

高管饥荒经历、创伤心理与国有企业杠杆率

张兴亮,刘芸

(南京审计大学 会计学院 江苏 南京 211815)

摘要:既有研究将国有企业杠杆率高企归结于预算软约束和政策性负担,但企业高管作为企业财务政策的决策者,其个体特征对国有企业杠杆率的影响也应予以关注。基于高层梯队理论和创伤心理学等理论,研究企业高管饥荒经历所带来的创伤心理是否对其服务的国有企业的杠杆率产生影响。基于中国A股上市公司的数据研究发现,高管早年饥荒经历所带来的创伤心理使高管趋向形成保守的性格,从而其所服务的国有企业的杠杆率水平显著更低。在考虑区域因素的调节作用后发现,就职于中西部国有企业的高管,其饥荒经历抑制企业杠杆率的现象更加明显。进一步研究发现,高管饥荒经历能抑制国有企业过度负债。研究结果对于去杠杆和新冠肺炎疫情背景下如何优化国有企业杠杆率有一定启示意义。

关键词: 高管; 饥荒经历; 创伤心理; 国有企业; 杠杆率

中图分类号: F275.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-6049(2020)06-0056-09

一、引言

近年来,我国国有企业的债务杠杆率远高于非国有企业。信贷资源过度流向国有企业,一方面纵容了国有企业资金利用的低效率,另一方面也抬高了中小企业的贷款门槛。针对这一问题,中共中央2015年首次提出供给侧结构性改革,要求在经济工作方面完成“三去一降一补”重要任务,2017年政府工作报告将其定为重点工作之一。2018年下半年,政府部门进一步强调国有企业债务约束机制,尽快将国有企业杠杆率降低到合理水平。2019年7月,四部门联合颁布《2019年降低企业杠杆率工作要点》,要求进一步规范国有企业资本管理,防止虚假降杠杆。

2020年突发的新冠疫情给我国经济带来了巨大的冲击。企业主营利润下行压力骤增、现金流趋紧、劳动力及原材料供应不足等原因迫使企业扩大负债规模以缓解经营困境。整体来看,疫情冲击可能会导致国有企业杠杆率有所回升,甚至可能导致国有企业过度负债现象。在去杠杆和新冠疫情双重背景下,到底哪些因素会影响国有企业杠杆率成为学术界的新议题。该议题的研究结果对于优化国有企业杠杆率,防止国有企业出现过度负债等非效率问题都有重要的现实意义。

既有关于国有企业杠杆率方面的研究大都聚焦于信用评级调整、政策性负担和预算软约束、企业金融资产配置及研发效率等角度,忽视了作为企业管理决策的核心,高管的个人偏好也会对企业行为产生影响。心理学研究发现,早期经历可能会对个体此后的认知偏好、行为决策产生很大的影响^[1-2]。鉴于此,本文从高管饥荒经历的视角,研究大饥荒给高管带来的创伤心理,进而对国有企业杠杆率的影响。基于2006—2019年A股上市公司的混合截面数据,本文研究发现,高管的饥荒经历会显著地降低国有企业

收稿日期:2020-10-12;修回日期:2020-12-01

基金项目:国家社会科学基金项目“基于高管递延薪酬设计视角的国有企业杠杆率治理研究”(19BGL063);江苏省研究生科研与实践创新计划项目“高管创伤心理对国有企业杠杆率的影响研究”(SJCX20_0657);江苏高校优势学科建设工程资助项目(PAPD)

作者简介:张兴亮(1975—),男,江苏邳州人,会计学博士,南京审计大学会计学院教授,硕士生导师,研究方向为会计信息与公司治理;刘芸(1997—),女,江苏无锡人,南京审计大学会计学院硕士研究生,研究方向为财务会计。

的杠杆率水平;同时 相对于东部地区的国有企业 高管饥荒经历对中西部地区国有企业的杠杆率影响更显著。本文还进一步研究了国有企业过度负债问题 研究发现高管饥荒经历能抑制国有企业过度负债。

本文的贡献在于:首先,从创伤心理的视角,研究高管饥荒经历对企业杠杆率的影响机理,深化了高管饥荒经历对企业财务行为影响的相关研究;其次,在去杠杆和新冠疫情双重背景下,本文的实证研究结果可以为政府部门优化国有企业高管团队提供参考,以便依据不同宏观背景或企业发展阶段来选拔或任用合适的高管团队,从而有利于发挥国有企业在经济发展中的重要作用。

二、文献回顾

近年来国有企业去杠杆一直是政府工作的重点。现有文献从多个不同角度深入探究了国有企业高杠杆率的原因。林晚发和刘颖斐^[3]从融资约束的视角展开研究发现,信用评级下调会增加企业的融资难度,从而迫使企业减少外部债务融资。倪志良等^[4]认为,国有企业相比其他民营和外资企业一方面需要承担更多的如扶贫助困等的政策负担,另一方面银行对于国有企业的信贷审核条件更为宽松,这是导致国有企业杠杆率居高不下的两大原因,因此去杠杆也需要从这两方面入手。李博阳等^[5]从金融资产配置的角度提出,投资短期金融资产可以避免企业出现资金短缺,从而减少负债融资的需求,而过度配置长期金融资产则会产生相反的效果。李义超和徐婷^[6]从企业创新的角度入手,实证发现研发水平的提高以及创新专利的增加能加速促进企业下调杠杆率,这种影响机制在国有企业中更为显著。

