

# 海归人才有助于企业债务融资吗？

## ——基于 CEO 权力视角的分析

张腾 刘炳茹 卢闯

**摘要：**本文以2008~2016年A股上市公司为样本，基于CEO权力视角，研究了CEO海外经历对企业债务融资成本的影响。研究发现，具备海外经历的CEO所在企业拥有更低的债务融资成本；当具有海外经历的CEO持有公司股权、在公司任职时间较长、具备较高的学历时，更能发挥对于公司债务融资成本的降低作用。本文的研究丰富了CEO海外经历对企业财务行为影响方面的研究，也为全面评估人才引进政策补充了经验证据。

**关键词：**海外经历；债务融资成本；CEO权力

**中图分类号：**F272；F276.6 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2020)02-0093-12

### 一、引言

改革开放40年来，我国正逐步由大规模的“留学潮”转为“归国潮”，留学回国人数稳步提升，高层次人才回流趋势明显。教育部数据显示，1978至2017年底，留学归国人数累计高达313.20万人，占已完成学业留学生人数的83.73%。相较而言，有过海外留学、进修经历的归国人才有独特的人力资本与社会资本优势(刘青等, 2013)，高管拥有海外经历往往也会在推动企业良好运作中起到积极的作用。

已有研究表明，聘请具有海外经历的董事或高级管理人员可以有效改善公司的运营方式、治理水平，进而提升公司业绩(Filatov等, 2009; 刘青等, 2013; Giannetti等,

2015)、提高投资效率(代昀昊和孔东民, 2017)、抑制盈余管理(杜勇等, 2018)、促进企业履行社会责任(文雯和宋建波, 2017)等。上述证据表明，海归人才可以凭借自身优势在微观企业层面发挥积极影响，但对于海归高管如何影响企业债务融资行为关注不足。

在我国，以银行等传统金融机构贷款方式为代表的债务融资仍然是企业使用频率最高、最为普遍的融资渠道(姚立杰等, 2018)。债务融资能够通过约束经理人的行为、减少信息不对称等途径在一定程度上起到改善公司治理、提高企业市场价值的作用(汪辉, 2003; 范从来和叶宗伟, 2004; 陈汉文和周中胜, 2014)。债务融资成本，衡量了企业获得债务融资所需付出的代价，反映了企业获得债务融资难易程度、自身信用风险及信誉认可度的高低(周楷唐

收稿日期：2019-10-27

基金项目：国家社会科学基金项目(19BJY019)；国家自然科学基金面上项目(71672208, 71472002)

作者简介：张腾，中央财经大学会计学院硕士研究生；

刘炳茹，通讯作者，河北大学经济学院博士生，河北中医学院财务处；

卢闯，中央财经大学会计学院教授，博士生导师。

等, 2017)。但已有关于债务融资成本影响因素的文献大多集中于公司治理水平(蒋琰, 2009)、信息披露质量(李志军和王善平, 2011)、内部控制质量(陈汉文和周中胜, 2014)、公司避税(姚立杰等, 2018)等方面, 从高管个人特质入手进行研究的文献也多集中于高管学术经历(周楷唐等, 2017)、高管财务经历(衣亚苹, 2018), 鲜有文献涉及高管海外经历对于公司债务融资成本的影响。CEO处于公司经营决策的核心位置, 对企业经营决策具有十分重要的作用(权小锋和吴世农, 2010; 杜勇等, 2018), 那么, CEO海外经历是否会对公司的债务融资成本产生影响? 这种影响在不同条件下是否存在差异?

为回答上述问题, 本文选取2008~2016年A股上市公司作为研究样本, 实证分析了CEO海外经历是否会对企业的债务融资成本产生影响。研究表明, 具有海外经历的CEO所任职的公司呈现出更低的债务融资成本。继续沿CEO个人特征进行检验后发现, 当CEO持有公司股权、任职时间较长、具有较高学历, 即CEO权力较大时, 其海外经历对公司债务融资成本的降低作用更加显著。上述结论在控制内生性问题、替换核心解释变量等稳健性测试后仍然成立。本文的研究从缓解融资约束角度为海归人才提升企业价值的具体机制提供了有益补充, 丰富了高管个人特质影响企业经营决策的相关文献, 也为企业更好地发挥海归人才价值提供了一定的借鉴意义。

本文的后续内容安排如下: 第二部分为理论分析与研究假设, 第三部分为研究设计, 第四部分为实证分析, 第五部分为稳健性检验, 最后为研究结论与启示。

## 二、理论分析与研究假设

高阶梯队理论认为, 公司管理层的个人特质可以影响企业的经营决策及财务行为(Hambrick和Mason, 1984)。海外经历意味着不同地域文化的碰撞与交流, 这种经历会使海归高管在认知和能力等方面与其他高管有所不同(杜勇等, 2018), 进而影响到企业决策。海外留学经历使得CEO能够接触并系统地学习国际先进的专业理论, 形成完整的知识体系; 海外工作经历则帮助CEO积累更加丰富的实践经验, 提升自身的管理能力(Duan和Hou, 2014)。本文认为, 海归CEO可以通过发挥自身才能影响企业融资活动。

作为支持企业经营发展的重要角色, 海归CEO更能在企业决策中体现自身特质、发挥治理才能, 享有更强的话语权, 强化自身决策的影响力(宋建波和文雯, 2016)。具体来说, 拥有海外经历CEO的治理才能体现在两个方面。

