

# 基于上市企业面板数据的CEO海外经历与资本结构的关系研究

施博浩

上海理工大学管理学院, 上海

收稿日期: 2024年1月24日; 录用日期: 2024年3月19日; 发布日期: 2024年3月26日

## 摘要

企业资本结构的研究是公司金融领域重要的研究话题, 结合CEO海外经历这一管理学领域概念。本文以2011~2020年中国上市企业为研究对象, 研究CEO海外经历与资本结构之间的关系。研究表明, CEO海外教育经历和工作经历对短期债务和总债务都有负向影响, 但对长期债务有正向影响, 由此证明CEO海外经历和企业资本结构有密切联系。此外, 本文还通过替代模型, 增加CEO特征层面附加控制变量, 企业固定效应的方式进行稳健性检验, 不仅强化了上述结论, 而且还发现与海外教育经历相比, CEO海外工作经历对企业资本结构的影响更大。

## 关键词

CEO海外经历, 资本结构

## Research on the Relationship between CEO Overseas Experience and Capital Structure Based on Panel Data of Listed Companies

Bohao Shi

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

Received: Jan. 24<sup>th</sup>, 2024; accepted: Mar. 19<sup>th</sup>, 2024; published: Mar. 26<sup>th</sup>, 2024

## Abstract

The study of corporate capital structure is an important research topic in the field of corporate finance, combined with the concept of CEO overseas experience in the field of management. This

article takes Chinese listed companies from 2011 to 2020 as the research object to study the relationship between CEO overseas experience and capital structure. The research results show that CEO overseas education experience and work experience have a negative impact on short-term debt and total debt, but have a positive impact on long-term debt, which proves that CEO overseas experience is closely related to corporate capital structure. In addition, this paper also conducts robustness testing through alternative models, adding additional control variables at the CEO characteristic level and firm fixed effects. This not only strengthens the above conclusion, but also finds that compared with overseas education experience, CEO overseas work experience has an impact on corporate capital structure. The impact is greater.

## Keywords

CEO Overseas Experience, Capital Structure

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

企业资本结构是经济学、管理学中的重要概念，企业是否拥有健康的资本结构可以直接影响财务业绩(Berger and Di Patti, 2006) [1]、投资决策(Hutchinson, 1995) [2]和市场扩张(Joliet and Muller, 2013) [3]。由于资本结构是企业的重要组成部分，所以研究其决定因素在文献中变得非常重要。在先前的研究已经得出了几个可以影响企业资本结构的决定因素。例如，Graham 等人(2013) [4]对 1180 名 CEO 进行了调查，发现女性 CEO 的债务比男性 CEO 少。此外，学者们发现 CEO 的教育背景也会显著影响资本结构。Malmendier 和 Tate (2008) [5]表明，与接受过普通文化教育的 CEO 相比，接受过技术领域文化教育的 CEO 对项目投资带来的现金流更为敏感。事实上，接受过金融行业相关教育的 CEO 甚至更不敏感。

虽然这些研究发现 CEO 的特征可以影响资本结构，但这些特征是非常普遍的，如性别，年龄和教育水平。还有一个不容忽视的重要因素便是 CEO 的海外经历。

根据上层梯队理论(Hambrick and Mason, 1984) [6]，企业对招聘高素质的 CEO 表现出更大的兴趣，而海外经验是一个重要指标。一般来说，具有海外经历的 CEO 不仅表现出比其他人更优越的知识(Cumming *et al.*, 2015) [7]，而且还可以利用国外理念帮助企业加速扩张，最终实现更好的财务绩效。这是因为 CEO 已经吸收了国外的先进知识，当他们归国时，他们可以利用这些知识来帮助企业更快地发展，这是知识溢出效应的作用(Qiu *et al.*, 2017) [8]。

尽管如此，海外经验是否能够影响资本结构，目前还没有得到充分的检验。从本文的角度来看，有海外经历的 CEO 与没有海外经历的 CEO 相比，对资本结构调整应该有不同的理解。前者可以借鉴国外发达国家的经验，改善国内企业的资本结构。在此背景下，本文的主题就是研究 CEO 海外经历与中国市场资本结构之间的关系。

利用 2011~2020 年中国上市企业的面板数据，本文发现 CEO 海外教育和工作经历对短期债务和总债务都有负向影响，但会增加长期债务。随后，本文采用替代模型、增加公司层面控制变量，企业固定效应等方法对其进行稳健性检验，结果依旧显著。有海外经历的 CEO 通常关注的是企业长期发展而不是短期，增加长期债务可以帮助企业建立一个相对长期且稳固的目标，也可以减轻短期债务带来的财务负担。尽管如此，由于目前在中国市场上，短期债务的比例仍然远远高于长期债务，因此在将短期债务和长期

债务结合在一起时，这种积极作用被抵消了。

本文从几个方面对现有研究做出了贡献。首先，本文首次研究了 CEO 海外经历与资本结构之间的关系。通过不同的检验方式，发现了 CEO 海外经历是资本结构的重要决定因素。因此，希望建立长期目标的企业所有者应该考虑招聘这类 CEO。其次，本文还发现了海外教育经历和工作经历对企业影响力的差异。特别是工作经历对资本结构的影响更大，这是本文首次发现这一结果。因为与教育经历相比，工作经历更贴近现实。因此，国内企业在有机会选择的时候，应该更多地关注有海外工作经验的 CEO。

## 2. 文献回顾和假设提出

### 2.1. CEO 海外经历的影响

以往的文献已经证明了 CEO 海外经历对企业层面的影响。

首先，具有海外经验的 CEO 可以提升企业绩效。Song *et al.* (2003) [9]以美国上市企业为研究对象，考察了具有海外经历的 CEO 的影响。运用负二项回归方法，发现具有海外经历的 CEO 可以提供更多从国外企业学习到的先进知识，并利用这些知识来帮助国内企业提高企业绩效。Filatotchev *et al.* (2011) [10]以北京中关村的 711 家中小企业为研究对象，研究了具有海外经历的 CEO 与企业财务绩效和出口绩效的关系。研究发现，具有海外经历的 CEO 能够显著促进企业的出口。

