

高管团队稳定性对企业并购行为的影响

——基于中国A股上市公司的实证研究

刘喜华, 张馨月

(青岛大学经济学院, 山东 青岛 266100)

摘要: 高管团队是企业发展战略的制定者和实施者,其稳定性对于企业防范重大风险、保持平稳可持续发展有着至关重要的作用。本文以2010—2019年中国A股上市公司为样本,考察高管团队稳定性对企业并购行为的影响。研究发现:高管团队稳定性对企业并购行为具有显著的负向影响,且该影响在非国有企业和高管团队内部薪酬差距大的企业中更为明显;此外,高管团队稳定性的提高能够降低风险承担水平、减少非效率投资行为,进而降低企业发起并购的可能性;进一步地,稳定的高管团队还有利于提高企业的并购整合能力和并购绩效,呈现出较高的并购效率。本文对于上市公司重视高管团队稳定性,减少企业的盲目并购和损毁性并购行为,提高并购效率,促进企业高质量发展具有十分重要的意义。

关键词: 高管团队稳定性; 并购行为; 风险承担; 非效率投资

中图分类号: F272.91 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—980X(2023)4—0160—12

一、引言

近年来,并购已成为企业非常热门的投资方式之一。根据普华永道发布的《2021年中国企业及行业并购市场回顾与前瞻》,与2020年相比,我国2021年并购总交易数量上升了21%,交易总金额下降了19%,2021年并购交易量的大幅增长主要受到疫情变化等导致的各种经济失调的刺激^①,可见,中国企业并购的倾向性越来越高,并购动机明显增强。然而,在并购浪潮如火如荼的同时,并购引发的风险也日益显现,由于管理层对并购价值判断失误,对于未来产业发展的预测失准,以及并购后企业整合能力不足,导致并购后未能达到预期目标的情况屡见不鲜,不少企业因并购失败而蒙受损失。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》(“十四五”规划)强调经济社会发展要坚持系统观念,加强前瞻性思考、全局性谋划,注重防范化解重大风险挑战,2023年中央经济工作会议也着重强调要有效防范化解重大经济金融风险。因此,如何减少损毁型并购行为的发生是本文重点关注的。

基于管理层视角,Jensen(1986)发现管理者更愿意将公司的资源运用到最有利于自身利益,实现公司价值最大化的项目上,因此,管理者存在通过开展并购行为来扩大企业规模从而实现自身利益最大化的可能,因而容易产生机会主义和盲目并购行为。已有文献表明,高管团队成员的平均任期越长、平均年龄越大、女性高管比重越高,会减少并购发生的可能性(杨林和杨倩,2012;黄旭等,2013),有从军经历、地方和中央政府工作经历的管理者更倾向于并购(赖黎等,2017;王海军等,2021),此外,高管存在过度自信行为、拥有较高的风险偏好,会增加其并购行为,但并购绩效普遍较差,加大了企业陷入财务困境的可能性(Malmendier and Tate,2008;姜付秀等,2009)。可以看出,以往研究主要集中于探究高管团队的人口统计学特征、高管个人经历及高管的非理性特征等对企业并购行为的影响,但这些研究忽略了高管团队人员变动、团队默契程度及团队凝聚力对并购决策效率的影响,并购是企业最为重要的扩张发展策略之一,而相应的决定权通常掌握在高管手中,高管团队内部的凝聚力和默契程度在企业并购决策中至关重要,发生高管变更的团队,其决策行为会发生相应的改变,进而影响企业的并购行为,鉴于此,有必要从高管团队稳定性的角度探究其对企业并购行为的影响。

合理的高管变更更有利于去除冗余人员,吸收新鲜血液,但频繁的高管变更会影响高管团队成员之间的默

收稿日期:2022-10-09

基金项目:山东省重大理论与实践问题研究专项“山东省区域金融稳定预警及评估研究”(18BSJJ03)

