0.003 (-0.45)	-0.003 (-0.89)	-0.000 (-0.20)	-0.004 (-0.87)	0.001 (0.55)
Lev	-0.002 (-0.42)	0.016 (1.51)	-0.018*** (-3.05)	0.011** (2.33)	0.025** (2.51)	-0.002 (-0.43)
FCF	-0.000 (-0.27)	0.000 (1.08)	-0.000*** (-3.25)	-0.000 (-0.33)	-0.000 (-0.05)	-0.000* (-1.95)
Board	0.001 (0.31)	0.004 (0.53)	-0.005 (-0.97)	-0.008** (-2.04)	-0.012 (-1.47)	-0.006 (-1.62)
CEOGender	0.001 (0.16)	-0.005 (-0.71)	0.004 (1.28)	-0.004 (-1.64)	-0.005 (-1.09)	-0.002 (-0.86)
CEOAge	-0.010 (-1.29)	-0.020 (-1.43)	-0.005 (-0.58)	-0.007* (-1.68)	-0.003 (-0.35)	-0.011** (-2.56)
Constant	0.110*** (3.17)	0.164** (2.53)	0.101*** (2.71)	0.099*** (4.54)	0.093** (2.07)	0.124*** (5.68)
Observations	8808	4176	4632	11,889	4953	6936
R-squared	0.107	0.100	0.146	0.059	0.062	0.098
Year Effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry Effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
r2_a	0.0986	0.0822	0.131	0.0527	0.0457	0.0867

注：*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1。

5. 研究结论

CEO 是公司进行投资决策的关键人物, 其职业经历的丰富度势必会影响投资效率, 从而影响公司的可持续发展与长期盈利能力。本文以 2008 年至 2022 年中国 A 股上市公司为样本, 以上层梯队理论, 委托代理理论为基础, 并基于 5 个维度手工收集了 CEO 职业经历丰富度的数据, 研究了 CEO 职业经历丰富度与投资效率之间的关系。通过实证检验, 本文得出结论: CEO 职业经历丰富度的提高会降低投资效率。这一发现在非国有企业中尤为显著, 而在国有企业中则不具有显著性。

CEO 职业经历的丰富度可能会导致过度自信或决策偏差, 从而影响到企业的投资决策质量。在非国有企业中, 由于市场机制和竞争环境的作用更为明显, CEO 的个人特征对企业决策的影响更加直接, 职业经历丰富的 CEO 更倾向于依赖过去的经验和惯性思维, 而忽视新的市场变化和挑战, 导致投资决策与实际情况脱节, 进而降低了投资效率, 因此其职业经历丰富度对投资效率的负面影响更为显著。而在国有企业中, 存在着更多的政策导向, 同时内部监督和外部监督机制更加完善, CEO 个人特征对投资效率的影响被相对弱化, 从而导致了实证结果的不显著性。

本研究的发现启发了企业在选拔和任命 CEO 时, 应当全面考虑候选人的职业背景和经历特征。尤其是在非国有企业中, 应更加重视候选人是否具备合理的风险评估和决策能力, 而不仅仅是职业经历的丰富度。同时, 企业应建立有效的内部监督和决策机制, 以减轻个人特征对企业投资效率的潜在负面影响。

对于政策制定者而言, 本研究的结论强调了优化企业领导层结构、提高企业治理水平的重要性。政策制定者应鼓励企业采取综合评价机制选拔 CEO, 同时加强对企业投资行为的监管, 以促进企业健康、稳定的发展。

参考文献

- [1] 徐玉德, 周玮. 不同资本结构与所有权安排下的投资效率测度——来自我国 A 股市场的经验证据[J]. 中国工业经济, 2009(11): 131-140. <https://doi.org/10.19581/j.cnki.ciejournal.2009.11.013>
- [2] 张昭, 朱峻萱, 李安渝. 企业金融化是否降低了投资效率[J]. 金融经济研究, 2018, 33(1): 104-116.
- [3] Richardson, S.A., Sloan, R.G., Soliman, M.T., et al. (2006) The Implications of Accounting Distortions and Growth for Accruals and Profitability. *The Accounting Review*, **81**, 713-743. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.3.713>
- [4] 董竹, 柏向昱. 企业投资效率对股利平稳性的影响: “替代效应”还是“结果效应” [J]. 暨南学报(哲学社会科学版), 2022, 44(10): 36-55.
- [5] 尚娟, 韩忠雪, 黄军荣. 投资效率对银行借款的影响——基于我国上市公司的经验证据[J]. 华东经济管理, 2012, 26(3): 102-105.
- [6] 张悦. 会计稳健性、投资效率对企业价值的影响[J]. 当代会计, 2017(2): 5-6.
- [7] Elaoud, A. and Jarboui, A. (2017) Auditor Specialization, Accounting Information Quality and Investment Efficiency. *Research in International Business and Finance*, **42**, 616-629. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.006>
- [8] Chen, R., El, Ghoul, S., Guedhami, O., et al. (2017) Do State and Foreign Ownership Affect Investment Efficiency? Evidence from Privatizations. *Journal of Corporate Finance*, **42**, 408-421. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
- [9] Eisdorfer, A., Giaccotto, C. and White, R. (2013) Capital Structure, Executive Compensation, and Investment Efficiency. *Journal of Banking & Finance*, **37**, 549-562. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.09.011>
- [10] He, Y., Chen, C. and Hu, Y. (2019) Managerial Overconfidence, Internal Financing, and Investment Efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, **47**, 501-510. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.09.010>
- [11] Custódio, C., Ferreira, M.A. and Matos, P. (2013) Generalists versus Specialists: Lifetime Work Experience and Chief Executive Officer Pay. *Journal of Financial Economics*, **108**, 471-492. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.001>
- [12] Chen, G., Huang, S., Meyer-Doyle, P., et al. (2021) Generalist versus Specialist CEOs and Acquisitions: Two-Sided

