

高管团队垂直对特征、财务弹性与企业价值创造

罗栋梁,刘 凡,焦雨蒙

(江苏师范大学 商学院,江苏 徐州 221116)

[摘要] 管理者是企业运行的核心,其垂直对特征差异必然会对企业财务弹性及价值产生影响。以2011—2016年间上市公司作为样本,实证分析了高管团队垂直对特征对财务弹性高低的影响,以及不同高管团队垂直对特征下财务弹性与企业价值之间的关系。实证结果表明:高管团队年龄、学历、任职期限等差异越大,企业的财务弹性越大;企业财务弹性对企业价值的影响呈倒U型关系,既先增加后减少。高管团队垂直对特征越大,财务弹性与企业价值的倒U型关系越平缓,均衡点右移,说明高管团队垂直对特征越大,财务弹性对企业价值的缓冲效应越强,代理效应越弱。

[关键词] 高管团队;垂直对特征;财务弹性;缓冲效应;企业价值;高管离职;创新绩效;财务管理

[中图分类号] F275 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2019)04-0031-11

一、引言

高管团队垂直对特征最初是指团队中上司与下属在职位层级上所存在的差异,反映不同管理者在不同职位层级上的权力距离。但高层梯队理论将高管团队垂直对特征定义为首席执行官(或董事长)与其他高管在性别、年龄、学历和任期等人口背景特征方面所存在的差异^[1]。对高管团队垂直对特征的研究主要集中在高管团队垂直对特征对高管离职、创新绩效、企业价值等的影响,而且研究结论也不一致,说明高管团队垂直对特征的微观作用机理还有待于进一步挖掘。

在企业的微观决策中,财务弹性的作用举足轻重。财务弹性是企业采取措施,变更现金流的时间以及数量,及时把握投资机会和满足不确定需求的能力^[2]。Graham和Harvery研究发现,西方企业管理者在做出一些重要的战略决策时会充分考虑财务弹性的影响,他们倾向于储备适当的财务弹性以抓住未来的投资机会,同时防范可能出现的财务困境^[3]。在2008年金融危机中,大量缺乏财务弹性的企业由于资金链断裂而逐渐衰亡,而财务弹性充足的企业不仅安然无恙,而且还利用危机带来的机会迅速扩大市场份额,提升了企业竞争地位^[4]。现有研究中,学者们从企业增长、管理者的过度自信等方面研究了影响财务弹性的因素^[5-6],但鲜有学者从高管团队垂直对特征角度分析其对财务弹性的影响。我国《公司法》规定,董事长是上市公司的法人代表。董事长也是高管团队的架构核心,董事长拥有对战略的最终决策权,对上市公司战略决策最具影响^[7]。本文用“董事长-高管团队”垂直对特征来衡量高管团队垂直对特征,探究高管团队的性别、年龄、学历和任期等垂直对特征、财务弹性及企业价值之间的关系。本文的创新点在于:证实了高管团队垂直对特征对财务弹性的影响,以及这些垂直对特征对财务弹性与企业价值之间关系的影响。

二、理论基础与研究假设

(一)理论基础

Byrne认为个体之间的相似性导致他们互相吸引^[8]。当个体之间有非常多的相同点、有相同的背景

[收稿日期] 2019-04-20

[基金项目] 教育部人文社会科学研究规划基金项目(15YJA630043)

[作者简介] 罗栋梁(1972—),男,重庆潼南人,江苏师范大学商学院教授,硕士生导师,主要研究方向为财务管理与公司治理,邮箱:dongliangl@163.com;刘凡(1991—),女,江苏徐州人,江苏师范大学商学院硕士生,主要研究方向为财务管理;焦雨蒙(1993—),女,江苏徐州人,江苏师范大学商学院硕士生,主要研究方向为财务管理。

时,更容易互相尊重、理解和交流,也会很乐意分享自己的观点、生活等。这种相似性越大,个体之间越容易有归属感和认同感,继而在团队之间产生越大的凝聚力,决策时也越容易达成统一意见,越好地管理企业。Hambrick和Mason将个体之间相似性导致相互吸引推广到企业管理团队全体成员后,形成高层梯队理论^[1]。该理论指出,战略的选择具有较高复杂性,取决于不容易被量化的高管团队所具有的价值观、认知水平和感知能力等心理结构。这些心理结构都是从背景、训练等经验中演化而来的,高管团队的性别、年龄、任期、教育水平等可度量人口背景特征能够作为其心理结构的“指示器”。Hambrick和Snow发现高管团队的构成、结构、过程和激励等因素提高了团队内部的交流沟通,对高管团队运作过程有重要影响^[9]。Cho和Hambrick发现高管团队的认知基础、价值观、洞察力等差异越小,越容易在管理决策上达成一致意见,有助于增强凝聚力,提高企业绩效^[10]。Talke等的研究也表明高管团队垂直对特征有助于企业专心于产品创新,提高企业战略决策能力,进而提高企业业绩^[11]。高层梯队理论同样适用于我国。张龙和刘洪分析了高管团队垂直对差异对高管离职的影响^[12]。杨林发现高管团队年龄、性别和职业经历等垂直对差异对创业战略导向具有显著正向影响^[13]。何威风分析了高管团队垂直对特征对企业盈余管理的影响^[14]。李端生和周虹分析了高管团队垂直对特征差异对内部控制质量的影响^[15]。我国的企业管理实践也受到两千多年封建专制统治的影响,以集权和等级为特征的官僚文化也催生了权力距离、男性主义倾向的文化特征,上级行为深度约束和影响下级。Frances和Daivd发现,华人对等级制度和权威人物较敏感^[16]。因此人们有必要从高管团队性别、年龄、学历和任期角度分析其对财务弹性的影响。