其次，学者们还发现具有海外经历的 CEO 也可以通过降低企业盈余管理水平来降低企业风险。Gong and Tang (2019) [11]以美国上市企业为例，实证研究了这一关系，发现具有海外经历的 CEO 可以有效降低企业的盈余管理水平，因为这些 CEO 通常对盈余管理的后果有更好的理解，因为他们的教育质量比其他人更好。

再次，具有海外经验的 CEO 可以提升企业的创新水平。与发展中国家相比，发达国家的知识相对更先进，具有海外经历的 CEO 可以利用在发达国家获得的知识向发展中国家转移，这也被称为知识溢出效应(Le and Kroll, 2017) [12]。Obukhova (2012) [13]以中国上市企业为例解释了这一现象，发现海外经验能够对创新产生正向影响。

因此，具有海外经验的 CEO 无疑会对企业的战略决策产生重大影响。然而，就本文而言，并没有文献记录具有海外经历的 CEO 与资本结构之间的关系，而后者一直被视为企业最基本和最重要的战略。虽然研究发现资本结构可以受到 CEO 特征的影响，如 CEO 性别(Frank and Goyal, 2007) [14]、教育水平(Malmendier and Tate, 2008) [15]和技术专长(Krüger *et al.*, 2015) [16]。然而，就本文所知，目前还很少有论文系统地研究 CEO 海外经历与资本结构之间的关系。因此，本文试图在接下来的部分探讨具有海外经历的 CEO 与资本结构之间的关系，并解释其原因。

### 2.2. CEO 海外经历与资本结构

如上所述，CEO 海外经历与资本结构之间的关系在已有文献中尚不明确，但本文认为这种关系应该存在，原因如下：

企业的发展离不开高管团队的人力资本，并且作为最高管理团队中最有权力的人，CEO 的特征可以显著影响企业的决策，特别是资本结构(Naseem, 2019) [17]。海外经历可以是一个非常好的指标，因为海外经历不仅会影响个人的性格，还会影响进一步的职业选择。大多数 CEO 将选择发达国家作为获得经验的目的地，无论是学习还是工作。利用这些先进的知识，CEO 回国后可以帮助企业改善企业结构。

作为世界第二大经济体，中国上市企业现在正在寻求更多的机会与其他国家的企业合作，甚至扩大国外市场。因此，了解国内企业的资本结构情况至关重要。有海外经验的 CEO 比没有海外经验的 CEO

有先天的优势。有海外经验的 CEO 可以比其他人更深入地了解外国文化。作为世界第二大经济体，中国经济近年来出现了蓬勃发展的趋势，而中国上市企业现在正在寻求更多与外国企业合作的机会。尊重不同的文化并对文化进行一定的调整是 CEO 的重要技巧，有海外经历的 CEO 可以比其他人更快地做出反应，这为企业创造了独特的机会(Li *et al.*, 2011) [18]。

### 2.3. 研究假设

然而也有一些学者认为，与没有海外经验的人相比，海外经历的 CEO 可能会对企业造成一定的负面影响。这是因为 CEO 通常会在国外学习或工作很长一段时间，而国内社交方式可能会改变。在这种情况下当这些 CEO 在国内企业工作时，他们必须付出更多的努力来恢复社交网络。而且，国内企业可能很难适应资本结构调整的变化，造成了负面影响。

本文以短期债务、长期债务和总负债率作为资本结构的衡量方式，提出如下假设：

H1: CEO 海外经历会对短期负债率产生负面影响。

H2: CEO 海外经历会对长期负债率产生负面影响。

H3: CEO 海外经历会对总负债率产生负面影响。

由于 CEO 海外经历与资本结构之间的关系尚不明确，因此本文还提出了如下的交替假设：

H4: CEO 海外经历会对短期负债率产生正面影响。

H5: CEO 海外经历会对长期负债率产生正面影响。

H6: CEO 海外经历会对总负债率产生正面影响。

## 3. 研究设计和模型构建

### 3.1. 样本选择和数据来源

为了深入了解 CEO 海外经历是否会影响企业的资本结构，本文主要从国泰安(CSMAR)和 Wind 数据库搜集数据，数据处理软件主要包括 Excel、Stata15。以 2011~2020 年我国 A 股上市公司为研究样本，并对研究所需要的数据做了如下处理：

(1) 从数据库中获取每个 CEO 特征信息，然后通过搜索关键词“海外工作”和“海外教育”来确定 CEO 是否有海外经历。

(2) 由于金融、银行业的行业特殊性，本文剔除金融、银行业的数据。

(3) 剔除 ST、\*ST、PT 类的上市公司，因为这一类上市公司在经营中出现了重大问题甚至是连续亏损，这可能对实证结果有重大干扰。

(4) 剔除数据缺失较多的企业。

(5) 为了提高数据准确性，本文对所有连续变量在 1%和 99%分位数上进行了 winsorize 处理，以此来减少极端值的影响。

经上述筛选，最终在包含 3281 个独特企业的最终样本中得到 23658 个年度观测值的非平衡面板数据。

### 3.2. 变量定义

#### 3.2.1. 被解释变量

本文的被解释变量为资本结构，但关于企业资本结构如何去衡量，研究界还未有统一的标准。所以如何准确的衡量企业资本结构一直是此类研究的重点关注对象。借鉴前人的研究成果(Faccio *et al.*, 2016) [19]，资本结构可以从三个方面进行度量。如表 1，分别为短期负债率(Short-term debt ratio)、长期负债率(Long-term debt ratio)和总负债率(Total debt ratio)。其中，短期负债率是用短期债务总额占资产总额之比，

