

# “先天”和“后天”的统一：高管特征的研究进展

王夫乐

北京大学光华管理学院，北京

邮箱: wfule@pku.edu.cn

**摘 要：**根据研究对象的特点，本文将高管特征的研究按照人口学特征和生理学特征分别进行梳理；发现当前高管特征的研究的主流仍是人口学特征，但生理特征的研究已悄然兴起。高管先天继承的生理特征存在外部的社会感知和内部的生理作用两个作用机制，但同时生理特征也存在内生性较强、可解释性低的问题；但人口学特征与生理特征的研究落脚点同为公司治理行为和财务行为。人口学特征和生理特征在高管特征研究中互为竞争性解释的现状将继续维持。本文抛开高管特征研究的具体细节，从学科发展的角度归纳了当前研究的特点、问题和发展方向，旨在推动相关领域的前沿研究。

**关键词：**高管特征；人口学；生理特征

收稿日期：2019-10-16；录用日期：2019-10-28；发表日期：2019-10-31

## Unification of “Innate” and “Acquired”: Progress in the Study of Executive Characteristics

Wang Fule

Guanghua School of Management, Peking University, Beijing

**Abstract:** According to the characteristics of the research object, this paper combs the research of executive characteristics according to demographic characteristics and physiological characteristics, and finds that the current mainstream of executive characteristics research is still demographic characteristics, but the research of physiological characteristics has quietly risen. The physiological characteristics inherited by senior executives have two mechanisms: external social perception and internal physiological function, but at the same time, the physiological characteristics also have the problems of strong endogeneity and low interpretability; however, the research of demographic characteristics and physiological characteristics is the same as corporate governance behavior and financial behavior. The current situation that demographic and physiological characteristics are competing explanations for each other in the study of executive characteristics will continue to be maintained. This paper puts aside the specific details of the research on executive characteristics, summarizes the characteristics, problems and development directions of current research from the perspective of discipline development, aiming at promoting the frontier research in related fields.

**Key words:** Managers' Characteristic; Demography; Physiological

Received: 2019-10-16; Accepted: 2019-10-28; Published: 2019-10-31

Copyright © 2019 by author(s) and SciScan Publishing Limited

This work is licensed under a [Creative Commons Attribution 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

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



## 1 引言

经济学对行为的认知源于对非理性因素的接纳；虽然经典经济学假设将非理性因素排除在外，但非理性因素是客观存在的，经济现实中的非理性因素是行为经济学存在的基石之一。当前高管特征研究的基本逻辑之一，即承认不同的高管特征对非理性的财务行为与治理行为产生影响。

目前高管特征的研究内容主要包含两类：其一，人的后天经历所形成的人口学特征；这类特征已被学界从人口学共性角度出发，展开了深入详实的研究。其二，先天继承的生理学的特征。随着行为经济学的发展，经济主体的行为逐渐被更多自然科学的研究结论所解释 [1] [2]。利用神经元、脑成像科技手段，通过生理科学的方式研究生理特征在人类经济决策过程中功能、作用和机制，试图从根本上解释人类经济行为的“偏好”“偏差”等现象，已逐渐为学界所接受。

将高管行为的影响因素追溯至生理特征，已成为当前财务学和公司治理热点之一 [2] [3] [4]。基于研究的便捷性，对高管、分析师、会计师等特殊群体的研究率先进入学界视野。这类研究在挖掘高管等群体经济行为共性的同时，又追溯其行为产生的根源；既关注群体的社会行为，又探究行为背后共通的生理机制，是当前高管特征研究在社会化演进和生理性溯源两端发展的集中体现。

## 2 以高管人口学特征为主导

高管特征研究的主要落脚在公司内部治理。当前高管特征的研究已确认了教育水平、工作履历、人生经历等后天因素对公司治理行为和财务行为的影响 [5]

[6] [7] [8] [9] [10] [11]，说明，人们的生活经历、学历、工作经历和性别等对其公司治理的具有显著的影响[12]；并且，在确定以上因素存在作用的前提下，更深入研究也证实了高管特质的作用[3] [13]。

Franke, Griffith 和 Bamber 等的研究认为，具有军队履历的管理者更加偏好精确的信息披露风格、激进的融资策略和冒险的 R&D 策略[14] [15] [16]。另外，部分研究认为，经历过大萧条时代的 CEO 尽量避免使用融资，厌恶银行贷款，选择较低的资本结构，偏好较为稳健的财务政策[17]。Lin 等人的研究[18]发现具有战争经历的 CEO 实施了更多的外部并购，而这些并购产生的协同效应缓解了现金流对并购的负面影响，公司的股票市场的表现更为突出。同时，Malmendier 等人以美国士兵曾在二战、朝鲜战争和越南战争期间服役作为 CEO 部队经历的衡量变量，研究发现部队经历 CEO 所在的公司选择了更高的资本结构，这与其个人的风险偏好特质相一致[19]。另外，年龄和任期的综合因素对 R&D 支出的影响存在显著差异；高新技术企业的高管偏好更强的研发。从高管内部特征的垂直差异的角度，如任职时间长短、教育程度的高低等，分析高管变动原因[20]。