- Matching and the Impact of CEO Characteristics on Firm Outcomes. *Strategic Management Journal*, **42**, 1184-1214. <https://doi.org/10.1002/smj.3258>
- [13] Custódio, C., Ferreira, M.A. and Matos, P. (2019) Do General Managerial Skills Spur Innovation? *Management Science*, **65**, 459-476. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2017.2828>
- [14] 毛聚, 李杰, 张博文. CEO复合职能背景与企业数字化转型[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2022, 42(9): 37-58.
- [15] Hrazdil, K., Liang, Y., Ruan, L., et al. (2023) Generalist CEOs and Conditional Accounting Conservatism. *Journal of Business Finance & Accounting*. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12761>
- [16] Chen, J., Liu, X., Song, W., et al. (2020) General Managerial Skills and Corporate Social Responsibility. *Journal of Empirical Finance*, **55**, 43-59. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.10.007>
- [17] Ma, Z., Ruan, L., Wang, D., et al. (2021) Generalist CEOs and Credit Ratings. *Contemporary Accounting Research*, **38**, 1009-1036. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12662>
- [18] Mishra, D.R. (2014) The Dark Side of CEO Ability: CEO General Managerial Skills and Cost of Equity Capital. *Journal of Corporate Finance*, **29**, 390-409. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.003>
- [19] 李焰, 秦义虎, 张肖飞. 企业产权、管理者背景特征与投资效率[J]. 管理世界, 2011(1): 135-144. <https://doi.org/10.19744/j.cnki.11-1235/f.2011.01.016>
- [20] 卢馨, 张乐乐, 李慧敏, 等. 高管团队背景特征与投资效率——基于高管激励的调节效应研究[J]. 审计与经济研究, 2017, 32(2): 66-77.
- [21] 姜付秀, 伊志宏, 苏飞, 等. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. 管理世界, 2009(1): 130-139. <https://doi.org/10.19744/j.cnki.11-1235/f.2009.01.015>
- [22] Hambrick, D.C. and Mason, P.A. (1984) Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, **9**, 193-206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>
- [23] Ullah, I., Majeed, M.A. and Fang, H.X. (2021) Female CEOs and Corporate Investment Efficiency: Evidence from China. *Borsa Istanbul Review*, **21**, 161-174. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.010>
- [24] 陈静洁, 桂向国. CEO权力强度、激进避税行为与非效率投资——基于嵌合视角[J]. 生产力研究, 2022(9): 106-113. <https://doi.org/10.19374/j.cnki.14-1145/f.2022.09.024>
- [25] 吴成颂, 汤学永. 高管金融背景对企业投资效率的影响研究——来自沪深A股上市公司的经验证据[J]. 财务与金融, 2021(5): 22-30.
- [26] El-Ansary, O. and Ahmed, A.M. (2023) Does Overconfidence Blur out the Investment Efficiency? The Managerial Overconfidence and Internal Financing Effect on Investment Efficiency: Evidence from MENA Region. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-06-2021-0931>
- [27] 吴小节, 曾华, 汪秀琼. 多层次情境嵌入视角下的委托代理理论研究现状及发展[J]. 管理学报, 2017, 14(6): 936-946.
- [28] Crossland, C., Zyung, J., Hiller, N. J., et al. (2014) CEO Career Variety: Effects on Firm-Level Strategic and Social Novelty. *Academy of Management Journal*, **57**, 652-674. <https://doi.org/10.5465/amj.2012.0469>
- [29] Gounopoulos, D. and Pham, H. (2018) Specialist CEOs and IPO Survival. *Journal of Corporate Finance*, **48**, 217-243. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.012>
- [30] Richardson, S. (2006) Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, **11**, 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- [31] 方红星, 金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资: 理论分析与经验证据[J]. 会计研究, 2013(7): 63-69+97.
- [32] 代昀昊, 孔东民. 高管海外经历是否能提升企业投资效率[J]. 世界经济, 2017, 40(1): 168-192. <https://doi.org/10.19985/j.cnki.cassjwe.2017.01.009>