长期负债率是长期债务总额占资产总额之比，总负债率是总负债占资产总额之比。这三种企业资本结构的定义方式在一定程度上能够反映企业资本结构特征，选择这三者作为资本结构的代理变量具有合理性。

**Table 1.** Data description

**表 1.** 数据说明

被解释变量	
Short-term debt ratio (SDR)	短期债务/总资产
Long-term debt ratio (LDR)	长期债务/总资产
Total debt ratio (TDR)	总债务/总资产
解释变量	
Overseas Education	当 CEO 有海外教育经历时等于 1，否则等于 0。
Overseas Working	当 CEO 有海外工作经验时等于 1，否则等于 0。
企业层面控制变量	
Firm Size	企业总资产的自然对数
Firm Age	企业年龄的自然对数
ROA	净收入/总资产
Growth Rate	本年营业收入/上一年营业收入 - 1
Tangible Ratio	有形资产/总资产
Z-Score	z 分数
Book to Market	账面价值除以市场价值
EPS	净利润/发行的总股数
SOE	若企业为国企则取为 1，否则取为 0

### 3.2.2. 解释变量

CEO 海外经历是本文研究的解释变量。一般来说，CEO 海外经历可以分为海外教育经历和海外工作经历两种。因此，本文决定使用虚拟变量衡量的方式对该 CEO 海外经历进行衡量。海外教育经历(Overseas Education)是衡量 CEO 是否有过海外教育经历的虚拟变量，其中将有过海外教育经历的 CEO 取值设为 1，没有海外教育经历的 CEO 取值设为 0。海外工作经历(Overseas Working)也是评价 CEO 是否具备在海外经历的虚拟变量。当 CEO 有这种海外工作经历时，这个变量取值为 1，否则取值为 0。胡冬梅(2023) [20] 的研究遵循了这一测量方法。

### 3.2.3. 控制变量

除核心解释变量外，其他方面的企业特征也会影响公司资本结构。本文的控制变量是企业特征，包括企业规模、企业年龄、盈利能力、销售增长、有形资产比率、z 分数、账面市值比、每股收益和企业产权性质，本文对各变量的解释如下：

(1) 企业规模(Firm Size)，用企业总资产的自然对数表示；(2) 企业年龄(Firm Age)，企业年龄的自然对数表示。有三个变量被用来衡量公司的盈利能力，即(3) 资产收益率(ROA)；(4) 销售增长率(Growth Rate)；(5) 账面市值比(Book to Market)。其中资产收益率是净利润与总资产之比，销售增长率是本年营业收入/上一年营业收入-1，账面市值比是公司的账面价值与市值之比；(6) 有形资产比率(Tangible Ratio)是计算有形资产占总资产的比例；(7) z 分数(Z-Score)是检验企业是否破产的概率(Altman, 1968) [21]：

$$Z\text{-Score} = 1.2A + 1.4B + 3.3C + 0.6D + 1.0E,$$



其中  $A = \frac{\text{working capital}}{\text{total asset}}$  ,  $B = \frac{\text{retained earnings}}{\text{total asset}}$  ,  $C = \frac{\text{EBIT}}{\text{total asset}}$  ,  $D = \frac{\text{market value of total equity}}{\text{total liability}}$  ,  
 $E = \frac{\text{sales}}{\text{total liability}}$  。

z 分数越高, 银行破产的可能性越低; (8) 每股收益(EPS)是用净利润除以发行在外的加权平均股份得出的结果; (9) 企业产权性质(SOE)为虚拟变量, 若企业为国企则取为 1, 否则取为 0。CEO 特征层面控制变量涉及性别、年龄、学历、薪酬和任期, 此部分在附加控制变量实证部分出现。

### 3.3. 模型设计

为了验证前文的研究假设, 本文列出了三个回归模型:

$$\text{STD}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Overseas}_{i,t-1} + \text{Firm Controls}_{i,t-1} + \text{Year Dummy} + \text{Industry Dummy} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{LTD}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Overseas}_{i,t-1} + \text{Firm Controls}_{i,t-1} + \text{Year Dummy} + \text{Industry Dummy} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{TD}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Overseas}_{i,t-1} + \text{Firm Controls}_{i,t-1} + \text{Year Dummy} + \text{Industry Dummy} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, STD、LTD 和 TD 分别表示短期债务、长期债务和总债务。Overseas 分别指海外教育(Overseas Edu)和工作经历(Overseas Work)。企业控制变量涉及企业规模、企业年龄、盈利能力和 SOE。 $\beta_0$  为常数项,  $\varepsilon_{i,t}$  为误差项。本文对所有解释变量和控制变量使用了一年滞后。此外, 本文还在所有回归中控制了年份效应和行业效应, 以避免这些效应造成的差异。

## 4. 实证结果与分析

### 4.1. 描述性统计

表 2 报告了本文所使用的变量的汇总统计。统计数据包括观测数、均值、标准差、最小值、中位数和最大值。

对于因变量资本结构, 本文考虑了短期、长期和总债务, 并以原始数据和比率形式进行了报告。平均短期债务为 4270.32 万元, 是平均长期债务 1781.75 万元的近 3 倍。这种巨大的差异表明, 中国上市公司更喜欢短期债务, 而不是长期债务。这是因为, 由于无法预测的国情, 长期债务比短期债务波动更大。因此, 为了降低风险, 企业会选择短期债务(Huang and Song, 2006) [22]。

本文分别统计了海外教育和工作经历的情况。留学 CEO 的平均人数为 0.04 人, 即 4%的企业拥有海外教育经历的 CEO。这个数字低于海外工作经验 5%, 说明有海外工作经验的 CEO 更青睐中国市场。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