首先, 海归人才更有助于改善企业的经营状况。海归CEO往往凭借扎实的理论基础和优异的管理能力帮助企业更好地优化资源配置(宋建波等, 2017; 杜勇等, 2018), 提高经营效率, 保障企业的长久健康发展。具有海外经历的CEO可以更加敏锐和准确捕捉到投资机会, 提高企业投资效率(代昀昊和孔东民, 2017), 促进企业创新投入等价值增值活动(宋建波和文雯, 2016; Yuan和Wen, 2018), 提升企业价值。海归CEO对于企业经营业绩的改善将会对企业履行债务契约提供更加确定的保证。由此, 企业无法偿还欠款的不确定性减小, 债权人提供贷款时所要求的风险溢价也随之降低, 债务融资成本下降。

其次, 海归高管能够改善企业的治理环境。海外相对完善的市场环境使得海归CEO更加注重维护利益相关者的合法权益, 促使企业遵循更为严格的治理准则, 并将所积累的公司治理经验应用于任职公司, 使公司治理水平得到有效改善(Giannetti等, 2015)。治理水平的提升有助于会计信息更加真实地反映公司财务状况, 企业与债权人之间的信息不对称程度降低。债权人对公司财务状况的把控程度越大, 其贷款决策误判的风险越小(Bharath等, 2008), 提供贷款所需的风险补偿越低(Zhang, 2008), 公司债务融资成本也越低。

综合上述分析, 本文提出假设1:

H1: CEO海外经历有助于降低公司债务融资成本。

CEO权力泛指CEO对公司经营决策的影响能力(卢锐, 2007; Jirapron等, 2012)。Jensen和Meckling(1976)认为, 赋予CEO一定的自主权可以更加促进CEO发挥个人才能, 体现自身“企业家精神”。Finkelstein(1992)依据高管人员的自身特征, 将CEO权力具体划分为四种类型: 所有权权力、组织权力、专家权力和声望权力。所有权权力表示CEO对公司的控制程度, 当CEO拥有股权时, 其既是管理者又是股东, 在公司经营决策中享有更强的话语权(权小锋和吴世农, 2010)。组织权力是基于企业组织层级的控制力和影响力, 这使得CEO通过控制下属的行为来管理公司经营的不确定性。专家权力则衡量了CEO是否具备特定领域的职能专长, 从而有效管理公司, 更好地应对复杂的外部环境。声望权力则代表CEO的社会认可度, 声望较高的CEO能帮助公司赢得社会公众的认可与支持。结合上述理论分析, 具有较大权力的CEO对于公司的融资决策具有更强的影响力, 掌握的信息更加全面, 积累的优质资源也更多, 更能在企业融资活动中发挥自身优势。因此, CEO海外经历对公司债务融资成本的降低作用应当更为显著。

在此基础上，本文提出假设 2：

H2：CEO 权力强度对 CEO 海外经历带来的债务融资成本下降具有显著的促进作用。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选取与数据来源

本文借鉴周楷唐等(2017)，从 CSMAR 数据库中选取 2008~2016 年 A 股上市公司作为初始样本，并进行如下处理：(1)剔除金融行业样本；(2)剔除控制变量缺失样本；(3)剔除异常值(如资产负债率大于 1)样本。为减轻极端值的影响，对所有连续变量进行上下 1% 的 Winsorize 处理，最终得到 13 568 个公司一年度观测值。

#### (二) 模型构建与变量定义

本文构建模型(1)来检验 CEO 海外经历对企业债务融资成本的影响。其中，被解释变量为债务融资成本(Debt\_cost)，解释变量为 CEO 海外经历(Oversea\_CEO)，控制变量(Control)为一系列可能影响企业债务融资成本的企业特征变量。若假设 1 成立， $\beta_1$  应显著为负。

$$Debt\_cost_t = \beta_0 + \beta_1 Oversea\_CEO_t + \sum Control_t + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_t \quad (1)$$

具体的变量定义如下：

被解释变量：债务融资成本。参考 Pittman 和 Fortin(2004)、周楷唐等(2017)，本文以利息支出除以长短期债务总额平均值度量企业债务融资成本(Debt\_cost)。

解释变量：CEO 海外经历。参考杜勇等(2018)，构造

虚拟变量 Oversea\_CEO，其定义为：若 CEO 拥有海外学习或工作经历则取值为 1，否则为 0。

其他控制变量。参考 Pittman 和 Fortin(2004)、姜付秀等(2016)、周楷唐等(2017)，本文在模型中设置了如下控制变量：公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、盈利能力(ROA)、有形资产比重(PPE)、现金流量(FCF)、是否亏损(Loss)、成长能力(Growth)、第一大股东持股比例(Top1)、独立董事比例(Indep)、产权性质(Soe)、两职合一(Dual)和审计质量(Big4)。此外，加入年度虚拟变量(Year)和行业虚拟变量(Industry)，以控制年度和行业固定效应。

表 1 报告了本文主要变量的定义和说明。

### 四、实证分析

#### (一) 描述性统计与相关性分析

表 2 的 Panel A 报告了本文主要变量的描述性统计结果。结果显示，Debt\_cost 的平均值为 0.054，中位数为 0.050，表明样本公司平均债务融资成本为 5.4%，并不算高。同时，在所有样本中，约有 5.2% 的观测值存在具有海归特征的 CEO，说明在我国上市公司中，具有海外经历的 CEO 仍属于稀缺性人才。而 CEO 海外经历(Oversea\_CEO)的标准差为 0.223，说明不同公司对于海归 CEO 的聘任倾向有所不同。其他描述性统计结果与已有文献相比均在合理区间。