(二)研究假设

1. 高管团队垂直对特征对财务弹性的影响

(1) 性别垂直对特征方面

一般而言,男女性别不同,对风险偏好和风险感知各不相同,男性偏好风险,女性厌恶风险。Zuckerman认为人体内的单胺氧化酶水平影响了人的风险决策,女性体内的单胺氧化酶水平高于男性,因此女性通常厌恶风险,往往更为谨慎和守旧^[17]。Hersch认为,女性的预期寿命要长于男性,因此她们偏向于谨慎、保守,减小冒险行为带来的损失^[18]。Barua等发现女性高管在进行财务决策时更加谨慎^[19]。Barber和Odean发现,女性往往更倾向于挑选风险较小的投资项目^[20]。对于同样的风险事项,男性一般会积极参与,女性则因为害怕风险而拒绝^[21]。Adams等发现公司董事会女性比例越高,越有助于发挥监督作用,公司治理效率也越高^[22]。Jurkus等认为,高管团队中如果男性所占的比例越大,企业的代理成本相对越高^[23]。因此,高管团队的性别垂直对特征越大,说明高管团队中女性比例越大,越容易形成统一的意见并趋向于女性高管的决策,财务弹性一般会越高。为此,本文提出研究假设1。

H1: 高管团队性别垂直对特征越大,财务弹性越高。

(2) 年龄垂直对特征方面

企业权力的获得是一个漫长的积累过程,年龄较大的高管更容易获得企业权力,形成更多的人力资本^[24]。而人力资本的投资回报逐年递增,因为人力资本在使用过程中会随着时间的推移产生新的人力资本^[25]。Lucas认为,年长高管在前期投资了更多的人力资本,拥有更丰富的经验和社会资源,人力资本的收益率更高^[26]。Prendergast和Stole认为,年轻管理者容易高估私有信息的作用而忽视公共信息的作用,表现出过度自信;年长的管理者则更倾向依附历史经验或行业标准,不愿意毁坏积累的声誉和名望,决策时倾向于保守^[27]。因此,不同年龄的管理者对待风险的态度不同,年轻的管理者更愿意承担风险^[1]。Tsui等发现上司龄长于下属,下属可能对上司具有更强的忠诚度。我国儒家思想提倡尊长敬老,年龄与威望、权力等紧密相连,长幼之差就形成了社会差序,年长者对年幼者具有某种强制力^[28]。因此,如果高管团队的年龄垂直对差异越大,高管团队会更加尊重董事长的风险规避选择,企业更愿意选择储备一定的财务弹性,降低风险和避免不利的外部冲击。为此,本文提出研究假设2。

H2: 高管团队年龄垂直对特征越大,财务弹性越高。

(3) 学历垂直对特征方面

高管的受教育水平能够区分高管的能力。更高的教育水平意味着更强的信息处理能力和更乐于创新,也更勇于接受改变^[29]。Hambrick 和 Mason 发现企业高管的教育水平与创新正相关^[1]。Flood 等发现学历高的高管更加注重经济后果,在决策时更倾向于规避风险^[30]。姜付秀等发现高管学历越高,越有助于抑制企业过度投资行为^[31]。Wiersema 和 Bantel 发现高管学历与企业多元化程度正相关,高管学历越高,越容易发生战略变革^[32]。Tsui 等发现上司受教育程度高于下属,上司对下属的绩效评分较高,下属则对上司更信任^[28]。高管团队学历垂直对越大,说明董事长的学历越高。随着董事长个人学历的增加,董事长拥有更强的信息处理能力、更加注重经济后果、更有助于理性投资,在决策中会更不容易受到非理性因素的干扰,以规避风险,从而选择更高的财务弹性。为此,本文提出研究假设3。

H3: 高管团队学历垂直对特征越大,财务弹性越高。

(4) 任期垂直对特征方面

企业管理者的任职时间是影响企业发展的重要因素之一。高管的任期不同意味着加入高管团队的时间不同,对企业的发展阶段和理解存在差异。高管任期越长,对企业环境越熟悉,越趋向于逐渐形成的自身范式及对世界观和管理的独特价值判断。同时,随着任期增长,经验的逐渐积累,高管会更加了解自身的经营能力,从而修正决策的偏差,决策错误概率也会逐渐降低^[33]。而且高管任期越长,沟通和信息共享越有效,越能避免冒险行为^[34],越容易做出有利于企业长远发展的决策^[35]。孙海法等发现高管的任职时间与公司绩效相关^[36]。同时,高管任期越长,高管团队磨合得越好,决策过程越稳定^[37]。Elenkov 等发现,高管团队的任期越长,越倾向于选择企业战略的稳定性和效率性,规避企业战略的变化性和创新性^[38]。在我国,董事长与总经理任职时间差异有助于抑制企业盈余管理行为^[14]。如果董事长—高管团队任期垂直对特征越大,说明董事长的任职时间较长。而董事长个人随着任期的增加,决策错误概率会逐渐降低,更能避免冒险行为,储备较大的财务弹性。为此,本文提出研究假设4。

H4: 高管团队任期垂直对特征越大,财务弹性越高。

2. 财务弹性对企业价值的影响

Marchica 和 Mura 发现,财务弹性有助于提高企业的长期绩效,财务弹性越高,企业的投资效率越高^[39]。Brown 和 Petersen 发现,资本市场的不完美导致企业面临融资约束,财务弹性较高的企业能够及时获得资金,确保投资的连续性^[40]。财务弹性在防止企业价值发生损失的过程中起到一定的缓解作用,即财务弹性的“缓冲效应”。然而,财务弹性并非越高越好。Gamba 和 Triantis 发现,虽然现金持有量的增加能带来企业价值的增长,但当外源融资成本等于内源融资成本时,这种持有现金带来的财务弹性价值不再增加^[41]。Dittmar 和 Smith 从代理理论出发,认为在两权分离下,一个企业如果拥有充裕的现金储备,就更有可能进行投资过度,这样会减少企业的运行绩效,进而使企业价值减少^[42],即产生财务弹性的“代理效应”。张巍巍分析了我国企业财务弹性对业绩的影响,发现这种影响具有区间效应,财务弹性并非越高越好^[43]。适度的财务弹性具有积极作用,能够发挥缓冲效应,提高公司绩效;过度的财务弹性则可能产生消极作用,产生代理效应,损害公司绩效。即企业储备的财务弹性具有两面性,一方面可以帮助企业应对不利的冲击或者把握投资机会,这是缓冲作用;另一方面,也可能由于管理者的自利行为,导致代理成本提升,进而损害企业价值,这是代理效应。这两种效应的高低,对财务弹性所起作用的好坏影响显著。为此,本文提出研究假设5。