从事件研究的角度来看，公司的违规行为和高管的规模、性别、年龄、教育背景、任职时间和企业社会资本等方面显著相关。不论是内部擢升还是外部引入，关键高管变更均会带来的管理层特征的变化（如年龄、性别、学历等）[9]，同时会产生相应的市场反应。

同时，高管特征存在显著的外部溢出效应。其一，高管的政治关联。具有中央和地方政府任职经历的公司高管能够使企业获得更多的税收优惠，具有政治关系的公司高管层的对公司的多元化战略有促进的作用；不同地区和不同所有制的都会对企业多元化产生影响，另外，高管的地方政府背景对公司价值的正面影响要显著大于中央政府背景；在政府干预较为严重的地区，高管的地方政府任职背景更能增加公司价值[21] [22] [23]。其二，以校友、同乡、同事等为基础社会网络。证券背景的高管和分析师的研究发现，对具有证券背景的高管的公司之市场表现，关联分析师的预测精度较低，往往会高估公司盈余，而且倾向于高估不确定性强的公司[8]。

同样，对于高管群体来说，不同特征的多样化并未同单一特征的表现产生根本分歧；不论年龄的多样化、教育背景的多样化、职业来源的多样化和高管团队的经验对公司的业绩、盈余质量的影响与单一高管的研究结论区别不大[24]，而相比较单一特征，多样化的特征在公司治理上具有较好的调节作用[9]。

虽然当前研究侧重于高管特殊经历形成的人口学特质，但不难发现，在以上关于高管经历的研究中，其潜在的假设是，不同的人生的经历造就了人不同的性格、品质和心理行为；而目前，关于高管的心理特征的并无显著的指标来刻画；学界只能从高管的话语、行为和表情等表象特征回推其心理、性格的内容。因此，此类研究的方法和目的仍然没有摆脱社会学和心理学中关于人的主观行为和心理现象的框架。因此，上文所述的高管的人口学特征皆是基于高管以往经历的事实而进行的一般推论，这类推理研究的缺点在于，高管的心理和性格对其行为的解释并不存在可观测的直接证据。

### 3 高管生理特征研究的勃兴

随着政治学、经济学和组织行为学中关于相貌、声音、性别、身高等先天生理特征研究的兴起[25][26][27][28][29]，高管生理特征也逐渐走进学界的研究视野[30][31][32][33][34][52]。而纵观生理学与经济学、管理学的交叉研究的发展轨迹，相关研究始终沿着两个机制讨论生理特征与经济行为的关系：其一，广大投资者、公司管理层，包括监管机构在内的经济行为主体，对利益相关者的生理特征的认知内容决定了其自身的经济行为；这是当前主流研究的关键假设[30][31][32]。其二，具有自然人属性的经济主体所做出的经济决策，均受其自身的生理特征影响。然而，并非所有生理特征的研究兼具以上两个研究逻辑，从第二个逻辑来看，目前仅相貌、声音等显性生理特征具有基本可解释的生理机制，而相貌好看与否、声音好听与否，这类特征并无生理学的解释[36]；但高管特征的经济作用主要分为以下两个方面：

### 3.1 高管生理特征的外部“定价”

人类群体互相区别的基本特征莫过于视觉“第一印象”所感知的相貌特征。自 Hamermesh 和 Biddle [25] 和 Todorov 等 [26] 的研究以来，人的相貌被认为在劳动力市场和选举中能够起到一定的作用。例如，Mobius 和 Rosenblatt [36]、Andreoni 和 Petrie [37] 以及 Olivola 和 Todorov [38] 都证明了人的相貌能够反映其激进性格 [30]、权威性 [39]、较强的能力、善于沟通等等；同等条件下能被优待；比如在违约概率相同的情况下，漂亮申请者获得贷款的概率要比其他申请者高出 1.59% [40] [41]。长相可信度较高贷款申请者的贷款成功的概率要大于不可信面貌的申请人，所付的利息也少于 136 个基准点；面貌可信的借款申请人，其信用等级要高于面貌不可信的借款申请人，而违约概率则相对较低 [42]。与 Ravina [41] 的研究结果相反，Duarte, Siegel 和 Young [42] 的分析结果却不能表明贷款人的漂亮程度与借贷成功之间存在显著的关系，说明借款人的美貌与否在 P2P 借贷中并不起作用，而相貌的可信度则更为重要。