表 2 的 Panel B 报告了 CEO 海外经历与企业债务融资成本的单变量检验结果。根据企业是否具有拥有海外经历

表 1 变量定义

变量类别	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	债务融资成本	Debt_cost	利息支出/[长期债务总额+短期债务总额]/2]
解释变量	海外经历	Oversea_CEO	若 CEO 拥有海外学习或工作经历取值为 1，否则为 0
控制变量	公司规模	Size	总资产自然对数
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	盈利能力	ROA	净利润/总资产
	有形资产比重	PPE	(固定资产+存货)/总资产
	现金流量	FCF	经营活动利润/总资产
	是否亏损	Loss	净利润为负时取值为 1
	成长能力	Growth	(本年营业收入-上年营业收入)/本年营业收入
	第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股比例
	独立董事比例	Indep	独立董事人数/董事会人数
	产权性质	Soe	国有企业取值为 1，非国有企业取值为 0
	两职合一	Dual	若董事长与总经理同一人，取值为 1
审计质量	Big4	审计师来自国际四大会计师事务所，取值为 1	

表2 描述性统计

Panel A : 全样本								
变量符号	观测数	均值	最小值	最大值	标准差	P25	中位数	P75
Debt_cost	13 568	0.054	0.000	0.207	0.039	0.023	0.050	0.077
Oversea_CEO	13 568	0.052	0.000	1.000	0.223	0.000	0.000	0.000
Size	13 568	22.072	18.831	26.071	1.272	21.177	21.905	22.792
ROA	13 568	0.034	-0.380	0.220	0.054	0.011	0.032	0.060
Lev	13 568	0.471	0.028	0.998	0.202	0.315	0.471	0.623
PPE	13 568	0.404	0.010	0.850	0.177	0.274	0.399	0.529
FCF	13 568	0.042	-0.232	0.307	0.072	0.003	0.041	0.084
Loss	13 568	0.107	0.000	1.000	0.309	0.000	0.000	0.000
Growth	13 568	0.070	-3.200	0.857	0.288	-0.031	0.097	0.212
Top1	13 568	0.355	0.003	0.900	0.152	0.235	0.337	0.459
Indep	13 568	0.371	0.091	0.800	0.056	0.333	0.333	0.400
Soe	13 568	0.534	0.000	1.000	0.499	0.000	1.000	1.000
Dual	13 568	0.020	0.000	1.000	0.141	0.000	0.000	0.000
Big4	13 568	0.063	0.000	1.000	0.244	0.000	0.000	0.000

  

Panel B : 单变量检验		
	Debt_cost 均值	Debt_cost 中位数
无海归特征 : Oversea_CEO=0 (N=12 857)	0.059	0.055
有海归特征 : Oversea_CEO=1 (N=711)	0.052	0.046
Diff( 无海归特征 - 有海归特征)	0.006***	0.009***

的CEO,将所有样本分为有海归特征(Oversea\_CEO=1)与无海归特征(Oversea\_CEO=0)两组,并对两组样本的公司债务融资成本进行均值检验和中位数检验。结果显示,无海归特征(Oversea\_CEO=0)组债务融资成本的均值为0.059,中位数为0.055;有海归特征(Oversea\_CEO=1)组债务融资成本的均值为0.052,中位数为0.046。具备海外经历的CEO所任职公司呈现较低的债务融资成本,且该差异显著(均值检验和中位数检验均在1%水平上显著),初步证实了本文的研究假设。

表3报告了本文主要变量的Pearson相关系数矩阵。可以发现,CEO海外经历(Oversea\_CEO)与公司债务融资成本(Debt\_cost)的相关系数为负,且在1%的水平上显著,与研究假设1一致。变量之间的相关系数绝大多数控制在0.5以内,因此多重共线性问题对本文的结果干扰不大。

## (二)回归结果分析

### 1. CEO海外经历与债务融资成本

表4报告了研究假设1的实证检验结果,被解释变量为公司债务融资成本(Debt\_cost)。第(1)列仅包含了解释变量。结果显示,CEO海外经历(Oversea\_CEO)的估计系

数为-0.005,在1%的水平上显著,表明CEO海外经历可以显著降低公司债务融资成本。第(2)列仅包含了控制变量。结果显示,企业盈利能力(ROA)的估计系数显著为负,而资产负债率(Lev)的估计系数显著为正,表明企业盈利能力越强、负债水平越低,债务融资成本越低。该结果与周楷唐等(2017)的研究结果保持一致。第(3)列同时包含了解释变量和控制变量。CEO海外经历估计系数的显著性与第(1)列结果基本一致,CEO海外经历(Oversea\_CEO)的系数为-0.005,且在1%的水平上显著。表明在控制公司基本特征的基础上,CEO海外经历可以降低公司债务融资成本约0.5个百分点。由于不存在海归CEO的上市公司平均债务融资成本为0.059,因此CEO海外经历可以降低公司债务融资成本约8.47%(0.005/0.059),具有较好的经济意义。这一发现支持了研究假设1。其他控制变量与第(2)列结果基本一致。