然而这些研究多是基于宏观角度,基于企业内部微观的相关分析比较缺乏。自1984年“高层梯队理论”兴起后,国内外众多学者开始从高管的性别、年龄、学历、宗教信仰等显性人口特征角度,分析其对企业盈余管理、融资决策、资本结构等方面的作用效果。例如, Lee and Park^[7]研究发现,高层管理团队的多元化程度(教育层次、职业背景和国际影响力等)与企业国际化程度之间存在正向关系;刘睿智^[8]聚焦企业盈余管理,研究得出管理者年龄及学历与盈余管理程度均存在显著的负相关关系。但这些显性人口特征偏于表层且笼统,为了挖掘更深层次的因素,大量文献借鉴行为金融学的高管非理性假设,探究个人经历对高管个体心理、行为选择的影响。Cronqvist *et al.*^[9]基于行为一致性理论,研究发现个人住房贷款率高的高管在管理企业财务时也会倾向于高水平的债务融资。Benmelech and Frydman^[10]在分析高管个人经历时得出,参加过军的高管在企业管理过程中易做出激进的投融资决策。类似地,国内学者刘凤朝等^[11]也发现企业有海外留学经历的高管数量越多,对企业专利申请数量的增加越具有积极作用。

以上分析表明,高管个人经历或特征会对企业产生重要影响。显而易见,高管早期经历对其个人特征的养成至关重要,而高管饥荒经历一直是研究高管早期经历的重要切入点。研究表明,饥荒灾难会放大幸存者对物质资源流失的恐惧,加重人们对风险的不确定性感受,从而表现为谨慎、不信任且厌恶风险的心理特质。Malmendier and Nagel^[12]认为,经历过萧条时期的投资者财务风险承受能力低,且会对外部资本市场失去信任。沈维涛和幸晓雨^[13]、赵民伟和晏艳阳^[14]认为大饥荒时期的贫穷经历使得高管人员倾向于风险规避和更加保守的财务决策。Zhang^[15]发现经历过饥荒时期的CEO偏好使用更少的债务,持有更多的现金,进行更少的收购,公司股票回报的波动性也更小。张信东和郝盼盼^[16]在研究企业创新的影响因素时发现,相较于过度自信特征,CEO早年饥荒经历对企业研发投入的影响效果更为显著。Feng and Johansson^[17]发现,经历过饥荒的人发生不道德行为的可能性更低,在公司政策制定过程中也会倾向于更保守的政策。Hu *et al.*^[18]研究得出,早期的饥荒经历会增加CEO的预防性储蓄动机,其中公司的现金持有会增加。

考虑到1959年—1961年大饥荒是一个重大的外生性因素,不受人为控制且给社会经济带来巨大冲击。因此,本文试图以高管大饥荒经历为切入点,分析其引发高管创伤心理的影响机制,并基于高层梯队理论及行为金融学理论,探究高管创伤心理是否会对国有企业杠杆率产生影响,为优化国有企业杠杆率提供理论支持和实证依据。

三、理论分析及研究假设

(一) 高管饥荒与国有企业杠杆率

研究表明,在经历过短时间、大范围、严重程度高的天灾人祸乃至危及性命后,人们会形成创伤心

理,甚至形成创伤后应激障碍(简称 PTSD)。这类心理创伤会导致有意识或无意识的人格退缩,对潜在危险采取积极的防御措施^[19]。神经解剖学认为,创伤心理的形成主要与前额叶、杏仁核、海马等脑组织结构密切相关。前额叶的主要功能是抑制不良的认知及情绪;杏仁核负责将外部事件转换成内在情感并输出;海马则是与学习和记忆相关的重要组织。袁加锦和李红^[20]研究发现,人类对负面情绪刺激的效价强度大于正面情绪,而这种区别的产生受右侧海马体和杏仁核的警觉功能的影响,当前额叶活性降低、杏仁核活跃度提高以及海马区域萎缩时,就极易引发 PTSD 症状。

心理创伤不仅会引发受害者的防御和谨慎心理,而且这种影响会随着时间流逝而愈加严重。臧伟伟等^[21]研究发现,物质、环境等资源的流失最能致使灾后人群出现心理症状,且这种创伤压力的影响随着受灾时间的推移而逐渐增强。而长期的次生灾难频发更会加剧灾后人群对预期事件的不确定性感受和 risk 规避心理,深化人们的创伤情绪和记忆,进而影响其性格养成和行为偏好^[22]。