以上研究虽然没有具体说明长相作用的机制，但是集中体现了投资者对相貌高低的一个基本判定，但部分研究从公司治理和财务行为的结果中也有共识：尽管 Rule 和 Ambady [52] 和 Halford 和 Hsu [32] 先后证实高管相貌与公司业绩有正相关关系，能够给公司带来价值。不过，Graham, Harvey 和 Puri [35] 却发现公司 CEO 的相貌与公司业绩表现其实没有显著的相关关系，换言之，CEO 相貌好看与否与其自身行为没有必然关系。与 Duarte, Siegel 和 Young [42] 相悖的研究也认为，借款人的“颜值”是否影响到借款的成功概率，取决于借贷双方的其它因素，比如年龄与性别等 [53]。

事实上，从感知的角度来看，人们对面部特征的判断也存有较大差异。人们认为面部宽度较大的男性具有欺诈性，更容易利用他人的信任，女性尤其不太可能信任面宽的人 [31] [43]；但是 Hehman 等 [44] 利用 fWHR 进行“队友选择”的实验研究发现，大部分的实验参与者会选择 fWHR 较大（宽脸的）的候选人作为自己的队友，尤其是在组间竞争的条件下，人们通常认为 fWHR 值较大的人具有强壮的体魄和侵略性，在团队间的竞争中能够增强团队整体实力。

在投资行为和财务行为研究上，传统研究方法通常是从其经济行为的结果

进行反向判定，实际上是一种反向贝叶斯过程。但学者们忽略了这一过程存在很大的不确定性，因此，越过经济行为的结果，通过社会学群体实验的方法，直接测度投资者对高管的直觉，继而探究社会群体对公司和公司高管的看法；这类直接的群体实验方式，反而具有较好的说服力。该方法的理论基础正是社会心理学中所谓的“刻板印象”理论。当然，相貌的作用并无一致性，取决于人们不同目的的判定，甚至实验研究的结果也不具有显著的一致性，所以相关研究仍有不足。但是，这种接近人类心理本质的行为数据，比起采用经多次复杂的经济过程形成的经验数据，其研究结果往往更符合直觉，更为真实、可靠。

### 3.2 生理特征作用机制的追溯

虽然先天特征所表征的生理学意义对人类行为的影响是更科学的认知。近年来，学界对高管的生理特征进行了探索性研究，主要研究情况值得商榷之处众多。

以相貌为例，相貌出众的 CEO 具有较高的谈判能力和较高的识别度，从而能够给公司创造更多的价值 [32]，似乎表明 CEO 的相貌与其治理能力相关，但更为可靠的解释是投资者对面貌较好的 CEO 会有更积极的行为反馈 [33]。同时，Jia 等人 [31] 发现男性 CEO 的 fWHR 指标与公司的财务欺诈行为相关；进一步推论，男性 fWHR 值较大所代表的生理机制与其欺诈行为有关。因此，仅就面部特征，除人类感知以外，还除有另一个作用路径——生理学机制。而荷尔蒙（例如睾酮素和雌激素的比率）则影响了人脸的面颊、下颚、下巴和眼睑等的形状和人脸皮肤的颜色 [45]。例如，当前学界对 fWHR 的共识是：fWHR 值越大，表明脸越宽；脸越宽则表示性格激进 (Aggression)、偏好风险 (Risk-taking)、利己主义 (Egocentrism)，追名逐利 (Status-seeking 或 Achievement-striving)、欺诈性 (Cheating and Deception) 等等 [30] [44]。

而声音作为另一种人类显性的生理特征，“低音偏好”是基于低音的表象长期演化而来，其背后机制和睾酮素极为相关，是睾酮素等荷尔蒙指标的替代因子。Puts 等人 [46] 认为男性的声音的低频率的和睾酮素的水平有直接关系，因此，可以推论声音低沉的男性其睾酮素水平较高，具有较强的攻击性和侵略



性；说明生理上的因素才是人类的声音偏好的根源。Puts 等人的研究进一步发现，从人类学和生物学的角度来看，低沉的雄性声音容易让人感到恐惧、形成竞争优势，说明低沉的雄性声音是具有较强的征服欲、更加激进。在人类繁衍的过程中，声音低沉的男性生育欲望更强，从人类进化的角度，这类声音低沉的男性群体具有更激进的特征，更适应人类社会的演化 [47]；同时，Mayew, Parsons 和 Venkatachalam [48] 发现，声音低沉的 CEO 通常掌管大公司，且盈利能力更强；王夫乐 [34] 在验证了“低音偏好”的同时，进一步发现高管的声音所表达的情绪与市场表现有关。

