

管理防御视角下 CEO 背景特征与零 杠杆策略选择



——基于沪深两市 A 股上市公司的实证研究

□林 萍¹ 李雪白¹ 蒋清泉²

[1. 闽江学院 福州 350108; 2. 厦门理工学院 厦门 361024]

[摘要] **【目的/意义】**以管理防御作为研究视角,分析国有控股与非国有控股上市公司CEO背景特征对零杠杆策略选择是否存在一定差异性,现有文献鲜有研究。**【设计/方法】**以沪深两市A股2008~2018上市公司为研究样本,从管理防御的视角研究公司治理、CEO背景特征和公司零杠杆策略的关系。**【结论/发现】**研究表明:CEO背景特征会显著影响公司零杠杆策略选择:CEO年龄越大、学历越低、任期越长,管理防御程度越高,公司采取零杠杆策略的可能性越大;股权集中度在一定程度上削弱了CEO背景特征与公司零杠杆策略的相关性,增大管理防御的实施难度。进一步区分产权性质后发现,国企的CEO背景特征对零杠杆策略影响不显著,非国企中CEO背景特征对零杠杆策略影响以及股权集中度的调节作用都比较显著。

[关键词] 股权集中度; CEO背景特征; 零杠杆策略; 管理防御

[中图分类号] F275;F832

[文献标识码] A

[DOI] 10.14071/j.1008-8105(2020)-3007

CEO Background Features and Zero-Leverage Strategy Selection from the Perspective of Management Defense

——An Empirical Study on Stock Markets of Shanghai and Shenzhen
Based on A-share Listed Companies

LIN Ping¹ LI Xue-bai¹ JIANG Qing-quan²

(1. Minjiang University Fuzhou 350108 China;

2. Xiamen University of Technology Xiamen 361024 China)

Abstract [Purpose/Significance] From the perspective of management entrenchment, there is little research in the existing literature whether the CEO characteristics of government-owned and non-government-owned listed companies have certain differences in the choice of zero-leverage strategies. [Design/Methodology] This paper uses the 2008~2018 A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen as the research sample, and studies the relationship between corporate governance, CEO background characteristics and the company's zero leverage strategy from the perspective of management defense. [Findings/Conclusions] Research shows that the background characteristics of the CEO will significantly affect the company's choice of zero leverage strategy: the older the CEO, the lower the education level, the longer the tenure, and the higher the degree of management defense, the

[收稿日期] 2019-08-09

[基金项目] 教育部基金项目(19YJC79032);福建省社科规划项目(FJ2018B062, FJ2019B1217)。

[作者简介] 林萍(1971-)女,博士,闽江学院新华都商学院能源经济与低碳发展研究中心教授、硕士生导师;李雪白(1997-)女,闽江学院新华都商学院学生;蒋清泉(1980-)男,博士,厦门理工学院经济与管理学院副教授。

greater the likelihood that the company will adopt a zero leverage strategy. The degree of equity concentration weakens the relevance of the CEO's background characteristics to the company's zero-leverage strategy to a certain extent, and increases the difficulty of implementing management defense. After further distinguishing the nature of property rights, it is found that the background characteristics of CEOs of state-owned enterprises have no significant effect on the zero-leverage strategy, and the effects of CEO background characteristics of non-state-owned enterprises on the zero-leverage strategy and the adjustment of equity concentration are more significant.

Key words equity concentration; characteristics of CEO; zero leverage policy; managerial entrenchment

引言

传统观点认为适度负债对企业是有利的,例如资本结构理论认为适度的负债对于增加企业价值有积极影响^[1],激励理论认为较高的企业负债率可以有效降低代理成本,对经理人起激励和约束作用^[2],控制权理论认为负债可以促使经理人努力,避免因无法偿还债务而丧失对公司的控制权,并阻止经营者滥用相机决策权^[3]。然而,Strebulaev和Yang发现从1962~2009年采取零杠杆策略的美国上市公司的占比约为10.2%,并且呈现出逐年递增的趋势^[4],他们将这种现象称为“零杠杆之谜”。我国沪深两市的上市公司中采用零杠杆策略的企业占比由1995年的2.46%增长到2015年的17.44%,其中2012年比重最高,为18.90%。因此,无论是在比较成熟的欧美证券市场,还是在尚未完善的中国证券市场,上市公司中零杠杆公司都大致呈现出逐年增长的趋势^[5]。

近年,学者们对“零杠杆之谜”的原因进行了研究,主要是两类观点。Byoun和Xu发现融资约束是公司采取零杠杆策略的重要原因之一^[6]。当管理层预测未来可能会受到融资约束时,出于对成本与收益的权衡而采取零杠杆策略,以免债务水平过高无法偿还^[7]。Bessler等发现追求财务灵活性,即管理层为了避免在未来陷入财务困境会减少债务融资,也是公司采取零杠杆策略的原因^[8]。Strebulaev和Yang对公司有无股利支付进行区分后发现,当企业出现投资不足或者财务灵活性受到限制时,企业更偏向于采取零杠杆策略和高股利支付的手段来缓解这种财务困境^[4]。