幼年时期遭遇饥荒经历产生的创伤心理导致高管更倾向于厌恶风险,具体表现为在金钱方面更加保守谨慎,家庭个人理财如此,公司经营也类似。资源流失造成的创伤应激障碍心理会随着时间的流逝逐渐加剧,并不断放大人类对类似伤害的恐惧和不安全感。三年困难时期对不同家庭背景高管造成的直接伤害虽然不尽相同,但这种缺衣少食的氛围会通过集体记忆、相同的时代经历等改变高管成年后的性格状态和行为模式^[23],有如此经历的人为了避免了更大的灾害伤害,逐渐形成了谨慎保守的心理。

再从企业产权性质的角度看,政府和银行的政策支持削弱了资本市场对国有企业融资的实际约束效果^[24]。相反非国有企业普遍想借钱但受到各项贷款条件的限制,杠杆率被迫处于较低水平,因此,高管创伤经历对非国有企业杠杆率的影响不够显著。而国有企业凭借政府的“父爱主义”,获得大量本地政府的扶持和银行贷款政策的倾斜,更容易从资本市场获得资金支持,不存在融资困难或融资约束,甚至当国有企业因赤字还不上借款时国有银行体系会代之偿还,进而很可能引发国有企业高管过度融资、盲目扩张^[25]。而高管的创伤经历会使其更趋于保守和厌恶风险,与高管没有创伤经历的国有企业相比,高管有创伤经历的国有企业,其杠杆率可能普遍较低。即高管饥荒经历所导致的创伤心理对这些普遍存在预算软约束甚至过度融资的国有企业的杠杆率的影响更显著。此外,在大部分国有企业,高管在担任企业经营管理者时还兼具较高的行政级别。与非国有企业相比,官员的权威性使得国有企业高管在制定经营决策时受到的约束较少,国有企业的经营管理受其高管特征的影响尤为突出。为此,本文提出假设 1:

H1: 高管的饥荒经历会显著地降低国有企业的杠杆率水平。

(二) 地区因素的调节作用

强烈的灾害刺激会损害人体的大脑皮层,导致海马对情绪性记忆遗忘能力的衰退以及杏仁核和前叶额的抑制、调节作用的下降,从而使得创伤经历会反复多次地出现在重灾人群的脑海里,且对于环境因素更为敏感^[26]。生活中尤其是早年经历中遭受过重大创伤的个体,早期的创伤记忆和恐惧心理会由于强烈的情绪刺激而不断被唤醒,创伤后成长的个体虽然能随着时间的推移重新融入新生活,但原先保留的恐惧记忆会由于生活中类似的环境而被再次触发甚至加固。

由于企业所在地区的不同,受当地经济发展、社会文化差异的影响,高管的创伤后应激障碍及创伤后成长能力也会有所差异。中国疆域辽阔,相比于经济发达的东部城市,中西部地区在基础设施建设、市场机制建设以及劳动力素质等方面还存在较大差距。西部地区作为政府扶贫攻坚战的重点地区,由于地形地势原因,交通设施、生活条件、产业结构等方面优化工作进展缓慢。在中西部办公的高管由于经常性地暴露于创伤情境中,幼时的创伤性体验反复重现,逐渐加深了负面情绪性经历的记忆,更为持续地影响个体心理发展及行为决策^[27-28]。因此,中西部地区更能触发和加深遭受过大饥荒的高管的创伤心理,对国有企业杠杆率的影响更显著。鉴于此,提出假设 2:

H2: 相比位于东部地区的国有企业,中西部地区高管的饥荒经历会更显著地降低国有企业的杠杆率。

四、数据、变量定义及描述性统计

(一) 数据来源和样本选择

在我国,董事长作为公司董事会的最高领导,具有全面组织、协调、管理的功能,而且具有否决权

和罢免权,因此本文的研究将公司的高管定义为董事长。自CSMAR数据库选取了2006—2019年的A股上市公司治理结构及高管简历相关数据,运用Stata15对数据进行如下处理:删除了金融、保险企业、ST公司和IPO不足一年的公司;同时为了排除企业规模的影响,本文剔除了资产总额排名后20%的观测值;最后保留国有产权性质的企业,得到8422个被解释变量观测值。

(二) 主要变量定义及度量方式

1. 被解释变量

本文的核心被解释变量是国有企业杠杆率,借鉴Prime and Qi^[29]、牛慕鸿^[30]的研究方法,将国有企业杠杆率定义为“总负债÷总资产”。

2. 解释变量

本文参考程令国和张晔^[31]队列研究的做法来衡量国有企业高管的饥荒经历。现代发展心理学家Erikson^[32]将人类的社会人格发展划分为婴儿期(0~3岁)、幼儿期(4~6岁)、童年期(7~11岁)、青少年期(12~17岁)以及成年早期(19~20岁)等。考虑到各个生长发育阶段对创伤情绪的感知和储存能力不同,婴儿期时人类的前叶额、海马等与创伤记忆存储相关的大脑皮层尚未发育成熟,对贫穷与饥饿的心理感受较模糊,创伤心理发生概率较低,因而对其成年后的影响较不显著;另一方面,童年期与青少年期是人类认识和理解世界的关键时期,也是大脑皮层发育成型的阶段,对于创伤经历的记忆保存最为深刻,此时的负面经历会通过改变高管偏好、认知、信念等进而对管理者的决策和公司经营方针产生显著影响,据此本文将童年期与青少年期合并形成一个出生队列,即区间[1943,1954],若出生年份落于此区间,则Cohort3取值为1,否则为0。其余三个队列以此类推。