作者简介:刘喜华,博士,青岛大学经济学院教授,博士研究生导师,研究方向:金融风险管控;张馨月,青岛大学经济学院硕士研究生,研究方向:公司治理。

① 并购数据来源:普华永道, <https://www.pwccn.com/zh/services/deals-m-and-a/publications/ma-2021-review-2022-outlook.html>。

契程度,进而影响企业做出科学决策。已有文献发现,高管团队稳定性对于企业的投资决策具有重要影响,稳定性较高的高管团队有利于抑制过度投资、提高投资效率及抑制企业金融化(张铁铸等,2020;刘锦英和徐海伟,2022)。近年来,企业高管变更较为频繁,2010—2021年,中国A股上市公司共有13454人次发生董事长与总经理的变更,其中,非正常变更(包括工作调动、解聘、个人原因及未披露原因等情况的变更)所占比例较高,约为61.47%^②。高管变更属于企业的重大战略决策,会影响公司战略决策的连续性,进而影响企业的可持续发展,需要引起高度重视。目前,关于高管变更对企业并购影响的研究主要集中于首席执行官(CEO)变更对企业并购决策产生的影响方面(Weisbach,1995;赵国宇,2017),但这些研究主要基于个体而非群体稳定性的视角,然而,仅仅关注CEO的变更并不能提供公司战略变革的完整视角。理论和实践表明,一名高管的专业能力并不能确保他能够解决企业运营管理过程中遇到的所有复杂情况。为了应对激烈的市场竞争,更需要以团队的方式进行战略决策和运营管理(杨林和杨倩,2012),这也为本文从团队角度出发研究高管变更之后的团队稳定性对企业并购行为的影响提供了佐证。那么,高管团队稳定性对企业并购行为是否会产生影响?如果存在影响,其中的作用机制是什么?又会产生怎样的经济后果?厘清这些问题对于企业增强高管团队稳定性,完善公司任职解聘机制,提高并购质量,促进企业的高质量发展具有重要的现实意义。

基于此,本文以高层梯队理论和委托代理理论为理论基础,以我国2010—2019年A股上市公司为研究样本,研究高管团队稳定性对企业并购行为的影响,分析风险承担和非效率投资在二者之间的中介作用,并考察在区分产权性质和高管团队内部薪酬差距两种情况下,高管团队稳定性对企业并购行为影响的差异,基于发起并购的上市公司数据样本,进一步探究高管团队稳定性对企业并购整合能力及并购绩效的影响,对合理设置高管任职、解聘和任期机制,完善公司治理制度、促进企业高质量发展具有重要的现实意义。

本文的边际贡献包括:①不同于以往仅针对单一高管变更的研究,本文从高管变更后的团队稳定性出发,考察高管团队稳定性对企业并购行为的影响,在一定程度上拓宽了高管团队特征对企业并购行为影响的研究,为企业并购行为影响因素的研究提供了新的经验证据;②目前,关于高管团队稳定性影响企业投资决策的研究主要聚焦于高管团队稳定性影响企业过度投资、投资效率及金融化水平等方面,鲜有文献关注高管团队稳定性对企业并购行为的影响,本文深入分析了二者之间的关系,并进一步分析高管团队稳定性对企业并购整合能力和并购绩效的影响,丰富了高管团队稳定性经济后果的相关文献;③现有文献缺乏高管团队稳定性对企业并购行为作用路径的研究,本文引入风险承担和非效率投资作为中介变量,在分析高管团队稳定性对企业并购行为影响的基础上,进一步探讨其中的间接影响机制,深入剖析风险承担水平及非效率投资的中介作用,为明晰高管团队稳定性影响企业并购行为的作用机制提供了进一步的经验证据。