上述研究都隐含着—个前提假定:管理者是以公司价值最大化为目标而减少债务融资,即出于成本和收入的权衡或为了缓解未来的投资不足。然而在实践中,经理人和股东可能存在目标冲突。经理人做决策时更多的是从自身利益出发,而非以公司利益最大化为目标,特别是被解雇、企业破产或者被接管、职业地位、薪资收入、在职消费等可能遭受损害时,经理人会因为这些情况所产生的威胁与

压力产生保护自己,追求自身利益最大化。经理人在公司内外部控制机制下,通常会选择有利于维护自身职位并追求自身效用最大化的行为,Morck等将这种固守职位的动机称为管理层防御^[9]。当公司的债务水平过高时,公司很有可能因为无法偿还债务而陷入经营困境,也会增加管理驳回的可能性,于是,为了减少企业出现财务困境时需要承担的工作转换成本,管理层会出于防御动机采取措施降低企业的负债水平,而且经理人的防御动机越强,企业的债务融资越少。De和Veld针对管理层面临较弱监管的荷兰上市公司的研究验证了这一观点^[10]。因此,从管理防御视角研究零杠杆策略选择的动机具有重要的现实意义。

目前国内外文献对零杠杆策略的研究视角在宏观层面有GDP增长率、国家制度环境^[8],行业聚集效应^[4];微观层面对于管理层防御动机的研究仍存在一定的争议,Strebulaev和Yang选取CEO作为企业管理防御的主要研究对象,当CEO持股比例更高、CEO任期更长时,公司更有可能采取零杠杆策略,尤其是当董事会规模较小、董事会独立性较差时,这一结论支持了管理层防御假说^[4]。与此相反,有研究以内部或外部治理机制作为管理防御的代理变量,结果表明零杠杆公司的内部或外部治理机制并不弱,从而反驳管理层防御假说^[6-7]。但是国内文献鲜有对零杠杆现象进行研究,通过知网以“零杠杆”为关键词进行模糊搜索,只搜索到13篇CSSCI和CSCD文献,主要从零杠杆政策动机^[11],零杠杆影响因素^[12-13],零杠杆对绩效的影响^[14-15],而研究管理防御与零杠杆策略的关系的文献只有一篇,即唐齐鸣等以内部监督治理质量来间接地度量管理层防御动机^[11],采用的代理变量有股权集中度,两职兼任,独立董事比例和董事会会议次数,得出管理层防御动机增大了公司采取零杠杆策略的可能性。本文认为,产生这一研究有限的原因在于:首先,中国是新兴资本市场国家,零杠杆现象仅在最近几年引起的关注;其次,管理层防御难以直接观测,是管理者内心深层次想法,甚至自己也不知道,因此难以度量,这也导致了研究的困难。高梯队理论认为,企业的战略选择在一定程度上取决

于高管的背景特征^[16],高管年龄、任期、教育背景、性别、财务状况等个人特征,都对其价值观、个人目标和偏好有重要影响,从而影响管理层防御以及高管做的融资决策。因此,研究从管理层防御视角下对零杠杆策略影响因素进行研究,如果不考虑高管背景特征的影响,就可能难以得出有效的结论。而CEO是管理层的主要代表,在公司或组织内部拥有最终的执行权力,并决定公司财政命运的重大决策,因此,本文将CEO背景特征作为研究对象。

此外,管理层防御的实施难度或可能与公司治理有关,研究不同治理质量下管理层防御对零杠杆策略选择的不同影响是有意义的。另外,在中国的制度背景下,国有控股企业和非国有控股企业目标和治理机制不同,获取债务融资的难度不同,不同产权性质下管理层防御对零杠杆策略选择的不同影响也是值得研究的。因此,本文结合高层梯队理论和管理防御理论,以沪深两市A股上市公司2008~2018年数据作为研究样本,研究管理层防御视角下CEO背景特征对零杠杆策略的影响,以及不同治理机制下,不同产权性质下,其影响的不同。

本文的贡献体现在:第一,既有研究大多从经济激励或治理机制检验企业融资政策选择的动因,而本文以管理防御作为研究视角,考虑CEO特征对企业采取零杠杆策略选择的影响,发现除经济因素外,零杠杆策略还受到CEO背景特征的影响,丰富了零杠杆策略选择动机的研究,并为深入理解零杠杆策略选择行为提供了新的视角,完善了相关理论。第二,将公司治理作为调节变量引入零杠杆现象分析框架,研究发现,股权集中度高的公司,管理层权力小,削弱了CEO背景特征和公司零杠杆策略选择之间的相关性,增加了管理防御的实施难度。这对企业进一步加强人力资源管理,改进治理质量,完善会计监管制度提供了一定的理论支持。第三,将产权性质引入分析框架,研究发现,相对于国有控股企业(以下简称国企),非国有控股企业(以下简称非国企)的零杠杆策略更受到管理层防御视角下的CEO背景特征的影响,这拓展并丰富了产权性质对零杠杆策略影响因素的研究。