3. 控制变量

借鉴现有研究经验,本文还考虑了高管年龄、企业所处地区、有形资产比率、公司盈利能力、公司规模等相关因素的影响,设置了一系列控制变量。其中,关于企业办公所处区域Address变量的赋值依据是国家统计局对我国经济地带的划分:北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南十个省(直辖市)划分为东部,东北3省、中部6省以及西部12省,再参照高敬峰和王彬^[33]方法将其合并。具体变量定义见表1。

表1 变量定义表

变量名称	变量说明
被解释变量	Lev 杠杆率,即总负债/总资产
解释变量	Cohort1 0~3岁无记忆的婴儿阶段,即出生年份为1958—1961年,取值为1,否则为0
	Cohort2 4~6岁的幼儿阶段,即出生年份为1955—1957年,取值为1,否则为0
	Cohort3 7~18岁的童年、青少年阶段,即出生年份为1943—1954年,取值为1,否则为0
	Cohort4 19~20岁的成年早期,即出生年份为1941—1942年,取值为1,否则为0
Age	高管(董事长)年龄
Address	企业所在地位于中西部地区则为1,否则为0
Tangible	有形资产比率,即(固定资产净额+折旧摊销)/资产总计
Size	公司规模,即公司总资产的对数值
控制变量	TobinQ 公司成长机会,即(年末市值+负债合计)/资产总计
	MB 账面市值比
	Rec 应收账款比率,即应收账款/总资产
	Industry 行业虚拟变量
	Year 年度虚拟变量

(三) 描述性统计

对上述主要变量进行全样本组以及按出生队列分样本组描述性统计,结果如表2所示。(1)在非婴儿期经历过饥荒的高管占据样本总数的67.41%,此外在童年和青少年期的曾有饥荒经历

(即 Cohort3) 的样本观测量在 4 个出生队列中位居第一 样本量充足有助于本文展开实证研究;(2) 国有企业高管年龄跨度大,从 33 ~ 77 岁不等,由此导致出生年代、早期经历也不同,以此开展研究具有可行性和必要性;(3) Address 的均值为 0.447,反映我国有 44.7% 的国有企业将办公地址设置在中西部;(4) 按出生队列进行分组描述性检验的结果显示,对饥荒经历的创伤体验不同,四组队列表现出的杠杆率水平亦不尽相同。其中,对饥荒经历感受最强烈,即创伤记忆保留最显著的队列 3 表现出更低的杠杆率。描述性统计结果初步验证了假设 1。

五、实证分析

(一) 实证模型

针对假设 1 本文建立模型(1)来检验国有企业中高管的饥荒经历是否会影响该公司的杠杆率水平,其中所使用的一系列控制变量包括:董事长年龄(取对数)、公司规模、企业有形资产比例、成长机会、账面市值比以及应收账款比率等,此外还固定了年份和行业哑变量。

$$Lev_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cohort1_{i,t} + \beta_2 Cohort2_{i,t} + \beta_3 Cohort3_{i,t} + \beta_4 Cohort4_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Tangible + \beta_8 TobinQ_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} Rec_{i,t} + \sum \beta_j Industry_{i,t} + \sum \beta_k Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

针对假设 2 进一步考虑地区因素的影响,加入高管饥荒经历与企业所在地的交互项,建立模型(2)检验地区因素是否会加深高管创伤心理与国有企业杠杆率的关系。其中,变量 Address = 0 代表企业所在地属于东部地区,其他控制变量与模型(1)保持一致。

$$Lev_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cohort1_{i,t} + \beta_2 Cohort2_{i,t} + \beta_3 Cohort3_{i,t} + \beta_4 Cohort4_{i,t} + \beta_5 (Cohort1_{i,t} \times Address_{i,t}) + \beta_6 (Cohort2_{i,t} \times Address_{i,t}) + \beta_7 (Cohort3_{i,t} \times Address_{i,t}) + \beta_8 (Cohort4_{i,t} \times Address_{i,t}) + \beta_9 Address_{i,t} + \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} Size_{i,t} + \beta_{12} Tangible + \beta_{13} TobinQ_{i,t} + \beta_{14} MB_{i,t} + \beta_{15} Rec_{i,t} + \sum \beta_j Industry_{i,t} + \sum \beta_k Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(二) 结果分析

表 3 中 A 栏的回归检验结果反映了高管饥荒经历与国有企业杠杆率的关系。第(1)列是未加控制变量前的回归结果,出生队列 3 在 1% 水平上显著,其余队列不显著。在控制了一系列相关变量后,出生队列 3 与国有企业杠杆率之间依旧存在显著的负相关关系,这一结果印证了童年及青少年时期是性格、偏好定型的最优时期,此时的重大灾祸经历会形成强烈的创伤记忆,乃至影响成年后的行为决策。