二、理论分析与研究假设

(一)高管团队稳定性影响企业并购行为的相关理论分析

高层梯队理论认为,高管特征能够体现高管的价值观和战略选择,进而会影响高管团队的决策行为(Hambrick and Mason,1984)。企业并购是由公司高层制定并推行的,高管团队在企业并购决策中发挥至关重要的作用,高管团队的工作经历及工作经验、学历背景及结构异质性等均会对企业并购决策产生影响,基于高层梯队理论进行的实证研究发现高管团队特征对企业并购行为有显著影响,如高管团队的平均任期、平均年龄与企业并购行为之间呈显著的负相关关系(杨林和杨倩,2012;黄旭等,2013),高管团队的并购经验越丰富,公司的并购行为会越频繁(Nadolska and Barkema,2014;张继德和张家轩,2022),有金融背景的高管更能推动企业实施高质量并购(李善明和周珏廷,2022),此外,高管团队人员变动会影响企业并购整合模式的选择(陈小梅等,2021)。进一步地,从高管团队稳定性的角度来说,在高管团队稳定性较低的情况下,企业往往更倾向于选择高风险的投资项目,并进行更多的非效率投资,以寻求快速的增长机会,如此也容易使企业陷入长期的不稳定状态,面临财务危机和潜在的破产风险。而稳定的高管团队拥有更加明确的认知和目标方向,在风险管理方面更加谨慎,避免进行过多的非效率投资,注重企业的长期可持续发展,从而更加谨慎地考虑并购行为。

根据委托代理理论,在代理关系这种契约关系下,一个或多个委托人会委托代理人代为实施包括将部分决策权委托给代理人的特定行动,当代理关系双方的目的都是为了实现自我利益最大化而发生利益冲突时,

^② 高管变更数据来源:国泰安(CSMAR)数据库, <https://www.gtarsc.com/>。

代理人将不会以委托人的最大利益为行动指南,基于此,拥有并购意图的高管团队存在因私利行为而进行并购的可能,从而导致损毁性并购的发生,不利于企业的长远发展。在现代企业中,债权人与股东之间、股东与高管之间都存在着委托代理关系,由于各方的需求不同使得股东与高管之间难以避免矛盾和冲突,不稳定的高管团队只关心自己在职期间的企业现金流,缺乏风险意识,进而选择短期效益好而耗时短的投资项目,从而诱发企业的非效率投资行为。从企业并购的角度,高管作为“经济人”存在“机会主义”倾向,不稳定的高管团队内部凝聚力较差,缺乏前瞻性,在企业经营管理过程中容易产生消极怠慢、掏空侵占股东利益等一系列道德风险(李丹,2021),进而容易引发盲目并购等非理性并购行为(狄振鹏等,2020)。而稳定的高管团队,团队成员对并购决策的默契度与认可度更高,更加关注企业的未来发展,能够减少“机会主义”倾向及“道德风险”,有利于高质量并购的实施,提高并购效率。

(二) 高管团队稳定性对企业并购行为的影响机制分析

1. 高管团队稳定性对企业并购行为的直接影响分析

企业能够通过并购获得更大的发展空间,但同时并购活动的风险也较大,这对高管团队的科学决策能力提出了更高要求。作为并购活动的直接决策者,高管团队通常需要团队成员集体协商和决策,高管团队的稳定性是影响高管团队科学决策能力不可或缺的因素,并对企业的发展战略产生重要影响,进而影响其并购决策(徐向艺和庞金勇,2008)。高管团队的稳定性不仅与团队成员的任期和变更息息相关,同时还可以反映团队成员在决策时的默契程度和凝聚力(张兆国等,2018)。因此,本文认为,高管团队稳定性会影响企业的并购行为。