一、理论分析和研究假设

(一) 管理防御视角下CEO背景特征与零杠杆策略

首先,高层梯队理论表明,高管作为经济人,不可能完全理性。对于CEO来说,存在被解雇后的高额转换成本,因此,就有动机采取对自身有利的

行为来降低解雇风险。当公司债务资本较多时,公司陷入财务困境的可能性增大,CEO被解雇的风险也随之增大,因此从自身角度出发,为了防止被解雇,CEO会倾向减少债务融资,甚至采取零杠杆策略。其次,有研究表明,高管的不同特征,如性别、年龄、学历、任期等对认知基础和价值观有不同的影响,他们决定了高管在工作中的偏好和决策^[17]。管理防御是CEO复杂的心理活动,是他们价值观和偏好的表现,不可避免要受到CEO背景特征的影响。因此,在管理防御的视角上讨论CEO背景特征与零杠杆策略的关系。

中国商业领域有着十分显著的男性主导特征^[18]。由于社会保障机制不够健全,同等条件下雇佣女性的成本要高于雇佣男性的成本,女性在就业时普遍会遭受隐形歧视。相对于男性管理者,女性管理者面临的被解雇或被替换的风险更大,离职后再就业的难度更大^[19]。为了保障自己的社会福利和职业地位,女性管理者更有可能采取相应措施来避免自己陷入就业困境。因此,与男性CEO相比,女性CEO管理防御动机强,更有可能减少债务融资,甚至可能采取零杠杆策略。据此,提出如下假设:

H1a: 女性CEO要比男性CEO更有可能采取零杠杆策略。

根据高层管理者生命周期五阶段模型,在管理生命周期的不同阶段,经理人的行为和动机也存在显著差异^[20]。CEO年龄越大,越容易在职业发展方面达到比较稳定的状态,职业流动性较低,职位转换成本较高,所以他们的离职意愿也较低。李秉祥和郝艳通过实证研究表明,随着经理能力下降和预期工作转换成本的提高,其管理防御程度呈上升趋势^[21]。Nejla研究发现,经理的管理防御程度与其年龄正相关^[22]。因此,CEO的年龄越大,管理防御动机越高,越有可能规避债务融资,采取零杠杆策略,以降低陷入财务困境的可能性。据此,提出如下假设:

H1b: CEO年龄与公司采取零杠杆策略正相关。

信号传递模型认为,学历高低反映一个人的认知能力、逻辑能力和思维能力,企业常常根据这一信号将不同求职者进行区分。CEO学历越高,更受HR的青睐,许多公司会为“人才库”战略的需要而招募大量受过高等教育的人^[19],所以受教育程度高的经理人更有可能找到新工作,管理防御动机就越弱。而受教育程度低的CEO自身能力越弱,工作转换成本越高,管理防御动机更强,将更偏向于采取巩固自身职位的零杠杆策略。据此,提出如下

假设:

H1c: CEO学历与公司采取零杠杆策略负相关。

经理人在公司任职的时间越长, 其对公司的控制权就越大, 董事会能起到的监督程度就越弱。同时任期长的CEO与公司的利益相关者关系更加密切, 自治空间更大, 对信息资本的控制能力越强, 这种情况下, 经理人会偏向于采取自身利益最大化而不是公司利益最大化的策略^[22]。此外, 随着经理人在同一岗位工作的时间增长, 其知识结构不断固化甚至僵化, 心理上也会更加依赖组织, 对公司的文化认同度也会提高, 转换工作的意愿不断下降, 为了降低被解雇或者替换的风险, 管理防御动机更强, 更有可能采取零杠杆策略。据此, 提出如下假设:

H1d: CEO任期与公司采取零杠杆策略正相关。

(二) 公司治理、CEO背景特征与与零杠杆策略

管理层防御的实施难度与公司治理有关系, 内部治理差进而管理层权力大的公司中, 管理层更加可能出于个人特征的考虑进行防御, 进而选择零杠杆。

当股权相对集中时, 大股东的利益和企业价值息息相关, 大股东就有强烈的动力去监督管理者, 积极参与到公司治理中, 因此也能够更加有效地发现管理者存在的问题。相反, 股权相对比较分散的上市公司, 管理者对公司的控制权比较大, 处于个人特征而考虑管理层防御动机更加会影响公司的零杠杆策略选择。据此, 提出如下假设:

H2a: 股权集中度越高, 女性CEO与公司采取零杠杆策略正向作用越弱;

H2b: 股权集中度越高, CEO年龄与公司采取零杠杆策略正向作用越弱;

H2c: 股权集中度越高, CEO学历与公司采取零杠杆策略负向作用越弱;

H2d: 股权集中度越高, CEO任期与公司采取零杠杆策略正向作用越弱。

两职是否兼任是衡量董事会独立性的重要指标之一, 如果董事长和总经理两职合一, 那么决策和执行, 监督和被监督重叠, 会导致内部人控制从而削弱董事会的独立性, 管理层更加可能出于个人特征的考虑进行防御, 进而选择零杠杆。据此, 提出如下假设:

H3a: 两职兼任情况下, 女性CEO与公司采取零杠杆策略正向作用更强;

H3b: 两职兼任情况下, CEO年龄与公司采取零杠杆策略负向作用更强;

H3c: 两职兼任情况下, CEO学历与公司采取

零杠杆策略负向作用更强;

H3d: 两职兼任情况下, CEO任期与公司采取零杠杆策略负向作用更强。

(三) 产权特征、CEO背景特征与零杠杆策略

管理层防御的实施难度与产权性质有关系, 国企内部治理机制较弱, 董事会成员由国家国有资产管理部委派, 他们不代表股东利益, 不享受投资收益, 管理层更加可能出于个人特征的考虑进行防御, 但是他们进行管理防御时候未必会选择零杠杆, 原因如下: 第一, 国企与商业银行存在较好的关系, 增加债务未必会使企业陷入财务危机; 第二, 为了维持国有资产管理部对国企的控制, 相对于股权投资, 国企更喜欢债务融资。而对于非国企而言, 增加债务融资容易使其陷入财务困境, 从而导致高管被解雇。第三, 国企中政府干预较多, 国企往往承担除了绩效以外的其他社会职能, 即使公司绩效不够好, CEO也可能因为较好地履行了其他社会职能而不会被要求离职^[23]。而非国企主要目标就是绩效, 如果因为增加债务使企业陷入财务困境, 造成经营绩效出现问题, 被解雇的可能性比较大。因此非国企中管理层防御动机更加影响公司的零杠杆策略选择。据此, 提出如下假设:

H4a: 相对于国企, 非国企的女性CEO与公司采取零杠杆策略正向作用更强;

H4b: 相对于国企, 非国企的CEO年龄与公司采取零杠杆策略正向作用更强;

H4c: 相对于国企, 非国企的CEO学历与公司采取零杠杆策略负向作用更强;

H4d: 相对于国企, 非国企的CEO任期与公司采取零杠杆策略正向作用更强。

二、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

由于2007年以前的零杠杆公司数量占比很小, 研究意义较弱, 而上市公司于2007年采用新会计准则, 采用之后的会计数据, 具有更强的可比性, 故本文选取2008~2018年沪深两市A股上市公司作为初始样本, 进行如下筛选: (1) 剔除ST和*ST公司, 这类公司面临退市风险; (2) 剔除金融保险业样本, 这类公司行业特征较特殊, 首先, 金融类公司中流动大量的资金, 但是他们本身却并没有创造出实际的财富。如果把金融类公司算在内会把某些东西夸大, 容易造成理解的偏差。其次, 金融和保险行业本身是为了实体经济服务, 属于金融资产, 金融行业的收益, 本质上来说是属于实体

经济未来收益的预期和透支。（3）剔除数据缺失样本；（4）剔除有2个以上（包括2个）CEO的数据样本。另外，对变量1%和99%分位数以外的样本进行winsorize进行处理，最后得到19 022个数据样本，其中，2008年1 080个，2009年1 183个，2010年1 461个，2011年1 607个，2012年1 714个，2013年1 675个，2014年1 706个，2017年2 374个，2018年2 344个。本文的CEO背景特征、公司治理和财务报表相关数据来自国泰安数据库和锐思数据库，采用Stata软件进行数据分析。

（二）变量设定

1. 被解释变量：零杠杆策略（z1）。参照Bessler等^[8]、Strebulaev和Yang^[4]，将净负债率小于0的样本定义为采取了零杠杆策略的公司，采用了零杠杆策略的企业取值为1，没有取值为0。

2. 解释变量：CEO背景特征。参考王福胜和程富^[23]，包括以下四个方面：（1）CEO性别（gender），当公司CEO为女性时，CEO性别取值为1，男性为0；（2）CEO年龄（age）：指公司

CEO在本会计年度的年龄。（3）CEO教育背景（edu）：学历为中专及以下、大专、本科、硕士、博士及以上时，相应取值为1、2、3、4、5；（4）CEO任期（tenure）：指从担任公司CEO开始日至本会计年末的时间间隔，为了方便计算，以年为单位。

3. 控制变量：为了使检验更准确，对其他可能影响公司零杠杆策略选择的因素加以控制。本文选取公司治理、融资约束、财务灵活性、以及企业规模作为控制变量。公司治理选择股权集中度（top10）和两职兼任（dual）^[11]。股权集中度用前十大股东持股比例之和表示，董事长和总经理两职兼任时取1，否则取0。融资约束会对公司是否选择零杠杆策略产生影响，选取资产有形性（tangible）来衡量融资约束^[11]，融资约束程度越高，企业越有可能采取零杠杆策略。财务灵活性选取资本支出（capex）、总资产收益率（roa）来度量^[23]；具体计算方法见表1。此外，本文还控制了行业、年份效应。