B 栏反映加入了企业所处地区因素后,高管饥荒经历与国有企业杠杆率的关系。第(3)列表示未加控制变量前的回归结果,交互项 Cohort3 × Address 的回归系数显著为负;第(4)列加入调节变量后, Cohort3 × Address 的回归系数依然显著为负。以上结果支持假设 2,即在中西部办公的高管由于经常暴露于创伤情境中,加深了其负面情绪经历的记忆,因此相比位于东部地区的国有企业,就职于中西部地区国有企业的高管饥荒经历对企业杠杆率的负向影响更加明显。

表 2 主要变量描述性统计

全样本描述性统计						
变量	样本量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Lev	8 422	0.524	0.540	0.193	0.0123	0.993
Age	8 421	52.853	53.000	5.678	34.000	77.000
Address	8 422	0.447	0.000	0.497	0.000	1.000
Tangible	8 422	0.305	0.267	0.211	0.004	0.848
Size	8 422	13.479	13.304	1.229	11.397	17.063
TobinQ	8 288	2.155	1.937	0.761	1.213	5.679
Rec	8 400	0.086	0.054	0.091	0.000	0.443
MB	8 288	0.715	0.737	0.233	0.188	1.174
按出生队列分组描述性统计						
变量	Cohort1	Cohort2	Cohort3	Cohort4		
Lev	0.527 (0.204)	0.532 (0.180)	0.513 (0.177)	0.535 (0.195)		
Age	53.347 (3.762)	55.305 (3.329)	58.660 (3.616)	68.810 (4.026)		
Address	0.437 (0.496)	0.431 (0.495)	0.339 (0.490)	0.190 (0.397)		
Tangible	0.302 (0.223)	0.298 (1.280)	0.321 (0.213)	0.309 (0.223)		
Size	13.603 (1.318)	13.525 (1.280)	13.296 (1.213)	13.538 (1.509)		
TobinQ	2.151 (0.752)	2.172 (0.739)	2.176 (0.789)	2.204 (0.593)		
Rec	0.088 (0.092)	0.078 (0.086)	0.075 (0.078)	0.123 (0.075)		
MB	0.718 (0.232)	0.707 (0.228)	0.702 (0.229)	0.685 (0.226)		
样本量	1 515	1 317	1 734	83		

注:表中按出生队列分组描述性统计列示的是均值,括号内为样本标准差。

(三) 稳健性检验

本文借鉴了许年行和李哲^[34]的方法,变更了国有企业董事长饥荒经历的判断标准:

(1) 设置哑变量 *Famine*,以 1961 年末为大饥荒结束的时间点,定义 *Famine* = 1 代表在 5 ~ 15 岁时有过饥荒经历,即出生年份为 1946 年至 1956 年,否则 *Famine* 取值为 0;

(2) 由于遭受饥荒的时间跨度也会影响其创伤心理的严重程度,本文设置变量 *Famine_time* 来衡量高管早期暴露于饥荒环境的时间跨度。当出生年份为 1944 年或 1956 年时, *Famine_time* 取值为 1; 当出生年份为 1945 年或 1955 年时, *Famine_time* 取值为 2; 当出生年份为 1946 年至 1954 年之间时, *Famine_time* 取值为 3; 其余年份出生 *Famine_time* 取值为 0,代表没有在 5 ~ 15 岁之间经历过饥荒。

此外,模型(1)和模型(2)的回归残差中可能包括与自变量相关的变量,因此 OLS 估计结果是有偏的,为此,我们使用固定效应模型进行估计,具体估计结果见表 4 所示。

表 3 高管饥荒经历与国有企业杠杆率的回归检验结果

变量	A 栏: 高管饥荒经历与 Lev 的关系		B 栏: 企业地区因素的调节作用	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Cohort1</i>	-0.007 (-1.28)	-0.009 (-1.60)	0.010 (1.27)	-0.005 (-0.85)
<i>Cohort2</i>	-0.008 (-1.38)	-0.010 (-1.32)	0.024*** (3.13)	0.007 (1.00)
<i>Cohort3</i>	-0.027*** (-4.84)	-0.024** (-2.46)	-0.010 (-1.38)	-0.006 (-0.65)
<i>Cohort4</i>	0.002 (0.07)	0.001 (0.03)	0.031 (0.85)	0.002 (0.09)
<i>Cohort1</i> × <i>Address</i>			-0.033*** (-2.86)	-0.000 (-0.06)
<i>Cohort2</i> × <i>Address</i>			-0.063*** (-5.50)	-0.034*** (-3.99)
<i>Cohort3</i> × <i>Address</i>			-0.030*** (-2.89)	-0.025*** (-3.24)
<i>Cohort4</i> × <i>Address</i>			-0.057 (-0.81)	-0.030 (-0.76)
<i>Address</i>			-0.129* (-1.73)	-0.058 (-1.35)
<i>age</i>		-0.001 (-1.25)		-0.001 (-1.11)
<i>TobinQ</i>		0.137*** (20.16)		0.401*** (45.33)
<i>size</i>		0.037*** (19.21)		0.024*** (13.85)
<i>MB</i>		0.610*** (31.19)		1.113*** (58.40)
<i>Rec</i>		0.403*** (18.92)		0.316*** (17.10)
<i>Tangible</i>		0.130*** (11.72)		0.079*** (8.24)
<i>_cons</i>	0.512*** (31.09)	-0.661*** (-15.90)	0.663*** (8.52)	-1.321*** (-22.14)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	8 422	8 266	7 949	7 930
Adj. R ²	0.136	0.399	0.146	0.558
F	72.021	185.765	338.897	311.369

