

中外合资上市公司高管团队特征 对企业价值的影响

陈柳源¹ 潘思谕²¹

(1 南宁师范大学 经济与管理学院, 南宁 530299;

2 广西大学 商学院, 南宁 530004)

【摘要】 基于组织战略性人力资源管理的视角和高阶梯队理论, 高管团队的特征影响企业战略决策, 决定企业的经营与发展, 进而影响企业价值。采用中国沪深 A 股 421 家中外合资公司 2010—2018 年的高管团队与企业价值面板数据, 研究中外合资上市公司高管团队特征均值和异质性对企业价值的影响。结果表明: 女性高管占比和高管团队的平均年龄、平均任期、平均受教育程度及异质性均显著正向影响企业价值; 团队规模、任期异质性对企业价值影响不显著; 高管团队年龄异质性对企业价值具有显著的负向影响。优化高管团队的女性占比与平均年龄、任期、受教育程度等特征结构, 将有利于提升企业价值。

【关键词】 中外合资企业 高管团队特征 企业价值 面板数据

1 研究背景

为应对新冠肺炎疫情和逆全球化倾向, 中国正在打造国内国际“双循环”新发展格局, 并于 2020 年 11 月 15 日签署了《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)。从长远看, 经济全球化和国际经济全面合作仍然是世界经济的主流和热点, 中国的发展离不开世界, 改革开放 40 多年取得的巨大成绩是最有力证明。作为股权式国际战略联盟的中外合资企业, 是此种背景下企业间跨国合作的一种重要形式, 也是国家之间开展经济合作的具体形式之一。改革开放以来, 中外合资企业的建立如雨后春笋, 特别是实施“一带一路”倡议后呈持续增加之势。但调查研究发现, 中外合资企业普遍存在低绩效和高失败率的问题, 由此成为企业界和学术界共同关注的焦点, 其中一个重要原因就是中外合资企业高管团队(Top Management Team, 简称 TMT)的影响。因为 TMT 主要承担企业的战略决策, 决定企业的经营与发展, 进而影响企业绩效。本研究正是基于组织战略性人力资源管理的视角, 根据 Hambrick 提出的“高阶梯队理论”(Upper Echelon Theory), TMT 特征通过企业战略决策对其经营绩效产生影响^[1]。探讨中外合资上市公司 TMT 特征, 即团队规模、性别比例及年龄、任期、受教育程度等的平均水平和异质性等, 对企业经营效果(用企业价值来反映)的影响。

2 理论分析与研究假设

作者简介: 陈柳源, 南宁师范大学经济与管理学院讲师, 韩国世翰大学研究生院博士研究生, 研究方向: 企业国际化经营、人力资源管理;

潘思谕(通信作者), 广西大学商学院教授, 研究方向: 企业国际化经营与管理。

基金项目: 国家自然科学基金项目——“中国与东盟企业跨国合作的关键成功因素及其风险防范研究”(项目编号: 71662002; 项目负责人: 潘思谕)成果之一; 国家自然科学基金项目——“西南边境省区企业跨境合作演化机制与绩效提升模式研究”(项目编号: 71262030; 项目负责人: 潘思谕)成果之一

“高阶梯队理论”是研究企业 TMT 的主要理论依据。学者由此开展了大量的实证研究，但结论却并不一致。朱晋伟等认为企业国际化程度调节 TMT 成员特征与企业绩效之间的关系^[2]。薛媛发现民营企业 TMT 特征对其企业创新能力的正向作用，比国有企业的更显著^[3]。而中外合资上市公司的建立需要多方协同、跨文化沟通、包容差异、鼓励多元化等，但其 TMT 特征与企业价值实证研究相对不足。本文以沪深 A 股 2010—2018 年中外合资上市公司的面板数据为样本，探讨 TMT 特征对企业价值的影响，以期为中外合资企业组建高绩效 TMT、优化 TMT 特征结构，提供理论依据和决策参考。