Var Name	Obs	Mean	SD	Min	Median	Max
SD_Raw	23658	4270.32	11158.98	28.36	942.80	80937.33
LD_Raw	23658	1781.75	6303.05	0.00	103.80	49354.79
TD_Raw	23658	6322.35	18468.12	35.09	1159.85	140786.00
SDR	23658	0.34	0.18	0.04	0.32	0.83
LDR	23658	0.08	0.10	0.00	0.04	0.47
TDR	23658	0.42	0.21	0.05	0.41	0.94
Overseas Edu.	23658	0.04	0.19	0.00	0.00	1.00
Overseas Work	23658	0.05	0.21	0.00	0.00	1.00

续表

Firm Size_Raw	23658	10663.22	26744.86	259.47	3010.97	200603.33
Firm Age_Raw	23658	15.43	5.65	3.00	15.00	29.00
ROA	23658	0.05	0.06	-0.18	0.04	0.24
Growth Rate	23658	0.17	0.36	-0.59	0.55	2.06
Tangible Ratio	23658	0.57	0.21	0.08	0.59	0.96
Z-Score_Raw	23658	7.85	10.87	0.51	4.03	66.93
Book to Market	23658	0.52	0.25	0.09	0.49	1.10
EPS	23658	0.40	0.43	-0.59	0.30	2.10
SOE	23658	0.38	0.49	0.00	0.00	1.00

#### 4.2. 回归结果

本文采用单变量回归和多元回归的方法来深入了解 CEO 海外经历与资本结构之间的关系。加入这两种回归的主要原因是通过加入控制变量来检验解释变量的符号和显著性水平是否发生了变化。表 3 详细说明了结果。

表 3 Panel A 报告了以短期债务为被解释变量的结果。本文发现，海外教育和工作经历均在 1% 的显著水平上负向影响短期债务。特别是，海外教育经历每增加一个单位，短期债务将减少 3.85% (第 3 列)，而海外工作经历每增加一个单位，短期债务将减少 4.73% (第 4 列)，表明海外工作经历对企业资本结构的影响比教育经历更大。对于这一结果，一个可能的解释是，拥有海外工作经历的 CEO 更有可能了解国际金融市场和多种融资渠道，因此更有可能通过低成本的国际融资来替代高成本的国内融资。此外，海外工作经历可能使 CEO 更加熟悉国际商业环境，提升企业的国际竞争力，从而减少了企业的短期债务。

表 3 的 Panel B 回归结果显示了与 Panel A 相反的结果。海外教育经历和工作经历都会增加长期债务总额。具体而言，如果一家企业的 CEO 有海外教育经历(第 3 列)，其长期债务将增加 0.5%，海外工作经历(第 4 列)的长期债务将增加 0.74%。这是因为拥有海外教育和工作经历的 CEO 更倾向于进行长期投资，如研发、品牌建设和市场开拓等，这些都需要大量的长期资金支持。同时，这些 CEO 可能更倾向于通过外部融资来支持这些长期投资，因此增加了企业的长期债务。这一结论也与许多理论和实证研究的发现相一致，即具有国际背景和经验的 CEO 更有可能推动企业的国际化战略和长期发展。

然而，如果把短期债务和长期债务放在一起看，Panel C 的迹象又转向了负值。这是因为短期债务占比是长期债务的三倍。因此，长期债务的积极效应会因为债务规模的不同而被抵消。这也说明了企业资本结构是一个复杂的问题，受到多种因素的影响。

因此，基于证据，本文认为，假设(1) (3) (5)应该被接受，而其他假设应该被拒绝。即海外教育和工作经历均对短期债务和总债务产生负向影响，而长期债务则会因海外教育和工作经历而产生正向影响。

Table 3. Regression results

表 3. 回归结果

Panel A. 短期负债率作为被解释变量				
Dep. Short-Term Ratio	(1)	(2)	(3)	(4)
Overseas Edu	-0.0414*** (-6.20)		-0.0385*** (-3.25)	
Overseas Work		-0.0561*** (-6.76)		-0.0473*** (-3.09)

续表

Firm Size			0.0281*** (26.51)	0.0282*** (26.53)
Firm Age			0.0411*** (12.34)	0.0409*** (12.29)
ROA			0.0483*** (13.60)	0.0483*** (13.60)
Sales Growth			0.2078*** (35.50)	0.2076*** (35.46)
Tangible Ratio			-0.0070*** (-55.54)	-0.0070*** (-55.61)
Ln (Z-Score)			-0.0073 (-1.20)	-0.0073 (-1.20)
Book to Market			0.0112*** (3.15)	0.0113*** (3.18)
EPS			0.0168*** (7.46)	0.0169*** (7.49)
SOE			0.0281*** (26.51)	0.0282*** (26.53)
Constant	0.2987*** (43.58)	0.2995*** (43.65)	-0.1882*** (-15.79)	-0.1884*** (-15.80)
Observation	20238	20238	20238	20238
Adj-R <sup>2</sup>	0.145	0.144	0.505	0.504
Year Effect	YES	YES	YES	YES
Industry Effect	YES	YES	YES	YES
Panel B. 长期负债率为被解释变量				
Dep. Long-Term Ratio	(1)	(2)	(3)	(4)
Overseas Edu.	0.0039*** (3.03)		0.0050** (2.04)	
Overseas Work		0.0095*** (3.04)		0.0074*** (3.63)
Firm Size			0.0222*** (34.15)	0.0222*** (34.28)
Firm Age			0.0044** (-2.35)	0.0043** (-2.32)
ROA			0.1999*** (11.91)	0.1998*** (11.90)
Sales Growth			0.0170*** (7.66)	0.0171*** (7.71)
Tangible Ratio			-0.1321*** (-36.03)	-0.1320*** (-36.01)
Ln (Z-Score)			-0.0003*** (-7.02)	-0.0003*** (-6.90)