综合现有研究可以发现，生理机制作用的与感知路径之间的结论冲突十分明显。诸如 Jia 等人 [31] 的研究在控制了 CEO 的教育背景、年龄、任期等特征因素和公司财务因素后，发现 CEO 面部的雄性特征和财务造假之间存在显著的正向关系。但 Wong 等人 [30] 却认为个人继承而来的生理特质与领导能力的成功有关，拥有更宽脸孔的男性管理者会有更高的财务绩效，但是似乎面部更宽的面部与风险偏好相关，也支持高 fWHR 的高管存在显著的风险偏好，主要表现为高负债、低现金持有等激进的财务政策 [54]。详细对比可以发现，具体的研究情境设定、实验设定均有所不同；推而广之，同样面部特征的不同群体的经济行为不一定趋同，如 He 等人 [4] 对国内分析师的研究发现，分析师群体的 fWHR 与其调研动机、上市公司业绩预测之间的关系支持了 fWHR 的成就驱动理论，但这又与管理者的行为动机不一致，具体研究情境下不同行为的动机，正是生理学实验方法无法触及的缺憾，也是高管生理特征研究所面临的外部环境的难题。

## 4 行为学视角下的高管特征

从学科细分领域来看，自金融学普遍接受投资者存在情绪后，学界将投资者行为偏差的原因外推至生理学层面，被纳入投资者情绪领域的投资者心理与情感的研究是近几年研究重点。现任美国金融学会主席 Hirshleifer 认为，人们大多数经济决策偏差可以归结为应激性简化、自欺式决策和情绪失控；而实际上，人类群体性情绪和情感则提供了行为偏差中基础性部分，这种基础性偏差则是



由社会群体性偏好引起。同样具有自然人属性的高管，在包含投资行为的决策中也存在类似的情绪表现，而在委托代理框架下，公司高管的行为本身即兼具“自然人”和“代理人”的属性，当前高管特征对教育水平、职业经历、性别等因素的认定，即建立在这一认知基础之上。因此，对高管特征的研究自然要面对具有人口学特征和生理特征。

目前，对高管的后天特征而言，学界的普遍共识是，较高的公司治理水平与高阶知识相关，反之亦然 [55] [56]，而高阶知识则来源于后天的高学历、丰富的职业经历和人生经历等因素，具体的后天特征，不再一一赘述。随着生理学解释对管理层特质研究的介入，管理层特质的研究进入科学性更高的层次。但生理因素的研究却存有以下4个理论研究的问题：

（1）不同学科内生理特征研究结论分歧严重。不仅是财务学中，即使是在政治学、经济学和组织行为学中，人类生理特征对行为的作用研究也存在较大分歧。仅就相貌特征一项，在国会选举、劳动力市场、债务融资、组织合作等系列研究中，对相貌的评价标准呈现“盲人摸象”式的研究结论 [25] [26] [44]。

（2）生理特征的具体作用机制的可解释性较低。大多数研究对具体作用机制并不深入，部分研究关于生理特征的作用机理的解释脱离具体问题。与生理特征交叉的其他学科在研究目的、研究设定和研究评价均存在较大差异，政治家的职业约束 [26]、股票分析师的趋利动机 [4]、职业经理人的委托代理困境 [49] 等等，不同群体的约束条件决然不同，而大部分研究忽视了具体的情境约束，说明对群体行为的观察不够深入，考虑不够充分。其背后机理是，fWHR 越高则表示睾酮素越高，而睾酮素已被证实是影响了人的行为和面部形状。fWHR 反映了男性的一些行为和心理特征，观察者对这些特征中的许多判断也与 fWHR 密切相关。同时也有研究推测，女性生殖健康和这些行为特征之间的关系是由于青春期睾酮素同时塑造面部结构和与社会支配相关的特征 [57]。然而，另外一些基本的生理学证据表明在成年期睾酮素循环水平可能是 fWHR 和行为表现之间联系的基础 [43]；但是，临床实验和经济学实验的方法，从生理上和机制检验上排除了睾酮素和男性的过度自信、风险偏好的关系，这种睾酮素的刺激可能来源于外部，所以对男性存在显著的刺激 [48]。

(3) 混淆了生理特征的研究视角。人类对生理特征作用的感知 [52] 和生理特征的作用 [4] 有一定距离的, 以人类感知经验替代生理特征的作用机制的逻辑基础是: 人们对生理特征认知是完全正确的, 显然这一逻辑必然难以成立; 遗憾的是大多数的研究没有厘清人们对生理特征感知的设定与生理特征作用的区别, 因此出现了观点分歧的乱象。