2.1 高管团队规模与企业价值

TMT 规模是指组成高管团队人员的数量。Yoon 等发现 TMT 规模与组织创造力呈现显著的负向关系^[4]。但钟凤英等发现，TMT 规模越大，越能促进企业研发投入与企业绩效的正向关系^[5]。中外合资企业面临外部市场的激烈竞争，也面临 TMT 内部的跨文化沟通与协同问题，但是在合资企业内部，企业文化通常更开放、更多元，对多样性也更包容，更大规模的高管团队对企业价值的提升将有助益。因此，本文提出假设 H₁: 中外合资上市公司 TMT 规模对企业价值具有正向影响。

2.2 女性高管占比与企业价值

女性高管占比是 TMT 柔性的外在特征。Baixauli-Soler 等研究发现，拥有女性领导者的 TMT 与均为男性的 TMT 相比，更多展现出保守的战略行为^[6]。符树衡等发现，提高 TMT 女性比例，将削弱非相关多元化战略对公司绩效的正向影响^[7]。一般认为，女性占比更高的 TMT 在风险承担、业务拓展、非相关多元化战略方面的表现可能相对逊色，但是在增进企业长期价值、稳定发展方面则表现更优。中外合资上市公司 TMT 的女性占比，可看作 TMT 柔性程度的度量指标，有利于促进团队协作与远期价值。因此，本文提出假设 H₂: 中外合资上市公司女性高管占比对企业价值具有正向影响。

2.3 年龄特征与企业价值

TMT 年龄特征是团队活力的重要表征。若经营环境变化较大则需要高活力的 TMT; 反之，则低活力的 TMT 表现更佳。王小宁等发现，在制造业企业中，TMT 的平均年龄与企业创新能力负相关^[8]。韩庆藩等发现，战略性新兴产业上市公司 TMT 的年龄异质性正向影响企业创新效率^[9]。TMT 的年龄特征包括平均年龄和年龄异质性两个方面。平均年龄较大，团队整体会上表现出比较沉稳、内敛、谨慎的特征；而平均年龄较小，则团队整体会上表现出创新、冒险、进取的团队性格。年龄异质性反映的是团队成员之间年龄的差异程度，这与沟通效率具有密切的关系。一般认为，年龄差异小的团队成员之间的沟通更为顺畅，因年龄差异大而产生的代沟不利于团队沟通。但是，对中外合资上市公司，其开放的文化氛围，决定了对异质性的包容。因此，本文提出假设 H_{3a}: 中外合资上市公司 TMT 的平均年龄对企业价值具有负向影响；H_{3b}: 中外合资上市公司 TMT 的年龄异质性对企业价值具有正向影响。

2.4 任期特征与企业价值

TMT 任期特征是成员进入 TMT 的时间度量，是反映团队协同的直接指标。Nielsen 等研究发现，在跨文化 TMT 中，团队成员的平均任期越长，企业绩效越好^[10]。卢馨等认为，TMT 的平均任期与投资效率显著正相关^[11]。平均任期越长的 TMT 对彼此的性格、秉性越熟悉，对企业整体的运营情况越了解，这对降低沟通成本、提升沟通效率具有积极作用。同时 TMT 平均任期越长，表明企业处于比较平稳的经营期。但是，就高管个人而言，存在一个“既有任期”和“预期任期”的问题。钟熙等研究发现，通常既有任期越长，战略变革动力越小，而预期任期正好相反^[12]。这表明 TMT 成员的任期异质性越大，团队成员之间预期任期与既有任期的冲突就越明显，直接导致战略一致性阻力重重。因此，本文提出假设 H_{4a}: 中外合资上市公司 TMT 平均任期对企业价值具有正向影响；H_{4b}: 中外合资上市公司 TMT 任期异质性对企业价值具有负向影响。