注: 括号内为 *t* 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著。

表 4 稳健性检验

变量	A 栏: 高管饥荒经历与 Lev 的关系		B 栏: 高管饥荒经历、地区因素与 Lev 的关系	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Famine</i>	-0.014** (-1.97)		-0.004 (-0.54)	
<i>Famine</i> × <i>Address</i>			-0.021** (-2.04)	
<i>Famine_time</i>		-0.005* (-1.67)		-0.002 (-0.47)
<i>Famine_time</i> × <i>Address</i>				-0.008** (-2.06)
<i>Address</i>	0.029*** (2.78)	0.029*** (2.78)	0.014 (1.16)	0.027*** (2.60)
<i>Age</i>	0.001 (0.99)	0.001 (0.96)	0.000 (0.90)	0.001 (0.91)
<i>TobinQ</i>	0.073*** (10.66)	0.073*** (10.66)	0.073*** (10.68)	0.073*** (10.69)
<i>Size</i>	0.061*** (12.30)	0.061*** (12.28)	0.061*** (12.32)	0.061*** (12.28)
<i>MB</i>	0.269*** (11.96)	0.269*** (11.96)	0.269*** (11.96)	0.269*** (11.96)
<i>Rec</i>	0.251*** (4.71)	0.250*** (4.69)	0.249*** (4.67)	0.248*** (4.63)
<i>Tangible</i>	0.107*** (4.67)	0.107*** (4.65)	0.107*** (4.71)	0.107*** (4.70)
<i>_cons</i>	-0.672*** (-9.17)	-0.674*** (-9.11)	-0.652*** (-8.88)	-0.667*** (-9.02)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Within R-sq	0.176	0.177	0.176	0.177
观测值	8 266	8 266	8 266	8 266
Chi2	1 304.46	1 305.45	1 306.18	1 309.15

注: 括号内是 *t* 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著。

在表4的A栏各列结果中, *Famine* 和 *Famine_time* 的回归系数均显著为负,再次表明在高管早期的饥荒经历会显著地降低国有企业的杠杆率水平;在表4的B栏各列结果中,加入 *Address* 这一调节变量后,交互项同样负向显著,再次表明在考虑区域因素的调节作用后,可以发现就职于中西部地区国有企业的高管饥荒经历对企业杠杆率的负向影响更加明显。以上结果表明,重新定义解释变量不会改变研究结果。

六、进一步研究: 高管饥荒经历是否能抑制国有企业过度负债

受到产能限制、财政政策等因素的影响,不同行业杠杆率差异显著。因此,高杠杆率并不一定意味着企业过度负债,仅仅关注企业的资产负债率并不能客观地反映企业债务结构的真实情况。为了进一步判断国有企业债务结构是否合理、探究高管饥荒经历所引起的创伤心理是否能抑制国有企业过度负债,本文设计模型(3)和模型(4)对此进行研究。

$$Lev_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Corhort1_{i,t} + \beta_2 Corhort2_{i,t} + \beta_3 Corhort3_{i,t} + \beta_4 Corhort4_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Tangible + \beta_8 TobinQ_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} Rec_{i,t} + \sum \beta_j Industry_{i,t} + \sum \beta_k Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Logit(EXINTR_dum_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 Corhort1_{i,t} + \beta_2 Corhort2_{i,t} + \beta_3 Corhort3_{i,t} + \beta_4 Corhort4_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Tangible + \beta_8 TobinQ_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} Rec_{i,t} + \sum \beta_j Industry_{i,t} + \sum \beta_k Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,模型(3)的被解释变量 *Lev* 代表单个国有企业杠杆率与行业平均杠杆率的差值;模型(4)的被解释变量 *EXINTR_dum* 代表过低的利息覆盖率,参照陆正飞等^[35]的做法,以利息覆盖率是否小于1为标准,评判企业是否存在过度负债现象。结果如表5所示,在两种模型检验结果中,队列3的回归系数均显著为负,且模型(4)中队列2与过度负债也表现出显著的负相关关系,这表明高管早期饥荒经历所引起的创伤心理确实能抑制国有企业过度负债。