(4) 前沿研究瞄准了生理特征, 但是忽视了不同群体下人口学特征。基于种族、历史发展、政治制度和文化习俗的差异, 中西方在生理特征和人们对生理特征的认知均存在显著差异; 加之, 我国目前是典型的转型经济体, 在资本市场发展、公司治理制度和财务行为上, 均与发达国家有较大区别, 同样的研究假定并不一定符合我国国情。以上两点决定了国内生理特征的研究不能照搬国外结论, 也说明国内相关研究不仅具有充裕的发展空间, 更具有现实性指导意义。

人们对可观测的生理特征背后的作用机制无法准确把握, 但人们的学习能力, 能够逐渐弥合对生理特征直观感受和作用机制理解之间的横沟。因此, 高管生理特征即存在人类共性, 也具有特殊群体的特征; 事实上, 人们对同样特征进行判断时, 会依据不同群体和不同条件约束做出合理判断; 例如, 在相貌特征上, 人们在基本交往中自然偏好美貌, 是人类生物本能的反应, 但当面对利益相关人的选择时, 如投资代理人、政治选举等, 人们对美貌的考虑则较少, 更多关注于可靠性、胜任能力等等; 更有甚者, 在竞争性环境下的队友选择中, 人们却首要选择具有较强攻击性的队友。充分说明, 以为先天特征出发的群体性行为特征, 依然落脚于人口学特征的考虑; 并且, 事实上, 大部分生理特征的归纳总结也是基于人口学特征, 如人口特征的西方人的fWHR明显比东方人小。另外, 不可否认, 后天经历对先天的生理特征存在显著的影响, 因此, 后天经历形成的人口学特征与生理特征的作用可能存在交叉作用, 这将是未来高管特征研究所面临核心问题; 但这并不妨碍高管先天特征和后天特征的研究在现实路径上的统一。

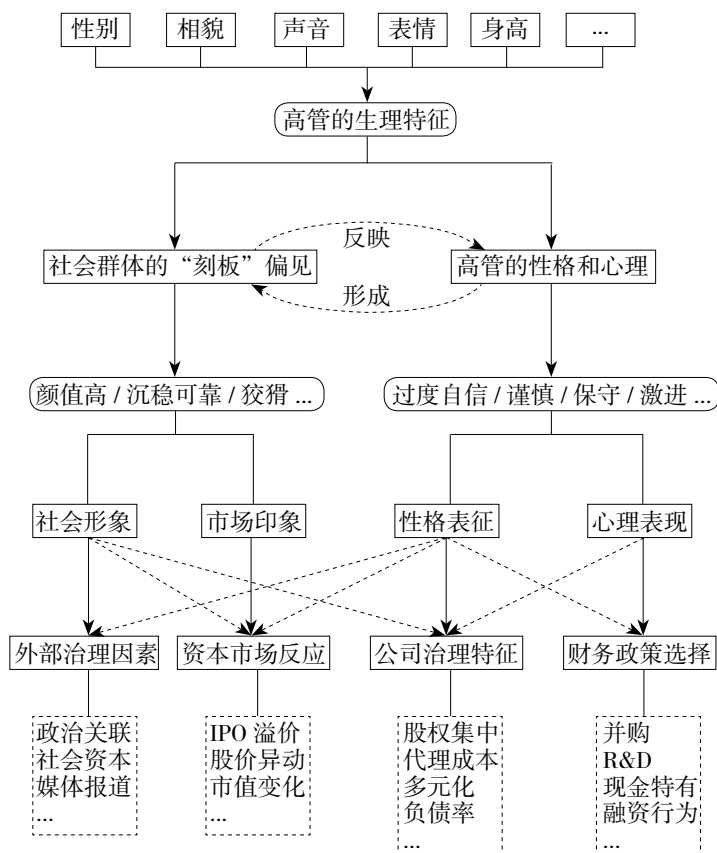


图 1 生理特征研究的逻辑框架 [51]

Figure 1 Framework of Physiological Characteristics Research in Finance

如图 1 中高管生理特征映射到市场中的主要通道是，人们对生理特征的认知和生理特征的作用机制（图 1 右路），该逻辑的前提假设是投资者对高管特征的确切感知，而感知的路径通常表现为投资者关注、媒体报道以及投资者参与等，而其他利益相关者对于高管特征的感知路径是通过股东会议等公司治理活动、商业活动以及社会交往等。不论是投资者还是其他重要的利益相关者都属于普通的社会人，对生理特征的认定并不一定因其身份不同而有所出入。因此，从生理特征到公司治理和公司财务的线索中，可能存在一致的作用路径。

高管生理特征的作用路径分为社会群体感知和高管生理特征本身的生理特征，但两者并非完全独立；通常，社会群体感知也是学习生理特征所表征的性

格特征的过程。因此，高管生理特征会直接作用于公司治理，也会影响到公司的市场反应，如图1中5、6、7、8所示；同时，高管的生理特征不仅直接通过投资者群体感知影响公司的市场表现，更为直接的是影响公司治理因素之间的关系（如图1中1、2所示），也是当前高管生理特征研究中最引人注目的领域。

