

重大突发公共事件的长期影响： 疫情经历、不确定预期与企业金融投资

顾雷雷 王鸿宇 彭俞超*

摘要 基于 2003 年非典型肺炎事件和 2006—2018 年上市公司财务数据, 本文检验了疫情经历对企业金融投资的影响。研究表明, 2003 年 CEO 任职地的疫情严重程度与其现任职企业的金融投资呈显著正相关。CEO 的疫情经历导致其对极端风险事件存在认知偏差, 会高估极端事件的发生概率, 从而长期持有不确定预期, 偏好流动性资产。进一步分析发现, 提高医疗资源供给、降低经济政策不确定性、提振投资者信心能够稳定企业家预期, 助力信贷宽松和减税政策促进经济恢复。

关键词 重大突发公共事件, 企业金融投资, 不确定预期

DOI: 10. 13821/j. cnki. ceq. 2022. 03. 14

一、引言

全面爆发于 2020 年的新型冠状病毒肺炎疫情 (COVID-19) 是人类历史上最大规模的流行病之一, 对全球经济带来了巨大的消极影响。受益于积极的疫情防控措施, 我国已步入常态化防控阶段, 但疫情对经济和企业运营的负面影响并未彻底消散。数据显示, 2020 年 3 月底全国规模以上工业企业就已经实现了 98.6% 和 89.9% 的平均开工率和复岗率, 但工业企业投资增速仍然较低, 直至 6 月固定资产投资同比增速仍是负值。实体经济投资下降, 就可能伴随着企业金融资产投资的上升。根据上市公司资产负债表, 我国企业金融资产投资占比在疫情之后呈现出显著上涨趋势。此次金融投资的上升, 是企业短暂的风险规避, 还是疫情催动下的“脱实向虚”¹? 何种刺激政策能

* 顾雷雷、王鸿宇, 中央财经大学商学院; 彭俞超, 中央财经大学金融学院、丝路金融研究中心。通信作者及地址: 彭俞超, 北京市海淀区学院南路 39 号中央财经大学金融学院, 100081; 电话: (010) 61776021; E-mail: yuchao.peng@cufe.edu.cn。本文感谢国家自然科学基金 (71903208)、教育部人文社会科学基金青年项目 (21YJC630031)、中央高校基本科研业务费专项资金和中央财经大学科研创新团队支持计划的资助。感谢匿名审稿人提出的宝贵修改意见, 文责自负。

¹ 企业层面的“脱实向虚”指企业将更多资源投资于金融资产的行为和趋势, 即企业金融化 (彭俞超等, 2018)。Wind 数据显示, 2010—2017 年企业持有金融资产与固定资产的比值平均超过 22%, 且呈逐年上升态势。“脱实向虚”将导致实体经济与虚拟经济的风险联动性增强, 不利于经济稳定 and 高质量发展。

有效促进实体投资,防范疫情导致的“脱实返虚”?以上问题已成为影响我国经济发展全局的重大问题之一。

疫情对经济的影响不仅局限于病毒对经济的直接影响,还包括疫情给人们带来的负面情绪和不确定性预期。因此,能否尽快走出疫情阴霾,不仅取决于对病毒的控制,更取决于企业家恢复生产的信心。如何构建确定性预期,是后疫情时代中国经济高质量发展过程中要解决的重要问题之一。行为金融的相关文献表明,人们在经历了极端事件之后,风险偏好和行为将产生一些内生的改变。例如,目睹了极端灾难的CEO会更加保守(Bernile *et al.*, 2017)。针对这一现象,现有研究提出了概率赋权理论(probability weighting)。该理论认为,决策者对事件发生概率的判断呈现非线性特征,对极端事件发生的概率赋予更高的权重,如高估彩票中奖、遭遇车祸的概率等(Kahneman and Tversky, 1979)。这是一种对极端事件发生概率的认知偏差。而且在经历了类似疫情的极端事件之后,决策者的认知偏差会更加明显。这是因为,一方面,疫情的后果过于惨痛,经历者心灵遭遇了创伤从而变得过于敏感;另一方面,根据可得性启发式(availability heuristic),疫情在各种媒体上反复播报,导致经历者不断回忆起疫情经历,从而强化了认知偏差(Tversky and Kahneman, 1974)。由于疫情经历者放大了极端负面事件发生的概率,其决策可能更加趋于保守,在企业的投融资决策中就表现为偏好流动性资产。金融资产作为一种流动性资产,能够快速变现,具有与现金类似的作用(Smith and Stulz, 1985; Allen and Phillips, 2000; 胡奕明等, 2017)。为了应对疫情带来的冲击,企业可能出于预防性储蓄的动机增加金融投资。企业过度投资金融资产会造成资源配置效率下降,危害实体经济发展,阻碍我国经济“脱虚向实”的发展进程。

本文回溯历史,以爆发于2003年的重症急性呼吸综合征(又称非典型肺炎,以下简称“非典”)为切入点,探索CEO的疫情职业经历与企业金融投资的关系,进而分析新冠疫情可能带来的长期经济影响。借鉴“非典”疫情数据是因为“非典”与新冠疫情有较多相似之处。首先,两种病毒均属于冠状病毒,传播途径比较接近,由此预防措施高度相似,例如采用停课、隔离、封锁公共交通等措施。其次,两次疫情均在全国乃至全球范围内广泛蔓延。鉴于两次疫情的相似之处,我们可以从企业管理者的“非典”经历对企业金融投资的影响中获知后疫情时代企业决策的倾向,对当下恢复经济、重塑企业家信心、促进企业“脱虚向实”提供参考。

基于后“非典”时代(2006—2018)上市企业数据,本文分析了CEO的疫情职业经历对企业金融投资的影响。实证发现,CEO疫情职业经历对企业金融资产配置具有正向影响,具体地,CEO当年(2003)任职地的“非典”疫情严重程度提高1个标准差,企业金融资产配置比例相应提高9.6%个标准差。在考虑了内生性问题后,这一结果仍不改变。本文进而探索了后疫情时

代企业持有更多金融资产的动机。由于疫情经历者对小概率极端事件赋予了更高的概率权重，出于避险动机，更倾向于降低经营风险、减少创新投资，将更多资金配置到金融部门作为流动性储蓄。这一现象对在2003年遭受更严重财务危机的企业更加显著。异质性检验发现，当企业规模较小、海外经营业务较少时，CEO的避险动机更加显著，疫情职业经历对金融投资具有更强的正向影响；提高医疗资源供给、降低经济政策不确定性、提振投资者信心能有效缓解CEO对未来的不确定性预期，降低金融投资水平。不确定性预期的降低有助于企业家恢复信心，助力后疫情时代宽松的宏观货币调控手段和低水平企业税率更好地发挥对企业的刺激作用，促使企业将获得的资金投入实体部门，防范疫情导致的“脱实返虚”。