续表

Book to Market			0.0421*** (12.15)	0.0420*** (12.12)
EPS			0.0040** (2.04)	0.0039** (2.00)
SOE			0.0011 (0.83)	0.0009 (0.69)
Constant	0.1478*** (23.96)	0.1478*** (23.94)	-0.0245*** (-2.90)	-0.0248*** (-2.93)
Observation	20238	20238	20238	20238
Adj-R <sup>2</sup>	0.232	0.230	0.465	0.463
Year Effect	YES	YES	YES	YES
Industry Effect	YES	YES	YES	YES
Panel C. 总负债率为被解释变量				
Dep. Total Debt Ratio	(1)	(2)	(3)	(4)
Overseas Edu.	-0.0510*** (-6.58)		-0.0031*** (-2.61)	
Overseas Work		-0.0697*** (-7.10)		-0.0133*** (-3.31)
Firm Size			0.0507*** (46.10)	0.0508*** (46.20)
Firm Age			0.0369*** (10.73)	0.0368*** (10.71)
ROA			0.9581*** (28.30)	0.9593*** (28.35)
Sales Growth			0.0667*** (18.06)	0.0668*** (18.09)
Tangible Ratio			-0.0762*** (-13.26)	-0.0762*** (-13.26)
Ln (Z-Score)			-0.0072*** (-52.46)	-0.0072*** (-52.50)
Book to Market			0.0519*** (8.08)	0.0518*** (8.07)
EPS			0.0160*** (4.36)	0.0160*** (4.37)
SOE			0.0175*** (7.78)	0.0173*** (7.72)
Constant	0.4456*** (47.56)	0.4455*** (47.50)	-0.1082*** (-8.01)	-0.1082*** (-8.02)
Observation	20238	20238	20238	20238
Adj-R <sup>2</sup>	0.162	0.160	0.610	0.612
Year Effect	YES	YES	YES	YES
Industry Effect	YES	YES	YES	YES

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

## 5. 进一步分析与稳健性检验

### 5.1. 替代模型

在前一节中，本文使用短期债务和长期债务来研究 CEO 海外经历的影响程度。而在这一节中，本文使用了一个不同的模型来检验 probit 模型的概率。probit 模型的被解释变量应该是虚拟变量，为了做到这一点，本文首先生成每年的短期、长期和总债务的行业平均数量，然后创建三个虚拟变量，当企业的实际数量高于行业平均数量时，该虚拟变量等于 1，否则为 0。然后，保持所有其他变量不变，重新进行回归。回归方程列示如下。表 4 详细报告了结果。

$$\text{STD\_Dummy}_{i,t} \begin{cases} 1 \\ 0 \end{cases} = \beta_0 + \beta_1 \text{Overseas}_{i,t-1} + \text{Firm Controls}_{i,t-1} + \text{Year Dummy} + \text{Industry Dummy} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$\text{LTD\_Dummy}_{i,t} \begin{cases} 1 \\ 0 \end{cases} = \beta_0 + \beta_1 \text{Overseas}_{i,t-1} + \text{Firm Controls}_{i,t-1} + \text{Year Dummy} + \text{Industry Dummy} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$\text{TD\_Dummy}_{i,t} \begin{cases} 1 \\ 0 \end{cases} = \beta_0 + \beta_1 \text{Overseas}_{i,t-1} + \text{Firm Controls}_{i,t-1} + \text{Year Dummy} + \text{Industry Dummy} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

总体而言，解释变量的结果与表 3 基准回归表一致，表明结果是稳健的。特别是在表 4 Panel A 列(3)中，数字-0.0606 表明，当企业拥有海外教育经历的 CEO 时，增加短期债务的概率将降低 5.46%，而当 CEO 拥有海外工作经历时，增加短期债务的概率将降低 6.06%。

Table 4. Alternative models

表 4. 替代模型

Panel A. 短期债务率为被解释变量				
Dep. SD_Dummy	(1)	(2)	(3)	(4)
Overseas Edu.	-0.0770*** (-4.45)		-0.0546*** (-5.22)	
Overseas Work		-0.0856*** (-4.66)		-0.0606*** (-4.63)
Firm Size			0.0765*** (20.76)	0.0766*** (20.78)
Firm Age			0.0927*** (7.96)	0.0924*** (7.94)
ROA			2.1285*** (19.92)	2.1313*** (19.95)
Sales Growth			0.1170*** (9.79)	0.1172*** (9.80)
Tangible Ratio			-0.4581*** (-24.93)	-0.4580*** (-24.92)
Ln (Z-Score)			-0.0151*** (-41.18)	-0.0151*** (-41.23)
Book to Market			0.0043 (0.20)	0.0041 (0.19)

续表

EPS			0.0410 <sup>***</sup>	0.0411 <sup>***</sup>
			(3.46)	(3.47)
SOE			0.0201 <sup>***</sup>	0.0199 <sup>***</sup>
			(2.61)	(2.59)
Constant	0.4425 <sup>***</sup>	0.4423 <sup>***</sup>	-0.4660 <sup>***</sup>	-0.4659 <sup>***</sup>
	(17.33)	(17.33)	(-10.33)	(-10.32)
Observation	20238	20238	20238	20238
Pseudo-R <sup>2</sup>	0.142	0.141	0.517	0.517
Year Effect	YES	YES	YES	YES
Industry Effect	YES	YES	YES	YES