H5: 企业的财务弹性有助于提升企业价值,但过多的财务弹性会产生更多的代理成本,从而降低企业价值,财务弹性与企业价值呈倒U型关系。

3. 不同高管团队垂直对特征下财务弹性与企业价值之间的关系

根据帕金森定律^[44],满足社会运营规范的上司、下属特征都可以给予对方职业安全感,这将有助于均衡未来的权益。因此当企业中高管团队垂直对特征差异较大时,即董事长特征显著大于高管团队特征时,管理者会更加服从董事长的安排,在做出财务决策时会比较信任董事长,尽可能选择回报率较高的项

目,提高经济效益,因此管理者和所有者之间的代理冲突就比较小。换句话说,较大的高管团队垂直对特征会抑制财务弹性的代理效应。相比高管团队垂直对特征差异较小的企业而言,对于高管团队垂直对特征较大的企业来说,财务弹性的储备更为必要,这是因为适量的财务弹性能发挥更大的积极作用。所以,高管团队垂直对特征将导致财务弹性正面影响的程度变得强烈,将推迟达到财务弹性最优水平的时点,因此,高管团队垂直对特征影响财务弹性的效率显著。为此,本文提出研究假设6a-6d。

H6a:与性别垂直对差异较低组相比,高管团队性别垂直对差异大,财务弹性与企业价值的倒U型更平缓,均衡点右移。

H6b:与年龄垂直对差异较低组相比,高管团队年龄垂直对差异大,财务弹性与企业价值的倒U型更平缓,均衡点右移。

H6c:与学历垂直对差异较低组相比,高管团队学历垂直对差异大,财务弹性与企业价值的倒U型更平缓,均衡点右移。

H6d:与任期垂直对差异较低组相比,高管团队任期垂直对差异大,财务弹性与企业价值的倒U型更平缓,均衡点右移。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文以2011—2016年沪深A股上市公司为样本,并剔除金融业公司、ST及*ST公司、数据异常公司,得到样本8982个。数据来源于CSMAR数据库和巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn>),并采用SPSS和Excel软件进行数据处理和统计分析。

(二) 变量设计

1. 财务弹性

财务弹性采用财务弹性指数(FFH)来衡量。本文主要借鉴马春爱的方法^[45],选择现金周转期、现金再投资比率、债务保障率、现金流量比率、留存收益资产比、现金比率、资产负债率、现金持有量资产比、股利分配率、现金与利润总额比、短期借款资产比、长期借款资产比、盈余现金保障系数、现金产出能力等14个指标,用因子分析法计算出财务弹性指数。财务弹性指数大于1表示财务弹性充足,大于0而小于1表示财务弹性情况一般,小于0表示财务弹性缺乏。

2. 高管团队垂直对特征差异

高管垂直对特征采用高管团队人口特征差异来衡量。本文将高管团队界定为总经理、执行董事、董秘、财务总监和监事会主席^[46],这些成员都会对公司的运营效率和效果产生重大影响。高管团队人口特征用平均水平来衡量,例如平均年龄、平均任期、平均性别和平均学历,通过算术平均法获得。具体变量包括:性别垂直对(*D-gend*)。男性为1,女性为0,用男性所占比例计算出管理者团队的平均性别水平,*D-gend*表示董事长性别减去高管团队的平均性别。年龄垂直对(*D-age*)。用各管理者实际年龄计算的平均值表示高管团队的平均年龄,*D-age*表示董事长年龄减去高管团队成员的平均年龄。学历垂直对(*D-degr*)。对学历的赋值方法是博士及以上计为5,硕士计为4,本科计为3,专科计为2,其他计为1,用各管理者学历分值的算术平均数表示其平均学历水平^[46]。*D-degr*表示董事长学历减去高管团队的平均学历。任期垂直对(*D-tenure*)。手工计算各管理者的任期时长,用算术平均数表示高管团队的平均任职时间。*D-tenure*表示董事长任期减去高管团队的平均任期。

3. 企业价值

本文选择托宾Q来度量企业价值。托宾Q的计算公式为: $TQ = \text{市场价值} / \text{资产重置成本} = (\text{总负债的账面价值} + \text{流通股股数} \times \text{每股价格} + \text{非流通股股数} \times \text{每股净资产}) / \text{总资产的账面价值}$ 。

4. 控制变量

本文选取股权集中度 (Top1 和 Top10)、公司成长性 (Growth)、盈利能力 (Profit)、公司规模 (Size)、资产担保水平 (A-Guar)、经营现金流 (C-Flow)、总资产周转率 (A-Turn) 等作为控制变量, 而且控制了行业和年度效应。

变量名称及定义如表 1 所示。

(三) 实证模型构建

本文借鉴王满等的模型^[47], 建立了模型(1)至模型(4)来检验 H1 至 H4:

$$FFH_{i,t} = \alpha + \beta_{101} \times D-gend_{i,t} + \beta_{102} \times TOP1_{i,t} + \beta_{103} \times TOP10_{i,t} + \beta_{104} \times Growth_{i,t} + \beta_{105} \times Profit_{i,t} + \beta_{106} \times Size_{i,t} + \beta_{107} \times A-Guar_{i,t} + \beta_{108} \times C-Flow_{i,t} + \beta_{109} \times A-Turn_{i,t} + \beta_{110} \times \sum Industry_{i,t} + \beta_{111} \times \sum Year_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$FFH_{i,t} = \alpha + \beta_{201} \times D-age_{i,t} + \beta_{202} \times TOP1_{i,t} + \beta_{203} \times TOP10_{i,t} + \beta_{204} \times Growth_{i,t} + \beta_{205} \times Profit_{i,t} + \beta_{206} \times Size_{i,t} + \beta_{207} \times A-Guar_{i,t} + \beta_{208} \times C-Flow_{i,t} + \beta_{209} \times A-Turn_{i,t} + \beta_{210} \times \sum Industry_{i,t} + \beta_{211} \times \sum Year_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$FFH_{i,t} = \alpha + \beta_{301} \times D-degr_{i,t} + \beta_{302} \times TOP1_{i,t} + \beta_{303} \times TOP10_{i,t} + \beta_{304} \times Growth_{i,t} + \beta_{305} \times Profit_{i,t} + \beta_{306} \times Size_{i,t} + \beta_{307} \times A-Guar_{i,t} + \beta_{308} \times C-Flow_{i,t} + \beta_{309} \times A-Turn_{i,t} + \beta_{310} \times \sum Industry_{i,t} + \beta_{311} \times \sum Year_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$FFH_{i,t} = \alpha + \beta_{401} \times D-tenure_{i,t} + \beta_{402} \times TOP1_{i,t} + \beta_{403} \times TOP10_{i,t} + \beta_{404} \times Growth_{i,t} + \beta_{405} \times Profit_{i,t} + \beta_{406} \times Size_{i,t} + \beta_{407} \times A-Guar_{i,t} + \beta_{408} \times C-Flow_{i,t} + \beta_{409} \times A-Turn_{i,t} + \beta_{410} \times \sum Industry_{i,t} + \beta_{411} \times \sum Year_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