本文的主要贡献在于：第一，不同于现有关注疫情影响的文献，本文通过“非典”数据对疫情的长期经济影响做出了探讨。相关文献大多关注疫情的短期影响，如对宏观经济、企业复苏和消费结构的影响（Baker *et al.*, 2020; Coibion *et al.*, 2020; Diewert and Fox, 2020; Ding *et al.*, 2020）。与Ru *et al.* (2020)的研究类似，本文借助“非典”数据探索疫情的长期影响。与其不同之处在于，前者揭示了“非典”经历带来的经验作用，使国家在应对新冠疫情时更具效率，而本文的关注点则更加微观，研究“非典”对企业和个人层面的长期影响，在对现有文献做出补充的同时，为后疫情时代的政策制定提供参考。

第二，与现有研究CEO职业经历的文献不同，本文关注的是CEO的疫情职业经历。疫情职业经历属于外生事件，能够缓解研发、供应链、从军、海外等经历对企业决策的内生影响。而且，与以往职业经历文献关注的烙印机制不同，疫情职业经历通过改变CEO的风险偏好给企业带来了经济后果上的影响，是对现有文献的补充。

第三，本文对前景理论（Prospect Theory）在企业风险决策领域的应用提供了实证证据。现有研究较多使用前景理论中的概率赋权来解释证券价格、员工股票期权（Bordalo *et al.*, 2013; Spalt, 2013）、IPO抑价（Green and Hwang, 2012）、企业并购（Wang, 2017）等金融市场现象。这些研究更多地关注概率赋权因素在企业决策上的直接反映，而本文关注概率赋权对CEO风险偏好的改变、进而对企业风险决策产生的间接影响。

二、文献梳理与研究假设

CEO作为企业的最终决策者，其个人经历对企业决策产生了巨大影响。现有文献探索了CEO的职业经历，如研发经历、供应链经历、海外工作经历以及职业生涯中的企业破产或财务危机经历对企业创新、并购等投资决策的影响（Custódio *et al.*, 2019; Dittmar and Duchin, 2016; Fich and Nguyen,

2020; Islam and Zein, 2020; Yuan and Wen, 2018; 赵子夜等, 2018; 何瑛等, 2019), 也有一部分文献关注 CEO 在早年的极端负面事件经历, 如饥荒经历、自然灾害经历对其决策的影响 (Bernile *et al.*, 2017; Long *et al.*, 2020; 许年行和李哲, 2016)。疫情职业经历有独特之处。区别于已有职业经历的研究, 疫情属于外生事件, 可以缓解 CEO 职业经历对其决策的内生影响。区别于 CEO 早年极端经历的文献, 疫情职业经历发生在 CEO 管理生涯中, 对其决策存在更强的近期影响。而且本文关注 CEO 处于高管职位时的疫情经历, 由于同处管理层, 决策情境相似, 因此在预测 CEO 的决策方面疫情职业经历比早年极端经历更有效。此外, 疫情这类极端风险事件不同于地震、海啸等自然灾害, 它的爆发是不可预测的, 不确定性极大, 与其他极端经历对 CEO 的影响存在路径上的差异, 值得深入探讨。

古典经济学认为, 个人的风险偏好相对固定, 存在时间、空间上的一致性 (Stigler and Becker, 1977)。然而, 行为金融学领域的研究发现, 个人的风险偏好会因为其经历了某些重要事件或负面打击而发生改变。与期望效用范式不同, 前景理论认为决策者对事件发生概率的判断呈非线性特征, 即对尾部事件发生的概率赋予更高的权重 (Kahneman and Tversky, 1979)。概率赋权能有效揭示决策者在不确定条件下的决策特征 (Kahneman and Tversky, 1979; Fehr-Duda and Epper, 2012), 因此被越来越多的学者用于解释金融市场现象, 例如概率赋权可以被用于解释证券价格、员工股票期权 (Bordalo *et al.*, 2013; Spalt, 2013)、IPO 抑价 (Green and Hwang, 2012)、企业并购 (Wang, 2017) 等。然而现有研究并未关注概率赋权下个体决策所产生的经济影响, 尤其是受概率赋权影响, 尾部事件对个体决策所产生的长期影响。

概率赋权主要是由于决策者认知能力有限, 难以综合评价全部信息, 从而采取了启发式的判断方式。现有文献主要采用可得性启发来解释人们对小概率事件赋予更高权重的现象。可得性启发认为决策者在估计事件发生概率时往往有赖于事件被回想起来的难易程度, 对于容易被回忆起来的小概率事件, 决策者往往赋予更高权重。媒体频繁报道或广泛议论提高了人们对这些事件发生的主观概率判断 (Tversky and Kahneman, 1973)。此外, 极端负面的小概率事件往往伴随着严重后果, 这些后果具体、生动, 给人带来强烈的情感冲击, 降低了人们对概率的敏感性 (Bordalo, 2012; Pachur *et al.*, 2014; Rottenstreich and Hsee, 2001)。显著性程度高、近期发生的小概率事件更容易被记起, 决策者会对这些事件赋予更高的主观发生概率 (Tversky and Kahneman, 1974)。

疫情就是典型的极端负面的小概率事件, 对经济和人们心理产生了难以磨灭的影响。“非典”疫情使我国旅游、零售、贸易等行业遭受巨额损失, 经济总损失额高达 179 亿元 (胡鞍钢, 2003)。受封城和隔离影响, 北京、广东、香港等疫情严重地区的企业都遭受了绩效下滑、资金短缺等财务困境。

除经济层面的影响外，“非典”作为一种未知的病毒，人们对它的致病机理、发病经过、诊断治疗预防缺乏认识，再加上传染性强、毒性大、对人体危害严重，导致人们产生了严重的心理恐慌（杨子暉等，2020）。经历过疫情的CEO对这类极端负面事件产生了深刻印象，尤其在职业生涯中遭受疫情的CEO更能直观地感受到疫情带来的消极影响。具有疫情职业经历的CEO会对疫情发生赋予更高的主观概率，同时也会更加关注尾部事件。为防范此类事件的发生及其产生的不确定后果，这些CEO可能采取更保守的资产配置策略，持有更多流动性好的金融资产，以应对因外部不确定性导致的流动性风险。由此，本文提出假说：

假说 具有疫情职业经历的CEO会提高企业金融资产配置。

三、研究设计

（一）样本选择

本文选取2006—2018年（后“非典”时代）沪深两市A股上市公司为样本，之所以以2006年为起始点，是因为2006年之前上市公司并不强制报告金融资产持有情况，以2018年为研究截止时间是为了排除2019年新冠疫情的潜在影响。上市公司数据和CEO特征数据来自CSMAR数据库。本文剔除了金融行业的公司样本、相关数据异常或缺失的样本，对关键连续变量在1%和99%分位上进行双侧缩尾处理，最终得到由15 708个观测值组成的非平衡面板数据。

（二）模型与变量

为了检验研究本文假说，构建如下面板数据模型：

$$Fah_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Epidemic_{i,t} + \beta' Controls_{i,t} + year_t + industry_j + province_k + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