## 5 高管特征研究的发展

当前的行为学在经济学、管理学的渗透渐呈“反客为主”的态势，在行为金融等学科细分领域则有望成为研究主流[50]。虽然高管特征的研究对象局限在公司管理人，但是个人特性的经济作用则更加明显。如相貌的研究中，社会群体对美貌偏好在投资者对行为中却呈现出选美竞赛的结论、而对高级管理人员的评判中又更侧重于相貌的信号传递作用；虽然研究结构层层深入，但社会性逐渐弱化，生理特征的个性化却更强，相关研究的复杂性逐渐增加。而目前，不论是金融学，还是财务学，经济学中行为学尚无完整的体系将行为因素统一在一个合理框架内，根本原因在于，行为学核心理论的基石来自不同的学科范畴；在未来的高管特征研究中，生理特征和人口学特征将会以竞争性解释因素而存在，直至生理学出现更科学的解释。在未来一段时间内，如何正确厘清两个的关系，将是一个棘手问题。

随着大数据、人工智能等信息技术的发展，对高管特征深度的刻画能够为未来研究提供更为广阔的空间，如高管相貌、语音、微博的话语特征、高管社交行为等等，都能为高管特征的研究提供丰富的研究手段。更重要的是，大数据和人工智能技术对投资行为和财务行为将会产生更加细致、全面的理解；因此，高管特征和其他群体的特征区别则更加清晰，高管特征的研究和行为金融中的投资者研究、市场学中消费者群体的研究边界将逐渐消失。

## 基金项目

国家自然科学基金重点项目“公司财务政策选择与动态演化研究”（项目批准号：71232005）、中国博士后科学基金面上项目“基于社交网络的社会金融研究”（批号：2019M651453）。

## 参考文献

- [1] Van Hooff J C, Crawford H, Van Vugt M. The wandering mind of men: ERP evidence for gender differences in attention bias towards attractive opposite sex faces [J]. *Social Cognitive and Affective Neuroscience*, 2011, 6 (4): 477–485. <https://doi.org/10.1093/scan/nsq066>
- [2] Frydman C, Barberis N, Camerer C, et al. Using Neural Data to Test A Theory of Investor Behavior: An Application to Realization Utility [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2014, 69 (2): 907–946.
- [3] Kaplan S N, Klebanov M M, Sorensen M. Which CEO Characteristics and Abilities Matter? [J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67 (3): 973–1007. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01739.x>
- [4] He X, Yin H, Zeng Y, et al. Facial Structure and Achievement Drive: Evidence from Financial Analysts [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2019 (accepted). <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12259>
- [5] 曹廷求, 段玲玲. 治理机制、高管特征与农村信用社经营绩效——以山东省为例的实证分析 [J]. *南开管理评论*, 2005 (4): 51–54+57. <https://doi.org/10.1016/j.seares.2005.02.010>
- [6] 姜付秀. 管理者背景特征与企业过度投资行为 [J]. *管理世界*, 2009 (1): 138–147.
- [7] 姜付秀, 黄继承, 李丰也, 等. 谁选择了财务经历的 CEO? [J]. *管理世界*, 2012 (2): 96–104.
- [8] 宋乐, 张然. 上市公司高管证券背景影响分析师预测吗? [J]. *金融研究*, 2010 (6): 116–127.
- [9] 黄继承, 盛明泉. 高管背景特征具有信息含量吗? [J]. *管理世界*, 2013 (9): 150–159+177.
- [10] 许年行, 李哲. 高管贫困经历与企业慈善捐赠 [J]. *经济研究*, 2016 (12): 135–148.

- [ 11 ] 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 ( 7 ) : 171-185.
- [ 12 ] Malmendier U, Yan G T. Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies [ J ] . The Journal of Finance, 2011, 66 ( 5 ) : 1687-1733.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x>
- [ 13 ] Bennedsen M, Perez-Gonzalez F, Wolfenzon D. Do CEOs matter? [ J ] . Cei Working Paper, 2007. <https://doi.org/10.2139/ssrn.970575>
- [ 14 ] Franke V, Heinecken L. Adjusting to Peace: Military Values in a Cross-National Comparison [ J ] . Armed Forces & Society, 2001, 27 ( 4 ) : 567-595. <https://doi.org/10.1177/0095327X0102700404>
- [ 15 ] Griffith J M, Fogelberg L, Weeks H S. CEO Ownership, Corporate Control, and Bank Performance [ J ] . Journal of Economics & Finance, 2002, 26 ( 2 ) : 170-183. <https://doi.org/10.1007/BF02755984>
- [ 16 ] Bamber LS, Jiang J X, Wang I Y. What' s my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure [ J ] . Accounting Review, 2010, 85 ( 4 ) : 1131-1162.  
<https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.4.1131>
- [ 17 ] Graham J R, Narasimhan K. Corporate Survival and Managerial Experiences During the Great Depression [ J ] . SSRN Electronic Journal, 2004.  
<https://doi.org/10.2139/ssrn.489694>
- [ 18 ] Lin C, Lin P, Song F M, et al. Managerial incentives, CEO characteristics and corporate innovation in China's private sector [ J ] . Journal of Comparative Economics, 2011, 39 ( 2 ) : 176-190.  
<https://doi.org/10.1016/j.jce.2009.12.001>
- [ 19 ] Malmendier U, Yan G T. Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies [ J ] . The Journal of Finance, 2011, 66 ( 5 ) : 1687-1733.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x>

