

CEO 继任来源、多元化职业经历与僵尸企业治理*

郭丽虹 汪制邦

(上海财经大学金融学院,上海 200433)



内容提要:2020 年中央经济工作会议提出要促进资本市场健康发展,提高上市公司质量,其中处置僵尸企业显得尤为重要。僵尸企业治理需要从内外两个方面同时发力,就内部而言,CEO 作为企业重大决策的参与者和执行者,对提高企业治理水平具有决定性作用。继任来源和职业经历是反映 CEO 管理能力和经营风格的两个关键指标,能够为主管部门或董事会提供重要参考。本文使用 2004—2019 年中国非金融类上市公司财务数据、CEO 简历和个人特征数据研究 CEO 继任来源和多元化职业经历对僵尸企业处置的具体影响及实现机制。研究发现,来源于非内部晋升且拥有多元化职业经历的 CEO 使企业成为僵尸企业概率更低,影响路径主要是降低了僵尸企业的资产负债率。其中存在两个作用机制:一是提高企业薪酬激励水平;二是增加企业并购重组次数和金额。进一步分析表明,来源于非内部晋升且具有多元化职业经历的 CEO 对降低僵尸企业比例的正向效应在国有企业以及中西部和东北地区更加显著。本研究对于上市僵尸企业如何科学聘任 CEO 具有重要的现实意义,也能够为加快构建高效完善的职业经理人市场提供理论支持。

关键词:僵尸企业 CEO 继任来源 多元化职业经历 资产负债率

中图分类号:F272.9 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)09—0086—19

一、引言

党的十九届五中全会坚持把发展经济着力点放在实体经济上,建设制造强国、质量强国,切实提高经济质量效益和核心竞争力。中国经济发展进入新常态以来,传统产能过剩行业的企业僵尸化问题大量涌现,不仅消耗了大量信贷资源,还阻碍了产业转型升级的步伐(申广军,2016^[1];王永钦等,2018^[2])。稳妥有序处置僵尸企业已经成为推动中国经济高质量发展的重要举措。2020 年中央经济工作会议提出要提高上市公司质量,上市僵尸企业治理成为资本市场下一阶段改革的重要发力点。

准确定义僵尸企业是妥善处置的前提和基础。学术界主要从以下两方面定义僵尸企业:一是企业的主营业务缺乏盈利能力,债务负担沉重;二是依靠外部支持依旧保持存续状态,外部支持主要来自政府、金融机构和股东三个方面(Peek 和 Rosengren, 2005^[3]; Hoshi 和 Kashyap, 2010^[4]; Nakamura 和 Fukuda, 2013^[5])。当前关于僵尸企业处置问题的研究主要从国有企业混合所有制改革、放松外资管制、市场化改革等外部宏观政策角度展开(蒋灵多等,2018^[6];方明月和孙鲲鹏,2019^[7])。尽管政策因素对处置僵尸企业具有积极作用,但是企业主营业务恢复造血能力,并且持

收稿日期:2021-03-10

* 基金项目:国家自然科学基金项目“基金行为、股票关联性与股票价格”(72073086);国家自然科学基金面上项目“定向增发的折价策略及其‘支持’与‘掏空’机制:理论与实证”(71672107);国家社会科学基金重点项目“中国碳市场与碳金融体系构建及其减排激励机制研究”(18AZD012)。

作者简介:郭丽虹,女,教授,博士生导师,研究领域是公司治理与中小微企业融资,电子邮箱:keikou@mail.shufe.edu.cn;汪制邦,男,博士研究生,研究领域是公司金融与公司治理,电子邮箱:degong133@126.com。通讯作者:汪制邦。

续创造利润才是治理僵尸企业的根本之策。CEO 作为负责企业日常运营的核心管理者,对企业经营管理和未来发展产生了决定性影响(Chan,1996^[8];何瑛等,2019^[9])。

继任来源和以往职业经历共同塑造了 CEO 的认知水平和管理风格,因此从企业内部角度开展研究就需要重点关注 CEO 继任来源和多元化职业经历对治理僵尸企业的具体影响及实现机制。当前学术界将 CEO 继任来源分为内部晋升和外部调任,内部晋升包括担任 CEO 之前已在公司内部任职和公司创始人两种情形,外部调任则是指担任 CEO 以前没有被公司聘任(柯江林等,2007^[10];逯东等,2020^[11])。然而,中国国有企业特别是央企治理体系与民营企业完全不同,国有法人股东的实际控制地位和集团公司的运作模式形成了内部经理人市场,使得经理人在企业集团层面和其他子公司之间流动成为可能,因此可以把 CEO 这种继任来源定义为交流任职。交流任职能够更好地发挥 CEO 在不同行业任职经历积累的社会资源(郑志刚等,2014)^[12]。因此,把 CEO 继任来源分为内部晋升和非内部晋升两种渠道,其中非内部晋升包括外部调任和交流任职,实证检验 CEO 哪种继任来源在处置僵尸企业问题上更能发挥积极作用。从职业经历的角度来看,高层梯队理论认为高层管理者的职业经历会影响自身认知水平和决策行为(Hambrick 和 Mason,1984^[13]; Hambrick,2007^[14])。当前经济全球化发展加剧了跨国市场竞争,对 CEO 国际视野和综合素质要求越来越高;技术进步和商业模式的变革使得不同行业、不同领域的边界愈发模糊,企业更加重视 CEO 的跨界能力。相比单一职业经历,多元化职业经历的 CEO 具备更强跨界能力和冒险精神,往往能在企业创新投资和并购重组等不确定性较大的经营活动中发挥积极作用,更容易得到董事会聘任(Hu 和 Liu,2015^[15];Custódio 等,2017^[16])。僵尸企业普遍面临沉重债务负担、主营业务缺乏竞争力,亟需具有多元化职业经历的 CEO 通过债务重组和并购重组等方式处置债务隐患,提升企业治理水平。基于僵尸企业形成原因构造了匹配僵尸企业特征的 CEO 多元化职业经历指数,实证检验聘任具有多元化职业经历的 CEO 对僵尸企业治理的影响。

基于此,本文采用 2004—2019 年非金融类上市公司财务数据、CEO 简历和个人特征数据,研究 CEO 继任来源和多元化职业经历对僵尸企业处置的具体影响及实现机制。研究发现,相对于内部晋升,来源于非内部晋升的 CEO 更有助于降低僵尸企业比例;在非内部晋升情形中,来源于外部调任比交流任职的 CEO 在降低僵尸企业比例上发挥了更加积极的作用。在职业经历方面,聘任具有多元化职业经历的 CEO 对降低僵尸企业比例具有显著正向影响。并且,来源于非内部晋升且具有多元化职业经历的 CEO 更有助于降低僵尸企业占比。影响路径表现为降低了僵尸企业资产负债率,影响机制主要有两个:一是提高企业薪酬激励水平;二是增加企业并购重组次数和金额。另外,基于地区和所有制的异质性分析表明,非内部晋升且具有多元化职业经历的 CEO 对于降低国有僵尸企业比例的影响效应大于民营僵尸企业;在宏观治理水平相对不足的中西部和东北地区的影响效应要大于东部地区。

本文边际贡献主要有以下几个方面:第一,已有关于僵尸企业处置的文献主要从政府产业政策、国企混改、市场化改革等外部政策视角展开,选取 CEO 继任来源和职业经历这一企业内部治理视角开展研究,对于治理僵尸企业、提高上市公司质量具有重要参考价值和现实意义。第二,在外部调任和内部晋升的基础上考察交流任职这一重要的 CEO 继任来源,从而更全面地呈现 CEO 继任来源对僵尸企业治理的影响,同时还依据僵尸企业形成原因对 CEO 多元化职业经历的测度进行适应性调整,回答了应该从企业外部调任具有什么职业经历的 CEO 更有利于治理僵尸企业,丰富企业高管的研究文献。第三,通过实证研究证明了 CEO 治理僵尸企业的影响路径主要体现在降低了僵尸企业的资产负债率,并从企业薪酬激励和企业并购重组两种作用机制产生影响。本研究为发挥资本市场在治理僵尸企业中的作用提供切实可行的方向和理论支撑。

二、文献综述与理论分析

1. 文献综述

本文主要涉及两个方面的文献:一是僵尸企业处置;二是 CEO 继任来源和职业经历如何影响企业治理。

现有关于僵尸企业处置的文献主要从外部宏观政策角度进行了探讨。黄少卿和陈彦(2017)^[17]依据资产负债率对僵尸企业进行分类后提出了差异化处置的思路。蒋灵多等(2018)^[6]从市场机制的角度证明了放松外资管制能够降低行业内僵尸企业比例。方明月和孙鲲鹏(2019)^[7]则探讨了国企混合所有制改革政策的实施对治理僵尸企业的效果。张峰和丁思琪(2019)^[18]指出,虽然市场化改革能够显著降低僵尸企业比例,但是过快的市场化改革则不利于僵尸企业转化为正常企业。杨龙见等(2020)^[19]认为社保降费政策缓解了企业面临的融资约束问题,提高了僵尸企业的“复活”概率,进一步深化了对僵尸企业处置问题的认识。

关于 CEO 继任来源,现有文献将其分为内部晋升和外部调任两类。然而,CEO 哪种继任来源更有利于提升企业经营管理水平,已有研究并未达成一致。外部调任 CEO 的优势主要表现在过去没有参与过企业经营管理决策,不会受到企业内部复杂利益关系的影响,更有利于在企业推行先进的经营管理理念(Menton 和 Pfeffer,2003^[20];Huson 等,2003^[21])。内部晋升 CEO 的优势体现在组织文化认可度高,决策和执行效率更高,一定程度上缓解了企业的委托代理问题,有利于提升企业人才粘性和内部晋升激励的有效性(Parrino,1997^[22];Manso,2011^[23])。全面准确理解 CEO 继任来源对企业经营管理水平的影响还需要考虑中国的特殊国情。国有企业特别是央企普遍采用控股集团公司的资本运作模式,这形成了系统内部潜在经理人市场,使 CEO 在集团公司下辖的不同子公司之间交流任职成为可能(郑志刚等,2014)^[12]。国有企业 CEO 任命具有浓厚的行政色彩,主要体现政府意志而不是企业诉求。由于职业晋升激励机制的存在,经营绩效好的 CEO 更有可能实现职务晋升或者交流至其他国企任职。同时,为了避免内部晋升带来的内部人控制问题和腐败风险,CEO 通常在一家国有企业任职一段时间后就会被交流至其他企业任职(谭玥宁和黄速建,2020)^[24]。