其中， Fah 为企业金融资产配置比例，参考顾雷雷等（2020）的研究，采用基于资产科目进行度量的方法，即企业持有的金融资产数额占总资产的比重。关于金融资产的度量，根据上市公司资产负债表会计科目及报表项目，金融资产主要包括“交易性金融资产”“衍生金融资产”“可供出售金融资产”“持有至到期投资”“长期股权投资”“投资性房地产”“拆出资金”“应收利息”“长期债权投资”9个科目。

$Epidemic$ 为CEO疫情职业经历，参考Gu *et al.*（2020）的研究，本文将满足以下条件的公司纳入研究范围：样本期间公司的CEO于2003年曾在任何一家上市公司担任高管职位（包括董事长、CEO、CFO，以及其他高级管理人员）。由于不同地区“非典”疫情严重程度不同，对CEO影响的深刻

程度不一样,本文使用现任 CEO 在 2003 年曾任职企业所在地区的确诊病例数(加 1)的自然对数这一连续变量度量 CEO 的疫情职业经历。

Controls 表示一系列影响企业金融资产配置的变量,包括企业和 CEO 个人两个层面。参考顾雷雷等(2020)、杜勇等(2019)的研究,企业层面控制变量包括企业规模(*Size*)、企业性质(*SOE*)、企业年龄(*FirmAge*)、固定资产存量(*Fix*)、杠杆率(*Lev*)、现金流(*Cash*)、Tobin's Q (*TQ*)、销售增长率(*SalesG*)、总资产利润率(*ROA*);个人层面的控制变量包括 CEO 性别(*Gender*)、年龄(*CEOAge*)、金融背景(*FinBack*)、最高学历(*Degree*)。具体变量定义见表 1。同时,本文在主要模型中均控制了年度固定效应、行业固定效应和省份固定效应,所有检验的标准误差均经过异方差和企业层面的聚类调整。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
企业金融资产配置	<i>Fah</i>	t 期 i 企业持有的金融资产占总资产的比例
CEO 疫情职业经历	<i>Epidemic</i>	t 期 i 企业 CEO 在 2003 年所担任高管的上市公司所在地的“非典”确诊病例数加 1 后的对数值
企业规模	<i>Size</i>	t 期 i 企业总资产的对数值
企业性质	<i>SOE</i>	国有企业=1,非国有企业=0
企业年龄	<i>FirmAge</i>	t 期 i 企业成立时间的对数值
固定资产存量	<i>Fix</i>	t 期 i 企业的固定资产/总资产
杠杆率	<i>Lev</i>	t 期 i 企业的总负债/总资产
现金流	<i>Cash</i>	t 期 i 企业经营活动产生的现金流量净额/总资产
Tobin's Q	<i>TQ</i>	t 期 i 企业的市值/总资产
销售增长率	<i>SalesG</i>	t 期 i 企业的主营业务收入/ $t-1$ 期主营业务收入-1
总资产利润率	<i>ROA</i>	t 期 i 企业的息税前利润/总资产
CEO 性别	<i>Gender</i>	男性=1,女性=0
CEO 年龄	<i>CEOAge</i>	CEO 年龄的对数值
金融背景	<i>FinBack</i>	具有金融机构工作经验=1,否则=0
最高学历	<i>Degree</i>	具有硕士及以上学历=1,否则=0

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。*Fah* 的均值为 0.055。*Epidemic* 的均值为 0.619,表明 CEO 在 2003 年曾任高管企业所在地区的平均“非典”

病例数为 0.857。*Size* 的均值为 21.808。国有上市公司占比 37.4%。*FirmAge* 的均值为 2.630。*Fix* 的均值为 0.240，*Lev* 的均值为 0.428，*Cash* 的均值为 0.045，*TQ* 的均值为 2.093，*SalesG* 的均值为 0.144，*ROA* 的均值为 0.040，以上统计结果均与之前的相关研究保持一致。CEO 个人层面的全样本统计结果显示，93.8% 的上市公司 CEO 为男性；CEO 平均年龄超过 48 岁；有金融行业从业经验的 CEO 占比 4.2%；最高学历为硕士研究生及以上的 CEO 占比 49.6%。

表 2 主要变量描述性统计

	观测值	均值	标准差	P25	中位数	P75
<i>Fah</i>	15 708	0.055	0.086	0.004	0.021	0.067
<i>Epidemic</i>	15 708	0.619	1.646	0.000	0.000	0.000
<i>Size</i>	15 708	21.808	1.069	21.018	21.707	22.464
<i>SOE</i>	15 708	0.374	0.484	0.000	0.000	1.000
<i>FirmAge</i>	15 708	2.630	0.420	2.398	2.708	2.890
<i>Fix</i>	15 708	0.240	0.166	0.112	0.209	0.335
<i>Lev</i>	15 708	0.428	0.231	0.263	0.421	0.581
<i>Cash</i>	15 708	0.045	0.074	0.006	0.044	0.086
<i>TQ</i>	15 708	2.093	1.168	1.320	1.712	2.437
<i>SalesG</i>	15 708	0.144	0.342	0.000	0.125	0.269
<i>ROA</i>	15 708	0.040	0.052	0.015	0.038	0.066
<i>Gender</i>	15 708	0.938	0.241	1.000	1.000	1.000
<i>CEOAge</i>	15 708	3.875	0.136	3.784	3.892	3.970
<i>FinBack</i>	15708	0.042	0.201	0.000	0.000	0.000
<i>Degree</i>	15 708	0.496	0.500	0.000	0.000	1.000

(二) 基准回归结果

CEO 疫情职业经历影响企业金融资产配置的基准模型回归结果如表 3 所示。第 (1) 列中未加入控制变量和固定效应。第 (2) 至 (4) 列表示在前一列的基础上依次增加控制年度、行业、省份固定效应，企业层面控制变量，CEO 个人层面控制变量的结果。*Epidemic* 的估计系数均为正，且在 1% 的统计水平上显著。根据第 (4) 列，*Epidemic* 的系数为 0.005，即 CEO 的疫情职业经历每提高 1 个标准差，企业金融资产配置提高 9.6% 个标准差，说明 CEO 的疫情职业经历对企业金融资产配置的提升作用不仅具有统计显著性，而且具有经济显著性。结果验证了本文假说。