首先,根据高层梯队理论,高管团队背景特征之间的差异会影响企业的经营决策(池国华等,2014)。当高管发生变更时,新上任的高管与原高管团队成员间的异质性可能会给团队带来矛盾和冲突,信息交换效率下降(张建君和张闰龙,2016),从而削弱并购决策的效率,因此,高管团队成员的变更会给企业的战略选择、经营风格等带来改变和调整。其次,高管团队成员的变动会影响团队内成员之间的默契程度。稳定性较高的高管团队拥有更加和睦、默契的工作关系,随着个人利益和企业利益的日渐契合,高管团队更加注重企业的可持续发展。再次,根据委托代理理论,如果因高管团队成员任期较短而引发频繁变更时,高管团队稳定性下降,团队成员容易出现投资短视行为(张铁铸等,2020),更多关注眼前自身利益而较少关注并购后的长期协同效应;而稳定的高管团队是经过长期磨合形成的,成员之前的信任程度不断增强,对企业的归属感也日益提升,在公司未来发展规划共识方面具有一致性和延续性(徐鹏和李延刚,2022),有利于防范机会主义行为及道德风险的发生。稳定的高管团队有利于集体意识的形成,更能使大家从长远角度考虑企业利益(李丹,2021),在进行并购等战略性决策时会更加谨慎,注重并购后的协同效应,能够促进企业提高长期绩效及行业竞争力(Agarwal et al,2020)。但另一方面,如果高管团队过于稳定,高管成员的任期太长,可能缺乏对未来职业的追求,积极性明显弱化,有可能导致决策保守,缺乏活力。如果高管团队成员的任期太长,团队成員的知识、信息和技能容易固化,并逐渐形成固定的习惯,更多地依赖过去的经验,重塑企业战略的机会就会减少。

基于以上分析,本文认为,稳定性越强的高管团队在做出并购决策时会更加谨慎。据此提出假设 1:
高管团队稳定性对企业并购行为具有显著的负向影响(H1)。

2. 高管团队稳定性对企业并购行为的间接影响机制分析

根据前述理论分析及高管团队稳定性对企业并购行为的直接影响分析,本文认为,在高管团队缺乏稳定性的情况下,高管团队成员有可能会对个人职位的稳定性产生怀疑,从而难以制定长期的发展规划,更有可能为一己私利而采取短视的投资行为(张铁铸等,2020),但稳定的高管团队更能保持理性和冷静的思考,减少决策偏差,不会盲目进行有损企业利益的高风险并购活动。而并购作为企业重要的投资战略之一,并购项目的选择与企业的风险水平和投资行为息息相关(余鹏翼等,2020;于江和张秋生,2015)。为此,本文将引入风险承担、非效率投资作为中介变量,分析高管团队稳定性对企业并购行为影响的作用路径。

风险承担是公司生存和发展的关键问题,企业的重要战略决策与高管团队对风险承担偏好密切相关。偏好风险的高管有更高的并购倾向(Cain and McKeon,2016),但若不注重对并购战略的选择,则会拖累企业的技术创新,不利于企业的未来发展,同时带来各种风险的叠加很可能超出企业的承受范围(蒋弘等,2022)。Samanez-Larkin等(2010)指出,CEO变更会导致企业风险承担水平发生改变,稳定性高的高管团队会有更强的风险规避

意识,处理风险问题更加冷静,能够降低因投资失误给企业带来不利影响的概率。因此,高管团队的风险承担能力会因高管团队内成员的变更、任期等属性发生变化,并反映在企业的各种风险决策中,并购作为一种高风险活动,并购决策由高管团队做出,因此,在不同的高管团队稳定性水平下,团队的风险承担会影响企业的并购决策,高管团队稳定性对企业并购行为的影响很有可能是通过风险承担实现的。

企业的投资决策直接关系到企业的盈利能力和风险水平,投资战略的差异化选择会对公司价值产生截然不同的影响(刘振等,2021),并购是高管团队在进行过度投资时倾向选择的工具(马金城等,2017),非效率投资程度高的企业可能存在盲目并购和损毁性并购的行为。企业的投资效率在很大程度上决定了企业的可持续发展(李胜楠等,2015),稳定性较高的高管团队拥有更强的管理能力及投资风险的预防能力,在进行投资时也会更加注重企业的长远利益,有利于减少企业的过度投资行为及过度投资所造成的损失(张铁铸等,2020),即能够降低企业的非效率投资程度,提高投资效率。因此,高管团队稳定性的改变会影响企业的投资决策,进而影响企业并购项目的选择,高管团队稳定性对企业并购行为的影响很有可能是通过非效率投资这一作用路径实现的。