自从 Hambrick 和 Mason(1984)^[13]提出高层梯队理论以来,CEO 的背景特征,尤其是职业经历在企业经营管理决策中的作用被越来越多文献所强调。已有文献主要研究从政经历(Faccio,2006)^[25]、财务经历(Güner 等,2008)^[26]、学术经历(Francis 等,2015)^[27]、海外经历(Giannetti 等,2015)^[28]、研发经历(Barker 和 Muller,2002)^[29]等单一职业经历对企业经营决策的影响。然而,在全球产业发展日益复杂的当下,行业边界愈发模糊,经理人融会贯通多个领域相比专一领域的优势更加明显,更容易得到董事会关注和聘任,获得了更高的薪酬(Custódio 等,2013)^[30]。近期有研究发现,不同职业经历会相互作用,共同影响 CEO 的认知水平和管理风格,CEO 在做出经营决策时会综合运用过往职业生涯掌握的技能 and 经验。拥有多元化职业经历的 CEO 通常具有更强的应变能力、跨界能力和创新意识(Kaplan 等,2008)^[31]。中国也有部分学者开始关注到具有多元化职业经历 CEO 对企业创新活动的影响,同样认为通才型 CEO 显著提升了企业的研发费用和专利申请(赵子夜等,2018^[32];何瑛和张大伟,2015^[33])。何瑛等(2019)^[9]则进一步指出,复合型 CEO 增加了企业高风险的投资行为,进而提升了企业的价值创造能力。

综上所述,僵尸企业的治理是近年来政策层面研究的热点问题。现有研究主要从市场化改革、放松外资管制、国有企业混合所有制改革、社保降费等外部宏观政策角度展开,缺乏从企业内部视角探讨的研究成果。学术界对于 CEO 个人特征如何影响企业经营行为和战略决策的研究较为充分。本文借鉴了 CEO 继任来源和职业经历的研究成果,将其引入上市僵尸企业治理问题的研究中,为提升上市公司质量提供了新的视角。

2. 理论分析和研究假设

积极稳妥推进僵尸企业治理工作的重中之重是化解债务风险,通过资本市场实施并购重组是降低僵尸企业债务水平、优化资源配置的重要手段。因此治理僵尸企业不仅需要外部宏观政策予以支持,同时,充分发挥企业管理层内部治理机制的作用同样不容忽视。CEO 作为企业日常经营和战略决策的参与者和执行者,对企业管理体系和业务竞争力具有重要影响。继任来源和职业经历是能够反映 CEO 管理能力和经营风格的两个重要指标,对于聘任适合市场和企业实际的 CEO 从而推进僵尸企业治理具有重要意义。

(1)CEO 不同继任来源对僵尸企业治理的影响。外部经理人市场的发展主要是通过声誉机制和激励机制来影响企业经营决策的。从声誉机制来看,CEO 良好个人声誉的形成是一个长期反复的博弈过程,会使 CEO 在整个职业生涯中持续受益。声誉一方面是一种有效的信号反馈机制,不仅向市场反映 CEO 的管理能力和决策风格,同时当期声誉还会传导至下一时期,对 CEO 采取短视行为产生了隐性约束;另一方面,声誉是一种隐性契约。与显性契约不同,良好的职业声誉会持续提高 CEO 的职场竞争力,因此,声誉机制既能约束 CEO 的短期机会主义行为,也对 CEO 产生了一定的激励作用(Kreps 和 Wilson,1982)^[34]。来源于外部调任的 CEO 把改善僵尸企业经营管理水平、提升主营业务盈利能力视为提升个人声誉的难得机会,更有动力去提高僵尸企业竞争力,对治理僵尸企业的推动作用比内部晋升 CEO 更加显著。就激励机制而言,僵尸企业从外部聘任 CEO 通常伴随薪酬激励机制的变化,进而影响到企业的经营绩效。来源于外部调任的 CEO 为僵尸企业打破过去僵化陈旧的薪酬体系,重新确立依据宏观经济环境和企业经营绩效的动态激励机制提供了机会。因此,来源于外部调任的 CEO 更有助于治理僵尸企业不仅是因为其打破了过去僵化的治理结构,引入了全新经营管理理念,同时还与重新确定激励制度提高薪酬绩效敏感性这一内在机制有关(江伟和姚文韬,2015)^[35]。

虽然 CEO 来源于外部调任相比内部晋升在僵尸企业治理方面具有诸多优势,但是考虑到国有企业特别是央企 CEO 继任来源受到中国特殊制度背景的影响,CEO 实现外部调任在当前面临困难。控股集团化的治理模式形成了潜在的内部经理人市场,使得国有企业 CEO 更多采用交流任职模式,在国有企业不同子公司之间和同行业企业之间轮换是交流任职的两种主要形式。原因在于同行业企业高管了解行业发展规律,并且同行业的不同企业之间技术优势、业务范围等方面存在差异,CEO 在这些企业之间互相交流可以实现优势互补和协调发展,为企业进一步通过并购重组实现做大做强创造了条件。总的来说,交流任职既避免了内部晋升引起的权力集中、近亲繁殖等问题,同时还实现了培养经历多个重要岗位历练的 CEO 这一目标。此外,虽然来源于外部调任和交流任职的 CEO 都能够实现打破企业现有利益格局、避免内部人控制问题等目标,但是,由于交流任职是介于内部晋升和外部调任之间的一种 CEO 继任来源,同时具有“内部人”和“外部人”属性,与外部调任 CEO 相比,交流任职对 CEO 的激励作用更多依赖薪酬绩效敏感性的提高,而不是为了获得良好声誉后提升职场竞争力(Fama,1980^[36];Fama 和 Jensen,1983^[37])。因此,CEO 来源于外部调任比交流任职对治理僵尸企业的推动作用更加显著。

综上所述,依据是否来源于上市公司内部,把 CEO 继任来源分为内部晋升和非内部晋升两种类型,非内部晋升包括外部调任和交流任职。CEO 来源于非内部晋升比内部晋升在僵尸企业处置上应该更有优势,同时,在非内部晋升情形中,CEO 来源于外部调任比交流任职在僵尸企业处置上更能发挥积极作用。因此,本文提出如下假设:

H₁:CEO 来自非内部晋升相比内部晋升更有助于降低僵尸企业比例。

H₂:在非内部晋升情形中,CEO 来自外部调任比交流任职更有助于降低僵尸企业比例。

(2)CEO 多元化职业经历对僵尸企业治理的影响。作为管理者诸多背景特征之一,过往不同

行业的职业经历会相互影响、共同塑造 CEO 认知水平、价值取向和管理风格,进而影响企业治理水平、创新决策和战略选择。作为企业决策的重要参与者和执行者,多元化职业经历对 CEO 个人视野的提升和社会资源的积累都发挥了显著作用。与单一职业经历的专业型 CEO 相比,具有多元化职业经历的复合型 CEO 在企业业务多元化水平和创新水平等方面具有显著优势。一是基于烙印理论视角。CEO 在不同行业、不同企业工作经历会通过认知烙印和能力烙印两种途径影响其认知水平和管理风格。从认知烙印的角度,具有多元化职业经历的 CEO 对不同行业发展趋势的认知更为深刻,能够更好地把跨行业的先进管理经验引入企业的日常经营中,从而提升企业经营管理水平并实现业务多元化扩张。从能力烙印角度,CEO 在不同行业的工作实践会不断提升自身的把握机遇能力、资源整合能力和跨界管理能力。当企业决策存在较大的不确定性时,具有多元化职业经历的 CEO 通常能依靠自身经验优势做出判断,同时凭借跨界管理能力和知识迁移能力实现交叉融合,在企业经营管理方面表现得更好(Schoar 和 Zuo,2017)^[38]。僵尸企业普遍面临沉重债务负担,亟需 CEO 通过并购重组等方式降低负债水平。与单一职业经历的 CEO 相比,具有多元化职业经历的 CEO 在做出并购重组等不确定性较大的决策时,能够综合运用在不同领域积累的经验和资源,从而使得决策质量更有保障。二是基于社会资本理论视角。具有多元化职业经历的 CEO 在以往不同领域工作实践中积累了丰富的社会网络资源。根据社会资本理论,CEO 的过往职业经历最终都会进入个人的社会网络中,形成了个人社会资本(Granovetter,1985)^[39]。社会网络作为一种非正式制度,能够为企业在稀缺资源的配置中占得先机。企业是各种资源的集合体,各项经营活动都离不开大量资源的持续注入(Wernerfelt,1984)^[40]。具有多元化职业经历的 CEO 积累的广泛社会关系提供丰富的跨行业社会资源,这些在帮助僵尸企业构建现代经营管理体系、降低债务水平和实现业务多元化扩张的过程中发挥重要作用。因此,本文提出如下假设:

H₃:相比单一职业经历,多元化职业经历的 CEO 更能降低僵尸企业比例。

从以上分析可以得知,来源于非内部晋升或者具有多元化职业经历的 CEO 都有助于治理僵尸企业。不管是国有企业还是民营企业,CEO 选拔聘用都遵循类似的思路,即在确定继任来源后,需要进一步考察候选人过去的职业经历,为全面了解候选人的经营管理能力、资源协调能力等个人素质提供了重要参考,推动政府和董事会最终选拔出匹配岗位要求候选人(李东升,2009)^[41]。因此,雇佣来源于非内部晋升且具有多元化职业经历的 CEO 能够提升公司治理水平,且在僵尸企业治理问题上更能发挥积极作用。在非内部晋升情形中,来源于外部调任且具有多元化职业经历的 CEO 在僵尸企业处置上更能起到正向作用。因此,本文提出如下假设:

H₄:来源于非内部晋升且具有多元化职业经历的 CEO 更能降低僵尸企业比例。

H₅:在非内部晋升情形中,来源于外部调任且具有多元化职业经历的 CEO 更能降低僵尸企业比例。

三、研究设计

1. 关键变量的识别和结果

(1)僵尸企业的识别和结果。僵尸企业主要有以下两方面的突出特征:一是主营业务停滞,财务状况恶化;二是能够得到来自外部势力的不断“输血”(政府补助、金融机构信贷支持和股东援助等)。判断是否满足这两个条件就能衡量一家企业是否是僵尸企业。

Caballero 等(2008)^[42]提出了依据财务数据识别僵尸企业的 CHK 标准,该标准的核心是判断企业是否获得了银行的信贷优惠。Fukuda 和 Nakamura(2011)^[43]指出 CHK 标准的两个可能缺陷:一是那些经营状况稳健、政府大力扶持的优质企业也有可能从银行拿到优惠利率贷款,CHK 标准会误将其识别为僵尸企业;二是可能遗漏一些真正的僵尸企业。基于以上两点不足补充了“盈利性标准”(profitability criterion)和“常青借贷标准”(evergreen criterion),形成了被学术界广泛使用

的 FN-CHK 标准。

FN-CHK 标准准确识别了 20 世纪 90 年代日本出现的大量僵尸企业,但是中国僵尸企业的存在不仅依赖金融机构的信贷支持,政府干预同样是一个重要的外部支持力量。学术界对 FN-CHK 标准做了适用于中国国情的调整,更加准确地识别了中国的僵尸企业(聂辉华等,2016^[44];张栋等,2016^[45])。根据以上分析,主要采用 FN-CHK 标准识别僵尸企业,同时借鉴中国学者的研究对 FN-CHK 标准做一些适用中国国情的补充。具体步骤如下:

第一步,计算企业的最低应付利息 $R_{i,t}^*$:

$$R_{i,t}^* = rs_{i,t-1}BS_{i,t-1} + \left(\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 rl_{i-j}\right)BL_{i,t-1}$$

其中, $BS_{i,t}$ 、 $BL_{i,t}$ 分别表示企业 i 在 t 年末的短期银行借款和长期银行借款, $rs_{i,t}$ 、 $rl_{i,t}$ 分别表示 t 年的银行一年期和五年期贷款基准利率。在上式中取 0.9 倍近似^①。 $R_{i,t}^*$ 表示企业获得市场最低利率时的利息支出。

第二步,从企业财务报表附注中获取企业 t 年实际利息支出 $R_{i,t}$,若 $R_{i,t} < R_{i,t}^*$,则表示企业获得了信贷优惠,那么就会被识别为僵尸企业。

第三步,本文根据“盈利标准”和“常青借贷标准”弥补 CHK 标准的潜在缺陷。即排除了息税前利润 $EBIT_{i,t} > R_{i,t}^*$ 这类不符合“盈利标准”的企业,同时增加当年资产负债率大于 0.5,且总负债相比上一年继续增加的这类符合“常青借贷标准”的企业。

最后,在上述三步识别结果的基础上,采用聂辉华等(2016)^[44]和张栋等(2016)^[45]的研究对僵尸企业识别方法进行修正。即一家企业在 t 年和 $t-1$ 年连续被 FN-CHK 标准识别为僵尸企业,则该企业被识别为僵尸企业,这排除了因宏观经济周期波动等外部不利因素导致正常企业在某一年被误判成僵尸企业的情形;在盈利标准中使用扣除政府补助后的营业利润来计算 EBIT,这是由于政府补助是中国僵尸企业形成的重要原因。借鉴王凤荣等(2019)^[46]的做法,计算了按照资产、负债和员工人数加权的僵尸企业比例。具体结果如图 1 所示。

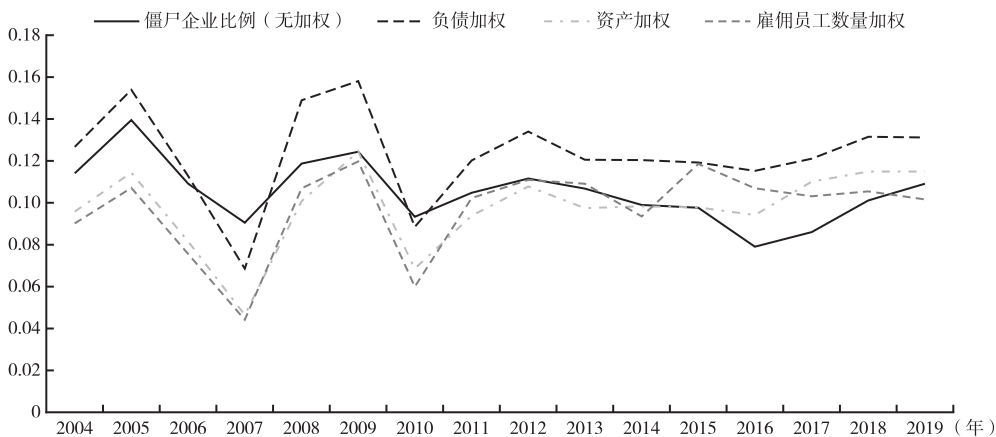


图 1 2004—2019 年采用不同加权方式计算的僵尸企业比例

资料来源:CSMAR 并经作者整理

从图 1 可以看出,除了在 2005 年达到 14% 以外,其余年份僵尸企业比例始终在 10% ~ 12% 范围内波动。样本区间内僵尸企业比例受到金融危机冲击在 2008 年出现明显提升,从 10% 上升到了 13%。2009 年随着四万亿元经济刺激计划的实施,僵尸企业占比出现短暂下降。2016 年中国经济进

① 1998—2011 年期间,中国人民银行规定金融机构贷款利率浮动下限为基准利率的 0.9 倍。虽然如今央行已经不再对此做强制要求,但是在大多数情况下贷款利率仍在基准利率 0.9 倍的区间内浮动。

入新常态和深入实施供给侧结构性改革等政策,使大量产能过剩行业僵尸企业的问题凸显,僵尸企业占比再次出现上升趋势,这解释了国家屡次出台政策要求加快推进僵尸企业处置工作的紧迫性。

图 1 还显示了按照资产、负债和员工人数加权后的识别结果。按照不同加权方式的计算结果和僵尸企业比例均具有相同的时间趋势,与黄少卿和陈彦(2017)^[17]、王凤荣等(2019)^[46]的研究结论接近。僵尸企业负债比例明显高于数量比例,资产比例显著低于数量比例,吸收就业比例则和资产比例大体一致。这印证了僵尸企业主营业务盈利能力不足、依靠金融机构信贷输血才得以生存的特点。

(2)CEO 继任来源的衡量。根据上市公司公布的 CEO 个人经历文本信息,可以把 CEO 继任来源分为内部晋升、交流任职和外部调任三种情形。内部晋升是指高管出任 CEO 之前在企业内部任职,通常是副总经理、副董事长、财务总监等,在民营企业中还包括创始人这种特殊情形。外部调任是指 CEO 来源于外部市场化聘任,即出任 CEO 之前在该企业没有任职经历,可以是政府官员、职业经理人、科研人员或企业家(逯东等,2020)^[11]。交流任职是指介于内部晋升和外部调任之间的一种继任来源,CEO 在集团公司下属的不同子公司之间和同行业企业之间交流任职是最常见的两种情形(郑志刚等,2014^[12];谭玥宁和黄速建,2020^[24])。

(3)CEO 职业经历多元化的衡量。本文从以下四个维度衡量了 CEO 多元化职业经历:①政府背景。政府背景是指 CEO 在政府部门担任过实职领导岗位,或当选为人大代表或政协委员。政府背景的 CEO 有助于企业获得更多的政策倾斜,大幅降低僵尸企业的生存压力(何婧和徐龙炳,2012)^[47]。②金融背景。金融背景是指 CEO 在金融部门具有任职经历,金融部门包括政策性银行、金融监管部门、商业银行等金融中介机构。金融背景的 CEO 更擅长资本运作和并购重组。僵尸企业的主要目标是求生存,需要通过债务重组等手段解决债务负担(姜付秀等,2012)^[48]。③学术背景。学术背景是指 CEO 在高校和科研院所具有任职经历。学术背景的 CEO 更依靠专业知识做出判断和决策,具备更高职业道德和自律性,降低了企业信息风险和代理风险。这对信息质量更差、财务透明度更低的僵尸企业而言尤为重要(张晓亮等,2020)^[49]。④海外背景。海外背景是指 CEO 具有海外学习或工作经历。海外背景的 CEO 能吸收国际先进管理经验,提升企业业务多元化水平并降低过度投资行为(代昀昊和孔东民,2017)^[50]。

从以上分析可以看出,四种职业经历从不同维度全面描述了 CEO 的职业生涯,且都对治理僵尸企业具有积极作用。参考赵子夜等(2018)^[32]、何瑛等(2019)^[9]的做法并结合僵尸企业研究成果(陈运森和黄健桥,2017^[51];陈瑞华等,2020^[52]),本文采取两种方法衡量 CEO 多元化职业经历。具体过程如下:

1)主成分分析法。以上四种职业经历具有一定的共线性,即 CEO 可能同时具有多个背景,因此使用主成分分析法对上述四个维度数据进行降维处理,结果如表 1 所示。

表 1 主成分分析结果

变量	特征值	方差贡献率	累计方差贡献率
政府背景	1.3240	0.5010	0.5010
金融背景	1.1188	0.3006	0.8016
学术背景	1.0094	0.1326	0.9342
海外背景	0.6487	0.0658	1.0000