本文借鉴学者们的非线性关系模型^[42-43], 来考察财务弹性与企业价值的关系, 建立模型(5)来检验 H5、H6a 至 H6d:

$$TQ_{i,t} = \alpha + \beta_{501} \times FFH_{i,t} + \beta_{502} \times FFH_{i,t}^2 + \beta_{503} \times TOP1_{i,t} + \beta_{504} \times TOP10_{i,t} + \beta_{505} \times Growth_{i,t} + \beta_{506} \times Profit_{i,t} + \beta_{507} \times Size_{i,t} + \beta_{508} \times A-Guar_{i,t} + \beta_{509} \times C-Flow_{i,t} + \beta_{510} \times A-Turn_{i,t} + \beta_{511} \times \sum Industry_{i,t} + \beta_{512} \times \sum Year_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

若 $\beta_1 > 0$ 且 $\beta_2 < 0$, 那么该曲线就应该是倒 U 型曲线, 该曲线顶点的横坐标为 $-\frac{\beta_1}{2\beta_2}$, 意味着在财务弹性达到 $-\frac{\beta_1}{2\beta_2}$ 时财务弹性的预防和利用价值等于代理成本, 企业价值达到了最大值。

表 1 变量名称及定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	财务弹性	FFH	因子分析法求出综合指标
	企业价值	TQ	TQ=市场价值/资产重置成本=(总负债的账面价值+流通股股数×每股价格+非流通股股数×每股净资产)/总资产的账面价值
解释变量	性别垂直对	D-gend	董事长性别减去高管团队平均性别(平均性别=高管团队性别之和/高管团队总人数。男性为 1, 女性为 0)
	年龄垂直对	D-age	董事长年龄减去高管团队平均年龄(平均年龄=高管团队年龄之和/高管团队总人数)
	学历垂直对	D-degr	董事长学历减去高管团队平均学历(平均学历=高管团队学历水平之和/高管团队总人数)
	任期垂直对	D-tenure	董事长任期减去高管团队平均任期(平均任期=管理者任时间之和/管理者总人数)
控制变量	股权集中度	TOP1 TOP10	公司第一大股东持股数/总股本 公司前十大股东持股数/总股本
	公司成长性	Growth	(本期主营业务收入-上期主营业务收入)/上期主营业务收入
	盈利能力	Profit	净利润/主营业务收入
	公司规模	Size	总资产的自然对数
	资产担保水平	A-Guar	无形资产净额/总资产
	经营现金流	C-Flow	经营活动现金流量净额/总资产
	总资产周转率	A-Turn	营业收入/总资产
年度	Year	2011 年为基础年份, 其他年份(2012-2016)分别为虚拟变量	
行业	Industry	基于标准的行业分类表设置虚拟变量	

四、实证检验

(一) 描述性统计分析

各变量的描述性统计和差异性检验如表 2 所示。财务弹性的最小值为 -5.901, 最大值为 6.861, 说明公司间的财务弹性有显著差异; 财务弹性的均值为 0.443, 说明公司会普遍保持一定水平的财务弹性。企业价值的最小值为

0.007,最大值为 22.408,标准差为 1.631,表明上市公司的价值差距较大。董事长性别与高管团队平均性别之间的差异均值是 0.125,标准差是 0.265,表明公司的男性董事长居多,高管团队中女性较少。董事长年龄与高管团队平均年龄之间的差异均值是 4.385,董事长年龄比高管团队平均年龄最高相差 40 岁,高管团队平均年龄比董事长年龄最高相差 26 岁,说明高管团队年龄垂直对差异较大。董事长受教育水平与高管团队平均受教育水平之间的差异均值是 0.156,标准差是 1.023,表明董事长的学历水平普遍高于高管团队的平均学历水平,高管团队学历垂直对差异显著。董事长任期与高管团队平均任期之间的差异均值是 0.714,标准差是 3.760,表明董事长的任期普遍长于高管团队的平均任期,高管团队任期垂直对差异显著,董事长任期比高管团队平均任期差异最大为 21.083 年,董事长任期比高管团队平均任期差异最小为 13.146 年。

在控制变量中,第一大股东持股比例最小的仅为 0.29%,最大的则占 89.09%;前十大股东持股比例最小值是 1.32%,最大值是 98.54%,表明上市公司的股权结构存在较大差异;总资产增长率最小值是-0.999,最大值是 4719.620,表明上市公司发展水平存在显著性差异;盈利能力的平均值是 0.0821,表明上市公司整体上处于盈利状态;资产担保水平介于 0~0.895 之间,均值是 0.051;经营现金流的最小值是-0.434,最大值是 0.600,表明上市公司的经营现金流存在显著差异;总资产周转率的平均值是 0.627。

(二) 相关性分析

本文使用 Pearson 系数来分析各个变量之间的相关关系,结果如表 3 所示。由表 3 可知,企业价值和财务弹性之间的 Pearson 系数是 0.041,二者存在显著的相关性。企业价值与高管团队性别垂直对、年龄垂直对、学历垂直对、任期垂直对等都没有通过显著性检验。高管团队性别垂直对、年龄垂直对与财务弹性之间的 Pearson 系数没有通过显著性检验。高管团队学历垂直对、任期垂直对与财务弹性之间正相关且显著。在控制变量方面,公司规模、第一大股东持股比例、总资产周转率、资产担保水平等与企业价值显著负相关。第一大股东持股比例、前十大股东持股比例、公司成长性以及公司盈利能力和财务弹性、企业