### 2. CEO海外经历、CEO权力与债务融资成本

针对假设2及CEO权力的四分类,本文采用CEO持股情况、CEO任期和CEO学历分别对CEO权力进行度量,检验在CEO权力强度不同的情况下,CEO海外经历对债务

表3 相关性分析

	Debt_cost	Overseas_CEO	Size	ROA	Lev	PPE	FCF	Loss	Growth	Top1	Indep	Soe	Dual	Big4
Debt_cost	1.000													
Overseas_CEO	-0.039 <sup>***</sup>	1.000												
Size	0.064 <sup>***</sup>	0.074 <sup>***</sup>	1.000											
ROA	-0.232 <sup>***</sup>	0.067 <sup>***</sup>	0.044 <sup>***</sup>	1.000										
Lev	0.211 <sup>***</sup>	-0.095 <sup>***</sup>	0.398 <sup>***</sup>	-0.394 <sup>***</sup>	1.000									
PPE	0.265 <sup>***</sup>	-0.121 <sup>***</sup>	0.108 <sup>***</sup>	-0.201 <sup>***</sup>	0.280 <sup>***</sup>	1.000								
FCF	0.012	0.003	0.094 <sup>***</sup>	0.347 <sup>***</sup>	-0.123 <sup>***</sup>	0.107 <sup>***</sup>	1.000							
Loss	0.144 <sup>***</sup>	-0.038 <sup>***</sup>	-0.071 <sup>***</sup>	-0.652 <sup>***</sup>	0.223 <sup>***</sup>	0.125 <sup>***</sup>	-0.176 <sup>***</sup>	1.000						
Growth	-0.129 <sup>***</sup>	0.054 <sup>***</sup>	0.069 <sup>***</sup>	0.343 <sup>***</sup>	-0.035 <sup>***</sup>	-0.064 <sup>***</sup>	0.074 <sup>***</sup>	-0.289 <sup>***</sup>	1.000					
Top1	-0.058 <sup>***</sup>	0.002	0.272 <sup>***</sup>	0.097 <sup>***</sup>	0.047 <sup>***</sup>	0.093 <sup>***</sup>	0.095 <sup>***</sup>	-0.061 <sup>***</sup>	0.027 <sup>***</sup>	1.000				
Indep	-0.028 <sup>***</sup>	0.044 <sup>***</sup>	0.047 <sup>***</sup>	-0.028 <sup>***</sup>	-0.008 <sup>***</sup>	-0.039 <sup>***</sup>	-0.036 <sup>***</sup>	0.008 <sup>***</sup>	-0.006 <sup>***</sup>	0.039 <sup>***</sup>	1.000			
Soe	0.044 <sup>***</sup>	-0.185 <sup>***</sup>	0.296 <sup>***</sup>	-0.117 <sup>***</sup>	0.293 <sup>***</sup>	0.180 <sup>***</sup>	0.065 <sup>***</sup>	0.079 <sup>***</sup>	-0.081 <sup>***</sup>	0.155 <sup>***</sup>	-0.055 <sup>***</sup>	1.000		
Dual	-0.002	0.018 <sup>***</sup>	-0.044 <sup>***</sup>	-0.032 <sup>***</sup>	-0.018 <sup>***</sup>	-0.014 <sup>***</sup>	-0.019 <sup>***</sup>	0.020 <sup>***</sup>	-0.020 <sup>***</sup>	-0.024 <sup>***</sup>	0.029 <sup>***</sup>	-0.052 <sup>***</sup>	1.000	
Big4	-0.013	0.136 <sup>***</sup>	0.410 <sup>***</sup>	0.055 <sup>***</sup>	0.094 <sup>***</sup>	0.027 <sup>***</sup>	0.106 <sup>***</sup>	-0.029 <sup>***</sup>	0.002	0.158 <sup>***</sup>	0.058 <sup>***</sup>	0.149 <sup>***</sup>	-0.014	1.000

融资成本的降低作用是否有所差异。

(1) CEO 持股情况的异质性检验

当具备海外经历的CEO同时拥有股权时,其权力更大,更能在融资决策中展现自身才能,降低债务融资成本。为验证这一逻辑,本文借鉴权小锋和吴世农(2010)、杨兴全等(2014),以CEO持股情况度量CEO权力,将样本分为CEO持股组和CEO未持股组。

表5报告了CEO的持股情况是否会影响CEO海外经历与债务融资成本之间的关系。第(1)列CEO持股组中,CEO海外经历(Overseas\_CEO)的系数为-0.007,在1%水平上显著;而第(2)列CEO未持股中,CEO海外经历(Overseas\_CEO)的系数为-0.002,并不显著。具体而言,当海归CEO同时持有公司股权时,可以降低公司债务融资成本约0.7个百分点。这表明,当海归CEO拥有公司股权时,掌握的经营决策权更大,更有能力影响企业融资决策,个人特质体现得也更加明显,进而使得公司债务融资成本的降低越加显著,降低幅度也越大。

(2) CEO 任职时间的异质性检验

一般认为,当CEO在公司的任职时间较长时,CEO会掌握更强的经营决策权。这是因为任期较长的CEO对公司及所在行业的经营情况更加熟悉,同时能够形成以自己为核心的管理团队,更有能力指导公司的经营活动(权小锋和吴世农,2010;杨兴全等,2014)。因此我们认为,当具备海外经历的CEO在公司任职时间较长时,对企业掌握更大权力,更能在企业融资活动中发挥自身优势,进而对公司债务融资成本产生更大幅度的降低效应。为验证这一逻辑,本文借鉴杨兴全等(2014),将CEO依据任职时间的中位数划分为任职时间长组和任职时间短组。

表6报告了CEO任职时间的长短是否会影响CEO海外经历与债务融资成本之间的关系。第(1)列任职时间长组中,CEO海外经历(Overseas\_CEO)的系数为-0.006,在1%水平上显著;而第(2)列任职时间短组中,CEO海外经历(Overseas\_CEO)的系数为-0.004,仅在10%水平上显著。组间系数差异检验显示,二者系数差异在10%水平上显著。实证结果表明,与任职时间较短的海归CEO相比,任职时间较长的海归CEO掌握的决策权更大,对企业融资活动的影响力更强,因此公司债务融资成本的

表4 CEO海外经历与债务融资成本

	(1) 全样本 Debt_cost	(2) 全样本 Debt_cost	(3) 全样本 Debt_cost
Oversea_CEO	-0.005*** (-3.57)		-0.005*** (-3.10)
Size		0.001*** (3.95)	0.001*** (3.94)
ROA		-0.107*** (-10.25)	-0.107*** (-10.25)
Lev		0.026*** (11.73)	0.026*** (11.74)
PPE		0.034*** (16.14)	0.034*** (16.14)
FCF		0.025*** (4.78)	0.025*** (4.78)
Loss		-0.002 (-1.62)	-0.002 (-1.62)
Growth		-0.009*** (-5.99)	-0.009*** (-5.99)
Top1		-0.021*** (-9.87)	-0.021*** (-9.86)
Indep		-0.006 (-1.08)	-0.006 (-1.08)
Soe		-0.006*** (-9.03)	-0.006*** (-9.02)
Dual		0.000 (0.03)	-0.000 (-0.03)
Big4		-0.006*** (-4.29)	-0.006*** (-4.30)
Constant	0.090*** (3.46)	0.039*** (5.35)	0.044*** (6.03)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	13 568	13 568	13 568
Adj-R <sup>2</sup>	0.079	0.181	0.181