表 1 变量定义

	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	零杠杆策略	ZL	如果采用了零杠杆策略则取 1，否则取 0
	CEO性别	gender	CEO为女性时，取值为1，否则为0
解释变量	CEO年龄	age	CEO在本会计年度的年龄
	CEO学历	edu	学历为中专及以下、大专、本科、硕士、博士及以上时，相应取值为1、2、3、4、5
	CEO任期	tenure	从担任公司CEO开始日至本会计年末的时间间隔
	股权集中度	top10	前十大股东持股比例之和表示
	两职兼任	dual	董事长和总经理两职兼任时取1，否则取0
控制变量	资产有形性	tangible	年末固定资产与总资产的比值
	资本支出	capex	购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金与总资产的比值
	总资产收益率	roa	净利润与总资产的比值
	企业规模	size	年末总资产取对数
	行业	industry	行业虚拟变量
	年份	year	年份虚拟变量

（三）模型设计

为了考察CEO背景特征对公司零杠杆策略选择的影响，以及不同股权集中度和两职合一的影响，本文采用Logit回归方法进行分析，构建如下实证模型：

$$\begin{aligned} \text{logit}(z1)_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{gender}_{it} + \beta_2 \text{age}_{it} \\ & + \beta_3 \text{educ}_{it} + \beta_4 \text{tenure}_{it} + \beta_5 \text{top10} * \text{gender}_{it} \\ & + \beta_6 \text{top10} * \text{age}_{it} + \beta_7 \text{top10} * \text{educ}_{it} \\ & + \beta_8 \text{top10} * \text{tenure}_{it} + \beta_9 \text{control}_{it} + \varepsilon_1 \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{logit}(z1)_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{gender}_{it} + \beta_2 \text{age}_{it} \\ & + \beta_3 \text{educ}_{it} + \beta_4 \text{tenure}_{it} + \beta_5 \text{dual} * \text{gender}_{it} \\ & + \beta_6 \text{dual} * \text{age}_{it} + \beta_7 \text{dual} * \text{educ}_{it} + \\ & \beta_8 \text{dual} * \text{tenure}_{it} + \beta_9 \text{control}_{it} + \varepsilon_1 \end{aligned} \quad (2)$$

三、实证结果与分析

（一）描述性统计

表2报告了主要研究变量的描述性统计结果。由表2可知，CEO中女性占比仅为6.3%；CEO的平

均年龄为49.17, 而且每家公司CEO的年龄存在较大差异, 年龄最大的为65岁, 而年龄最小的仅33岁; CEO的平均学历介于本科与硕士之间; CEO的平均任期约为3.77年, 任期最长的超过13年, 任期最短的不到一个月; 股权集中度为0.597 7, 说明公司的股权集中度较高; 董事长和总经理两职兼任的公司占全样本的29.4%; 此外, pearson相关性分析显示, 主要变量之间的相关系数的绝对值都小于0.3, 最大值仅为0.296 4。进一步做多重共线性检验(VIF), VIF值均在10以下, 可以认为模型中没有存在多重共线性的问题(受限于篇幅, 相关性分析和多重共线性表格并未列出)。

表3是3 199家零杠杆策略样本及15 822家非零杠杆样本进行的描述性统计及差异检验, 表中列示了零杠杆策略样本与非零杠杆策略样本的描述性统计以及两类样本的均值T检验。此处, 采取零杠杆策略的样本取值为1, 非采取零杠杆策略的样本取值为0。在CEO背景特征方面, 采取零杠杆策略的上市公司的女性CEO占比比非零杠杆公司高, 并在1%的水平上显著; 采取零杠杆策略的上市公司的CEO年龄比非零杠杆公司低, 并在1%的水平上显著; 采取零杠杆策略的上市公司的CEO学历比非零杠杆公司低, 并在1%的水平上显著; 采取零杠杆

策略的上市公司的CEO任期比非零杠杆公司低, 并在1%的水平上显著。结果说明: 女性CEO、低学历CEO选择零杠杆策略的可能高, 这两个分别和假设1a和1c一致; CEO年龄越低, 任期越短, 发生零杠杆的可能性越高, 这两个分别和假设1b和1d不相符, 可能的原因是两者的相关性中包含了本模型中其他变量, 如公司治理、融资约束等的影响。在公司治理方面, 采取零杠杆策略的上市公司的股权集中度比非零杠杆公司高, 并在1%的水平上显著; 采取零杠杆策略的上市公司的两值兼任比例比非零杠杆公司高, 并在1%的水平上显著。结果表明股权集中度越高以及两职兼任的上市公司选择零杠杆策略的可能高。

表 2 主要变量的描述性统计

Variable	Mean	Std.Dev.	Min	Max
zl	0.168	0.374	0.000	1.000
gender	0.063	0.243	0.000	1.000
age	49.172	6.357	33.000	65.000
edu	3.407	0.881	1.000	5.000
tenure	3.773	3.180	0.080	13.830
Top10	0.598	0.154	0.228	0.903
dual	0.294	0.456	0.000	1.000
tangible	0.219	0.161	0.003	0.699
capex	0.056	0.051	0.000	0.243
roa	0.0450	0.055	-0.180	0.203
size	21.883	1.260	19.510	25.940