表 2 变量描述性统计

变量	全样本(N=8982)			
	最小值	最大值	均值	标准差
<i>FFH</i>	-5.901	6.861	0.433	0.774
<i>TQ</i>	0.007	22.408	1.891	1.631
<i>D-gend</i>	-1	1	0.125	0.265
<i>D-age</i>	-26	40	4.385	7.785
<i>D-degr</i>	-3.5	3.55	0.156	1.023
<i>D-tenure</i>	-13.146	21.088	0.714	3.760
<i>TOP1</i>	0.29	89.093	35.936	15.501
<i>TOP10</i>	1.32	98.544	56.228	15.724
<i>Growth</i>	-0.999	4719.62	1.459	51.841
<i>Profit</i>	-9.340	16.353	0.082	0.358
<i>Size</i>	18.160	28.509	22.275	1.308
<i>A-Guar</i>	0	0.895	0.051	0.072
<i>C-Flow</i>	-0.463	0.661	0.042	0.074
<i>A-Turn</i>	0.001	10.586	0.627	0.490

表 3 变量间相关性系数表(Pearson 系数)

变量	<i>TQ</i>	<i>FFH</i>	<i>D-gend</i>	<i>D-age</i>	<i>D-degr</i>	<i>D-tenure</i>	<i>Top1</i>	<i>Top10</i>	<i>Growth</i>	<i>Profit</i>	<i>Size</i>	<i>A-Guar</i>	<i>C-Flow</i>	<i>A-Turn</i>
<i>TQ</i>	1													
<i>FFH</i>	0.041**	1												
<i>D-gend</i>	0.010	0.005	1											
<i>D-age</i>	0.014	0.018	0.088**	1										
<i>D-degr</i>	-0.003	0.054**	0.22*	-0.198**	1									
<i>D-tenure</i>	0.011	0.025*	0.024*	0.286**	-0.068**	1								
<i>TOP1</i>	-0.049**	-0.001	-0.015	-0.020	-0.022*	0.006	1							
<i>TOP10</i>	0.007	0.013	-0.010	0.004	-0.031**	0.036**	0.680**	1						
<i>Growth</i>	-0.013	0.000	0.003	0.001	-0.006	0.000	0.038**	0.033**	1					
<i>Profit</i>	-0.003	0.018	0.029**	-0.005	-0.018	-0.013	0.045**	0.067**	0.015	1				
<i>Size</i>	-0.057**	-0.023**	0.065**	-0.091**	-0.064**	-0.015	0.265**	0.241**	0.019	0.042**	1			
<i>A-Guar</i>	-0.022*	0.063**	-0.003	-0.012	-0.003	0.008	-0.008	0.028**	0.002	0.015	-0.005	1		
<i>C-Flow</i>	0.021	0.507**	-0.021*	-0.013	0.026*	-0.016	0.071**	0.090**	0.000	0.079**	0.042**	0.090**	1	
<i>A-Turn</i>	-0.040**	0.031**	-0.026*	-0.028**	-0.002	0.013	0.100**	0.043**	-0.001	-0.078**	0.018	-0.047**	0.112**	1

注:*,**分别表示 0.05 和 0.01(双侧)的显著性水平。下同。

价值等之间均没有通过显著性检验。

(三) 垂直对特征对财务弹性的影响

模型(1)至模型(4)的回归结果如表4所示。表4展示了高管团队性别、年龄、学历与任期垂直对对财务弹性的影响。

1. 高管团队性别垂直对特征对财务弹性的影响

从表4第1列中可以看出,高管团队性别垂直对的回归系数是0.039,但并没有通过显著性检验。这和假设H1存在一定的偏差,可能原因如下:在上市公司中,女性管理者相对较少,说明女性进入管理层的比例较小,导致女性管理者的性别特征不能完全凸显;当上市公司董事长是女性时,高管团队垂直对是负数,女性董事长一般做事情比较谨慎,风险容忍度低,加上董事长具有绝对的话语权,使得企业可能会采取较高的财务弹性政策,导致没有通过显著性检验。

2. 高管团队年龄垂直对特征对财务弹性的影响

从表4中第2列可以看出,高管团队年龄垂直对的回归系数是0.002,在5%的水平上显著,这和H2是一致的,表明董事长年龄和高管团队平均年龄的差异越大,财务弹性也越大。这是因为董事长往往具有绝对权威,董事长年龄大于管理团队平均年龄时更符合社会规范,管理团队一般会认为董事长年龄较大,社会阅历和经验更加丰富,因此要尊重董事长的决策和意愿。董事长由于年龄上的优势,考虑问题比较全面但也相对保守,往往会采取更加宽松的财务弹性。因此,高管团队年龄垂直对差异越大,上市公司的财务弹性就越大。

3. 高管团队学历垂直对特征对财务弹性的影响

从表4中第3列可以看出,高管团队学历垂直对的回归系数是0.028,在1%的水平上显著,这和假设H3是一致的,表明董事长学历和高管团队平均学历的差异越大,财务弹性也越

大。这是因为受教育水平的高低可以反映一个人本身的基本特征,比如一个人的世界观、人生观、知识储备情况以及专业技能等。管理者学历越高,其通过社会关系获得的资源和支持越多。学历越高,其认知复杂性也越高,能够对上市公司可能面临的复杂局面和不利风险进行预估,从而采取较高的财务弹性以应对可能出现的危险。因此,董事长学历和管理团队平均学历的差异性越大,企业的财务弹性越大。

4. 高管团队任期垂直对特征对财务弹性的影响

从表4中第4列可以看出,高管团队任期垂直对的回归系数是0.007,在1%的水平上显著,这和H4是一致的,表明董事长任期和高管团队平均任期的差异越大,财务弹性也越大。这是因为董事长的任期越长,对公司的认识就越深刻,其偏离核心竞争力的可能性就越小。董事长任期时间长,会更加倾向于选择企业战略的稳定性和效率性,采取更大的财务弹性以应对不利环境。高管团队由于任期时间较短,往往倾向于相信和接受董事长制定的财务政策,在管理团队看来,如果董事长在一个公司的任职时间长,就会更加了解企业的发展状况,凭借着非常丰富的管理经验,使得在做出战略决定时不容易发生失误。因此,董事长任期和管理团队平均任期的差异性越大,企业的财务弹性越大。