七、结论与启示

在去杠杆和新冠疫情双重背景下,到底哪些因素会对国有企业杠杆率产生影响值得进一步探究。本文以高层梯队理论为切入点,结合创伤心理学及行为金融学相关成果,探究高管早期饥荒经历对国有企业杠杆率的影响。基于2006—2019年的A股上市国有企业治理结构及高管简历相关数据,本文发现:(1)高管的饥荒经历会显著降低国有企业的杠杆率水平;(2)相比位于东部地区的国有企业,中西部地区高管的饥荒经历会更显著地降低国有企业的杠杆率;(3)高管饥荒经历能够有效抑制国有企业过度负债。

本文带来的启示是:第一,高管早期经历会显著影响其成年后的行为决策,因此,政府主管部门和企业需要结合自身不同阶段发展战略的需求,选拔、任用合适的高管。特别是在目前去杠杆和新冠疫情双重背景下,国有企业会承担更

表5 高管饥荒经历、创伤心理与国有企业过度负债

变量	(1) <i>LEV</i>	(2) <i>EXINTR_dum</i>
<i>Cohort1</i>	-0.008 (-1.63)	0.041 (0.42)
<i>Cohort2</i>	-0.009 (-1.34)	-0.292** (-2.21)
<i>Cohort3</i>	-0.019** (-2.15)	-0.344** (-2.00)
<i>Cohort4</i>	-0.002 (-0.09)	-0.713 (-1.39)
<i>Age</i>	-0.001 (-1.26)	0.030*** (2.69)
<i>Address</i>	0.024*** (7.60)	-0.092 (-1.45)
<i>TobinQ</i>	0.298*** (52.56)	-0.811*** (-7.51)
<i>Size</i>	0.029*** (16.76)	-0.104*** (-2.92)
<i>MB</i>	0.933*** (54.07)	-3.539*** (-10.36)
<i>Rec</i>	0.344*** (17.80)	-3.319*** (-8.70)
<i>Tangible</i>	0.089*** (9.34)	-2.909*** (-14.31)
<i>_cons</i>	-1.634*** (-45.49)	2.892*** (4.03)
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes
观测值	8 063	7 966
adj. R ² (pseudo R ²)	0.424	0.132
F(Chi2)	145.590	1 108.51

注:(1)列括号内为 *t* 值,(2)列括号内为 *z* 值,***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著。

多的社会性负担, 杠杆率可能会上升, 但也要控制国有企业过度负债, 在保增长与保稳定之间艰难平衡, 这就需要优化国有企业的高管团队, 利用好高管特征在企业决策中的作用, 以实现不同背景不同阶段下的发展目标。第二, 对国有企业杠杆率的控制以及高管的选拔、任用等要考虑地区因素的影响。相对于东部地区, 中西部地区制度环境有待优化, 在中西部地区, 国有企业高管个人特征在企业决策中扮演更重要的角色, 因此, 对于需要降杠杆以及需要控制过度负债的中西部国有企业, 更需要选聘过去有苦难经历的高管, 稳健经营国有企业。

参考文献:

- [1] KENDLER K S, MYERS J, PRESCOTT C A. The etiology of phobias: An evaluation of the stress-diathesis model [J]. *Arch gen psychiatry*, 2002, 59(3): 242-248.
- [2] 李婷, 朱熊兆. 早期经历影响个体成年后行为的表观遗传学机制 [J]. *心理科学进展* 2009(6): 1274-1280.
- [3] 林晚发, 刘颖斐. 信用评级调整与企业杠杆——基于融资约束的视角 [J]. *经济管理* 2019(6): 176-193.
- [4] 倪志良, 高正斌, 张开志. 政策性负担与国有企业杠杆率: 预算软约束的中介效应 [J]. *产经评论* 2019(3): 102-114.
- [5] 李博阳, 沈悦, 张嘉望. 金融资产配置、企业经营风险与企业杠杆率 [J]. *当代经济科学* 2019(5): 116-128.
- [6] 李义超, 徐婷. 企业创新与杠杆率动态调整关系实证研究——创新效率视角 [J]. *科技进步与对策* 2020(7): 87-94.
- [7] LEE H U, PARK J H. Top team diversity, internationalization and the mediating effect of international alliances [J]. *British journal of management*, 2010, 17(3): 195-213.
- [8] 刘睿智. 人口统计学特征、高管薪酬与盈余管理 [J]. *财经问题研究* 2017(5): 65-71.
- [9] CRONQVIST H, MAKHIJA A K, YONKER S E. Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage [J]. *Journal of financial economics*, 2011, 103(1): 20-40.
- [10] BENMELECH E, FRYDMAN C. Military CEOs [J]. *Journal of financial economics*, 2015, 117(1): 43-59.
- [11] 刘凤朝, 默佳鑫, 马荣康. 高管团队海外背景对企业创新绩效的影响研究 [J]. *管理评论* 2017(7): 135-147.
- [12] MALMENDIER U, NAGEL S. Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk taking? [J]. *The quarterly journal of economics*, 2011, 126(1): 373-416.
- [13] 沈维涛, 辛晓雨. CEO 早期生活经历与企业投资行为——基于 CEO 早期经历三年困难时期的研究 [J]. *经济管理*, 2014(12): 72-82.
- [14] 赵民伟, 晏艳阳. 管理者早年大饥荒经历与公司财务政策 [J]. *南方经济* 2015(10): 49-63.
- [15] ZHANG L. CEOs' early-life experiences and corporate policy: Evidence from China's great famine [J]. *Pacific-basin finance journal*, 2017, 46: 57-77.
- [16] 张信东, 郝盼盼. 企业创新投入的原动力: CEO 个人品质还是早年经历——基于 CEO 过度自信品质与早年饥荒经历的对比 [J]. *上海财经大学学报* 2017(1): 61-74.
- [17] FENG X, JOHANSSON A C. Living through the great Chinese famine: Early-life experiences and managerial decisions [J]. *Journal of corporate finance*, 2018, 48: 638-657.
- [18] HU J, LI A, LUO Y. CEO early life experiences and cash holding: Evidence from China's great famine [J]. *Pacific-basin finance journal*, 2019, 57(Oct): 101184.1-101184.16.
- [19] 赵冬梅, 申荷永, 刘志雅. 创伤性分离症状及其认知研究 [J]. *心理科学进展* 2006(6): 895-900.
- [20] 袁加锦, 李红. 人类对情绪事件效价强度的易感性及神经机制 [J]. *心理科学进展* 2012(1): 10-18.
- [21] 臧伟伟, 付芳, 伍新春, 等. 自然灾害后身心反应的影响因素: 研究与启示 [J]. *心理发展与教育* 2009(3): 107-112+128.
- [22] COVELLO V T, PETERS R G, WOJTECKI J G, et al. Risk communication, the West Nile virus epidemic, and bioterrorism: Responding to the communication challenges posed by the intentional or unintentional release of a pathogen in an urban setting. [J]. *Journal of urban health*, 2001, 78(2): 382-391.
- [23] 张建君, 张志学. 中国民营企业家的政治战略 [J]. *管理世界* 2005(7): 94-105.