表 3 分组样本的描述性统计及差异检验

变量	取值	均值	标准差	均值的标准误	均值差异	标准差差异	T值	Sig (双侧)
gender	0	0.060	0.002	0.238	-0.018	0.005	-3.713	0.000
	1	0.078	0.005	0.267				
age	0	49.233	0.051	6.340	0.365	0.046	2.960	0.003
	1	48.869	0.113	0.113				
edu	0	3.415	0.007	0.878	0.044	0.017	2.580	0.010
	1	3.370	0.016	0.8982				
tenure	0	3.845	0.026	3.258	0.428	0.062	6.956	0.000
	1	3.417	0.048	2.732				
top10	0	0.588	0.001	0.155	-0.056	0.003	-19.063	0.000
	1	0.645	0.002	0.140				
dual	0	0.274	0.004	0.446	-0.118	0.009	-13.44	0.000
	1	0.393	0.086	0.488				

(二) 回归结果分析

由表4的logit回归结果分析可知: CEO性别与零杠杆策略关系不显著, 假设1a没有得到验证。这可能由于女性CEO在CEO中所占比例太少, 或者由于公司其他男性管理层或男性董事长可能对其决策产生重大影响, 所以比较难以得到显著的结果。

CEO年龄与零杠杆策略显著正相关, 假设1b得到验证, 说明年长CEO工作转换成本更高, 管理防御动机更强, 更可能为了避免陷入财务困境而导致离职, 而采取零杠杆策略。CEO学历与零杠杆策略显著负相关, 假设1c得到验证, 说明CEO学历越低, 工作转换成本更高, 管理防御动机越强, 越有可能

采取零杠杆策略。CEO任职年限与管理层防御显著正相关，假设1d得到验证，说明CEO的任期越长，转换工作意愿下降，管理防御程度随之提高，越有可能采取零杠杆策略。

资产有形性是融资约束的代理变量，回归系数显著为负，说明融资约束程度越重的公司越有可能

采取零杠杆策略，与唐齐鸣等的研究结论一致^[11]。资本支出是财务灵活性的代理变量，回归系数显著为正，与Strebulaev等的研究结论一致，支持了财务灵活性假说^[4]。规模回归系数是负的，表明越小的公司越有可能采取零杠杆策略。

表 4 公司治理、CEO背景特征与与零杠杆策略回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
gender	-0.015 8				-0.061 2			
age		0.082 6***				0.024 2		
edu			-0.396 6*				-0.026 0	
tenure				0.083 4**				0.047 1***
top10*gender	0.080 8							
top10*age		-0.101 9*						
top10*edu			0.681 6**					
top10*tenure				-0.079 9				
dual*gender								
dual*age						-0.013 3		
dual*edu							0.007 7	
dual*tenure								-0.0177
top10	3.359 0***	8.433 3***	1.105 1	3.824 2***	3.370 9***	3.448 1***	3.372 9***	3.544 6***
dual	0.023 5	-0.047 3	0.023 0	-0.012 6	-0.002 3	0.607 5	-0.003 9	0.068 2
tangible	-4.723 1***	-4.780 7***	-4.727 2***	-4.717 4***	-4.724 9***	-4.787 3***	-4.717 9***	-5.019 8***
capex	-6.071 8***	-6.070 8***	-6.043 3***	-5.962 4***	-6.064 6***	-5.997 7***	-6.062 9***	-5.019 6***
roa	9.272 1***	9.216 6***	9.258 2***	9.403 4***	9.276 3***	9.244 7***	9.273 0***	9.842 3***
size	-1.602 2***	-1.628 8***	-1.736 6***	-1.825 0***	-1.603 2***	-1.628 7***	-1.604 7***	-1.829 6***
year/industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo R ²	0.243 1	0.231 4						
F (Wald chi)	1 287.86***	1 286.74***	1 286.9***	1 279.04***	1 289.10***	1 286.60***	1 287.78***	1 277.68***
OBS	19 022	19 022	19 022	19 022	19 022	19 022	19 022	19 022

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著；为了剔除极端值的影响，对所有连续型变量进行了1%分位和99%分位的winsorize处理。

股权集中度与CEO性别的交乘项系数为正，但不显著，假设2a没有得到验证；CEO年龄系数显著为正，与股权集中度交乘项系数显著为负，假设2b得到验证，说明股权集中度减弱了CEO年龄与正零杠杆策略的正向作用，增加了管理防御的实施难度；CEO学历系数显著为负，与股权集中度交乘项系数显著为负，假设2c得到验证，说明股权集中度减弱了CEO学历与零杠杆策略的负向作用，增加了管理防御的实施难度；CEO任期显著为正，与股权集中度交乘项系数为负，但不够显著，说明股权集中度一定程度上减弱了CEO任期与零杠杆策略正向作用，假设2d得到验证。将两职合一与CEO特征变量的交乘项系数都不显著，假设3a到3d没有得到验证，说明两职合一对CEO特征和零杠杆策略选择的发生概率并不稳定。