- [20] 张龙, 刘洪. 高管团队中垂直对人口特征差异对高管离职的影响 [J]. 管理世界, 2009 (4): 108-118.
- [21] 吴文锋, 吴冲锋, 刘晓薇. 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值 [J]. 经济研究, 2008 (7): 130-141.
- <https://doi.org/10.2307/j.ctvpb3vtz.16>
- [22] 吴文锋, 吴冲锋, 芮萌. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠 [J]. 管理世界, 2009 (3): 141-149.
- [23] 逯东, 林高, 黄莉, 等. “官员型”高管、公司业绩和非生产性支出——基于国有上市公司的经验证据 [J]. 金融研究, 2012 (6): 143-157.
- [24] 许静静, 吕长江. 家族企业高管性质与盈余质量——来自中国上市公司的证据 [J]. 管理世界, 2011 (1): 120-128.
- [25] Hamermesh D S, Biddle J E. Beauty and the Labor Market [J]. NBER Working Papers, 1993, 84 (5): 1174-1194.
- <https://doi.org/10.3386/w4518>
- [26] Todorov A. Inferences of Competence from Faces Predict Election Outcomes [J]. Science, 2005, 308 (5728): 1623-1626.
- <https://doi.org/10.1126/science.1110589>
- [27] BoCkerman P, Bryson A, Viinikainen J, et al. Biomarkers and Long-term Labour Market Outcomes: The Case of Creatine [J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 2017, 142: 259-274.
- <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2017.08.003>
- [28] 江求川, 张克中. 中国劳动力市场中的“美貌经济学”: 身材重要吗? [J]. 经济学 (季刊), 2013, 12 (3).
- [29] 郭继强, 费舒澜, 林平. 越漂亮, 收入越高吗?——兼论相貌与收入的“高跟鞋曲线” [J]. 经济学 (季刊), 2017 (01): 151-176.
- [30] Wong E M, Ormiston M E, Haselhuhn M P. A Face Only an Investor Could Love: CEOs' Facial Structure Predicts Their Firms' Financial Performance [J].



- Psychological Science, 2011, 22 ( 12 ) : 1478–1483.  
<https://doi.org/10.1177/0956797611418838>
- [ 31 ] Jia Y, Lent L V, Zeng Y. Masculinity, Testosterone, and Financial Misreporting [ J ] . Journal of Accounting Research, 2014, 52 ( 5 ) : 1195–1246. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12065>
- [ 32 ] Halford J T, Hsu S. Beauty is Wealth: CEO Appearance and Shareholder Value [ J ] . Social Science Electronic Publishing, 2015.
- [ 33 ] 沈艺峰, 王夫乐, 黄娟娟, 等. 高管之“人”的先天特征在IPO市场中起作用吗? [ J ] . 管理世界, 2017 ( 9 ) .
- [ 34 ] 王夫乐. 高管情绪是否具有信息披露的作用?—来自IPO路演的证据 [ J ] . 经济管理, 2018, 40 ( 2 ) : 106–121.
- [ 35 ] Graham J R, Harvey C R, Puri M. A Corporate Beauty Contest [ J ] . Social Science Electronic Publishing, 2010. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1571469>
- [ 36 ] Mobius M M, Rosenblat T S. Why Beauty Matters [ J ] . American Economic Review, 2006, 96 ( 1 ) : 222–235.  
<https://doi.org/10.1257/000282806776157515>
- [ 37 ] Andreoni J, Petrie R. Beauty, gender and stereotypes: Evidence from laboratory experiments [ J ] . Journal of Economic Psychology, 2008, 29 ( 1 ) : 73–93. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2007.07.008>
- [ 38 ] Olivola C Y, Todorov A. Fooled by first impressions? Reexamining the diagnostic value of appearance–based inferences [ J ] . Journal of Experimental Social Psychology, 2010, 46 ( 2 ) : 315–324.  
<https://doi.org/10.1016/j.jesp.2009.12.002>
- [ 39 ] Lorenzo G L, Biesanz J C, Human L J. What Is Beautiful Is Good and More Accurately Understood: Physical Attractiveness and Accuracy in First Impressions of Personality [ J ] . Psychological Science, 2010, 21 ( 12 ) : 1777–1782. <https://doi.org/10.1177/0956797610388048>
- [ 40 ] Price M K. Fund–raising success and a solicitor's beauty capital: Do blondes