- [24]翟淑萍,顾群.金融发展与企业投资效率——基于融资约束与预算软约束视角的分析[J].贵州财经大学学报,2014(3):24-31.
- [25]牛斐.国有企业软预算约束对资本结构的影响研究[J].管理世界,2018(9):182-183.
- [26]伍泽莲,何媛媛,李红.灾难给我们的心理留下了什么?——创伤心理的根源及创伤后应激反应的脑机制[J].心理科学进展,2009(3):639-644.
- [27]GUO J, HE H, QU Z, et al. Post-traumatic stress disorder and depression among adult survivors 8 years after the 2008 Wenchuan earthquake in China[J]. Journal of affective disorders, 2017, 210: 27-34.
- [28]伍新春,周宵,王文超,等.关于创伤后应激障碍与创伤后成长的辩证认识——基于整合-比较的视角[J].北京师范大学学报(社会科学版),2018(2):41-50.
- [29]PRIME P B, QI L. Determinants of firm leverage[J]. Chinese economy, 2013, 46(2): 74-106.
- [30]牛慕鸿.以多维视角审视去杠杆[J].中国金融,2018(8):42-44.
- [31]程令国,张晔.早年的饥荒经历影响了人们的储蓄行为吗?——对我国居民高储蓄率的一个新解释[J].经济研究,2011(8):119-132.
- [32]ERIKSON E H. Childhood and society[M]. New York: W. W. Norton, 1963.
- [33]高敬峰,王彬.国内区域价值链、全球价值链与地区经济增长[J].经济评论,2020(2):20-35.
- [34]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):133-146.
- [35]陆正飞,何捷,窦欢.谁更过度负债:国有还是非国有企业?[J].经济研究,2015(12):54-67.

(责任编辑:陈春;英文校对:葛秋颖)

Famine Experience ,Traumatic Psychology of Senior Executives and Leverage Ratio of State-owned Enterprises

ZHANG Xingliang , LIU Yun

(School of Accounting , Nanjing Audit University , Nanjing 211815 , China)

Abstract: Existing studies attribute the high leverage ratio of state-owned enterprises to soft budget constraints and policy burdens. However, as decision-makers of enterprise financial policies, the influence of their individual characteristics on the leverage ratio of state-owned enterprises should also be paid attention to. Based on the theory of high-level echelon and trauma psychology, this paper analyzes the influence of early trauma psychology of executives on leverage ratio of state-owned enterprises from the perspective of famine experience of enterprise executives. Based on the data of China's A-share listed companies, the research finds that the trauma caused by the early famine experience of senior executives makes them tend to form a conservative character, and the leverage level of the state-owned enterprises they serve is significantly lower. After regional factors being taken into account, it was found that executives with a famine experience in state-owned enterprises operating in the central and western regions significantly reduced their leverage levels. Further research has found that executive famine experience can curb excessive debt in state-owned enterprises. The results of the paper have some implications for deleveraging and optimizing the leverage ratio of state-owned enterprises under the COVID-19 epidemic.

Key words: senior executives; famine experience; traumatic psychology; state-owned enterprises; leverage ratio