将全样本区分为国企和非国企两个子样本以检验假设4，删除两职合一这一变量，由表5的回归分析结果可以发现，在国企中，无论是除了年龄以外的CEO背景特征变量，还是背景特征变量与股权集中度的交乘项都变得不太显著。CEO的年龄的系数显著为负，这和假设H1b相反，这可能原因是国有控股公司的特殊性，年纪较大的CEO多有较强的行业信息、工作经验和社会资源，从而体现出比年轻CEO更强的工作能力，有更多的投资获利机会，发生财务困难的机率要低一些^[24]，更可能采取负债融资。而年轻的CEO由于能力和经验不足，管理层防御更强，更可能采取零杠杆策略。而在非国企，CEO性别以及性别与股权集中度交乘项的系数都不显著，假设4a得到验证；CEO年龄的系数显著为正，与股权集中度的交乘项显著为负，CEO教育的

系数显著为负, 与股权集中度的交乘项显著为正, CEO任期的系数显著为正, 与股权集中度的交乘项显著为负, 证实了研究假设4b, 4c, 4d。这说明相对于国企, 在非国企中管理层防御对零杠杆策略的影响更大, 股权集中度的调节作用也更显著。

(三) 稳健性检验

为检验结论的可靠性, 本文做了如下三种稳健性测试(受限于篇幅, 相关表格并未列出)。

表 5 不同产权下CEO背景特征与对零杠杆策略影响的比较

变量	国企				非国企			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
gender	-4.207 0				0.253 6			
age		-0.106 2 [*]				0.109 0 ^{***}		
edu			-0.622 6				-0.578 8 ^{**}	
tenure				0.024 7				0.022 9 [*]
top10*gender	6.108 2				-0.414 2			
top10*age		0.146 4				-0.203 9 ^{***}		
top10*edu			0.420 8				0.833 6 ^{***}	
top10*tenure				-0.148 0				-0.204 6 [*]
top10	-0.032 7	-7.055 6	-1.388 1	0.356 4	4.904 6 ^{***}	14.692 3 ^{***}	2.124 0 [*]	4.863 4 ^{***}
tangible	-4.681 4 ^{***}		-4.791 5 ^{***}	-4.782 0 ^{***}	-3.755 9 ^{***}	-3.695 5 ^{***}	-3.782 9 ^{***}	-3.587 2 ^{***}
capex	-7.919 7 ^{***}		-8.601 6 ^{***}	-8.817 1 ^{***}	-3.340 5 ^{***}	-3.545 5 ^{***}	-3.330 2 ^{***}	-3.842 8 ^{***}
roa	12.619 9 ^{***}		12.941 6 ^{***}	12.679 4 ^{***}	10.454 4 ^{***}	10.386 6 ^{***}	10.416 6 ^{***}	9.869 2 ^{***}
year/industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Pscudo R ²	0.184 3	0.181 4						
F (Wald chi)	133.00 ^{***}	134.00 ^{***}	138.00 ^{***}	135.17 ^{***}	523.64 ^{***}	537.94 ^{***}	526.61 ^{***}	571.00 ^{***}
OBS	6 412	6 412	6 412	6 412	12 610	12 610	12 610	12 610

其一, 对被解释变量进行替换: 上文将净负债率小于0的样本定义为零杠杆公司, 此处我们使用把短期负债和长期负债为零的公司定义为零杠杆公司; 结果与前文一致。

其二, 对解释变量进行替换: 将前文的CEO换成CFO背景特征, 结果和前文一致。

其三, 前文是以CEO背景特征来反映管理防御大小, 这里换个角度, 以公司治理质量来度量管理防御的, 内部治理越强, 则管理防御越弱。回归结果表明, 股权集中度正向作用于零杠杆策略, 两职兼任正向作用与零杠杆策略, 也就是说, 管理者防御与零杠杆策略正相关。

四、结论与启示

本文以沪深两市A股上市公司为样本, 从管理防御的视角出发, 对于CEO背景特征对公司零杠杆策略的影响进行实证研究。结果表明, 在控制内部监督质量、融资约束和财务灵活性等变量后, CEO背景特征会显著影响企业采取零杠杆策略。CEO性别对企业采取零杠杆策略没有显著影响; CEO的年龄与企业采取零杠杆策略显著正相关; CEO的学历对企业采取零杠杆策略有显著负向影

响; CEO的任期对企业采取零杠杆策略有显著正向影响。股权集中度在一定程度上削弱了CEO年龄与公司零杠杆策略的相关性, 削弱了CEO学历与公司零杠杆策略的负相关性, 削弱了CEO任期与零杠杆策略的正相关性, 增大管理防御的实施难度。进一步区分产权性质后发现, 国企的CEO年龄越大, 越不可能采取零杠杆策略, 其他背景特征对零杠杆策略影响不显著, 非国企中CEO背景特征对零杠杆策略影响以及股权集中度的调节作用都比较显著。