资料来源:作者整理

从表 1 可以看出,政府背景、金融背景和学术背景的特征根大于 1,且累计方差贡献率为 0.9342,因此提取这三个指标作为主成分。多元化职业经历需要 CEO 同时具有这三种职业背景中的两种或者全部,为此,首先筛选出上市公司 CEO 中具有多元化职业经历的样本,然后依据方差贡献率进行加权得到 CEO 多元化职业经历指数;若 CEO 没有这三种职业经历或者只有其中一种,则

该项指标取 0。

2) 虚拟变量法。具有政府背景、金融背景和学术背景这三种职业经历中的两种或者全部即为 CEO 具有多元化职业经历, 则该项指标取 1, 否则取 0。在基准回归中使用主成分分析法, 在稳健性检验中则采用了虚拟变量法。

2. 模型设定和变量定义

为了检验假设 H_1 和假设 H_2 , 本文构建如下 Probit 模型:

$$zombies = \beta_0 + \beta_1 backtype + \sum \beta Controls + \delta_1 year + \delta_2 ind + \delta_3 prov + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验假设 H_3 , 本文构建如下 Probit 模型:

$$zombies = \beta_0 + \beta_1 backdivs + \sum \beta Controls + \delta_1 year + \delta_2 ind + \delta_3 prov + \varepsilon \quad (2)$$

为了检验假设 H_4 和假设 H_5 , 本文构建如下 Probit 模型:

$$zombies = \beta_0 + \beta_1 backtype + \beta_2 backdivs + \beta_3 backtype \times backdivs + \sum \beta Controls + \delta_1 year + \delta_2 ind + \delta_3 prov + \varepsilon \quad (3)$$

其中, *zombies* 是被解释变量, 表示样本企业是否为僵尸企业; *backtype* 表示 CEO 继任来源, 内部晋升取 0, 非内部晋升取 1; *backdivs* 为多元化职业经历。由于 CEO 对僵尸企业的影响具有滞后效应, 因此把 *backtype* 和 *backdivs* 进行了滞后一期处理 (何瑛等, 2019)^[9]。Controls 表示控制变量集合, 具体包括企业特征层面、CEO 个人特征层面、企业治理层面和省份层面四个部分 (谭语嫣等, 2017^[53]; 王凤荣等, 2019^[46])。企业层面包括企业规模、员工人数和企业年龄; CEO 个人特征层面包括管理层持股比例及 CEO 的任期和年龄; 企业治理层面包括是否兼任董事长和 CEO、董事会规模和独立董事比例; 省份层面包括第二产业产值占 GDP 比重、人均 GDP、信贷总额/GDP 以及国有企业比重。此外, 还需要控制时间、行业和省份固定效应对僵尸企业的影响。主要变量名称和定义如表 2 所示。

表 2 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Zombies</i>	僵尸企业	虚拟变量, FN - CHK 标准识别出的僵尸企业取 1, 其余取 0。同时使用“人大国发院标准”、连续三年实际净利润之和小于 0 等识别方法补充
<i>Backtype</i>	CEO 继任来源	虚拟变量, 在基准回归中非内部晋升取 1, 内部晋升取 0; 在非内部晋升样本中, 外部调任取 1, 交流任职取 0
<i>Backdivs</i>	多元化职业经历	采用主成分分析法计算 CEO 多元化职业经历指数; 同时, 采用虚拟变量法识别出是否具有多元化职业经历, 具有多元化职业经历取 1, 没有取 0
<i>Government</i>	政府背景	在政府部门担任过实际领导职务或当选为人大代表及政协委员取 1, 否则取 0
<i>Finance</i>	金融背景	金融机构类型包括金融监管部门、政策性银行、商业银行等金融中介机构, 依据 CEO 任职金融机构类型数量取值, 否则取 0
<i>Overseas</i>	海外背景	具有海外学习和工作经历取 2, 仅有一项取 1, 否则取 0
<i>Academic</i>	学术背景	依据任职高校、科研院所和行业协会的数量分别取值 1、2 或 3, 否则取 0
<i>Lev</i>	杠杆水平	资产负债率, 总负债/年末总资产
<i>Pay</i>	CEO 薪酬	CEO 当年从上市公司领取薪酬加 1 的对数值
<i>M&Anun</i>	并购重组次数	一年内上市公司并购重组次数
<i>M&Aamt</i>	并购重组金额	一年内上市公司并购重组金额的对数值
<i>Size</i>	企业规模	年末总资产的对数值

续表 2

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Staffnum</i>	员工人数	年末员工人数的对数值
<i>Firmage</i>	企业年龄	企业上市年份减企业成立年份的对数值
<i>Expense</i>	管理费用率	管理费用/营业收入
<i>Tenure</i>	CEO 任期	在 CEO 岗位上的任职月数(对数值)
<i>CEOage</i>	CEO 年龄	CEO 年龄的对数值
<i>Shareholding</i>	管理层持股比例	管理层持股数/总股本
<i>Duality</i>	是否兼任董事长和 CEO	虚拟变量,CEO 兼任董事长取 1,否则取 0
<i>Boardnum</i>	董事会规模	董事人数(对数值)
<i>Independence</i>	独立董事比例	独立董事占董事人数的比例
<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股比例
<i>SecInd</i>	第二产业产值比重	第二产业产值占国内生产总值比重
<i>GDPpercapita</i>	人均 GDP	人均国内生产总值(对数值)
<i>Credit/GDP</i>	信贷总额/GDP	信贷总额/国内生产总值
<i>SOERatio</i>	国有企业比重	国有企业数量/全部工业企业数量
<i>Ind</i>	行业	行业固定效应,参考 2012 年国家统计局行业分类标准
<i>Year/Prov/Firm</i>	时间/省份/企业	时间/省份/企业固定效应

资料来源:作者整理

3. 数据来源

本文样本选取 2004—2019 年中国 A 股非金融类上市公司,原因是上市公司 CEO 简历从 2004 年才正式发布,选用上市公司作为研究对象是因为财务数据全面、透明度高且期间能够持续到最新年度。财务数据、CEO 简历和个人特征数据来源于 CSMAR,省份经济数据来自国家统计局、分省份统计年鉴和中经网统计数据库。金融机构贷款基准利率来自中国人民银行。本文删除了核心数据缺失样本,对所有连续变量采取了上下各 1% 的 Winsorize 处理,最终得到了 36234 个上市公司/年份观测值。

四、实证分析结果

1. 描述性统计

主要变量的描述性统计结果如表 3 所示。可以看出,是否被识别为僵尸企业的平均值是 0.1050,表明在样本期间内僵尸企业数量平均比例为 10.5%。CEO 继任来源的平均值是 0.3042,表示 CEO 继任来源于非内部晋升的比例仅为 30%,内部晋升仍是当前 CEO 聘任的主要来源。多元化职业经历的最小值是负数,这是数据经标准化处理的结果,仅表示职业经历多元化程度大小,不影响后续回归。多元化职业经历指标的中位数是 -0.1552,表明具有多元化职业经历的 CEO 较为稀缺。具体来看,学术背景的平均值最大,表示具有学术背景的 CEO 比例最高;政府背景的平均值仅低于学术背景,这是由于央企、地方国企和政府之间存在干部交流制度;金融背景和海外背景的平均值都很低,表明 CEO 具有海外背景和金融背景尚未成为主流。由于衡量 CEO 多元化职业经历的四个维度数据具有一定的共线性,采用主成分分析法对四种职业经历数据进行降维处理,得到 CEO 多元化职业经历指数。其他变量描述性统计结果与已有研究基本一致。

表 3 主要变量描述性统计

变量名称	平均值	方差	中位数	最小值	最大值
<i>Zombies</i>	0.1050	0.0940	0	0	1
<i>Backtype</i>	0.3042	0.0938	0	0	1
<i>Backdivs</i>	0.0000	0.6986	-0.1552	-0.7717	1.3545
<i>Government</i>	0.2027	0.2439	0	0	1
<i>Finance</i>	0.0885	0.1068	0	0	4
<i>Overseas</i>	0.0916	0.3731	0	0	2

续表 3

变量名称	平均值	方差	中位数	最小值	最大值
<i>Academic</i>	0.2587	0.1052	0	0	2
<i>Lev</i>	0.1151	0.4672	0.4468	0.0910	1.8410
<i>Pay</i>	9.3859	34.3254	12.6443	0	17.2717
<i>M&Anum</i>	3.0043	19.52336	2	0	9
<i>M&Aamt</i>	12.1792	84.2747	17.4867	0	27.4587
<i>Size</i>	21.8396	1.7955	21.6914	14.9375	28.5199
<i>Staffnum</i>	7.4924	1.8608	7.4759	0	13.2227
<i>Firmage</i>	2.6079	0.2153	2.7081	0	4.0943
<i>Expense</i>	0.1251	0.0973	0.0826	0.0117	9.7137
<i>Tenure</i>	3.4572	1.0196	3.5263	0	5.5721
<i>CEOage</i>	3.9363	0.0206	3.9512	3.1781	4.4427
<i>Shareholding</i>	0.0823	0.0272	0	0	0.8910
<i>Duality</i>	0.2551	0.1900	0	0	1
<i>Boardnum</i>	2.1565	0.0043	2.1972	1.0986	2.9445
<i>Independence</i>	0.3692	0.0030	0.3333	0	0.8
<i>Top1</i>	0.3578	0.0239	0.3360	0.0029	0.8927
<i>SecInd</i>	0.4461	0.0082	0.4634	0.1863	0.6150
<i>GDPpercapita</i>	10.7799	0.4232	10.8735	8.3703	11.9389
<i>Credit/GDP</i>	1.4620	0.2740	1.4401	0.5329	4.0831
<i>SOERatio</i>	0.2405	0.0092	0.2173	0.1001	0.7767