5. 稳健性检验

为了确保上述回归结果的准确性,本文借鉴张龙和刘洪的研究方法,将董事长性别、年龄、学历和任

表4 高管团队垂直对特征对财务弹性的影响

变量	模型(1) FFH	模型(2) FFH	模型(3) FFH	模型(4) FFH
CON	0.751*** (6.147)	0.734*** (5.990)	0.731*** (6.001)	0.757*** (6.226)
D-gend	0.039 (1.465)			
D-age		0.002** (2.252)		
D-degr			0.028*** (4.134)	
D-tenure				0.007*** (3.602)
TOP1	-0.001 (-1.409)	-0.001 (-1.375)	-0.001 (-1.442)	-0.001 (-1.337)
TOP10	0.000 (-0.802)	-0.001 (-0.866)	0.000 (-0.720)	-0.001 (-0.961)
Growth	0.000 (0.193)	0.000 (0.193)	0.000 (0.215)	0.000 (0.201)
Profit	-0.048** (-2.429)	-0.047** (-2.377)	-0.046** (-2.318)	-0.046** (-2.332)
Size	-0.021*** (-3.774)	-0.021*** (-3.655)	-0.020*** (-3.630)	-0.021*** (-3.803)
A-Guar	0.175* (1.771)	0.177* (1.799)	0.176* (1.791)	0.171* (1.740)
C-Flow	5.361*** (55.649)	5.360*** (55.656)	5.345*** (55.518)	5.364*** (55.719)
A-Turn	-0.039*** (-2.681)	-0.039*** (-2.653)	-0.039*** (-2.690)	-0.039*** (-2.673)
IND	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES
Adj-R ²	0.261	0.261	0.262	0.262
F	352.854***	353.294***	355.101***	354.482***
N	8982	8982	8982	8982

注:括号内为t值。

期与高管团队平均性别、年龄、学历和任期进行差异性比较,大于0赋予1,小于等于0则赋予0^[12],对模型(1)至模型(4)进行稳健性检验,结果如表5所示。通过稳健性检验我们发现,高管团队性别垂直对和财务弹性呈正相关,在10%的置信水平上显著,与表4不同;高管团队年龄、学历和任期垂直对与财务弹性呈正相关,与表4相同,结果一致。可以看出,高管团队垂直对特征影响财务弹性的检验和结论是可靠的。

(四) 财务弹性对企业价值的影响

财务弹性对企业价值影响的模型(5)的回归结果见表6。可以看出,财务弹性的回归系数是0.117,在1%的水平上显著;财务弹性平方的回归系数是-0.034,在1%的水平上显著,说明财务弹性和企业价值之间呈倒U型关系。即随着财务弹性的增加,企业价值随之增加;但当财务弹性增加到一定程度时,上市公司的代理成本逐渐增加,对企业价值产生边界效应,财务弹性对企业价值产生负面影响。但调整的R²比较小,说明解释变量的解释能力比较弱,不影响前面的分析结论。H5成立。市净率是企业内在价值的一种衡量方式,因此本文采用市净率作为企业价值的代替变量进行稳健性检验。财务弹性对企业价值影响的稳健性检验结果如表6所示。从稳健性检验的结果看,财务弹性的系数显著为正,财务弹性平方的系数显著为负,说明财务弹性与企业价值呈倒U型关系。从表6还可以看出,尽管在控制变量中仍然有少量变量的回归结果和稳健性结果存在差别,但不影响主要结论。因此可以说明,本文对财务弹性和企业价值之间呈倒U字型的检验和结论可靠。

(五) 不同垂直对特征下财务弹性与企业价值之间的关系

我们依据人口特征的不同,按照每个人口特征的高管团队垂直对差异大小,将样本平均分别分成三组(低组、中组、高组),分别进行回归,以检验不同的垂直对特征对财务弹性与企业价值之间关系的影响。

在表7中,根据高管团队性别垂直对差异将样本平均分成三组,高管团队性别垂直对小于0为低组,高管团队性别垂直对大于0小于0.25为中组,高管团队性别垂直对大于0.25为高组,根据回归分析结果可以看出:(1)无论高管团队性别垂直对是高组、中组还是低组,财务弹性的系数均为正,并在1%的水平上显著,财务弹性平方的系数均显著为负,意味着企业价值和财务弹性之间是倒U型关系,进一步验证了H5的正确性。(2)低组财务弹性的均衡点是0.939、中组的财务弹性均衡点是1.410、高组的财务弹性均衡点是2.287,表明随着高管团队性别垂直对的增加,财务弹性的均衡点逐渐右移。(3)低组财务弹性平方的回归系数是-0.041,其绝对值为0.041,中组财务弹性平方的回归系数的绝对值是0.039,高组财务弹性平方的回归系数的绝对值是0.032,数值逐渐减小,说明随着性别垂直对的增加,倒U型关系更加平缓,意味着高管团队性别垂直对越大,财务弹性对企业价值的缓冲作用越显著,代理作用越削弱,验证了为H6a的正确性。

在年龄、学历、任期等人口特征方面,结论与性别特征一致(限于篇幅,表格未列出),无论是高组、中组还是低组,财务弹性的系数均显著为正,财务弹性平方的系数均显著为负,这意味着企业价值和财务弹性是倒U型关系。年龄垂直对下,财务弹性的均衡点分别为1.534、1.635、2.938,财务弹性平方的回归系

表5 高管团队垂直对特征对财务弹性影响的稳健性检验

变量	模型(1) FFH	模型(2) FFH	模型(3) FFH	模型(4) FFH
CON	0.733*** (5.950)	0.711*** (5.781)	0.740*** (6.061)	0.733*** (5.962)
D-gend	0.024* (1.712)			
D-age		0.046*** (2.955)		
D-degr			0.035** (2.471)	
D-tenure				0.028* (1.947)
controls	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.261	0.261	0.261	0.261
F	352.972***	353.844***	353.449***	353.101***
N	8982	8982	8982	8982