Panel B. 长期负债率为被解释变量

Dep. LD_Dummy	(1)	(2)	(3)	(4)
Overseas Edu.	0.0595 <sup>***</sup>		0.0438 <sup>***</sup>	
	(3.92)		(2.45)	
Overseas Work		0.0632 <sup>***</sup>		0.0577 <sup>***</sup>
		(4.04)		(3.39)
Firm Size			0.1098 <sup>***</sup>	0.1099 <sup>***</sup>
			(31.15)	(31.18)
Firm Age			0.0162	0.0161
			(1.48)	(1.48)
ROA			0.8996 <sup>***</sup>	0.8995 <sup>***</sup>
			(9.02)	(9.02)
Sales Growth			0.0758 <sup>***</sup>	0.0760 <sup>***</sup>
			(6.56)	(6.57)
Tangible Ratio			-0.6188 <sup>***</sup>	-0.6186 <sup>***</sup>
			(-34.17)	(-34.17)
Ln (Z-Score)			-0.0039 <sup>***</sup>	-0.0039 <sup>***</sup>
			(-16.05)	(-16.01)
Book to Market			0.1467 <sup>***</sup>	0.1466 <sup>***</sup>
			(7.45)	(7.45)
EPS			0.0014	0.0014
			(0.12)	(0.13)
SOE			0.0036	0.0034
			(0.48)	(0.44)
Constant	0.3966 <sup>***</sup>	0.3966 <sup>***</sup>	-0.4161 <sup>***</sup>	-0.4165 <sup>***</sup>
	(15.96)	(15.95)	(-9.52)	(-9.53)
Observation	20238	20238	20238	20238
Pseudo-R <sup>2</sup>	0.125	0.125	0.439	0.439
Year Effect	YES	YES	YES	YES
Industry Effect	YES	YES	YES	YES

续表

Panel C. 总负债率为被解释变量				
Dep. TD_Dummy	(1)	(2)	(3)	(4)
Overseas Edu.	-0.0399*		-0.0179**	
	(-1.69)		(-2.11)	
Overseas Work		-0.0783***		-0.0520***
		(-3.95)		(-2.68)
Firm Size			0.1174***	0.1177***
			(34.34)	(34.44)
Firm Age			0.0658***	0.0659***
			(5.99)	(6.00)
ROA			2.5173***	2.5191***
			(24.18)	(24.21)
Sales Growth			0.1509***	0.1516***
			(13.39)	(13.47)
Tangible Ratio			-0.1293***	-0.1298***
			(-7.41)	(-7.45)
Ln (Z-Score)			-0.0126***	-0.0125***
			(-35.88)	(-35.85)
Book to Market			0.1157***	0.1150***
			(5.66)	(5.63)
EPS			0.0547***	0.0544***
			(4.78)	(4.76)
SOE			0.0209***	0.0197***
			(2.88)	(2.71)
Constant	0.5174***	0.5169***	-0.6756***	-0.6771***
	(20.21)	(20.18)	(-16.08)	(-16.11)
Observation	20238	20238	20238	20238
Pseudo-R <sup>2</sup>	0.136	0.137	0.541	0.541
Year Effect	YES	YES	YES	YES
Industry Effect	YES	YES	YES	YES

## 5.2. 附加控制变量

在基准回归部分，本文使用企业特征作为控制变量，因为资本结构可能会因企业特征的不同而不同 (David and O'Brien, 2006) [23]。然而，其他因素也会影响资本结构，例如 CEO 的特征。特别是 Naseem *et al.* (2019) [17] 以安曼证券交易所上市的 201 家非金融类企业为研究对象，研究了 CEO 特征与资本结构的关系，结果表明性别和年龄会对资本结构产生深刻影响。因此，本文决定添加 CEO 特征作为额外的控制，然后重新运行回归，以检查结果是否与主回归中显示的一致。

关于 CEO 特征，性别衡量 CEO 是男性还是女性，当 CEO 是男性时，数值为 1，否则为 0。年龄是 CEO 的年龄取自然对数。教育背景是检验 CEO 是否受过高等教育的虚拟变量。在本文中，CEO 获得硕

士及以上学历是高水平教育的标志。根据 CSMAR 数据库的披露，CEO 的学历以不同的数字记录，其中 4 为硕士学位，5 为博士学位。因此，如果 CEO 教育的原始数量等于或大于 4，则虚拟变量教育将等于 1，否则将等于 0。薪酬是一个 CEO 的年薪在自然对数格式。任期是衡量每个 CEO 的合同期限，本文也取了这个变量的自然对数。

总体而言，在表 5 中加入更多控制变量后，符号和显著性水平保持不变，表明海外教育和工作经历都能降低短期债务和总债务，但会增加长期债务金额。针对 CEO 的特征，本文发现薪酬对企业债务有负向的影响。这表明，工资越高企业的债务越低，这是合理的，因为 CEO 的薪酬结构是定期加股权。因此，降低负债的比例，也就相应地增加了股权，最终增加了薪酬。

**Table 5.** Additional control variables  
**表 5.** 附加控制变量

	Short-term Debt Ratio		Long-term Debt Ratio		Total Debt Ratio	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Overseas Edu.	-0.0265*** (-3.30)		0.0148* (1.95)		-0.0117*** (-3.34)	
Overseas Work		-0.0355*** (-3.93)		0.0167** (2.03)		-0.0121** (-2.09)
Gender	-0.0020 (-0.52)	-0.0022 (-0.56)	-0.0019 (-0.84)	-0.0020 (-0.89)	-0.0038 (-0.97)	-0.0040 (-1.02)
Age	0.0071 (0.96)	0.0065 (0.87)	-0.0051 (-1.23)	-0.0058 (-1.37)	0.0024 (0.32)	0.0012 (0.16)
Education	-0.0024*** (-3.75)	-0.0024*** (-3.73)	0.0009** (2.18)	0.0010** (2.44)	-0.0014** (-2.20)	-0.0013** (-2.03)
Tenure	-0.0067*** (-4.16)	-0.0067*** (-4.15)	-0.0022** (-2.33)	-0.0022** (-2.33)	-0.0090*** (-5.35)	-0.0090*** (-5.34)
Compensation	-0.0176*** (-2.95)	-0.0162*** (-2.74)	-0.0605*** (-3.27)	-0.0628*** (-3.39)	-0.0196*** (-3.64)	-0.0184*** (-3.43)
Firm Size	0.0286*** (25.91)	0.0286*** (25.94)	0.0223*** (32.70)	0.0223*** (32.79)	0.0513*** (44.21)	0.0514*** (44.29)
Firm Age	0.0404*** (11.97)	0.0404*** (11.94)	-0.0037* (-1.95)	-0.0036* (-1.91)	0.0371*** (10.63)	0.0371*** (10.63)
ROA	-0.7416*** (-23.07)	-0.7423*** (-23.11)	-0.1982*** (-11.74)	-0.1983*** (-11.75)	-0.9549*** (-28.24)	-0.9557*** (-28.28)
Sales Growth	0.0489*** (13.72)	0.0489*** (13.71)	0.0167*** (7.50)	0.0168*** (7.54)	0.0671*** (18.09)	0.0671*** (18.11)
Tangible Ratio	0.2082*** (35.54)	0.2080*** (35.51)	-0.1325*** (-36.08)	-0.1324*** (-36.09)	0.0763*** (13.27)	0.0762*** (13.26)
Ln (Z-Score)	-0.0070*** (-55.48)	-0.0070*** (-55.55)	-0.0003*** (-7.16)	-0.0003*** (-7.06)	-0.0072*** (-52.50)	-0.0072*** (-52.53)
Book to Market	0.0056 (0.92)	0.0056 (0.92)	0.0423*** (12.13)	0.0423*** (12.13)	0.0504*** (7.83)	0.0503*** (7.82)