注：括号内为t值；\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平，下同

表5 基于CEO持股情况的分组检验

	(1) CEO持股组 Debt_cost	(2) CEO未持股组 Debt_cost
Oversea_CEO	-0.007*** (-3.96)	-0.002 (-0.94)
Size	0.001** (2.23)	0.002*** (4.28)
ROA	-0.115*** (-10.03)	-0.084*** (-6.31)
Lev	0.034*** (12.84)	0.015*** (5.05)
PPE	0.038*** (14.70)	0.030*** (9.94)
FCF	0.007 (1.12)	0.044*** (6.06)
Loss	-0.003 (-1.48)	-0.001 (-0.53)
Growth	-0.007*** (-4.52)	-0.010*** (-5.88)
Top1	-0.017*** (-6.06)	-0.030*** (-9.07)
Indep	0.000 (0.03)	-0.013 (-1.40)
Soe	-0.007*** (-7.70)	-0.007*** (-6.56)
Dual	-0.000 (-0.02)	0.003 (0.59)
Big4	-0.006*** (-3.44)	-0.007*** (-3.22)
Constant	0.049*** (5.20)	0.036*** (3.22)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
Observations	7 550	6 018
Adj-R <sup>2</sup>	0.220	0.146
组间回归系数 差异检验	Chi <sup>2</sup> (1)=4.95, p=0.02	

降低效果也更加显著。

### (3) CEO学历的异质性检验

对于专家权力的其他表现形式，通常认为，具有良好教育背景的CEO知识技能更为丰富，具有较高的专家权力

(姚冰滢等, 2015)。当CEO受教育水平较高时，其在知识或信息的获取及分析上更能展现优势，这使CEO更具话语权。因此我们认为具备海外经历的CEO如果同时呈现高学历的特征，将对企业掌握更大权力，发挥管理能力，进而

表6 基于CEO任职时间的分组检验

	(1) 任职时间长组 Debt_cost	(2) 任职时间短组 Debt_cost
Oversea_CEO	-0.006*** (-2.77)	-0.004* (-1.85)
Size	0.001** (2.01)	0.002*** (3.68)
ROA	-0.116*** (-9.05)	-0.098*** (-8.18)
Lev	0.026*** (8.64)	0.027*** (9.89)
PPE	0.034*** (11.74)	0.035*** (13.10)
FCF	0.028*** (3.99)	0.022*** (3.30)
Loss	-0.003 (-1.32)	-0.002 (-0.93)
Growth	-0.008*** (-4.21)	-0.010*** (-6.63)
Top1	-0.024*** (-7.80)	-0.018*** (-6.08)
Indep	-0.012 (-1.49)	-0.000 (-0.03)
Soe	-0.006*** (-5.56)	-0.007*** (-6.97)
Dual	-0.003 (-0.87)	0.002 (0.76)
Big4	-0.009*** (-4.13)	-0.004** (-2.00)
Constant	0.063*** (6.05)	0.027*** (2.76)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	6 574	6 994
Adj-R <sup>2</sup>	0.181	0.184
组间回归系数 差异检验	Chi <sup>2</sup> (1)=2.72, p=0.08	

表7 基于CEO学历的分组检验

	(1) 低学历组 Debt_cost	(2) 高学历组 Debt_cost
Oversea_CEO	-0.003 (-1.54)	-0.005** (-2.07)
Size	0.001* (1.82)	0.002*** (2.65)
ROA	-0.107*** (-6.28)	-0.116*** (-7.22)
Lev	0.026*** (6.80)	0.025*** (6.97)
PPE	0.038*** (10.41)	0.041*** (11.64)
FCF	0.026*** (2.95)	0.028*** (3.28)
Loss	-0.001 (-0.48)	-0.005* (-1.90)
Growth	-0.007** (-2.46)	-0.014*** (-5.99)
Top1	-0.018*** (-5.41)	-0.018*** (-4.79)
Indep	-0.012 (-1.42)	-0.022** (-2.14)
Soe	-0.007*** (-5.76)	-0.003** (-2.14)
Dual	-0.002 (-0.38)	0.004 (1.17)
Big4	-0.005** (-2.28)	-0.004 (-1.32)
Constant	0.057*** (4.44)	0.031** (2.24)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	4 721	4 570
Adj-R <sup>2</sup>	0.210	0.182
组间回归系数 差异检验	Chi <sup>2</sup> (1)=2.56, p=0.11	

对公司债务融资成本产生更大幅度的降低效应。为验证这一逻辑，本文借鉴杨兴全等(2014)，将CEO具有硕士及以上的学历划分为高学历组，否则为低学历组。

表7报告了CEO的学历是否会影响CEO海外经历与

注：由于CEO学历属于非强制披露信息，因此样本量出现一定程度的减少

债务融资成本之间的关系。第(1)列低学历组中，CEO海外经历(Oversea\_CEO)的系数为-0.003，并不显著；而第(2)列高学历组中，CEO海外经历(Oversea\_CEO)的系数