表6 财务弹性对企业价值的影响

变量	模型(5) TQ	稳健性检验 市净率
CON	3.224*** (10.851)	1.386** (1.697)
FFH	0.117*** (4.266)	0.201*** (3.929)
FFH ²	-0.034*** (-4.168)	-0.057*** (-3.723)
controls	控制	控制
Adj-R ²	0.013	0.010
F	17.408***	16.155***
N	8982	8982

数的绝对值分别为0.044、0.037、0.024;学历垂直对下,财务弹性的均衡点分别为0.969、1.681、4.028,财务弹性平方的回归系数的绝对值分别为0.048、0.036、0.018;任期垂直对下,财务弹性的均衡点分别为0.886、1.859、3.750,财务弹性平方的回归系数分别为0.057、0.046、0.012。这说明随着高管团队垂直对增加,财务弹性的均衡点逐渐右移,倒U型关系更加平缓,验证了H6b至H6d。

五、结论与建议

本文基于高管团队垂直对特征的视角,首次实证分析了高管团队性别、年龄、学历和任期垂直对特征对财务弹性的影响,以及不同垂直对特征下财务弹性与企业价值之间的关系。研究发现高管团队性别垂直对对企业财务弹性的影响不显著,而年龄、学历和任期垂直对越大,企业的财务弹性也越大。同时,高管团队垂直对特征越明显,财务弹性的缓冲效应越强,代理效应越弱。一方面,高管团队性别、年龄、学历和任期垂直对越大,越容易利用董事长长期积累的人力资本等形成财务弹性的缓冲效应,而代理效应得到抑制;另一方面,高管团队性别、年龄、学历和任期垂直对越大,上下级之间越会形成相对稳定的关系和状态,企业整体运行的氛围越融洽,资源配置越合理,代理成本降低,财务弹性的缓冲效应提高,财务弹性和企业价值的平衡点将推迟。

本文建议:(1)企业需要储备适当的财务弹性以提高企业价值。实证研究发现财务弹性与企业价值呈现倒U型关系,财务弹性过大或过小都会显著降低企业价值,即存在边界效应。因此企业不仅要避免财务弹性过大,导致部分资金处于闲置状态,管理者有可能出于自利行为而过度投资,损害企业价值;还要避免财务弹性过小,导致企业无法有效地承受外在冲击的影响,使企业在不确定的环境中陷入财务困境。因此,企业应该根据实际情况储备适合自身发展的财务弹性。(2)建立高管团队中高学历人才发挥效率的长效机制。人才永远都是企业长久发展的动力和源泉。研究表明,高学历人才知识体系丰富,做事情比较谨慎,思考周到,考虑事情全面,一般倾向于储备适当的财务弹性以促进企业价值的提高。但需要建立高学历人才发挥作用的长效机制,提供高学历人才发挥作用的平台,以便其积累经验,不断为企业创造价值。(3)保持合适的男女管理者比例。女性高管的比例相对较低(小于10%),说明女性管理者很难进入高层管理团队。但女性通常做事情认真、细腻,思考较多,使得她们考虑事情比较全面,因此保持合适的男女管理者比例,会使整个团队在做决策时更加理性和严谨,大大降低财务风险。特别是国有企业来讲,由于制度的原因,女性管理者的比例更小,更应该适当引进女性管理者,以保持管理团队的稳定和谐,促进企业价值不断提升。

本文仅分析了高管团队的性别、年龄、学历和任期垂直对特征,但忽略了其他人口特征如高管的职业路径等对财务弹性的影响及其调节作用,后期可在这方面继续研究。

参考文献:

[1] Hambrick DC, Mason PA. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. Academy of Management Review, 1984, 9(2):193 - 206.
 [2] FASB. Statement of financial accounting concepts No.5: Recognition and measurement in financial statements of business enterprises [M]. New York: Financial Accounting Standard Board, 1984.
 [3] Graham J R, Harvery C R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field[J]. Journal of Financial Economics,

表7 性别垂直对

变量	低组(<0)	中组(0-0.25)	高组(>0.25)
	TQ	TQ	TQ
CON	4.027*** (9.514)	3.785*** (6.824)	1.263** (2.174)
FFH	0.077* (1.844)	0.110** (2.341)	0.147*** (2.820)
FFH ²	-0.041*** (-2.607)	-0.039*** (-2.872)	-0.032** (-2.271)
controls	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.020	0.009	0.011
F	7.340***	6.086***	4.844***
N	3002	2986	2994