表3 CEO疫情职业经历对企业金融资产配置的影响

	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Epidemic</i>	0.008*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)
<i>Size</i>			0.004* (0.002)	0.003* (0.002)
<i>SOE</i>			0.009** (0.004)	0.010** (0.004)
<i>FirmAge</i>			0.033*** (0.005)	0.032*** (0.005)
<i>Fix</i>			-0.105*** (0.009)	-0.104*** (0.009)
<i>Lev</i>			-0.029** (0.012)	-0.030** (0.012)
<i>Cash</i>			-0.008 (0.013)	-0.008 (0.013)
<i>TQ</i>			0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)
<i>SalesG</i>			-0.018*** (0.003)	-0.018*** (0.003)
<i>ROA</i>			-0.091*** (0.029)	-0.089*** (0.028)
<i>Gender</i>				-0.002 (0.005)
<i>CEOAge</i>				-0.001 (0.009)
<i>FinBack</i>				0.028*** (0.007)
<i>Degree</i>				0.002 (0.003)
Cons	0.050*** (0.002)	0.050*** (0.002)	-0.078** (0.040)	-0.071 (0.052)
Year FE	否	是	是	是
Industry FE	否	是	是	是
Province FE	否	是	是	是
Obs	15 708	15 708	15 708	15 708
<i>R</i> ²	0.022	0.101	0.161	0.165

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著，括号内为稳健标准误，下表同。

（三）稳健性检验

1. 内生性检验

首先，我们在模型中控制了高阶固定效应，以减少因遗漏重要解释变量而对结果造成的影响。表4报告了相关结果。为了排除行业动态特征的影响，如行业景气度、产业政策变化等，第（1）列在基准模型的基础上控制了年度和行业的交互项。第（2）列中控制了年度和省份的交互项，以排除地区经济发展的作用。第（3）列为同时考虑年度-行业固定效应和年度-省份固定效应的检验结果。*Epidemic*的系数均在1%的水平上显著为正，且大小与基准回归结果基本相同，说明结论具有一定的稳健性。

表4 控制高阶固定效应

	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>Epidemic</i>	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)
Firm Char.	是	是	是
Personal Char.	是	是	是
Year FE	是	是	是
Industry FE	是	是	是
Province FE	是	是	是
Year×Industry FE	是	否	是
Year×Province FE	否	是	是
Obs	15 704	15 702	15 697
R^2	0.175	0.182	0.191

其次，CEO疫情职业经历与企业金融资产配置可能存在反向因果关系。比如，企业的投资风格比较稳健，由于经历过“非典”的CEO通常更保守，所以企业倾向于雇用具有疫情职业经历的CEO，导致估计结果有偏。我们参考Gu *et al.* (2020)的研究，以发生CEO外生更替事件的子样本重新对模型（1）进行估计。CEO外生更替即正常退休（Dittmar and Duchin, 2016），本文对退休的定义是CEO离职时年龄超过55岁。我们选取 t 年发生CEO退休事件的样本进行回归分析，然后以窗口期 $[t-1, t+1]$ 、 $[t-2, t+2]$ 、 $[t-3, t+3]$ 构建了三个回归样本，检验结果如表5。*Epidemic*的系数均显著为正，与前文结论一致。

表5 CEO外生更替的子样本检验结果

	<i>Fah</i> <i>t</i> (1)	<i>Fah</i> [<i>t</i> -1, <i>t</i> +1] (2)	<i>Fah</i> [<i>t</i> -2, <i>t</i> +2] (3)	<i>Fah</i> [<i>t</i> -3, <i>t</i> +3] (4)
<i>Epidemic</i>	0.007*** (0.002)	0.006*** (0.002)	0.005*** (0.002)	0.005*** (0.002)
Firm Char.	是	是	是	是
Personal Char.	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是
Industry FE	是	是	是	是
Province FE	是	是	是	是
Obs	639	1 573	2 371	3 020
<i>R</i> ²	0.252	0.232	0.208	0.200

再次, 本文参考 Chu *et al.* (2020) 进一步采用三阶段最小二乘法 (3SLS) 克服内生性问题。CEO 离任事件与解释变量相关, 因为一旦经历过“非典”疫情的 CEO 离任, 继位 CEO 可能没有“非典”经历, 就会导致 *Epidemic* 发生变化。而且, “非典”事件发生在 2003 年, 年长的人更可能具有疫情经历, 因此 CEO 离任应当与 CEO 疫情职业经历负相关。据此, 我们首先采用了 CEO 性别、年龄、金融背景、最高学历、剩余任期 (*Months of Service*) 和企业年龄等一系列外生因素对下一期 CEO 是否离任 ($Turnover_{t+1}$, 1=离任, 0=未离任) 进行 Logit 回归, 预测离任事件发生概率。通过逻辑回归得到的离任概率是外生的, 与金融资产配置不存在直接关系, 所以本文以 CEO 离任的预测值 (*CEOturn_hat*) 作为工具变量, 通过 3SLS 方法进行检验。结果如表 6 所示。第 (1) 列呈现了第一阶段的估计结果, CEO 的性别、年龄与 CEO 离任正相关, CEO 的金融背景、剩余任期和企业年龄与 CEO 离任负相关。根据第 (2) 列的回归结果, *CEOturn_hat* 与 *Epidemic* 呈显著负相关 ($\beta = -0.468$, $p < 0.01$), 与预期一致; *F* 值为 10.735, 说明 *CEOturn_hat* 不是弱工具变量。由第 (3) 列结果可知, CEO 的疫情职业经历显著提高了金融资产持有水平, 结论依然成立。

表6 3SLS 检验结果

	<i>Turnover</i> _{<i>t</i>+1} 1st Stage (Logit) (1)	<i>Epidemic</i> 2nd Stage (2)	<i>Fah</i> 3rd Stage (3)
<i>Epidemic</i>			0.053** (0.023)
<i>CEOturn_hat</i>		-0.468*** (0.065)	

(续表)

	<i>Turnover</i> _{<i>t</i>+1}	<i>Epidemic</i>	<i>Fah</i>
	1st Stage (Logit)	2nd Stage	3rd Stage
	(1)	(2)	(3)
<i>Gender</i>	0.708*		
	(0.397)		
<i>CEOAge</i>	3.488***		
	(0.659)		
<i>FinBack</i>	-1.046**		
	(0.526)		
<i>Degree</i>	0.096		
	(0.174)		
<i>Months of Service</i>	-0.620***		
	(0.069)		
<i>FirmAge</i>	-2.441***		
	(0.878)		
Firm Char.	是	是	是
Personal Char.	是	是	是
Year FE	是	是	是
Industry FE	是	是	是
Province FE	是	是	是
LR χ^2	201.430		
<i>F</i> -statistic		10.735	

最后，CEO 是否经历过“非典”事件可能并不是随机的，有疫情职业经历和没有疫情职业经历的两组样本或许天然存在差异。为了消除这类内生性问题，本文以倾向得分匹配法 (PSM) 重新对 CEO 疫情职业经历和企业金融资产配置的关系进行验证。第一步，根据企业是否聘用了有疫情职业经历的 CEO 将样本分为两组，*EpidDum* = 1 组为实验组，*EpidDum* = 0 组为对照组，以模型 (1) 中的控制变量作为协变量，通过 Logit 模型计算企业聘用有疫情职业经历的 CEO 的倾向得分；第二步，利用无放回最近邻匹配为每一个可匹配的实验组样本匹配一个对照组样本；第三步，对构建的包含 4 736 个观测值的平衡子样本估计模型 (1)。T 检验结果显示，所有变量在实验组的均值与对照组都不存在显著差异，说明匹配结果较好地平衡了数据。表 7 为 PSM 回归结果，*Epidemic* 的系数仍显著为正，支持以上结论。