续表

EPS	0.0106*** (2.96)	0.0107*** (2.99)	0.0040** (2.04)	0.0039** (2.00)	0.0153*** (4.17)	0.0154*** (4.18)
SOE	0.0157*** (6.89)	0.0158*** (6.92)	0.0013 (0.94)	0.0011 (0.83)	0.0166*** (7.24)	0.0165*** (7.21)
Constant	-0.0961*** (-3.13)	-0.0937*** (-3.04)	-0.0062 (-0.35)	-0.0042 (-0.24)	-0.1063*** (-3.34)	-0.1019*** (-3.19)
Observation	20238	20238	20238	20238	20238	20238
Pseudo-R <sup>2</sup>	0.505	0.505	0.463	0.463	0.613	0.613
Year Effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry Effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES

### 5.3. 企业固定效应

最后，本文利用企业固定效应来缓解企业间的个体异质性。表 6 报告了结果。

解释变量的检验结果与其他检验结果一致，进一步证实了结果的稳健性。说明 CEO 海外经历与资本结构之间存在关系。此外，在企业固定效应模型中，由于国有企业具有性质不变特性，本文没有将国有企业包括在内，这一点已被模型自动省略。

Table 6. Firm fixed effects

表 6. 企业固定效应

	Short-term Debt Ratio		Long-term Debt Ratio		Total Debt Ratio	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Overseas Edu.	-0.0146* (-1.74)		0.0115* (1.84)		-0.0130* (-1.86)	
Overseas Work		-0.0174** (-2.36)		0.0173** (2.28)		-0.0149** (-2.21)
Firm Size	0.0217*** (5.32)	0.0217*** (5.32)	0.0371*** (14.84)	0.0371*** (14.86)	0.0591*** (14.48)	0.0592*** (14.50)
Firm Age	0.0958*** (3.65)	0.0960*** (3.66)	-0.0305* (-1.92)	-0.0307* (-1.93)	0.0681** (2.50)	0.0681** (2.51)
ROA	0.2427*** (5.89)	0.2423*** (5.88)	0.1501*** (5.94)	0.1506*** (5.96)	0.4006*** (8.97)	0.4006*** (8.96)
Sales Growth	0.0402*** (12.26)	0.0402*** (12.24)	0.0034 (1.62)	0.0034 (1.64)	0.0444*** (13.41)	0.0445*** (13.39)
Tangible Ratio	-0.0853*** (-5.63)	-0.0853*** (-5.64)	-0.0874*** (-9.40)	-0.0875*** (-9.40)	-0.0026 (-0.17)	-0.0026 (-0.17)
Ln (Z-Score)	-0.0048*** (-24.68)	-0.0048*** (-24.71)	-0.0006*** (-7.84)	-0.0006*** (-7.82)	-0.0054*** (-24.80)	-0.0054*** (-24.81)
Book to Market	0.0061 (0.81)	0.0061 (0.82)	0.0268*** (5.52)	0.0268*** (5.53)	0.0218*** (2.67)	0.0218*** (2.68)



续表

EPS	0.0118** (2.39)	0.0119** (2.40)	0.0046 (1.48)	0.0046 (1.49)	0.0069 (1.40)	0.0069 (1.40)
SOE	0.0179*** (7.34)	0.0177*** (7.27)	0.0017 (1.23)	0.0016 (1.18)	0.0163*** (6.58)	0.0161*** (6.53)
Constant	-0.0336 (-0.52)	-0.0340 (-0.52)	-0.1105*** (-2.81)	-0.1102*** (-2.80)	-0.1525** (-2.27)	-0.1526** (-2.27)
Observation	20238	20238	20238	20238	20238	20238
Pseudo-R <sup>2</sup>	0.178	0.178	0.187	0.187	0.302	0.302
Year Effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry Effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES

## 6. 结论

本文以中国上市企业为研究对象，研究 CEO 海外经历与资本结构的关系。发现 CEO 海外教育和工作经历对短期债务和总债务都有负向影响，而经历对长期债务有正向影响。证据研究表明，具有海外经验的 CEO 更注重企业的长期发展，利用长期债务可以有效减轻企业的财务负担。本文的创新点在于通过对海外教育经历与海外工作经历之间的关系进行检验，并对海外教育经历与工作经历之间的影响差异进行初步研究和稳健性检验，证明了 CEO 海外经历与资本结构之间的关系。特别是发现了海外工作经历对资本结构的影响比海外教育经历的影响更大。