- 2001,60(2-3):187-243.
- [4]曾爱民,张纯,朱朝晖.西方财务柔性理论最新研究进展[J].商业经济与管理,2014(10):43-54.
- [5]周浪波,杨琼.企业增长对财务弹性的影响——基于制造业上市公司的实证分析[J].中南大学学报(社会科学版),2014(3):33-38.
- [6]马春爱,易彩.管理者过度自信对财务弹性的影响研究[J].会计研究,2017(7):75-81.
- [7]张建君,张闫龙.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].管理世界,2016(1):110-120+188.
- [8]Byrne D E. The attraction paradigm[M]. New York: Academic Press, 1971.
- [9]Hambrick D C, Snow C. A contextual model of strategic decision making in organizations[J]. Academy of Management Proceedings, 1977,25(1):109-112.
- [10]Cho T S, Hambrick D C. Attention as the mediator between top management team characteristics and strategic change:The case of airline deregulation[J].Organization Science, 2006, 17(4):453-469.
- [11]Talke S, Salomo S, Rost K. How top management team diversity affects innovativeness and performance via the strategic choice to focus on innovation fields [J].Research Policy, 2010, 39(7):907-918.
- [12]张龙,刘洪.高管团队中垂直对人口特征差异对高管离职的影响[J].管理世界,2009(4):108-118.
- [13]杨林.创业型企业高管团队垂直对差异与创业战略导向:产业环境和企业所有制的调节效应[J].南开管理评论,2014(1):134-144.
- [14]何威风.高管团队垂直对特征与企业盈余管理行为研究[J].南开管理评论,2015(1):141-151.
- [15]李端生,周虹.高管团队特征、垂直对特征差异与内部控制质量[J].审计与经济研究,2017(2):24-34.
- [16]Frances P B, David R C. Styles of managing interpersonal workplace conflict in relation to status and face concern: A study with Anglos and Chinese[J]. International Journal of Conflict Management, 2004, 15(1): 27-56.
- [17]Zuckerman M. Behavioral expressions and biosocial bases of sensation seeking[M]. New York: Cambridge University Press, 1994.
- [18]Hersch J. Smoking, seat belts, and other risky consumer decisions: Difference by gender and race[J]. Manager and Decision Economics, 1996,17(5):471-481.
- [19]Barua A, Davidson L F, Rama D V, et al. CFO gender and accruals quality[J]. Accounting Horizons, 2010, 24(1):25-39.
- [20]Barber B M, Odean T. Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment[J].The Quarterly Journal of Economics, 2001, 116(1):261-292.
- [21]Byrnes J, Miller D, Schafer W. Gender differences in risk taking: A meta-analysis[J]. Psychological Bulletin, 1999, 125(3):367-383.
- [22]Adams R, Ferreira D. Women in the boardroom and their impact on governance and performance[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(2):291-309.
- [23]Jurkus A, Park J, Woodard L. Women in top management and agency costs[J]. Journal of Business Research, 2011,64(2):180-186.
- [24]Hill C W L, Phan P. CEO tenure as a determinant of CEO pay[J].The Academy of Management Journal, 1991, 34(3):707-717.
- [25]苏方国.人力资本、组织因素与高管薪酬:跨层次模型[J].南开管理评论,2011(3):122-131.
- [26]Lucas R. On the mechanics of economic development[J].Journal of Monetary Economics, 1988,22(1):3-42.
- [27]Prendergast C, Stole L. Impetuous youngsters and jaded old-timers: Acquiring a reputation for learning[J]. Journal of Political Economy, 1996, 104(6):1105-1134.
- [28]Tsui A S, Porter L W, Egan T D. When both similarities and dissimilarities matter: Extending the concept of relational demography [J].Human Relations, 2002, 55(8):899-929.
- [29]Wally S, Baum J. Personal and structural determinants of the pace of strategic decision making[J]. Academy of Management Journal, 1994, 37(4):932-956.
- [30]Flood P C, Fong C M, Smith K G, et al. Top management teams and pioneering: A resource-based view[J]. International Journal of Human Resource Management, 1997, 8(3):291-306.
- [31]姜付秀,伊志宏,苏飞,黄磊.管理者背景特征与企业过度投资行为[J].管理世界, 2009(1):130-139.
- [32]Wiersema M F, Bantel K A. Top management team demography and corporate strategic change[J]. Academy of Management Journal, 1992, 35(1):91-121.
- [33]Fraser S, Greene F J. The effects of experience on entrepreneurial optimism and uncertainty[J]. Economica, 2006, 73(2):169-192.
- [34]Finkelstein S, Hambrick D C. Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial

- discretion[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1990, 35(3):484 – 503.
- [35] 文芳,胡玉明. 中国上市公司高管个人特征与R&D投资[J]. *管理评论*, 2009, 21(11):84 – 91.
- [36] 孙海法,姚振华,严茂胜. 高管团队人口统计特征对纺织和信息技术公司经营绩效的影响[J]. *南开管理评论*, 2006(6): 61 – 67.
- [37] Eisenhardt K M, Schoonhoven C B. Organizational growth: Linking founding team, strategy, environment, and growth among U. S. semiconductor ventures, 1978—1988[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1990, 35(3):504 – 529.
- [38] Elenkov D, Judge W, Wright P. Strategic leadership and executive innovation influence: An international multi-cluster comparative study[J]. *Strategic Management Journal*, 2005, 26(7): 665 – 682.
- [39] Marchica M T, Mura R. Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity[J]. *Financial Management*, 2010, 39(4):1339 – 1365.
- [40] Brown J R, Petersen B C. Cash holdings and R&D smoothing[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(3):694 – 709.
- [41] Gamba A, Triantis A. The value of financial flexibility[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63 (5):2263 – 2296.
- [42] Dittmar A, Smith J.M. Corporate governance and the value of cash holdings[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(3):599 – 634.
- [43] 张巍巍. 融资约束、财务柔性与公司绩效[J]. *财经问题研究*, 2016(6):102 – 109.
- [44] 帕金森,郭小马. 帕金森定律[J]. *企业管理*, 1999(3):55 – 56.
- [45] 马春爱. 企业财务弹性指数的构建及实证分析[J]. *系统工程*, 2010(10):61 – 66.
- [46] 何威风,刘启亮. 我国上市公司高管背景特征与财务重述行为研究[J]. *管理世界*, 2010(7):144 – 155.
- [47] 王满,许诺,于浩洋. 环境不确定性、财务柔性与企业价值[J]. *财经问题研究*, 2015(6):130 – 137.

[责任编辑:杨志辉,黄 燕]

Executive Team's Vertical Pair Feature, Financial Elasticity and Enterprise Value Creation

LUO Dongliang, LIU Fan, JIAO Yumeng

(Business School, Jiangsu Normal University, Xuzhou 221116, China)

Abstract: Managers are the core elements of enterprise operation, and the differences of their vertical pair characteristics will inevitably have an impact on the financial elasticity and value of enterprises. Taking listed companies from 2011 to 2016 as samples, this paper empirically analyzes the influence of vertical pair characteristics of executive teams on financial elasticity and the relationship between financial elasticity and corporate value under different vertical pair characteristics of executive teams. Empirical results show that the greater the difference in age, academic background and tenure of the executive team, the greater the financial elasticity of enterprise. The impact of financial elasticity on corporate value is inverted U-shaped, which increases first and then decreases. The greater the difference between vertical pair of executive team, the more smooth the inverted U shape relationship between financial elasticity and enterprise value is, and the balance point moves to the right. It shows that the bigger the vertical pair is, the stronger the buffer effect of financial elasticity is to the enterprise value, and the weaker the agency effect is.

Key Words: top management team; vertical pair feature; financial elasticity; buffer effect; enterprise value; executive turnover; innovation performance; financial management