表7 PSM 检验结果

	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Epidemic</i>	0.026*** (0.006)	0.027*** (0.006)	0.027*** (0.006)	0.027*** (0.006)
Firm Char.	否	否	是	是
Personal Char.	否	否	否	是
Year FE	否	是	是	是
Industry FE	否	是	是	是
Province FE	否	是	是	是
Obs	4 736	4 736	4 736	4 736
R ²	0.016	0.129	0.205	0.210

2. 主要变量的替代测量

为避免变量度量误差对结果的影响,本文采用金融资产的对数值($\ln Fah$)、流动性金融资产占总资产的比例(Fah_{liq})重新度量因变量,使用2003年CEO担任高管的企业所在地是否有“非典”病例($EpidicDum$)、当地确诊病例数是否超过100($Epidic100$)、当地确诊病例数是否超过1000($Epidic1000$)重新度量自变量。表8列示了回归结果,证明本文结论不受变量度量误差的影响。

表8 主要变量替代测量的检验结果

	$\ln Fah$	Fah_{liq}	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Epidemic</i>	0.106*** (0.017)	0.115** (0.050)			
<i>EpidicDum</i>			0.030*** (0.005)		
<i>Epidic100</i>				0.017** (0.008)	
<i>Epidic1000</i>					0.023** (0.010)
Firm Char.	是	是	是	是	是
Personal Char.	是	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是	是
Industry FE	是	是	是	是	是
Province FE	是	是	是	是	是
Obs	14 284	15 708	15 708	15 708	15 708
R ²	0.393	0.089	0.172	0.160	0.161

3. 其他稳健性检验

在最后一个部分，本文进一步运用其他几种检验方法验证结论的稳健性。相关结果列示在表 9。第 (1) 列控制了企业固定效应，第 (2) 列表示将异方差稳健标准误聚类到个人层面的回归结果。我们在第 (3) 列中排除了 CEO 的家乡为北京或广州的上市公司样本，北京和广州是“非典”疫情期间报告的确诊病例数最多的两个地区，由于 CEO 疫情经历形成的烙印可能来自在“非典”期间的高管工作经历，也可能来自对家乡疫情扩散程度的关注，因此排除该部分样本可以更清楚地检验 CEO 的疫情职业经历烙印带来的影响。第 (4) 列则更加直接地验证了 2003 年 CEO 所任高管企业的财务困境状况 (*SARS Distress*) 对企业金融资产配置的影响。将尾部风险从疫情本身聚焦到由疫情引发的企业经营危机这一更为直观的极端负面结果，有利于准确地捕捉到“非典”期间 CEO 职业经历重塑其风险偏好的作用过程，佐证 CEO 疫情职业经历与金融资产配置关系的真实性。第 (5) 列排除了 2008—2009 年金融危机时期的样本，以减少金融危机对企业投资的冲击。第 (6) 列剔除了医疗健康行业的样本，这类企业对疫情的反应与其他行业企业不同。以上稳健性检验结果均支持本文结论。另外，为排除 CEO 金融危机经历的影响，本文单独对 2006—2007 年的样本进行了检验，还考虑了 CEO 从军经历、CEO 任职年限的影响，并对其进行了控制。稳健性检验结果支持本文结论，由于篇幅所限，留存备索。

表 9 其他稳健性检验结果

	<i>Fah</i> Firm FE	<i>Fah</i> Cluster to person	<i>Fah</i> Exclude home in B&G	<i>Fah</i> Operation crisis	<i>Fah</i> Exclude 2008—2009	<i>Fah</i> Exclude medical firms
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Epidemic</i>	0.003*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.006*** (0.001)		0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)
<i>SARS Distress</i>				0.009** (0.004)		
Firm Char.	是	是	是	是	是	是
Personal Char.	是	是	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是	是	是
Industry FE	是	是	是	是	是	是
Province FE	是	是	是	是	是	是
Firm FE	是	否	否	否	否	否
Obs	15 405	15 708	15 001	2 156	13 928	14 891
R ²	0.741	0.165	0.167	0.296	0.160	0.171

五、进一步分析与验证

上述研究表明,具有疫情职业经历的CEO更倾向于配置金融资产。接下来,本文将进一步探索CEO的疫情职业经历在后“非典”时代对企业金融投资决策的可能影响路径,并探讨在不同情境下CEO的行为模式选择。

(一) 可能的机制探索

基于概率赋权假说,经历过疫情的CEO会对该类极端负面事件赋予更高的主观概率,投资风格趋于保守,在决策过程中表现出明显的风险规避倾向。这在无形中强化了企业对流动性管理的需求,促使企业通过配置流动性较高的金融资产进行预防性储蓄,以降低经营风险。然而企业金融化研究表明,风险规避和资本逐利是企业金融化的两大基本动机(张成思和郑宁,2020)。那么经历过“非典”危机的CEO会不会基于投机的目的而持有金融资产?风险偏好假说指出,CEO在经历了极端风险事件之后也可能愈挫愈勇,选择高风险、高收益的投资以尽快弥补损失。特别是,当该类尾部事件使CEO积累了应对重大突发事件的经验时,其防范风险的信心和能力得到增强,风险偏好反而提升。由于部分类别金融资产的收益率明显高于实体投资,同时伴随着高风险,因此不排除具有疫情职业经历的CEO出于投机动机而配置金融资产以博取高额收益。

为了明晰经历过疫情的CEO在金融投资决策中的行为路径,本文首先考察CEO疫情职业经历对企业风险承担水平的影响。参考Kim and Lu(2011)、Acharya *et al.*(2011)的研究,分别以ROA波动率(VROA)和研发支出(*Innovation*)衡量企业的风险承担水平,其中,VROA通过ROA五年滚动标准差计算,*Innovation*以研发支出的对数值计算。检验结果如表10的第(1)列和第(2)列所示。在雇用了具有疫情职业经历的CEO之后,企业的ROA波动率更小、研发支出更少,即风险承担水平更低,说明疫情经历造成CEO的注意力容易被吸引到极端负面事件上,导致其对尾部风险的感知过于敏感(Bordalo *et al.*, 2012),从而CEO会通过金融投资以规避流动性风险。概率赋权假说得到验证。

表10 可能的机制探索结果

	VROA	<i>Innovation</i>	C-score	G-score
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Epidemic</i>	-0.068*** (0.022)	-0.212*** (0.055)	0.049 (0.206)	-0.043 (0.206)
Firm Char.	是	是	是	是

(续表)

	VROA	Innovation	C-score	G-score
	(1)	(2)	(3)	(4)
Personal Char.	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是
Industry FE	是	是	是	是
Province FE	是	是	是	是
Obs	11 864	15 708	12 841	12 841
R ²	0.185	0.569	0.024	0.024