2.5 受教育程度与企业价值

TMT 受教育程度特征是团队智识的显性标准。彭中文等研究表明, TMT 受教育程度越高, 对高科技企业成长的促进效应越显著^[13]。孙凯等也发现, TMT 平均受教育水平与创业企业绩效显著正相关^[14]。TMT 的受教育程度特征包括平均水平和异质性两种。平均受教育程度高的 TMT, 具备更系统的心智思考模式和理性分析能力, 对复杂信息的处理能力更强。而受教育程度异质性, 则在很大程度上反映思维方式的差异。但是, 在合资企业强调协同共赢、跨文化融合的企业氛围中, 差异更可能带来思想的碰撞、创新的激发与组织活力的滋养, 从而促进企业的健康发展。因此, 本文提出假设 H_{5a}: 中外合资上市公司 TMT 的平均受教育程度对企业价值具有正向影响; H_{5b}: 中外合资上市公司 TMT 的受教育程度异质性对企业价值具有正向影响。

3 研究设计

3.1 数据来源及样本选择

本研究采用的统计数据均来自国泰安数据库(CSMAR)。数据样本选择步骤如下:

第一, 将 2010—2017 年“股本结构”数据子库中“境外发起人法人股股数”与“总股数”之比大于 25%(根据商务部《关于外商投资股份有限公司有关问题的通知》确定)的公司作为初步研究样本。

第二, 从“治理结构”数据子库中筛选出 2010—2017 年相应高管个人资料信息。同时依据任职情况确定高管团队成员, 标准是: 职务为正副职董事长、正副职总裁、正副职总经理、财务总监、人力资源总监、研发总监等企业核心人员, 若兼职, 则按最高职务计算。

第三, 分别从“财务指标分析”中的“相对价值指标”与“资产负债表”数据子库中筛选企业托宾 Q 值和企业总资产。由于 TMT 协作效能发挥的滞后性, 研究采用滞后一年的统计数据, 即选取 2011—2018 年企业托宾 Q 值和企业总资产数据。

第四, 为保证研究样本的代表性和稳健性, 剔除 ST 和*ST 公司, 剔除金融类公司, 剔除研究时期内 1/3 以上 TMT 成员当年任期小于 12 个月的公司, 剔除高管个人信息缺失达到团队总人数 2/3 的公司。对于信息缺失小于 1/3 的公司, 其 TMT 个人信息采用均值法进行补齐。截取数据的时间点均为各年 12 月 31 日。经过全面系统的筛选, 最终获得 2010—2018 年 421 个中外合资上市公司 TMT 及企业价值的面板数据。数据分析采用 STATA14.0 统计软件进行处理。

3.2 变量定义与测量

企业价值。为反映企业价值, 参照吴梦云等的研究^[15], 选择托宾 Q 值作为测量指标。计算方法是企业期末总资产的市场价值/(资产总计-无形资产净额-商誉净额)。该比值反映投资者对企业未来盈利能力的预期。比值越大, 未来预期越好。

高管团队特征。TMT 特征是指高管团队成员人口特征(包括团队规模、性别、年龄、任期、受教育程度)的平均指标与异质性。团队规模为 TMT 总人数; 性别为女性高管人数占高管总数的比例; 年龄的单位采用年; 任期的单位采用月份; 受教育程度划分为五级, 从高到低分别是: 5(博士研究生)、4(硕士研究生)、3(本科)、2(大专)、1(中专及中专以下)。由于年龄、任期与受教育程度同属于连续型变量, 其平均指标采用算术平均数, 异质性采用变异系数(标准差/均值)。

控制变量。企业规模通常对企业价值产生直接影响。不同规模的企业, 在资源调集能力、长期战略部署能力及盈利能力等方面存在明显差异。参考蔡俊亚等的研究^[16], 本文选取企业规模为控制变量, 采用与 TMT 数据滞后一期的企业总资产予以衡量。同时为规避原数据偏态分布可能产生的误差, 故将企业总资产取对数后进入回归模型, 其他影响企业价值的因素归入模型的随机扰动项中。