表8 稳健性测试：内生性检验

	(1) 采用上一期自变量 Debt_cost	(2) 工具变量 Debt_cost	(3) PSM匹配 Debt_cost	(4) Heckman 第二阶段 Debt_cost
Oversea_CEO	-0.003** (-2.18)	-0.015** (-2.16)	-0.005** (-2.28)	-0.004** (-2.41)
Size	0.001*** (3.83)	0.001*** (4.20)	0.000 (0.05)	0.001** (2.26)
ROA	-0.112*** (-10.90)	-0.107*** (-12.21)	-0.073*** (-2.66)	-0.112*** (-10.83)
Lev	0.021*** (9.14)	0.026*** (12.88)	0.029*** (4.16)	0.021*** (7.57)
PPE	0.030*** (13.68)	0.034*** (17.48)	0.036*** (5.61)	0.031*** (9.90)
FCF	0.023*** (4.15)	0.025*** (5.22)	0.036** (2.26)	0.023*** (4.15)
Loss	-0.002 (-1.55)	-0.002 (-1.54)	-0.002 (-0.48)	-0.002 (-1.56)
Growth	-0.010*** (-7.07)	-0.009*** (-7.59)	-0.017*** (-4.07)	-0.010*** (-6.51)
Top1	-0.020*** (-8.28)	-0.021*** (-9.92)	-0.017** (-2.39)	-0.020*** (-8.17)
Indep	-0.005 (-0.87)	-0.006 (-1.06)	-0.032* (-1.84)	-0.006 (-0.88)
Soe	-0.007*** (-8.73)	-0.006*** (-9.19)	-0.006*** (-2.73)	-0.007*** (-3.43)
Dual	0.000 (0.07)	0.004 (1.18)	-0.003 (-0.85)	0.002 (0.68)
Big4	-0.006*** (-4.05)	-0.005*** (-3.67)	-0.004 (-1.10)	-0.007** (-2.25)
IMR				-0.001 (-0.19)
Constant	0.034*** (4.13)	0.044*** (6.12)	0.083*** (3.49)	0.034* (1.93)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
N	10 555	13 568	1 390	10 555
Adj-R <sup>2</sup>	0.161	0.178	0.168	0.161

为-0.005，在5%水平上显著。实证结果表明，仅具备海外经历而不具备高学历的CEO对公司债务融资成本也能起到降低作用，但效果并不显著；当具有海外经历的CEO同时具备高学历时，更能在企业经营决策中掌握话语权，展

现治理能力，显著降低公司债务融资成本。

## 五、稳健性检验

### (一)内生性问题讨论



表9 其他稳健性测试

	(1) 替换核心变量 Debt_cost2	(2) 公司-年度聚类调整 Debt_cost	(3) 剔除金融危机年份 Debt_cost	(4) 制造业企业 Debt_cost
Oversea_CEO	-0.003*** (-5.32)	-0.005** (-1.98)	-0.004*** (-2.99)	-0.003* (-1.70)
Size	-0.000 (-0.54)	0.001* (1.65)	0.002*** (5.43)	0.001** (2.33)
ROA	-0.047*** (-13.47)	-0.107*** (-8.55)	-0.111*** (-11.35)	-0.106*** (-9.93)
Lev	0.015*** (18.85)	0.026*** (5.54)	0.028*** (12.92)	0.037*** (14.82)
PPE	0.018*** (22.42)	0.034*** (9.33)	0.034*** (15.86)	0.052*** (20.27)
FCF	0.011*** (5.99)	0.025*** (3.09)	0.024*** (4.65)	0.030*** (4.97)
Loss	-0.001* (-1.66)	-0.002 (-1.56)	-0.002 (-1.59)	-0.004** (-2.21)
Growth	-0.003*** (-6.72)	-0.009*** (-3.71)	-0.010*** (-7.50)	-0.008*** (-5.08)
Top1	-0.009*** (-10.21)	-0.021*** (-5.36)	-0.022*** (-9.44)	-0.021*** (-7.96)
Indep	-0.001 (-0.26)	-0.006 (-0.75)	-0.004 (-0.63)	-0.004 (-0.64)
Soe	-0.003*** (-10.46)	-0.006*** (-4.89)	-0.007*** (-8.80)	-0.009*** (-10.40)
Dual	-0.000 (-0.41)	-0.000 (-0.05)	0.000 (0.03)	0.000 (0.18)
Big4	-0.003*** (-5.37)	-0.006** (-2.11)	-0.007*** (-4.40)	-0.010*** (-5.59)
Constant	0.032*** (11.01)	0.044** (2.56)	0.015* (1.84)	0.031*** (3.49)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
N	13 568	13 568	11 877	8 708
Adj-R <sup>2</sup>	0.227	0.181	0.182	0.185

1. 采用上一期CEO海外经历检验。为减轻CEO海外经历与企业债务资本成本的因果倒置内生性问题，借鉴周泽将等(2017)，采用上一期CEO海外经历对当期企业债务资本成本进行回归，结果如表8第(1)列。可以发现，上一期CEO海外经历的系数依然为负，且在5%的水平上显著。

2. 采用工具变量方法检验。借鉴Ang等(2014)、代昀

昊和孔东民(2017)等，我们选取公司所在地当年所有其他公司海外经历CEO的均值(Oversea\_mean)作为CEO海外经历的工具变量。由于同一地区公司的劳动供给、公司治理等公司特征具有相似性，因而特定公司的CEO海外背景与地区海归CEO相关，但地区海归CEO并不对特定公司的融资成本产生直接影响，因此地区海归CEO均值可以作