为了更加直接地排除投机机制，本文对疫情职业经历如何影响企业的会计稳健性进行了检验。如果 CEO 在经历了疫情之后变得更加投机，那么其行为表现除了增加金融投资之外，还可能包括了采取激进的会计政策等，造成企业的会计稳健性较低，即更及时地披露好消息、隐匿坏消息。关于会计稳健性的度量，本文参考 Khan and Watts (2009) 的方法计算 *C-score* 和 *G-score*，*C-score* 越高，说明会计盈余对坏消息的灵敏度越高，会计稳健性越强；*G-score* 越高，说明会计盈余对好消息的灵敏度越高，会计稳健性越弱。回归结果列于表 10 第 (3) 列和第 (4) 列。CEO 疫情职业经历对企业会计稳健性不存在显著影响，说明疫情经历并没有增强 CEO 的投机动机。结合风险承担水平的检验结果，本文有理由认为，CEO 在经历了疫情之后没有变得更加风险偏好，投机倾向也没有变得更强，不太可能为了逐利而投资金融资产，投机机制不成立。这一结果进一步证明了应对流动性风险是后疫情时代具有疫情经历的 CEO 提升金融投资的主要作用机制。

(二) 异质性分析

最后，本文进行了以下几个方面的异质性分析，结果如表 11 所示。我们首先利用第 (1) 列和第 (2) 列更深入地验证风险规避的中介效应。第 (1) 列关注企业规模的影响。企业规模越大，抵御风险的能力越强，风险承担水平越高。除规模外，海外业务也可以帮助企业分散地域性经营风险，增加业务收入来源。若公司业务在海外市场保持着良好的发展态势，则有理由推测 CEO 的风险承担水平会提高，因为他们相信不同地域的业务可以对冲风险，缩小经营风险敞口。本文利用海外业务收入增长率 (*Overseas*) 衡量企业在海外市场的竞争力。结果表明，大规模企业、海外业务发展良好的企业具有较强的风险应对能力，在这些企业中 CEO 的风险规避倾向得到减弱，从而疫情职业经历对企业金融投资的提升作用相对不显著，这一发现为概率赋权假说提供了间接证据。

表 11 异质性检验结果

	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>	<i>Fah</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Epidemic</i>	0.050*** (0.017)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.011*** (0.003)	0.004*** (0.001)	0.005*** (0.001)
<i>Epidemic</i> × <i>Size</i>	-0.002*** (0.001)						
<i>Epidemic</i> × <i>Overseas</i>		-0.018** (0.008)					
<i>Epidemic</i> × <i>AFRE</i>			0.109* (0.063)				
<i>Epidemic</i> × <i>Tax</i>				-0.016* (0.009)			
<i>Epidemic</i> × <i>MedIns</i>					-0.199** (0.100)		
<i>Epidemic</i> × <i>EPU</i>						0.175** (0.085)	
<i>Epidemic</i> × <i>InvCon</i>							-0.005** (0.002)
Firm Char.	是	是	是	是	是	是	是
Personal Char.	是	是	是	是	是	是	是
Year FE	是	是	是	是	是	是	是
Industry FE	是	是	是	是	是	是	是
Province FE	是	是	是	是	是	是	是
Obs	15 708	15 706	15 708	15 707	15 708	15 708	8 005
R ²	0.167	0.165	0.165	0.165	0.166	0.165	0.179

注：模型中控制了 *Size*、*Overseas* 等交乘项变量，因篇幅有限，完整结果留存备索。

在后疫情时代，为了支持企业发展，政府出台了一系列经济刺激政策。这些政策的效果如何，尚待实证检验。基于此，我们考察了宽松货币政策和减税降费政策对恢复经济发展的作用。具体地，通过社会融资规模 (*AFRE*) 度量货币政策松紧度 (盛松成, 2012)，通过税费占营业收入的比例 (*Tax*) 度量税收优惠力度，检验结果如表 11 第 (3) 列和第 (4) 列所示。宽松货币政策和税收优惠政策这两个宏观经济调控手段没有起到降低具有疫情职业经历的 CEO 的不确定性预期的作用，无法缓解 CEO 疫情职业经历的金融化效

应，这说明相关政策在刺激企业投资方面有一定局限性。即使为企业发展营造了宽松的市场环境，严重的风险规避倾向最终还是会导致经历过疫情的CEO将获得的资金投向流动性较高的金融资产。

那么，何种措施有助于减弱这些CEO对不确定性的回避程度，重塑市场信心呢？为回答这一问题，本文以企业所在地的医疗条件（*MedIns*）、经济政策不确定性（*EPU*）和投资者信心（*InvCon*）为例，探讨医疗资源丰富度、经济政策不确定性和信心能否调节疫情职业经历发挥作用的空间。（1）良好的医疗条件能有效遏制病毒扩散、提升治愈率，CEO抗击疫情的信心随之提升，由此对疫情后果的严重性评估会大大降低，进而减轻对极端风险的高估程度，缓解风险规避倾向。（2）经济政策不确定性对企业投资和资产配置决策具有显著影响（李凤羽和杨墨竹，2015；饶品贵等，2017；刘贯春等，2020）。高经济政策不确定性会加剧金融市场摩擦，提高外部融资成本，提升企业违约风险，使企业陷入财务困境（Christiano *et al.*，2013；Gilchrist *et al.*，2014；才国伟等，2018）。对于具有疫情职业经历的CEO，经济政策高度不确定会强化CEO对尾部风险的关注，进一步提高后疫情时代的不确定性预期，从而他们的风险承担更低、决策更保守。（3）投资者信心反映了投资者对未来经济发展前景的主观判断。提振投资者信心能够稳定股价，降低股权和债权融资成本（McLean and Zhao，2014）。投资者情绪还能传导给管理者（花贵如等，2011），投资者信心高涨可以带动管理者的乐观情绪，提高管理者的风险承担。

本文通过企业所在省份医疗机构数量的对数值衡量地区医疗条件（*MedIns*），利用Baker *et al.*（2020）根据《南华早报》关键词搜索得到的指数来测算经济政策不确定性（*EPU*），采用中国证券投资者保护基金有限责任公司官网发布的投资者信心指数的对数值的增长量来衡量投资者信心（*InvCon*）。检验结果列于表11第（5）至（7）列。地区医疗条件越优越、经济政策不确定性越低、投资者越有信心，CEO疫情职业经历与企业金融投资的正向关系越不显著，说明改善地区医疗条件、保持经济政策协调一致、提振投资者信心对CEO疫情职业经历的金融化效应具有明显的缓解作用。这预示着，在后疫情时代，政府可以从调控卫生医疗资源的配置、加强宏观经济政策的协调与配合、维护市场稳定以增强投资者信心三方面入手，弱化决策者的不确定性感知，提高其风险承担能力，最终实现激发实体经济投资活力、引导企业“脱虚返实”的目标。