但是值得注意的是，本文的研究并不完善。一个主要的局限性是，在划分高管海外背景的异质性时，由于数据的缺乏，本文无法区分高管海外经历的国家来源。实际上，高管的海外背景来自不同的国家，如发达国家或不发达国家，高收入国家或低收入国家，在高管价值观和技术知识的获取上存在显著差异。因此，进一步的研究应该试图确定 CEO 在哪个国家接受教育或工作。还可以研究不同行业、不同规模和不同地域的企业在面对 CEO 海外经历时是如何调整其资本结构的。

基于本文实证结果，在政府和企业管理层面提出以下建议：一是政府需要加快海外高层次人才引进，积极为海外高层次人才回国提供政策保障，创造良好的社会环境；各地区还应放宽海外人才落户政策，设立“海外高层次人才服务窗口”，并根据本地区的经济发展水平和人才需求结构，安排专项资金，提高归国人才福利待遇和生活津贴。

其次，企业需要引进海归，优化招聘和选拔流程。具体而言，在招聘海归时，企业应仔细考察候选人的工作经历和教育背景，重点关注其海外工作经历；还可以直接聘请在海外企业担任重要职位的高管回国担任企业 CEO，还可以采用新的人才培养模式，在企业内部选拔。为了充分发挥海归 CEO 背景对企业海外化绩效提升的作用，有可能被提升为 CEO 的高管将被派往国外工作或深造。同时，对于已经担任 CEO 的海归人才，企业应为其提供更多的培训和发展机会，以进一步发挥其在企业管理和决策方面的优势。

## 参考文献

- [1] Berger, A.N. and Di Patti, E.B. (2006) Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry. *Journal of Banking and Finance*, 30, 1065-1102. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.015>
- [2] Hutchinson, R.W. (1995) The Capital Structure and Investment Decisions of the Small Owner-Managed Firm: Some Exploratory Issues. *Small Business Economics*, 7, 231-239. <https://doi.org/10.1007/BF01135368>

- [3] Joliet, R. and Muller, A. (2013) Capital Structure Effects of International Expansion. *Journal of Multinational Financial Management*, **23**, 375-393. <https://doi.org/10.1016/j.mulffin.2013.08.002>
- [4] Graham, J.R., Harvey, C.R. and Puri, M. (2013) Managerial Attitudes and Corporate Actions. *Journal of Financial Economics*, **109**, 103-121. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.010>
- [5] Malmendier, U. and Tate, G. (2008) Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, **89**, 20-43. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>
- [6] 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>
- [7] Cumming, D., Duan, T., Hou, W. and Rees, W. (2015) Does Overseas Experience Matter? A Study of Returnee CEOs and IPOs of Chinese Entrepreneurial Firms. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, **2015**, 10324. <https://doi.org/10.5465/ambpp.2015.10324abstract>
- [8] Qiu, S., Liu, X. and Gao, T. (2017) Do Emerging Countries Prefer Local Knowledge or Distant Knowledge? Spillover Effect of University Collaborations on Local Firms. *Research Policy*, **46**, 1299-1311. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2017.06.001>
- [9] Song, J., Almeida, P. and Wu, G. (2003) Learning-by-Hiring: When Is Mobility More Likely to Facilitate Interfirm Knowledge Transfer? *Management Science*, **49**, 351-365. <https://doi.org/10.1287/mnsc.49.4.351.14429>
- [10] Filatotchev, I., Liu, X., Lu, J. and Wright, M. (2011) Knowledge Spillovers through Human Mobility across National Borders: Evidence from Zhongguancun Science Park in China. *Research Policy*, **40**, 453-462. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2011.01.003>
- [11] Gong, T. and Tang, Y. (2019) How CEO Power within Boards and TMT Moderate Effect of CEO's International Experience on Firms' Earnings Management. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, **2019**, 14572. <https://doi.org/10.5465/AMBPP.2019.14572abstract>
- [12] Le, S. and Kroll, M. (2017) CEO International Experience: Effects on Strategic Change and Firm Performance. *Journal of International Business Studies*, **48**, 573-595. <https://doi.org/10.1057/s41267-017-0080-1>
- [13] Obukhova, E. (2012) The Role of Returnee-Entrepreneurs in Cluster Emergence: The Case of Shanghai's Semiconductor-Design Industry.
- [14] Frank, M.Z. and Goyal, V.K. (2007) Corporate Leverage: How Much Do Managers Really Matter? <https://doi.org/10.2139/ssrn.971082>
- [15] Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, **13**, 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- [16] Krüger, P., Landier, A. and Thesmar, D. (2015) The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate. *The Journal of Finance*, **70**, 1253-1285. <https://doi.org/10.1111/jofi.12250>
- [17] Naseem, M.A., Lin, J., Ur Rehman, R., Ahmad, M.I. and Ali, R. (2019) Does Capital Structure Mediate the Link between CEO Characteristics and Firm Performance? *Management Decision*, **58**, 164-181.
- [18] Li, H., Meng, L., Wang, Q. and Zhou, L.-A. (2008) Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms. *Journal of Development Economics*, **87**, 283-299. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2007.03.001>
- [19] Faccio, M., Marchica, M.-T. and Mura, R. (2016) CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation. *Journal of Corporate Finance*, **39**, 193-209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>
- [20] 胡冬梅, 李世根. 高管海外背景对企业金融投资的作用效果研究[J]. 西部经济理论论坛, 2023, 34(2): 19-28.
- [21] Altman, E.I. (1968) Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, **23**, 589-609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- [22] Huang, G. and Song, F.M. (2006) The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, **17**, 14-36. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2005.02.007>
- [23] David, P. and O'Brien, J. (2006) Capital Structure, R and D Investment, and Firm Performance: Effects of Heterogeneity among Lenders. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, **2006**, JJ1-JJ6. <https://doi.org/10.5465/ambpp.2006.22896786>