4 实证结果分析

4.1 描述性统计分析

通过对数据进行描述性统计分析,可知研究数据是静态非平衡短面板数据(N=173,T=8,其中N为企业个体数,T为时间跨度,单位是年)。面板数据所涉及变量的统计特征见表1。

表1 变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值	样本容量
企业规模	21.660	1.023	19.890	25.680	420
托宾Q值	2.838	2.006	0.101	14.050	411
高管团队规模	7.254	2.312	2.000	15.000	421
女性高管占比	0.145	0.150	0.000	0.800	421
平均年龄	47.450	3.862	35.800	58.670	421
平均任期	54.890	27.840	12.000	137.500	421
平均受教育程度	3.136	0.460	1.333	4.238	421
年龄异质性	0.157	0.059	0.000	0.347	421
任期异质性	0.209	0.205	0.000	1.022	421
受教育程度异质性	0.223	0.128	0.000	0.707	421

根据表1的结果可知:

根据样本容量,可知“企业规模”与“托宾Q值”存在部分数据缺失,已作缺失值处理,前者标准差为1.023,后者标准差为2.006,样本企业间差异不大。TMT特征显示:TMT规模均值约7人,女性高管平均占比0.145,高管年龄均值47.45岁,高管任期均值54.89个月,但标准差较大,为27.84个月,高管平均受教育程度在本科和硕士之间。从TMT特征的差异程度看,年龄异质性程度最小,变异系数均值为0.157;受教育程度异质性最大,变异系数均值为0.223;任期异质性居中,变异系数均值为0.209。对于这些特征的异质性程度最小值均为0的可能解释是:在对数据进行缺失处理时,采用了均值补齐的方式,使得部分企业的TMT特征不存在差异。

综合上述TMT特征的均值水平和异质性程度,可知中外合资上市公司TMT规模较为合理,女性在高管中的比例偏小,从平均年龄看,高管正处于干事创业的关键事业期,经验丰富,精力充沛,高管人员任职情况总体比较稳定。但团队任职时间差异较大,表现为有些TMT成员非常稳定,而有些TMT成员则更替频繁。高管人员基本接受过良好的教育,但团队之间的受教育程度存在较大差异。为明确变量间的相互关系,还需对变量进行面板数据回归分析。

4.2 面板数据回归分析过程与实证研究结果

面板数据回归分析的核心问题是数据模型的选择，为此进行如下筛选工作：

第一，在混合回归模型与固定效应回归模型之间进行选择。为确保应用“聚类稳健的标准误”进行检验，故采用“最小二乘虚拟变量法”（LSDV）来检验个体效应的显著水平。统计结果显示：有 8 个个体虚拟变量在 5%水平上显著，有 21 个个体虚拟变量在 10%水平上显著。因此拒绝“所有个体虚拟变量都为零”的原假设，接受固定效应模型。

第二，在混合回归和随机效应模型间进行选择，采用检验个体随机效应的 LM 检验。统计结果显示：卡方值为 104.91, p 值等于 0.000。因此拒绝“不存在个体随机效应”的原假设，接受随机效应模型。

第三，在固定效应模型与随机效应模型之间选择最终的回归模型。考虑到可能存在的异方差问题，故采用稳健的 Hausman 检验作为判定依据。统计结果显示：卡方值等于 12.433, p 值等于 0.19。因此拒绝固定效应模型，最终选择随机效应模型作为面板数据的回归模型。为了对比三类回归模型的统计结果，一并将回归统计结果进行整理（见表 2）。假设检验将基于随机效应模型的回归系数进行分析。