六、研究结论与启示

我国在新冠疫情发生后及时采取了全方位严格的管控措施，疫情已经得到有效控制。后疫情时代，经济该如何恢复与重建成为社会各界高度关注的

重大问题。需要指出的是,这类重大突发公共卫生事件对企业造成的影响不仅存在于短期内,也不限于直接增加了企业的破产风险。疫情带来的极端负面经历往往给企业家留下了深刻的烙印,在之后很长一段时期内将指导其行为模式选择。基于此,本文利用 2003 年“非典”事件和 2006—2018 年上市公司数据,研究 CEO 疫情职业经历如何改变其风险偏好,从而影响企业的金融投资,以及在后疫情时代,宏观经济调控手段能否发挥理想效果。研究发现:(1) 具有疫情职业经历的 CEO 配置了更多金融资产;(2) 机制检验支持了概率赋权假说,CEO 在受到疫情重创后会对该类尾部风险赋予更高的概率权重,因而在风险规避动机下提高了金融资产配置以保持足够的流动性;(3) 企业规模和经营地域多元化有助于降低这些 CEO 对不确定性的回避程度,缓解 CEO 疫情职业经历的金融化效应;(4) 宽松的货币政策和减税降费政策很难实现刺激实体投资的效果,而改善医疗条件、降低经济政策不确定性、提振投资者信心能稳定市场预期、增强企业家信心,长期来看对降低金融投资、推动实体经济更有利。

本文的结论对减弱新冠疫情的长期不利影响,防范和化解实体企业“脱实向虚”风险提供了新思路:第一,推动后疫情时代中国经济高质量发展的关键在于重塑人们的信心。新冠疫情属于重大突发公共事件,给经历者留下了难以磨灭的心灵创伤。信心比黄金更可贵,经济恢复与发展的关键在于人们对控制病毒、战胜病毒、恢复经济社会运行秩序的确信预期。在医疗方面,加强医疗基础设施建设、优化卫生资源配置、提升公共卫生服务水平,有利于强化社会公众抗击疫情的信心;在资本市场方面,引导机构行为、维护市场稳定、通过舆情管理来塑造积极的市场情绪,能够提升投资者信心。这些措施有望为企业经营和经济运行提供保障,降低企业对预防性储蓄的需求,进而减少金融投资、回归实体经营。

第二,稳定的宏观经济政策有利于塑造企业家的确定性感知。频繁调整经济政策容易使企业家更关注尾部风险、难以对经济形势形成稳定的心理预期,反而不利于经济的恢复。在出台经济刺激政策时,政府部门应注重不同政策之间的协调与配合,避免因经济政策高度不确定使得本不景气的固定资产投资、研发投资等实体投资活动雪上加霜。保持政策导向的一致性有助于企业尽快走出疫情的阴霾,增强对实体经济的投资意愿,从而为经济恢复和高质量运行、加快企业“脱虚返实”进程提供坚实的制度保障。

参 考 文 献

- [1] Abatayo, A. L., and J. Lynham, “Risk Preferences after a Typhoon: An Artefactual Field Experiment with Fishers in the Philippines”, *Journal of Economic Psychology*, 2020, 79, 102195.
- [2] Acharya, V., Y. Amihud, and L. Litov, “Creditor Rights and Corporate Risk-taking”, *Journal*

- of Financial Economics*, 2011, 102 (1), 150-166.
- [3] Allen, J. W., and G. M. Phillips, "Corporate Equity Ownership, Strategic Alliances, and Product Market Relationships", *Journal of Finance*, 2000, 55 (6), 2791-2815.
- [4] Baker, S. R. et al., "How Does Household Spending Respond to an Epidemic? Consumption During the 2020 COVID-19 Pandemic", NBER Working Papers No. 26949, 2020.
- [5] Bernile, G., V. Bhagwat, and P. R. Rau, "What Doesn't Kill You Will Only Make You More Risk-loving: Early-life Disasters and CEO Behavior", *Journal of Finance*, 2017, 72 (1), 167-206.
- [6] Bordalo, P., N. Gennaioli, and A. Shleifer, "Salience and Asset Prices", *American Economic Review*, 2013, 103 (3), 623-628.
- [7] Bordalo, P., N. Gennaioli, and A. Shleifer, "Salience Theory of Choice under Risk", *Quarterly Journal of Economics*, 2012, 127 (3), 1243-1285.
- [8] 才国伟、吴华强、徐信忠, "政策不确定性对公司投融资行为的影响研究", 《金融研究》, 2018年第3期, 第89—104页。
- [9] Chu Y., S. Deng, and C. Xia, "Bank Geographic Diversification and Systemic Risk", *The Review of Financial Studies*, 2020, 33 (10), 4811-4838.
- [10] Christiano, L. J., R. Motto, and M. Rostagno, "Risk Shocks", *American Economic Review*, 2013, 104 (1), 27-65.
- [11] Coibion, O., Y. Gorodnichenko, and M. Weber, "The Cost of the COVID-19 Crisis: Lockdowns, Macroeconomic Expectations, and Consumer Spending", NBER Working Papers No. 27141, 2020.
- [12] Custódio, C., M. A. Ferreira, and P. Matos, "Do General Managerial Skills Spur Innovation?", *Management Science*, 2019, 65 (2), 459-476.
- [13] Diewert, W. E., and K. J. Fox, "Measuring Real Consumption and CPI Bias under Lockdown Conditions", NBER Working Papers No. 27144, 2020.
- [14] Ding, W., R. Levine, C. Lin, and W. Xie, "Corporate Immunity to the COVID-19 Pandemic", NBER Working Papers No. 27055, 2020.
- [15] Dittmar, A., and R. Duchin, "Looking in the Rearview Mirror: The Effect of Managers' Professional Experience on Corporate Financial Policy", *Review of Financial Studies*, 2016, 29 (3), 565-602.
- [16] 杜勇、谢瑾、陈建英, "CEO金融背景与实体经济金融化", 《中国工业经济》, 2019年第5期, 第136—154页。
- [17] Fehr-Duda, H., and T. Epper, "Probability and Risk: Foundations and Economic Implications of Probability-dependent Risk Preferences", *Annual Review of Economics*, 2012, 4 (1), 567-593.
- [18] Fich, E. M., and T. Nguyen, "The Value of CEOs' Supply Chain Experience: Evidence from Mergers and Acquisitions", *Journal of Corporate Finance*, 2020, 60, 101525.
- [19] Gilchrist, S., J. Sim, and E. Zakrajsek, "Uncertainty, Financial Frictions and Investment Dynamics", NBER Working Papers No. 20038, 2014.
- [20] Green, T. C., and B. H. Hwang, "Initial Public Offerings as Lotteries: Skewness Preference and First-day Returns", *Management Science*, 2012, 58 (2), 432-444.
- [21] 顾雷雷、郭建鸾、王鸿宇, "企业社会责任、融资约束与企业金融化", 《金融研究》, 2020年第2期, 第109—127页。
- [22] Gu, L. L., X. R. Ni, and Y. C. Peng, "A Tale of Two Skewness: Professional Epidemic Experience, Probability Weighting, and Stock Price Crash Risk", SSRN Electronic Journal, 2020.