资料来源:作者整理

2. 基准回归分析

为了验证研究假设 H_1 和假设 H_2 , 对方程(1)进行了回归。表4第(1)列中 *Backtype* 系数显著为负, 表明 CEO 继任来源于非内部晋升更有助于降低僵尸企业比例。在此基础上, 进一步把非内部晋升样本分为外部调任和交流任职, 结果如第(2)列所示。系数同样显著为负, 表明 CEO 继任来源于外部调任比交流任职在降低僵尸企业比例方面发挥了更加显著的作用, 证明了研究假设 H_1 和假设 H_2 。为了验证研究假设 H_3 , 对方程(2)进行回归, 结果如第(3)列和第(4)列所示, 系数均显著为负, 表明具有多元化职业经历的 CEO 有助于降低僵尸企业占比, 这一结论在全样本中和非内部晋升样本中均成立, 证明了研究假设 H_3 。

在证明了研究假设 H_1 、假设 H_2 和假设 H_3 的基础上, 本文进一步研究了 CEO 继任来源和多元化职业经历对僵尸企业的综合影响, 以考察从何处聘任何种职业背景的 CEO 有助于处置僵尸企业问题。从第(5)列和第(6)列的回归结果可以看出, 系数均显著为负, 表明继任来源于非内部晋升且拥有多元化职业经历的 CEO 对降低僵尸企业占比具有显著推动作用。在非内部晋升样本中, 继任来源于外部调任且拥有多元化职业经历的 CEO 同样能够降低僵尸企业占比, 证明了研究假设 H_4 和假设 H_5 。

表 4 CEO 继任来源和多元化职业经历对僵尸企业影响

变量名称	<i>Zombies</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Backtype</i>	-0.0149*** (0.0053)	-0.0103*** (0.0026)			-0.0121** (0.0053)	-0.0066** (0.0025)
<i>Backdivs</i>			-0.0553*** (0.0205)	-0.0202*** (0.0054)	-0.0399** (0.0199)	-0.0138** (0.0049)
<i>Backtype × Backdivs</i>					-0.0099** (0.0045)	-0.0066** (0.0025)
<i>Size</i>	-0.0187*** (0.0028)	-0.0170*** (0.0022)	-0.0190*** (0.0028)	-0.0173*** (0.0022)	-0.0191*** (0.0027)	-0.0168*** (0.0021)

续表 4

变量名称	<i>Zombies</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Lev</i>	0.0505 *** (0.0061)	0.0245 *** (0.0055)	0.0494 *** (0.0060)	0.0246 *** (0.0055)	0.0486 *** (0.0059)	0.0239 *** (0.0050)
<i>Staffnum</i>	-0.0165 *** (0.0038)	-0.0146 *** (0.0022)	-0.0168 *** (0.0043)	-0.0157 *** (0.0024)	-0.0160 *** (0.0035)	-0.0147 *** (0.0024)
<i>Firmage</i>	0.0263 *** (0.0061)	0.0249 *** (0.0054)	0.0260 *** (0.0059)	0.0243 *** (0.0055)	0.0268 *** (0.0059)	0.0255 *** (0.0054)
<i>Expense</i>	0.0379 *** (0.0066)	0.0336 *** (0.0060)	0.0375 *** (0.0066)	0.0338 *** (0.0059)	0.0355 ** (0.0060)	0.0323 *** (0.0055)
<i>Tenure</i>	-0.0032 (0.0018)	-0.0028 (0.0018)	-0.0033 (0.0018)	-0.0029 (0.0017)	-0.0032 (0.0018)	-0.0028 (0.0018)
<i>CEOage</i>	-0.0458 *** (0.0112)	-0.0469 ** (0.0186)	-0.0498 *** (0.0116)	-0.0486 ** (0.0185)	-0.0471 *** (0.0115)	-0.0461 ** (0.0185)
<i>Shareholding</i>	-0.0146 ** (0.0069)	-0.0138 ** (0.0060)	-0.0147 ** (0.0069)	-0.0143 ** (0.0061)	-0.0147 ** (0.0068)	-0.0142 ** (0.0060)
<i>Duality</i>	-0.0093 *** (0.0032)	-0.0101 ** (0.0043)	-0.0093 *** (0.0032)	-0.0098 ** (0.0043)	-0.0094 ** (0.0039)	-0.0098 ** (0.0042)
<i>Boardnum</i>	0.0145 (0.0096)	0.0137 (0.0092)	0.0158 (0.0097)	0.0149 (0.0098)	0.0162 (0.0096)	0.0147 (0.0096)
<i>Independence</i>	0.0486 (0.0340)	0.0458 (0.0337)	0.0486 (0.0341)	0.0458 (0.0339)	0.0488 (0.0340)	0.0455 (0.0333)
<i>Top1</i>	-0.0434 *** (0.0110)	-0.0449 *** (0.0117)	-0.0443 *** (0.0112)	-0.0455 *** (0.0118)	-0.0436 *** (0.0112)	-0.0456 *** (0.0117)
<i>SecInd</i>	-0.0604 ** (0.0258)	-0.0686 ** (0.0289)	-0.0605 ** (0.0258)	-0.0687 ** (0.0286)	-0.0605 ** (0.0259)	-0.0693 ** (0.0288)
<i>GDPpercapita</i>	-0.0126 ** (0.0056)	-0.0123 ** (0.0051)	-0.0126 ** (0.0055)	-0.0129 ** (0.0049)	-0.0121 ** (0.0055)	-0.0126 ** (0.0050)
<i>Credit/GDP</i>	-0.0110 ** (0.0055)	-0.0116 ** (0.0055)	-0.0112 ** (0.0056)	-0.0108 ** (0.0050)	-0.0115 ** (0.0055)	-0.0110 ** (0.0054)
<i>SOERatio</i>	-0.0868 *** (0.0256)	-0.0797 *** (0.0208)	-0.0858 *** (0.0255)	-0.0868 *** (0.0258)	-0.0899 *** (0.0258)	-0.0811 *** (0.0225)
年份/省份/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	36234	10876	36234	10876	36234	10876

注:第(1)、(3)、(5)列为全样本,第(2)、(4)、(6)列为非内部晋升样本;*、**、***分别表示10%、5%、1%水平上显著;括号内数值为稳健标准误,下同

资料来源:作者整理

控制变量的系数也基本符合预期。总资产系数显著为负,说明规模越大的企业越不容易僵尸化;资产负债率、企业年龄、管理费用率系数显著为正,说明企业杠杆率越高、成立时间越长、经营管理水平越低下,越容易成为僵尸企业;CEO任职时间和年龄系数显著为负,说明CEO任职时间越长、年龄越大,越容易导致企业僵尸化,这是由于任期时间较长的CEO出于职位稳定性,激励机制不足的原因,可能减少不确定性程度较高的创新投资活动;年龄越大的CEO则相对保守(李焰等,2011)^[54];管理层持股比例的系数显著为负,说明管理层持股比例越高,越能激励管理层提升企业经营绩效,企业越不容易僵尸化;省份宏观层面控制变量的结果整体符合预期,人均GDP越高的地区越不容易形成僵尸企业,而国有企业比重越大、制造业比重越高和信贷效率越低的地区,越容易导致僵尸企业的形成(谭语嫣等,2017^[53];王凤荣等,2019^[46])。

3. 影响路径分析

本文进一步研究了来自非内部晋升且拥有多元化职业经历的CEO对降低僵尸企业比例的影响

路径。资产负债率是衡量企业财务状况的一项重要指标,保持适当水平而不盲目大幅增加有利于提升企业价值和资本市场回报。不同继任来源和职业经历的 CEO 对企业资产负债率的影响亦不相同。已有研究认为,非内部晋升的 CEO 能够推动实施有利于企业发展的大变革,引入全新经营管理理念,通过声誉机制和强化内部治理两种途径降低企业负债水平(董维明等,2018)^[55]。有学者认为,政府背景的 CEO 使企业具有政治关联,更倾向于通过债务重组的方式降低负债水平甚至获得债务豁免(李传宪,2014)^[56];金融背景的 CEO 具有金融和财务方面的专业知识和工作经验,更擅长运用并购重组等手段降低企业负债水平,防范金融化给企业带来的财务风险(姜付秀等,2012)^[48];海外背景的 CEO 拥有国际化视野,能够为企业引入在海外所学的先进企业管理经验,从而抑制实体企业金融化,降低企业财务风险(代昀昊和孔东民,2017)^[50];学术背景的 CEO 经过了严谨的学术训练,具备了更高的道德标准和社会责任意识,更加依靠专业知识进行理性决策,抑制了企业债务扩张(张晓亮等,2020)^[57]。由于使用政府、金融、海外和学术背景构造 CEO 多元化职业经历指数,因此具有多元化职业经历的 CEO 有助于推动企业采取更加审慎的财务决策,从而降低企业资产负债率。

为了证明以上结论,本文分别使用僵尸企业和非僵尸企业样本,研究了来自非内部晋升且拥有多元化职业经历的 CEO 对企业资产负债率的影响^①,实证结果如表 5 所示。第(1)、(3)、(5)列表示僵尸企业样本的回归结果,第(2)、(4)、(6)列则表示非僵尸企业样本的回归结果。可以看出,CEO 继任来源于非内部晋升且具有多元化职业经历能够降低企业的资产负债率,且这一结论在僵尸企业样本和非僵尸企业样本中均成立。通过比较两组样本系数大小后发现,僵尸企业样本系数绝对值大于非僵尸企业样本,且系数差异具有统计显著性,这显示出非内部晋升且拥有多元化职业经历的 CEO 对僵尸企业资产负债率的降低作用大于非僵尸企业,表明其抑制了僵尸企业借助外部支持实现债务扩张。

表 5 CEO 继任来源和多元化职业经历对僵尸企业的影响渠道分析

变量名称	Lev					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Backtype</i>	-0.0163 ** (0.0046)	-0.0139 ** (0.0050)			-0.0128 ** (0.0043)	-0.0107 ** (0.0050)
<i>Backdivs</i>			-0.0099 *** (0.0024)	-0.0073 *** (0.0016)	-0.0054 ** (0.0019)	-0.0035 ** (0.0015)
<i>Backtype × Backdivs</i>					-0.0042 ** (0.0022)	-0.0036 ** (0.0015)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份/省份/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	6686	29548	6686	29548	6686	29548
Difference(P-value)	-0.0024 ** (0.031)		-0.0026 ** (0.038)		-0.0006 ** (0.043)	