表 2 高管团队特征与企业价值(托宾 Q 值)回归结果

研究变量	混合回归模型	固定效应模型	随机效应模型
企业规模	-0.785*** (0.132)	-1.016** (0.398)	-0.777*** (0.110)
高管团队规模	0.010 (0.060)	0.075 (0.077)	0.027 (0.046)
女性高管占比	2.200** (0.947)	3.537 (2.492)	2.639*** (0.700)
平均年龄	0.067** (0.030)	0.098 (0.070)	0.074*** (0.027)
平均任期	0.005 (0.004)	0.012*** (0.004)	0.007** (0.003)
平均受教育程度	0.951** (0.302)	-0.097 (0.775)	0.874*** (0.278)
年龄异质性	-2.868 (2.334)	-3.699 (4.167)	-3.937** (1.784)
任期异质性	0.311 (0.639)	-0.437 (0.682)	0.309 (0.458)
受教育程度异质性	1.776* (0.965)	-0.125 (1.867)	1.744* (1.003)
常数项	13.012*** (3.373)	19.51** (8.377)	12.614*** (2.803)
样本容量	411	411	411

从表 2 中随机效应模型回归系数及显著性可知，作为控制变量的企业规模显著负向影响企业价值。这可能是由于随着企业规模扩张，导致增加了企业整体协同的难度。TMT 特征对企业价值的影响：TMT 规模对企业价值具有正向影响作用，但不显著，假设 H₁ 没获得支持。女性高管占比回归系数为 2.639, 且在 1%的水平上显著，这表明女性占比高的 TMT, 企业价值更高，这与假设 H₂ 一致，假设 H₂ 得到实证数据支持。这也许是因为女性在环境相对稳定的经营环境中，更容易取得高绩效，促进企业的发展^[17]。TMT 年龄特征对企业价值的影响均达到显著水平，其中 TMT 平均年龄显著正向影响企业价值，回归系数 0.074, 在 1%的水平上显著；TMT 的年龄异质性显著负向影响企业价值，回归系数-3.937, 在 5%的水平上显著。这表明：在中外合资上市公司中，具有更高平均年龄，更小年龄差异的 TMT 更有利于促进企业长期价值的提升，这与假设 H_{3a}、H_{3b} 正相反。对于 TMT 任期，仅平均任期达

到了显著性水平，回归系数 0.007，在 5%的水平上显著。可见 TMT 的平均任期正向影响企业价值， H_{4a} 得到实证数据支持。任期异质性与企业价值关系不显著， H_{4b} 没有得到实证数据支持。TMT 受教育程度特征正向影响企业价值且达到显著水平，平均受教育程度回归系数 0.874，在 1%的水平上显著，受教育程度异质性回归系数 1.744，在 10%的水平上显著，假设 H_{5a} 、 H_{5b} 均得到实证研究支持。

5 结论与建议

本文研究发现，中外合资上市公司 TMT 特征影响企业价值。其中：TMT 的女性占比、平均年龄、平均任期、平均受教育程度及异质性均显著正向影响企业价值；TMT 规模、任期异质性的对企业价值影响不显著；TMT 年龄异质性对企业价值具有显著的负向影响。可见，优化中外合资上市公司 TMT 特征结构，可以有效提升其企业价值。具体表现为：

一是适当提高高管团队女性成员占比。彼得森国际经济研究所的研究显示：董事会中有女性担任董事，则该公司的业绩大约会增加 6%。二是综合考虑高管团队成员平均年龄及异质性。平均年龄在 45~50 岁为宜，同时，鉴于团队成员间较大的年龄差异对企业价值的负向影响，因此，不宜选择与现有团队成员年龄差距过大的候选人进入 TMT。三是提倡稳定为先的高管团队成员任期结构。企业需要站在全局发展战略的高度，为 TMT 成员熟悉业务、相互磨合提供宽裕的适应时间及试错空间，谨慎对待 TMT 成员的更替。四是提升高管团队成员的平均受教育水平并保证差异性。可考虑将硕士研究生学历作为 TMT 人员初选标准，对拥有卓越才能且企业亟需的人才，则可不囿于学历的要求，这对企业价值的提升具有显著的促进作用。