表 10 稳健性测试：控制 CEO 个体特征层面的变量

	(1) Debt_cost	(2) Debt_cost
Oversea_CEO	-0.005*** (-3.27)	-0.005*** (-2.70)
Hold	-0.004*** (-6.85)	-0.006*** (-7.85)
Degree		-0.001* (-1.81)
Size	0.002*** (4.34)	0.002*** (3.54)
ROA	-0.105*** (-10.11)	-0.108*** (-8.85)
Lev	0.026*** (11.44)	0.024*** (8.82)
PPE	0.034*** (15.95)	0.038*** (14.32)
FCF	0.025*** (4.68)	0.026*** (4.07)
Loss	-0.002 (-1.58)	-0.003* (-1.91)
Growth	-0.009*** (-5.91)	-0.009*** (-4.88)
Top1	-0.022*** (-10.48)	-0.022*** (-8.44)
Indep	-0.005 (-0.93)	-0.014** (-2.09)
Soe	-0.007*** (-9.87)	-0.006*** (-6.77)
Dual	0.001 (0.21)	0.002 (0.80)
Big4	-0.006*** (-4.45)	-0.005*** (-2.87)
Constant	0.045*** (6.08)	0.048*** (5.13)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	13 568	9 291
Adj-R <sup>2</sup>	0.184	0.198

注：由于 CEO 学历属于非强制披露信息，因此样本量出现一定程度的减少

为工具变量。

第一阶段回归结果(限于篇幅并未列示)显示,模型调整的偏R<sup>2</sup>(Adjusted partial R<sup>2</sup>)为0.042,Oversea\_mean的最小特征值统计值(Minimum eigenvalue)为195.40,由此表明上述工具变量非弱工具变量。第二阶段的回归结果详见表8第(2)列。可以发现,CEO海外经历(Oversea\_CEO)的系数依然为负,且在5%水平上显著。

3.采用倾向得分匹配法(PSM)检验。借鉴周楷唐等(2017),本文采用倾向得分匹配法(PSM)来控制选择性偏误。匹配变量为公司规模(Size)、盈利能力(ROA)和杠杆率(Lev),匹配方法是1:1匹配。经过匹配后,处理组(Treatment group)共有704个观测值,控制组(Control group)共有686个观测值。回归结果详见表8第(3)列。可以发现,CEO海外经历(Oversea\_CEO)的系数依然为负,且在5%水平上显著。

4.采用Heckman两阶段模型方法检验。为解决CEO海外经历与债务融资成本之间潜在的自选择问题,即债务融资成本越低的公司会吸引具有海外经历的CEO或更支持CEO获得海外经历,此处采用Heckman两阶段模型进行检验。参考Srinidhi等(2011)和周楷唐等(2017),将上一年度同行业其他公司拥有海外经历CEO的比例作为Heckman两阶段估计中的工具变量进行第一阶段的估计,然后将第一阶段回归得到的逆米尔斯比(IMR)加入到第二阶段的回归方程中进行估计。Heckman第二阶段的回归结果详见表8第(4)列。可以发现,CEO海外经历(Oversea\_CEO)的系数依然为负,且在5%水平上显著。

(二)其他稳健性测试

1.替换核心变量

债务融资成本是关键变量。本文借鉴魏志华等(2012),采用利息费用除以总负债度量债务融资成本(Debt\_cost2)。表9第(1)列结果显示,在替换核心变量后,CEO海外经历的估计系数依旧在1%的水平上显著为负,与主检验结果保持一致。

2.双重聚类分析

为克服自相关和异方差问题对回归估计产生的影响,本文运用双重聚类方法在公司和时间层面对标准误进行双重聚类调整。表9第(2)列结果显示,CEO海外经历与债务融资成本在5%水平上显著负相关,与主检验结果保持一致。

3.剔除金融危机年份和仅保留制造业

考虑到金融危机的影响,我们剔除2008和2009年的观测值重新进行回归检验。在剔除金融危机影响后,表9

第(3)列回归结果显示,CEO海外经历的估计系数在1%水平上显著为负。在仅保留制造业样本后进行检验,表9第(4)列回归结果显示,CEO海外经历的估计系数在10%水平上显著为负。均与主检验结果保持一致。

#### 4. 控制CEO个体其他个体特征

为控制CEO其他特征对企业财务决策的影响,借鉴周泽将等(2017)、姜付秀等(2019),本文在主回归模型中补充了CEO个人特征层面的控制变量,包括CEO是否持股及CEO学历。表10第(1)列回归结果显示,在控制CEO持股情况后,CEO海外经历与公司债务融资成本在1%的水平上呈现显著负相关关系;表10第(2)列回归结果显示,在同时控制CEO持股和CEO学历后,CEO海外经历的估计系数仍在1%的水平上显著为负,与主检验保持一致。

## 六、结论与启示

在我国大规模“归国潮”的背景下,本文以2008~2016年A股上市公司为样本,实证分析了CEO海外经历对公司债务融资成本的影响。研究发现,CEO海外经历能够显著降低公司债务融资成本。进一步,本文从CEO权力角度对CEO海外经历降低公司债务融资成本的调节因素进行研究。实证结果显示,当CEO持有公司股权、任职时间较长、具有高学历时,CEO海外经历对公司债务融资成本的降低效应更为显著。

本文的研究丰富了CEO海外经历对企业财务行为影响方面的研究,也为更好地评估人才引进政策补充了经验证据。同时,企业可以尝试引进更多优秀的海归人才,借助合理的权力结构配置,最大程度发挥海归人才为企业经营发展带来的良好促进作用。

#### 主要参考文献：

[1] 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,2014,17(3):103-111.  
 [2] 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.  
 [3] 杜勇,张欢,陈建英.CEO海外经历与企业盈余管理[J].会计研究,2018,(2):27-33.  
 [4] 范从来,叶宗伟.上市公司债务融资、公司治理与公司绩效[J].经济理论与经济管理,2004,(10):50-53.  
 [5] 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,2016,51(6):83-97.