注:*Backtype* 表示非内部晋升为 1,内部晋升为 0 的虚拟变量,下同

资料来源:作者整理

五、进一步讨论

1. 机制检验:提升薪酬激励水平机制和推动并购重组机制

Elsaid 和 Davidson(2009)^[58] 研究发现,CEO 变更通常伴随薪酬水平的变化。CEO 继任来源于非内部晋升通常比内部晋升获得了更高的薪酬激励,而薪酬激励水平很大程度上取决于 CEO 对企

① 非僵尸企业样本是指在整个样本期间内都没有被识别为僵尸企业的样本,僵尸企业样本是指在样本期间内至少有一期被识别为僵尸企业的样本。

业经营管理水平提升的幅度。与内部晋升 CEO 相比,非内部晋升 CEO 为上市公司薪酬激励方案变革提供了契机,推动上市公司与继任 CEO 依据贡献大小重新制定薪酬激励方案。因此,非内部晋升的 CEO 在降低僵尸企业比例方面能够发挥积极作用,除了有助于打破僵尸企业内部现有利益格局,引入全新的经营管理理念这一外在机制外,可能还与提高 CEO 薪酬激励水平这一内在机制有关。并购重组是企业实现业务成长扩张、资源重新整合、降低债务水平等目标的重要途径,可以从根本上改变企业资产价值和治理水平。并购重组活动涉及选择标的、融资方式、支付方式等复杂决策,在信息不对称情形下具有较高的不确定性。多元化职业经历 CEO 的跨界管理能力和资源整合能力能够缓解企业做出并购重组决策时所面临的信息不对称问题,从而提升企业并购重组次数和金额(何瑛等,2019)^[9]。僵尸企业债务问题突出、主营业务竞争力不足,迫切需要通过债务重组摆脱债务包袱,专注于重整企业运行架构和业务模式,实现可持续发展;鼓励产能过剩行业企业实施兼并重组,有助于僵尸企业出清的同时最大程度利用僵尸企业现有资源,形成一大批具备较强竞争力的骨干企业集团,达到借助优势企业使僵尸企业焕发生机的目的(黄少卿和陈彦,2017)^[17]。

为了验证上述两种作用机制是否成立,本文使用僵尸企业样本进行实证检验。表 6 列示了提升薪酬激励水平机制的检验结果,系数均显著为正,表明非内部晋升且拥有多元化职业经历的 CEO 获得了更高的薪酬总额,激励 CEO 发挥自身经营管理才能提升僵尸企业的治理水平。

同时,本文还检验了 CEO 是否推动僵尸企业并购重组这一作用机制。表 7 的第(1)~(3)列展示了并购重组次数的实证结果,第(4)~(6)列展示了并购重组金额的实证结果,系数均显著为正,表明非内部晋升且具有多元化职业经历的 CEO 显著提升了僵尸企业并购重组次数和金额,进而降低了僵尸企业比例。

表 6 薪酬机制检验

变量名称	薪酬总额		
	(1)	(2)	(3)
<i>Backtype</i>	0.0388 *** (0.0094)		0.0211 ** (0.0092)
<i>Backdivs</i>		0.0292 *** (0.0083)	0.0160 ** (0.0068)
<i>Backtype × Backdivs</i>			0.0177 ** (0.0086)
控制变量	Yes	Yes	Yes
年份/省份/行业	Yes	Yes	Yes
样本数	6686	6686	6686

资料来源:作者整理

表 7 并购重组次数和金额机制检验

变量名称	并购重组次数			并购重组金额		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Backtype</i>	0.0417 *** (0.0154)		0.0361 ** (0.0159)	0.0751 *** (0.0310)		0.0523 ** (0.0232)
<i>Backdivs</i>		0.2553 *** (0.0204)	0.1402 ** (0.0515)		0.1891 *** (0.0356)	0.1088 ** (0.0289)
<i>Backtype × Backdivs</i>			0.1183 ** (0.0559)			0.0895 ** (0.0346)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份/省份/行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	6686	6686	6686	6686	6686	6686

资料来源:作者整理

2. 异质性分析

现阶段中国民营企业 CEO 聘任的市场化程度高于国有企业。国有企业 CEO 的任免通常体现政府意志,而且由于国有企业现代化治理结构尚不完善,内部人控制问题突出,管理层薪酬普遍较低且受到严格的制度约束,难以吸引到优秀的管理人才加入(谭玥宁和黄速健,2020)^[24]。非内部晋升的 CEO 由于对高额薪酬激励更为敏感,可以推动上市公司依据贡献大小重新制定薪酬激励方案,这种有效激励推动非内部晋升的 CEO 更好地提升国有企业经营管理水平,同时自身过往职业经历也有利于给国有企业引进全新的经营管理理念。因此,非内部晋升的 CEO 对国有僵尸企业治理的作用大于民营僵尸企业。

地区宏观治理水平是影响 CEO 发挥企业家才能的重要外部治理因素之一,反映了当地经济发展水平、资本自由流动程度和政府治理效能。一方面,地区宏观治理水平发挥了外部治理效应,抑制了企业非生产性活动;另一方面,宏观治理水平会影响企业的资源获取能力和管理自主权(张三保和张志学,2012)^[59]。内在自律机制和外部监督机制可能会表现为替代关系,CEO 多元化职业经历能在一定程度上弥补外部监督机制的欠缺,因此相对东部地区而言,宏观治理水平相对不足的中西部和东北地区更加依靠多元化职业经历 CEO 发挥企业家才能(何瑛等,2019)^[9]。

基于此,本文按照地区和所有制区分子样本检验了 CEO 继任来源和多元化职业经历对僵尸企业治理影响的异质性效应。表 8 第(1)列和第(2)列列示了国有企业和民营企业的回归结果。结果表明,非内部晋升且拥有多元化职业经历的 CEO 在降低国有僵尸企业比例上比民营僵尸企业更为显著。第(3)列和第(4)列展示了东部地区以及中西部和东北地区的实证结果^①,系数均显著为负,且东部地区样本的系数绝对值小于中西部和东北地区样本,这表明非内部晋升且拥有多元化职业经历的 CEO 对降低僵尸企业比例的推动作用在中西部及东北地区的效果要好于东部地区,证明 CEO 发挥企业家才能在一定程度上弥补了外部治理环境的不足。由此可见,外部宏观治理环境和企业所有制性质均影响了 CEO 继任来源和多元化职业经历对降低僵尸企业比例的作用发挥,这表明上市公司在聘任 CEO 时,要根据自身所在区域的宏观治理水平以及所有权性质进行综合考虑。

表 8 地区和所有制僵尸企业异质性结果

变量名称	Zombies			
	国有企业	民营企业	东部地区	中部、西部和东北地区
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Backtype</i>	-0.0201 ** (0.0093)	-0.0081 ** (0.0040)	-0.0077 ** (0.0038)	-0.0187 ** (0.0082)
<i>Backdivs</i>	-0.0492 ** (0.0215)	-0.0256 ** (0.0098)	-0.0287 ** (0.0138)	-0.0422 ** (0.0185)
<i>Backtype × Backdivs</i>	-0.0123 ** (0.0058)	-0.0078 ** (0.0036)	-0.0043 ** (0.0021)	-0.0151 ** (0.0069)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年份/省份/行业	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	15503	20731	21334	14900

资料来源:作者整理

① 东中西部和东北地区参照国家统计局发布的统计制度及分类标准。东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南 10 省(市);中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南 6 省;西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆 12 省(区、市);东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江。

3. 稳健性检验

(1) 更换僵尸企业和 CEO 多元化职业经历的识别方法。借鉴谭语嫣等(2017)^[53]的做法,使用 t 年和 $t-1$ 年平均企业贷款额替代 t 年的贷款额识别僵尸企业,减少了财务状况稳健的企业提前还款造成当年实际利息支出下降后被误判的情况;同时,基于政府干预是中国僵尸企业形成的重要外部因素,采用扣除政府补助后实际利润连续若干年之和为负计算企业的实际利润。即:

$$\sum_{j=0}^T \text{realprofit}_{i,t-j} < 0$$

采取 $T=2$ (即连续三年)来减少中国资本市场对于上市公司实施特别处理这项特殊交易制度的影响(张栋等,2016)^[45]。同时,采用虚拟变量方法重新识别 CEO 多元化职业经历。结果如表 9 第(1)列所示,可以看出,更换核心变量识别方法后主要结论没有发生改变。

(2) 重新界定管理者。在“两职分离”的公司治理模式中,董事长和 CEO 无疑是高管团队的核心成员,代表不同利益主体,行使不同的职能。相对其他高管而言,二者在公司内部“位高权重”,因此使用董事长数据再次对主要结论进行验证。由于董事长继任来源中存在 CEO 晋升这一渠道,因此董事长内部晋升比例高于 CEO,达到了 75%。表 9 第(2)列展示了董事长的回归结果。可以看出,非内部晋升且具有多元化职业经历的董事长对降低僵尸企业比例的积极作用比 CEO 更为显著,这是因为董事长把握企业重大战略方向,监督 CEO 行为,在企业内部拥有更大的影响力(张建君和张闫龙,2016)^[60]。

(3) 其他稳健性检验。借鉴陈运森和黄健峤(2017)^[51]的研究结论,本文认为任职时间不足一年的过渡型 CEO 难以体现出对公司治理的改善效应,只有任职期限超过一年的 CEO 才能充分发挥经验优势,提升企业经营管理水平。进一步选取担任上市公司继任 CEO 任职时长超过一年的样本进行分析,结果如表 9 第(3)列所示,可以看出研究结论保持不变。