6 研究局限与展望

本研究是对前一项研究的深化^[18]。但是，对于 TMT 特征与企业价值关系的作用机制研究，如中外合资企业 TMT 的合作过程如何影响企业绩效未能给予很好解答，亟待进一步探索。为此，方法上需考虑质性研究策略，如荣鹏飞等采用扎根理论，对跨国公司 TMT 自反演化过程进行深入研究^[19]，为探索 TMT 的协作过程打下了良好基础。这对构建基于中国情境的企业 TMT 理论将大有裨益。

参考文献：

- [1]HAMBRICK D C,MASON P A.Upper echelons:The organization as a reflection of its top managers[J].The Academy of Management Review,1984,9(2):193-206.
- [2]朱晋伟,彭瑾瑾.高管团队特征对企业绩效的影响研究——基于国际化程度的调节效应[J].软科学,2017,31(6):81-85,95.
- [3]薛媛.高管团队特征与二元性创新的关系研究[J].财会通讯,2018(32):63-66.
- [4]YOON W,KIM S J,SONG J.Top management team characteristics and organizational creativity[J].Review of Management Science,2016(10):757-779.
- [5]钟凤英,刘欢,赵轩.高管团队特征对研发投入与企业绩效的调节效应研究[J].会计之友,2018(18):71-77.
- [6]BAIXAULI-SOLER J S,BELDA-RUIZ M,SANCHEZ-MARIN G.Executive stock options,gender diversity in the top management team,and firm risk taking[J].Journal of Business Research,2015,68(2):451-463.

-
- [7]符树衡, 雷辉. 高管团队特征与非相关多元化战略的匹配关系研究[J]. 财会通讯, 2016(33):78-81.
- [8]王小宁, 黄澄. 高管团队特征、高管激励与企业创新能力[J]. 财会通讯, 2017(21):65-69.
- [9]韩庆潇, 杨晨, 顾智鹏. 高管团队异质性对企业创新效率的门槛效应——基于战略性新兴产业上市公司的实证研究[J]. 中国经济问题, 2017(2):42-53.
- [10]NIELSEN B B, NIELSEN S. Top management team nationality diversity and firm performance: A multilevel study[J]. Strategic Management Journal, 2013(10):373-382.
- [11]卢馨, 张乐乐, 李慧敏, 丁艳平. 高管团队背景特征与投资效率——基于高管激励的调节效应研究[J]. 审计与经济研究, 2017, 32(2):66-77.
- [12]钟熙, 宋铁波, 陈伟宏, 翁艺敏. CEO任期、高管团队特征与战略变革[J]. 外国经济与管理, 2019(6):3-16.
- [13]彭中文, 张双杰, 韩茹. 高管团队特征、创新机会识别与高科技企业成长[J]. 华东经济管理, 2018, 32(9):173-177.
- [14]孙凯, 刘祥, 谢波. 高管团队特征、薪酬差距与创业企业绩效[J]. 科研管理, 2019(2):116-125.
- [15]吴梦云, 张林荣. 高管团队特质、环境责任及企业价值研究[J]. 华东经济管理, 2018(2):122-129.
- [16]蔡俊亚, 党兴华. 创业导向与创新绩效: 高管团队特征和市场动态性的影响[J]. 管理科学, 2015(5):42-53.
- [17]LYNGSIE J, FOSS N J. The more, the merrier? Women in top management teams and entrepreneurship in established firms[J]. Strategic Management Journal, 2017, 38(3):487-505.
- [18]潘思谕, 陈柳源. 中外合资上市公司高管团队异质性对企业绩效的影响——以外资持股比例为调节变量[J]. 企业经济, 2015(4):90-96.
- [19]荣鹏飞, 苏勇. 跨文化背景下高管团队自反演化的阶段模型与量表开发[J]. 软科学, 2017, 31(2):44-50.