- [23] Hanaoka, C., H. Shigeoka, and Y. Watanabe, "Do Risk Preferences Change? Evidence from Panel Data before and after the Great East Japan Earthquake", NBER Working Papers No. 21400, 2015.
- [24] 何瑛、于文蕾、戴逸驰、王砚羽, "高管职业经历与企业创新", 《管理世界》, 2019 年第 11 期, 第 174—192 页。
- [25] 胡鞍钢, "SARS 危机对我国经济发展的影响分析", 《管理评论》, 2003 年第 4 期, 第 3—5+63 页。
- [26] 胡奕明、王雪婷、张瑾, "金融资产配置动机: '蓄水池' 或 '替代'? ——来自中国上市公司的证据", 《经济研究》, 2017 年第 1 期, 第 181—194 页。
- [27] 花贵如、刘志远、许骞, "投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为", 《金融研究》, 2011 年第 9 期, 第 178—191 页。
- [28] Islam, E., and J. Zein, "Inventor CEOs", *Journal of Financial Economics*, 2020, 135 (2), 505-527.
- [29] Kahneman, D., and A. Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 1979, 47 (2), 263-292.
- [30] Khan, M., and R. L. Watts, "Estimation and Empirical Properties of a Firm-year Measure of Accounting Conservatism", *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48 (2), 132-150.
- [31] Kim, E. H., and Y. Lu, "CEO Ownership, External Governance, and Risk-taking", *Journal of Financial Economics*, 2011, 102 (3), 272-292.
- [32] 李凤羽、杨墨竹, "经济政策不确定性会抑制企业投资吗? ——基于中国经济政策不确定指数的实证研究", 《金融研究》, 2015 年第 4 期, 第 115—129 页。
- [33] 刘贯春、刘媛媛、张军, "经济政策不确定性与中国上市公司的资产组合配置——兼论实体企业的'金融化'趋势", 《经济学》(季刊), 2020 年第 20 卷第 1 期, 第 65—86 页。
- [34] Long, W., G. Tian, J. Hu, and D. Yao, "Bearing an Imprint: CEOs' Early-life Experience of the Great Chinese Famine and Stock Price Crash Risk", *International Review of Financial Analysis*, 2020, 70.
- [35] McLean, R. D., and M. Zhao, "The Business Cycle, Investor Sentiment, and Costly External Finance", *Journal of Finance*, 2014, 69 (3), 1377-1409.
- [36] Pachur, T., R. Hertwig, and R. Wolkewitz, "The Affect Gap in Risky Choice: Affect-rich Outcomes Attenuate Attention to Probability Information", *Decision*, 2014, 1 (1), 64-78.
- [37] Page, L., D. A. Savage, and B. Torgler, "Variation in Risk Seeking Behaviour Following Large Losses: A Natural Experiment", *European Economic Review*, 2014, 71, 121-131.
- [38] 彭俞超、韩珣、李建军, "经济政策不确定性与企业金融化", 《中国工业经济》, 2018 年第 1 期, 第 137—155 页。
- [39] 饶品贵、岳衡、姜国华, "经济政策不确定性与企业投资行为研究", 《世界经济》, 2017 年第 2 期, 第 27—51 页。
- [40] Rottenstreich, Y., and C. K. Hsee, "Money, Kisses, and Electric Shocks: On the Affective Psychology of Risk", *Psychological Science*, 2001, 12 (3), 185-190.
- [41] Ru, H., E. Yang, and K. Zou, "What Do We Learn from SARS-CoV-1 to SARS-CoV-2: Evidence from Global Stock Markets", SSRN Electronic Journal, 2020.
- [42] 盛松成, "社会融资规模与货币政策传导", 《金融研究》, 2012 年第 10 期, 第 1—14 页。
- [43] Smith, C. W., and R. M. Stulz, "The Determinants of Firms' Hedging Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985, 20 (4), 391-405.
- [44] Spalt, O., "Probability Weighting and Employee Stock Options", *Journal of Financial and Quan-*

- titative Analysis*, 2013, 48 (4), 1085-1118.
- [45] Stigler, G. J., and G. S. Becker, "De Gustibus Non Est Disputandum", *American Economic Review*, 1977, 67 (2), 76-90.
- [46] Tversky, A., and D. Kahneman, "Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability", *Cognitive Psychology*, 1973, 5 (2), 207-232.
- [47] Tversky, A., and D. Kahneman, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases", *Science*, 1974, 185 (4157), 1124-1131.
- [48] Voors, M. J. et al., "Violent Conflict and Behavior: A Field Experiment in Burundi", *American Economic Review*, 2012, 102 (2), 941-964.
- [49] Wang, B., "Probability Weighting and Asset Prices: Evidence from Mergers and Acquisitions", SSRN Electronic Journal, 2017.
- [50] 许年行、李哲, "高管贫困经历与企业慈善捐赠", 《经济研究》, 2016年第12期, 第133—146页。
- [51] 杨子晖、陈雨恬、张平森, "重大突发公共事件下的宏观经济冲击、金融风险传导与治理应对", 《管理世界》, 2020年第5期, 第13—35+7页。
- [52] Yuan, R. L., and W. Wen, "Managerial Foreign Experience and Corporate Innovation", *Journal of Corporate Finance*, 2018, 48, 752-770.
- [53] 张成思、郑宁, "中国实体企业金融化：货币扩张、资本逐利还是风险规避?", 《金融研究》, 2020年第9期, 第5—23页。
- [54] 赵子夜、杨庆、陈坚波, "通才还是专才：CEO的能力结构和公司创新", 《管理世界》, 2018年第2期, 第123—143页。

The Long-term Impact of Large-scale Public Emergencies: Epidemic Experience, Uncertainty Expectations, and Corporate Financial Investment

LEILEI GU HONGYU WANG YUCHAO PENG*

(Central University of Finance and Economics)

Abstract Based on the incident of SARS and the financial data of listed companies from 2006 to 2018, we explore the impact of epidemic experience on corporate financial investment. We find that there is a significant positive correlation between the severity of SARS epidemic in the CEO's place of office (in year 2003) and the financial investment where he currently serves. Epidemic experience has caused CEOs to overestimate the probability of extreme risk events, which result in their hold of long-term uncertainty expectations and preference of liquid assets. Further research shows that increasing medical resources supply, reducing policy uncertainty, and boosting investor confidence can reduce financial investment.

Keywords large-scale public emergencies, corporate financial investment, uncertainty expectations

JEL Classification G41, G11, I15

* Corresponding Author: Yuchao Peng, School of Finance, Central University of Finance and Economics, No. 39 South College Road, Haidian District, Beijing 100081, China; Tel: 86-10-61776021; E-mail: yuchao.peng@cufe.edu.cn.