表 9 稳健性检验结果

变量名称	Zombies		
	(1)	(2)	(3)
<i>Backtype</i>	-0.0106 ** (0.0053)	-0.0156 ** (0.0066)	-0.0141 ** (0.0050)
<i>Backdivs</i>	-0.0319 ** (0.0152)	-0.0458 ** (0.0246)	-0.0336 ** (0.0161)
<i>Backtype</i> × <i>Backdivs</i>	-0.0090 ** (0.0037)	-0.0135 ** (0.0069)	-0.0085 ** (0.0038)
控制变量	Yes	Yes	Yes
年份/省份/行业	Yes	Yes	Yes
样本数	30343	36234	22360

资料来源:作者整理

4. 内生性检验

本文在基准回归中证实了来源于非内部晋升且拥有多元化职业经历的 CEO 有助于降低僵尸企业占比,考虑到上市公司如果在某期被识别为僵尸企业,同样可能影响董事会确定 CEO 继任人选(曹廷求和张光利,2012)^[61]。因此,董事会聘任 CEO 继任来源和职业经历的行为具有内生性。为了缓解因果倒置造成的内生性问题,本文引入滞后一期的被解释变量并采用系统 GMM 对基准模型(3)进行了回归。从表 10 第(1)列的结果可以看出,滞后一期被解释变量的系数在 10% 的显著性水平上显著,这表明,当期僵尸企业的识别结果受上一期的影响很小。核心解释变量的系数同样显著为负,说明在考虑了由互为因果导致的内生性问题后主要结论仍然成立。尽管在基准回归中引入了大量控制变量,但仍可能存在遗漏重要变量的问题,因此本文采取引入公司固定效应的方法对研究结论进行检验。表 10 第(2)列列示了加入企业固定效应的回归结果,核心变量的系数均显著为负,表明主要结论仍然成立。

表 10 内生性检验结果

变量名称	Zombies	
	(1)	(2)
<i>L. Zombies</i>	0.0045* (0.0024)	
<i>Backtype</i>	-0.0065** (0.0032)	-0.0115** (0.0050)
<i>Backdivs</i>	-0.0162** (0.0077)	-0.0329** (0.0161)
<i>Backtype × Backdivs</i>	-0.0043** (0.0022)	-0.0088** (0.0043)
控制变量	Yes	Yes
年份	No	Yes
企业	No	Yes
样本数	36234	36234

资料来源:作者整理

六、结论和政策建议

当前,上市空壳僵尸企业处置问题已然引起了社会的广泛关注。妥善处置僵尸企业并且做好正常企业向僵尸企业转化的防范和化解工作,成为提高上市公司质量的重要抓手,也是深化供给侧结构性改革和推动经济高质量发展的应有之义。学术界关于僵尸企业处置的研究成果主要集中在政府、银行、社会等企业外部层面,本文从僵尸企业聘任 CEO 来源和职业经历这一企业内部视角开展研究,为妥善处置上市僵尸企业提供了新的思路。

研究发现,来源于非内部晋升的 CEO 更有助于降低僵尸企业比例,在非内部晋升情形中,来源于外部调任的 CEO 在降低僵尸企业比例上效果更好。对职业经历的研究表明,聘任具有多元化职业经历的 CEO 对降低僵尸企业比例具有显著正向影响,并且来源于非内部晋升以及具有多元化职业经历的 CEO 更有助于降低僵尸企业占比。CEO 继任来源和多元化职业经历对僵尸企业治理的实现途径表现为降低了僵尸企业的资产负债率,其影响机制主要是提高了企业薪酬激励水平以及增加企业并购重组次数和金额。以上结论存在地区和所有制的异质性,即来源于非内部晋升且具有多元化职业经历的 CEO 对于降低国有僵尸企业比例的影响效应大于民营僵尸企业;在宏观治理水平相对不足的中西部和东北地区的这种影响效应要大于东部地区。基于上述研究结论,提出如下四点政策建议。

第一,当前中国上市公司的 CEO 继任来源以内部晋升为主,非内部晋升比例仅有 30% 且增长较为缓慢,因此应加快发展职业经理人市场,促进职业经理人在不同企业之间市场化流动。同时,由于僵尸企业中的国有企业占比较高,而国有企业特别是央企集团层面实现 CEO 外部聘任存在困难,因此,国有企业 CEO 的继任来源应当提高交流任职的比例,既能防止内部晋升导致出现“一言堂”局面,还能够为企业带来先进的经营管理理念和多样化的战略选择。

第二,当前中国上市公司 CEO 拥有多元化职业经历的比重较低,因此在 CEO 等高层次管理人才培养和选拔方面,政府、企业和管理者需要共同采取行动。政府主导并协调高校、科研院所、企业等市场主体资源,建设贯穿产学研全流程的复合型人才培养体系;企业不仅需要重视从外部引进具有多元化职业经历的经理人担任 CEO,还应该建立良好发展平台和激励机制来最大程度激发 CEO 的内生动力;管理者个体也要保持开拓进取的精神,不要局限于某一领域的工作惯性,多积累跨行业的工作经历,学习多领域的管理方式,加快由专业型人才向复合型人才转变,提升自身职场竞争力。

第三,僵尸企业背负的沉重债务消耗了大量资源,严重制约了企业创新资源投入和盈利能力的提升。来源于非内部晋升且具有多元化职业经历的 CEO 通过并购重组等方式降低杠杆率是治理

僵尸企业的关键。因此,资本市场应加大对僵尸企业并购重组的支持力度,这不仅能够盘活僵尸企业的存量优质资产,还可以有效防范僵尸企业的庞大债务引发系统性金融风险。

第四,企业聘任 CEO 需要考虑所有制和地区发展水平的异质性。不同地区、不同行业的国有企业,都需要聘任与自身特点相适应的 CEO,而且同一地区、同一行业的不同国有企业也必须选择适应自身特点的 CEO。国有企业相比民营企业而言更需要加强 CEO 来源于交流任职的比例。同时,在市场化程度较低的中西部和东北地区,企业更应该从外部聘任具有多元化职业经历的 CEO 来弥补外部发展环境造成的不利影响。

参考文献

- [1]申广军.比较优势与僵尸企业:基于新结构经济学视角的研究[J].北京:管理世界,2016,(12):13-24.
- [2]王永钦,李蔚,戴芸.僵尸企业如何影响了企业创新?——来自中国工业企业的证据[J].北京:经济研究,2018,(11):99-114.
- [3]Peek,J.,and E. S. Rosengren. Unnatural Selection; Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan [J]. *American Economic Review*,2005,95,(4):1144-1166.
- [4]Hoshi,T.,and A. K. Kashyap. Will the U. S. Bank Recapitalization Succeed? Eight Lessons from Japan [J]. *Journal of Financial Economics*,2010,97,(3):398-417.
- [5]Nakamura,J.,and S. Fukuda. What Happened to “Zombie” Firms in Japan? Reexamination for the Lost Two Decades [J]. *Global Journal of Economics*,2013,2,(2):1-18.
- [6]蒋灵多,陆毅,陈勇兵.市场机制是否有利于僵尸企业处置:以外资管制放松为例[J].北京:世界经济,2018,(9):121-145.
- [7]方明月,孙鲲鹏.国企混合所有制能治疗僵尸企业吗?——一个混合所有制类啄序逻辑[J].北京:金融研究,2019,(1):91-110.
- [8]Chan,W. External Recruitment versus Internal Promotion [J]. *Journal of Labor Economics*,1996,14,(4):555-570.
- [9]何瑛,于文蕾,杨棉之.CEO 复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J].北京:中国工业经济,2019,(9):155-173.
- [10]柯江林,张必武,孙健敏.上市公司总经理更换、高管团队重组与企业绩效改进[J].天津:南开管理评论,2007,(4):104-112.
- [11]逯东,余渡,黄丹,杨仁眉.内部培养与外部空降:谁更能促进企业创新[J].北京:中国工业经济,2020,(10):157-174.
- [12]郑志刚,梁昕雯,吴新春.经理人产生来源与企业未来绩效改善[J].北京:经济研究,2014,(4):157-171.
- [13]Hambrick,D. C.,and P. A. Mason. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers [J]. *Academy of Management Review*,1984,9,(2):193-206.
- [14]Hambrick,D. C. Upper Echelons Theory: an Update [J]. *Academy of Management Review*,2007,32,(2):334-343.
- [15]Hu,C.,and Y. Liu. Valuing Diversity: CEOs’ Career Experiences and Corporate Investment [J]. *Journal of Corporate Finance*,2015,(30):11-31.
- [16]Custódio,C.,M. A. Ferreira, and P. Matos. Do General Managerial Skills Spur Innovation? [J]. *Management Science*,2017,65,(2):459-476.
- [17]黄少卿,陈彦.中国僵尸企业的分布特征与分类处置[J].北京:中国工业经济,2017,(3):24-43.
- [18]张峰,丁思琪.市场化改革对僵尸企业的抑制效应[J].重庆:改革,2019,(6):135-146.
- [19]杨龙见,王路,刘冲.社保降费、融资约束与僵尸企业处置[J].北京:财贸经济,2020,(8):19-33.
- [20]Menon,T.,and J. Pfeffer. Valuing Internal vs. External Knowledge: Explaining the Preference for Outsiders [J]. *Management Science*,2003,49,(4):497-513.
- [21]Huson,M. R.,P. H. Malatesta, and R. Parrino. Managerial Succession and Firm Performance [J]. *Journal of Financial Economics*,2003,74,(2):237-275.
- [22]Parrino,R. CEO Turnover and Outside Succession a Cross-sectional Analysis [J]. *Journal of Financial Economics*,1997,46,(2):165-197.
- [23]Manso,G.,Motivating Innovation [J]. *Journal of Finance*,2011,66,(5):1823-1860.
- [24]谭玥宁,黄速建.央企管理者来源对企业绩效的影响效果研究[J].成都:经济体制改革,2020,(2):97-104.
- [25]Faccio,M. Politically Connected Firms [J]. *American Economic Review*,2006,96,(1):369-386.
- [26]Güner,A. B.,U. Malmendier, and G. Tate. Financial Expertise of Directors [J]. *Journal of Financial Economics*,2008,88,(2):323-354.
- [27]Francis,B.,I. Hasan, and Q. Wu. Professors in the Boardroom and Their Impact on Corporate Governance and Firm Performance