[6] 姜付秀,张晓亮,郑晓佳.学者型CEO更富有社会责任感吗——基于企业慈善捐赠的研究[J].经济理论与经济管理,2019,(4):35-51.  
 [7] 蒋琰.权益成本、债务成本与公司治理:影响差异性研究[J].管理世界,2009,(11):144-155.  
 [8] 柳光强,孔高文.高管海外经历是否提升了薪酬差距[J].管理世界,2018,34(8):130-142.  
 [9] 刘青,张超,吕若思,卢进勇.“海归”创业经营业绩是否更优:来自中国民营企业的证据[J].世界经济,2013,36(12):70-89.  
 [10] 李志军,王善平.货币政策、信息披露质量与公司债务融资[J].会计研究,2011,(10):56-62+97.  
 [11] 罗思平,于永达.技术转移、“海归”与企业技术创新——基于中国光伏产业的实证研究[J].管理世界,2012,(11):124-132.  
 [12] 卢锐.管理层权力、薪酬差距与绩效[J].南方经济,2007,(7):60-70.  
 [13] 权小锋,吴世农.CEO权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究[J].南开管理评论,2010,13(4):142-153.  
 [14] 宋建波,文雯.董事的海外背景能促进企业创新吗?[J].中国软科学,2016,(11):109-120.  
 [15] 宋建波,文雯,王德宏.海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国A股上市公司的经验证据[J].财贸经济,2017,38(12):111-126.  
 [16] 汪辉.上市公司债务融资、公司治理与市场价值[J].经济研究,2003,(8):28-35+91.  
 [17] 魏志华,王贞洁,吴育辉,李常青.金融生态环境、审计意见与债务融资成本[J].审计研究,2012,(3):98-105.  
 [18] 文雯,宋建波.高管海外背景与企业社会责任[J].管理科学,2017,30(2):119-131.  
 [19] 杨兴全,张丽平,吴昊旻.市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J].南开管理评论,2014,17(2):34-45.  
 [20] 姚冰滢,马琳,王雪莉,李秉祥.高管团队职能异质性对企业绩效的影响:CEO权力的调节作用[J].中国软科学,2015,(2):117-126.  
 [21] 姚立杰,付方佳,程小可.企业避税、债务融资能力和债务成本[J].中国软科学,2018,(10):117-135.  
 [22] 衣亚革.高管财务经历、内部控制与企业债务融资成本[J].财会通讯,2018,(21):69-73.  
 [23] 周楷唐,麻志明,吴联生.高管学术经历与公司债务融资成本[J].经济研究,2017,52(7):169-183.  
 [24] 周泽将,刘中燕,伞子瑶.海归背景董事能否促进企业国际化?[J].经济管理,2017,39(7):104-119.

- [25] Ang, J., Cheng, Y., Wu, C. Does Enforcement of Intellectual Property Rights Matter in China? Evidence from Financing and Investment Choices in the High-Tech Industry [J]. *Review of Economics and Statistics*, 2014, 96( 2 ): 332-348.
- [26] Bharath, S.T., Sunder, J., Sunder, S.V. Accounting Quality and Debt Contracting[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83( 1 ): 1-28.
- [27] Duan, T., Hou, W. The Curse of Returnee CEOs[R]. Working Paper, 2014.
- [28] Filatotchev, I., Liu, X., Buck, T., Wright, M. The Export Orientation and Export Performance of High-Technology SMEs in Emerging Markets: The Effects of Knowledge Transfer by Returnee Entrepreneurs [J]. *Journal of International Business Studies*, 2009, 40( 6 ): 1005-1021.
- [29] Finkelstein, S. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation [J]. *The Academy of Management Journal*, 1992, 35( 3 ): 505-538.
- [30] Giannetti, M., Liao, G., Yu, X. The Brain Gain of Corporate Boards: Evidence from China [J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70( 4 ): 1629-1682.
- [31] Hambrick, D.C., Mason, P.A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers [J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9: 193-206.
- [32] Jensen, M.C., Meckling, W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3( 4 ): 305-360.
- [33] Jirapron, P., Chintrakarn, P., Liu, Y. Capital Structure, CEO Dominance, and Corporate Performance [J]. *Journal of Financial Services Research*, 2012, 42( 3 ): 139-158.
- [34] Pittman, J.A., Fortin, S. Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2004, 37( 1 ): 113-136.
- [35] Slater, D.J., Dixon-Fowler, H.R. CEO International Assignment Experience and Corporate Social Performance [J]. *Journal of Business Ethics*, 2009, 89( 3 ): 473-489.
- [36] Srinidhi, B., Gul, F.A., Tsui, J. Female Directors and Earnings Quality [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28( 5 ): 1610-1644.
- [37] Yuan, R., Wen, W. Managerial Foreign Experience and Corporate Innovation [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 45: 752-770.
- [38] Zhang, J. The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 45( 1 ): 27-54.
- [39] Zweig, D. Competing for Talent: China's Strategies to Reverse the Brain Drain [J]. *International Labour Review*, 2006, 145( 1-2 ): 65-90.

## Can Returnees Help Corporate Debt Financing?

—Analysis from the Perspective of CEO's Power

ZHANG Teng, LIU Bing-ru, LU Chuang

**Abstract:** This paper studies the effect of CEO's overseas experience on corporate cost of debt from the perspective of CEO's power by using A-share listed firms in China from 2008 to 2016. We find that CEOs with overseas experience can reduce firms' debt financing costs; when a CEO with overseas experience also holds the company's equity, or has a longer time in the company, or has a higher degree of education, he will play a more important role in reducing corporate debt financing costs. Our research enriches literatures of the impacts of CEO's overseas experience on firms' financial behavior, and also adds empirical evidence for the comprehensive evaluation of the talent introduction policy.

**Key words:** overseas experience; cost of debt; CEO's power

(责任编辑 杨亚彬)