- raise more funds? [J]. *Economics Letters*, 2008, 100 (3): 351–354.  
<https://doi.org/10.1016/j.econlet.2008.02.028>
- [41] Ravina B, Marek K, Eberly S, et al. Dopamine Transporter Imaging Is Associated With Long-Term Outcomes in Parkinson's Disease [J]. *Movement Disorders*, 2012, 27 (11): 1392–1397. <https://doi.org/10.1002/mds.25157>
- [42] Duarte J, Siegel S, Young L. Trust and Credit: The Role of Appearance in Peer-to-peer Lending [J]. *Review of Financial Studies*, 2012, 25 (8): 2455–2484. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs071>
- [43] Stirrat M, Perrett D I. Valid Facial Cues to Cooperation and Trust: Male Facial Width and Trustworthiness [J]. *Psychological Science*, 2010, 21 (3): 349–354. <https://doi.org/10.1177/0956797610362647>
- [44] Hehman E, Leitner J B, Deegan M P, et al. Picking teams: When dominant facial structure is preferred [J]. *Journal of Experimental Social Psychology*, 2015, 59: 51–59. <https://doi.org/10.1016/j.jesp.2015.03.007>
- [45] Fink B, Grammer K, Thornhill R. Human (*Homo sapiens*) facial attractiveness in relation to skin texture and color [J]. *Journal of Comparative Psychology*, 2001, 115 (1): 92–99.  
<https://doi.org/10.1037//0735-7036.115.1.92>
- [46] Puts D A, Hill A K, Bailey D H, et al. Sexual selection on male vocal fundamental frequency in humans and other anthropoids [J]. *Proceedings of the Royal Society B: Biological Sciences*, 2016.  
<https://doi.org/10.1098/rspb.2015.2830>
- [47] Apicella C L, Feinberg D R, Marlowe F W. Voice pitch predicts reproductive success in male hunter-gatherers [J]. *Biology Letters*, 2007, 3 (6): 682–684. <https://doi.org/10.1098/rsbl.2007.0410>
- [48] Mayew W J, Parsons C A, Venkatachalam M. Voice pitch and the labor market success of male chief executive officers [J]. *Evolution and Human Behavior*, 2013, 34 (4): 243–248.

- <https://doi.org/10.1016/j.evolhumbehav.2013.03.001>
- [ 49 ] Nadler A, Jiao P, Alexander V, et al. The Bull of Wall Street: Experimental Analysis of Testosterone and Asset Trading [ J ] . Management Science, 2018, 64 ( 9 ) : 4032–4051. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2017.2836>
- [ 50 ] Thaler R H. Mental accounting matters [ J ] . Journal of Behavioral Decision Making, 1999, 12. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-0771\(199909\)12:3<183::AID-BDM318>3.0.CO;2-F](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-0771(199909)12:3<183::AID-BDM318>3.0.CO;2-F)
- [ 51 ] 王夫乐. 公司财务行为的人类特征分析 [ D ] . 厦门大学, 2017.
- [ 52 ] Rule N O, Ambady N. The face of success: inferences from chief executive officers' appearance predict company profits [ J ] . Psychological Science, 2008, 19 ( 2 ) : 109–111. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9280.2008.02054.x>
- [ 53 ] Gonzalez L, Loureiro Y K. When can a photo increase credit? The impact of lender and borrower profiles on online peer-to-peer loans [ J ] . Journal of Behavioral & Experimental Finance, 2014, 2: 44–58. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2014.04.002>
- [ 54 ] Mills J. CEO Facial Width Predicts Firm Financial Policies [ J ] . SSRN Electronic Journal, 2014. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2503582>
- [ 55 ] Hambrick D C, Mason P A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers [ J ] . Academy of Management Review, 1984, 9 ( 2 ) : 193–206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>
- [ 56 ] Finkelstein S, Hambrick D C, Cannella A A. Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards [ M ] . Oxford: Oxford University Press, 2009. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780195162073.003.0005>
- [ 57 ] Bird B M, Cid Jofré, Valeska S, et al. Does the facial width-to-height ratio map onto variability in men's testosterone concentrations? [ J ] . Evolution and Human Behavior, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.evolhumbehav.2016.03.004>