管理层防御是导致企业在选择债务融资时背离传统资本结构观点的重要原因, 本文研究结论对于上市公司资本结构优化有重要启示。首先, 年龄越大、学历越低、任期越长的CEO由于特定因素会有较强的管理防御行为, 更可能通过采用零杠杆策略来稳固自己在公司的地位, 降低自己被解雇的风险, 高股权集中度可以弱化CEO背景特征对零杠杆策略的影响作用, 增加管理防御的实施难度。因此, 当公司的CEO具备这些特征时, 董事会应注意增加对CEO的监管力度, 以缓解因过高的管理防御而导致的代理问题。其次, 融资约束、财务灵活性和内部监督质量对于管理层产生防御行为存在影响。降低管理层防御动机也可以从这三个方面入手, 例如, 当公司存在较高的融资约束程度时, 可

以尽量降低公司的融资约束程度,从而提高企业的负债水平。这些措施将增强对管理层的内部监督作用,削弱其防御动机,提高企业的负债水平,优化企业的资本结构,增加企业价值,从而促进国民经济的发展。

参考文献

- [1] MODIGLIANI F, MILLER M H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction[J]. *American Economic Review*, 1963, 53(3): 433-443.
- [2] 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.
- [3] HARRIS M, RAVIV A. Corporate Control Contests and Capital Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 55-86.
- [4] STREBULAIEV I A, YANG B. The Mystery of Zero-Leverage Firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(1): 1-23.
- [5] 唐齐鸣, 黄昆. 零杠杆现象演变趋势与公司财务特征[J]. *财经论丛*, 2016(4): 62-71.
- [6] BYOUN S, XU Z. Why do Some Firms Go Debt Free?[J]. *Asia Pacific Journal of Financial Studies*, 2013, 42(1): 1-38.
- [7] DEVOS E, DHILLON U, JAGANNATHAN M, et al. Why Are Firms Unlevered?[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2012, 18(3): 664-682.
- [8] BESSLER W, DROBETZ W, HALLER R, et al. The International Zero-leverage Phenomenon[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 23(4): 196-221.
- [9] MORCK R, SHLEIFER A, VISHNY R W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1): 293-315.
- [10] DE JONG A, VELD C. An Empirical Analysis of Incremental Capital Structure Decisions under Managerial Entrenchment[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2001, 25(10): 1857-1895.
- [11] 唐齐鸣, 黄昆, 张星洋. 管理层防御会导致公司采取零杠杆策略吗? [J]. *证券市场导报*, 2018(2): 40-48.
- [12] 张信东, 陈湘. 上市房地产企业零杠杆现象影响因素研究[J]. *财经理论与实践*, 2013(3): 78-82.
- [13] 黄珍, 李婉丽, 高伟伟. 上市公司的零杠杆策略选择研究[J]. *中国经济问题*, 2016(4): 110-123.
- [14] 陈艺平, 张信东, 史全凤. 零杠杆公司业绩研究[J]. *中国管理科学*, 2016, 24(6): 171-176.
- [15] 张信东, 张亚男. 企业避税会影响其极端债务融资决策选择吗? [J]. *江西财经大学学报*, 2016(6): 37-47.
- [16] HAMBRICK D C, MASON P A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Manager[J]. *The Academy of Management Review*, 1984, 9(2): 193-206.
- [17] 王士红. 所有权性质、高管背景特征与企业社会责任披露[J]. *会计研究*, 2016(11): 53-60.
- [18] 任颀, 王峥. 女性参与高管团队对企业绩效的影响: 基于中国民营企业的实证研究[J]. *南开管理评论*, 2010, 13(5): 81-91.
- [19] 黄国良, 刘婷, 楚婧. 管理防御视角下CEO任期与会计盈余质量研究[J]. *中国注册会计师*, 2013(12): 58-62.
- [20] HAMBRICK D C, FUKUTONMIG D. The Seasons of A CEO's Tenure[J]. *Academy of Management Reviews*, 1991, 16(4): 719-742.
- [21] 李秉祥, 郝艳. 基于管理防御的企业投资短视行为的实验研究[J]. *预测*, 2009(6): 7-12.
- [22] JABALLAH N B, MNIF K, KHALDI A, et al. High-Frequency Oscillatory Ventilation in Term and Near-term Infants with Acute Respiratory Failure: Early Rescue Use[J]. *American Journal of Perinatology*, 2006, 23(7): 403-411.
- [23] 王福胜, 程富. 管理防御视角下的CFO背景特征与会计政策选择——来自资产减值计提的经验证据[J]. *会计研究*, 2014(12): 32-38.
- [24] CHAN C C, LIU V W, WU C S. Managerial Entrenchment and Financing Decision[J]. *Journal of Management and Systems*, 1998(1): 41-62.

编辑 何婧