- [J]. *Financial Management*, 2015, 44, (3): 547 - 581.
- [28] Giannetti, M., G. Liao, and X. Yu. The Brain Gain of Corporate Boards: Evidence from China [J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70, (4): 1629 - 1682.
- [29] Barker, V. L., and G. C. Mueller. CEO Characteristics and Firm R&D Spending [J]. *Management Science*, 2002, 48, (6): 782 - 801.
- [30] Custódio, C., M. A. Ferreira, and P. Matos. Generalists versus Specialists: Lifetime Work Experience and Chief Executive Officer Pay [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108, (2): 471 - 492.
- [31] Kaplan, S. N., M. M. Klebanov, and M. Sorensen. Which CEO Characteristics and Abilities Matter? [J]. *Journal of Finance*, 2008, 67, (3): 973 - 1007.
- [32] 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 [J]. *北京: 管理世界*, 2018, (2): 123 - 143.
- [33] 何瑛, 张大伟. 管理者特质、负债融资与企业价值 [J]. *北京: 会计研究*, 2015, (8): 65 - 72.
- [34] Kreps, D. M., and R. Wilson. Reputation and Imperfect Information [J]. *Journal of Economic Theory*, 1982, 27, (2): 253 - 279.
- [35] 江伟, 姚文韬. 企业创新与高管薪酬 - 业绩敏感性——基于国有上市公司的经验研究 [J]. *北京: 经济管理*, 2015, (5): 63 - 73.
- [36] Fama, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firms [J]. *Journal of Political Economy*, 1980, 88, (2): 288 - 307.
- [37] Fama, E. F., and M. C. Jensen. Agency Problems and Residual Claims [J]. *Journal of Law and Economics*, 1982, 26, (2): 327 - 349.
- [38] Schoar, A., and L. Zuo. Shaped by booms and Busts: How the Economy Impacts CEO Careers and Management Styles [J]. *Review of Financial Studies*, 2017, 30, (5): 1425 - 1456.
- [39] Granovetter, M. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness [J]. *American Journal of Sociology*, 1985, 91, (3): 481 - 510.
- [40] Wernerfelt, B. A Resource-Based View of the Firm [J]. *Strategic Management Journal*, 1984, 5, (2): 171 - 180.
- [41] 李东升. 央企高管的选拔动机与实际操作: 从国资委层面观察 [J]. *重庆: 改革*, 2009, (10): 117 - 122.
- [42] Caballero, R. J., T. Hoshi, and A. K. Kashyap. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan [J]. *American Economic Review*, 2008, 98, (5): 1943 - 1977.
- [43] Fukuda, S., and J. Nakamura. Why Did "Zombie" Firms Recover in Japan? [J]. *The World Economy*, 2011, 34, (7): 1124 - 1137.
- [44] 聂辉华, 江艇, 张雨潇, 方明月. 我国僵尸企业的现状、原因与对策 [J]. *北京: 宏观经济管理*, 2016, (9): 63 - 68.
- [45] 张栋, 谢志华, 王靖雯. 中国僵尸企业及其认定——基于钢铁业上市公司的探索性研究 [J]. *北京: 中国工业经济*, 2016, (11): 90 - 107.
- [46] 王凤荣, 郑志全, 慕庆宇. 僵尸企业如何影响正常企业风险承担? ——中国制造业上市公司的实证研究 [J]. *北京: 经济管理*, 2019, (10): 37 - 53.
- [47] 何婧, 徐龙炳. 政治关联对境外上市企业投资效率的影响 [J]. *北京: 经济管理*, 2012, (8): 11 - 19.
- [48] 姜付秀, 黄继承, 李丰也, 任梦杰. 谁选择了财务经历的 CEO? [J]. *北京: 管理世界*, 2012, (2): 96 - 104.
- [49] 张晓亮, 文雯, 宋建波. 学者型 CEO 更加自律吗? ——学术经历对高管在职消费的影响 [J]. *北京: 经济管理*, 2020, (2): 106 - 126.
- [50] 代昀昊, 孔东民. 高管海外经历是否能提升企业投资效率 [J]. *北京: 世界经济*, 2017, (1): 168 - 192.
- [51] 陈运森, 黄健峤. 地域偏爱与僵尸企业的形成——来自中国的经验证据 [J]. *北京: 经济管理*, 2017, (9): 147 - 166.
- [52] 陈瑞华, 周峰, 刘莉亚. 僵尸企业与企业创新: 银行竞争的视角 [J]. *北京: 经济管理*, 2020, (12): 1 - 18.
- [53] 谭语嫣, 谭之博, 黄益平, 胡永泰. 僵尸企业的投资挤出效应: 基于中国工业企业的证据 [J]. *北京: 经济研究*, 2017, (5): 175 - 188.
- [54] 李焰, 秦义虎, 张肖飞. 企业产权、管理者背景特征与投资效率 [J]. *北京: 管理世界*, 2011, (1): 135 - 144.
- [55] 董维明, 葛晶, 黄谦. 外部经理人市场对企业盈余管理影响的实证研究 [J]. *北京: 数量经济技术经济研究*, 2018, (5): 112 - 127.
- [56] 李传宪. 政治关联、债务重组扭亏与公司投资效率 [J]. *南京: 审计与经济研究*, 2014, (2): 76 - 84.
- [57] 张晓亮, 文雯, 宋建波. 学者型 CEO 更加自律吗? ——学术经历对高管在职消费的影响 [J]. *北京: 经济管理*, 2020, (2): 106 - 126.
- [58] Elsaid, E., and W. N. Davidson. What Happens to CEO Compensation Following Turnover and Succession? [J]. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 2009, 49, (2): 424 - 447.
- [59] 张三保, 张志学. 区域制度差异, CEO 管理自主权与企业风险承担——中国 30 省高技术产业的证据 [J]. *北京: 管理世界*, 2012, (4): 101 - 114.
- [60] 张建君, 张闰龙. 董事长—总经理的异质性、权力差距和融洽关系与组织绩效——来自上市公司的证据 [J]. *北京: 管理世界*, 2016, (1): 110 - 120.
- [61] 曹廷求, 张光利. 上市公司高管辞职的动机和效果检验 [J]. *北京: 经济研究*, 2012, (6): 73 - 87.

CEOs Succession Source, Diversified Career Experience and Zombie Firms Governance

GUO Li-hong, WANG Zhi-bang

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China)

Abstract: The Fifth Session of the 19th Central Committee of the Communist Party of China insisted on focusing on economic development on the real economy, and effectively improving economic quality, efficiency and core competitiveness. Since China's economic development has entered a new normal, a large number of corporate zombification problems have emerged in traditional industries with overcapacity, which not only consumes a lot of credit resources, but also hinders the pace of industrial transformation and upgrading. The safe and orderly disposal of zombie enterprises has become an important measure to promote the high-quality development of China's economy. The 2020 Central Economic Work Conference proposed to improve the quality of listed companies; this has become an important force for the next stage of reform of the capital market.

Accurate definition is the prerequisite and basis for the proper disposal of zombie firms. Academia mainly defines zombie firms from the following two aspects: first, the company's main business lacks profitability and heavy debt burden; second, it relies on external support to maintain its existence, which mainly comes from the government, financial institutions and shareholders. Although policy factors have a positive effect on the disposal of zombie companies, the fundamental strategy for the management of zombie companies is to restore the hematopoietic ability of the company's main business and continue to create profits for the company. As the makers and executors of corporate management decisions, CEOs have played a significant role in improving the level of corporate management.

Succession sources and previous professional experience jointly shape the CEO's cognitive level and management style, and have an important impact on the company's behavioral characteristics and future development. Therefore, from the initial perspective, we need to focus on the specific impact and implementation mechanism of CEO succession sources and diversified professional experience on the disposal of zombie firms. By using the financial data, CEO resumes and personal characteristics data of non-financial listed companies from 2004 to 2019, this paper studies the specific impact of CEO succession sources and diversified professional experience on the governance of zombie companies and their mechanisms. The study found that, compared with internal promotion, CEOs who are not promoted internally and have diversified professional experience play a more active role in the governance of zombie companies; their role is mainly to reduce the debt-to-asset ratio of zombie companies; at the same time; For the source of non-internal promotion, external transfer is more helpful to cure zombie companies than the exchange of CEOs. The mechanism analysis results show that the succession CEO's role in the governance of zombie companies is achieved through two influence mechanisms: increasing the level of corporate compensation incentives and increasing the number and amount of corporate mergers and acquisitions and reorganizations.

The marginal contributions are mainly in the following aspects. First, this paper conducts research from the perspective of CEO succession source and professional experience, which has important reference value and practical significance for the governance of zombie companies. Second, based on external transfers and internal promotions, this paper further examines exchange appointments, an important source of CEO succession, so as to more fully present the impact of CEO succession sources on the governance of zombie companies. At last, this article explores the influence channels of non-internally promoted CEOs with diversified professional experience on the disposal of zombie companies, and believes that it is mainly reflected in the reduction of zombie companies' debt to assets ratio. Our research provides practical directions and theoretical support for the capital market's role in the disposal of zombie companies.

The structure of this paper is as follows: the second part is literature review. The third part is theoretical analysis and research hypothesis. The fourth part is the research design. The fifth part is empirical research and result analysis. The sixth part is the impact mechanism analysis and robustness test. The last part is the conclusion and policy recommendations.

Key Words: zombie firm; CEOs succession source; diversified career experience; debt-to-asset ratio

JEL Classification: G34, M12

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.09.006

(责任编辑:张任之)