基于上述分析,为了检验风险承担及非效率投资在高管团队稳定性对并购行为影响中的中介效应,提出假设2、假设3:

风险承担在高管团队稳定性与企业并购行为之间具有中介作用(H2);

非效率投资在高管团队稳定性与企业并购行为之间具有中介作用(H3)。

三、研究设计与数据描述

(一)样本来源和样本选择

本文选取2010—2019年中国A股上市公司作为初始研究样本,按照以下步骤进行样本筛选:①剔除金融类上市公司观测值;②剔除被进行特别处理(ST)和退市预警(*ST)上市公司观测值;③剔除控制变量缺失的样本;④剔除资产负债率大于1或小于0的样本。

并购行为按照以下步骤进行筛选:①选择交易地位为“买方”的上市公司;②上市公司同一天进行多次并购计为一次并购事件。最终得到了1680家上市公司共16800个观测值。此外,为避免极端值对实证结果的影响,本文将对连续型变量进行上下1%的缩尾处理。上市公司的数据均来自于国泰安(CSMAR)数据库,使用软件Stata15进行数据处理分析。

(二)模型构建

通过构建模型(1)来检验研究假设,由于本文的被解释变量MAB是虚拟变量,因此选用Logit模型开展研究。

$$P(MAB_{it} = 1 | X_{it}, \beta, \tau_t, \mu_i) = \Lambda(\tau_t + \mu_i + X_{it}\beta) = \frac{e^{\tau_t + \mu_i + X_{it}\beta}}{1 + e^{\tau_t + \mu_i + X_{it}\beta}} \quad (1)$$

其中:MAB_{it}为第i个企业在第t年是否发生并购行为,若发生并购行为则取1,否则取0;X_{it}为解释变量和控制变量;τ_t为年份固定效应;μ_i为行业固定效应;β为系数项。

(三)主要变量说明

1. 被解释变量

本文的被解释变量是并购行为(MAB)。参照李善民等(2020)的做法对并购行为进行衡量,即上市公司是否发起过并购,若发起过并购则取为1,否则为0。

2. 解释变量

本文的解释变量是高管团队稳定性(STMT),包含高管团队人数的改变和人员的变更两种情况。参照张兆国等(2018)的做法,对高管团队的范围进行如下界定,采用年报中披露的高管总人数来确定高管人数,包括董事长、董事、总经理、副总经理等,但不包括外部董事和独立董事。在高管团队规模恒定的情形下,使用样本期内一直任职的成员人数来衡量高管团队的稳定性。借鉴Crutchley等(2002)、于东智和池国华(2004)的做法,构建模型(2)来计算高管团队稳定性:

$$STMT_{i,t+1} = \frac{M_t - \#(S_t/S_{t+1})}{M_t} \frac{M_{t+1}}{(M_t + M_{t+1})} + \frac{M_{t+1} - \#(S_{t+1}/S_t)}{M_{t+1}} \frac{M_t}{(M_t + M_{t+1})} \quad (2)$$

其中： M_t 指企业在第 t 年的高管总人数； $\#(S_t/S_{t+1})$ 指在 t 年在任，但在 $t + 1$ 年离任的高管人数； M_{t+1} 指企业在第 $t + 1$ 年的高管总人数； $\#(S_{t+1}/S_t)$ 指在 t 年不在任，但在 $t + 1$ 年新增的高管人数。 $STMT_{t,t+1}$ 范围为 $[0, 1]$ ，且取值越趋近于 1，高管团队越稳定。

3. 中介变量

引入风险承担 (RT)、非效率投资 ($Inefficient$) 作为本文的中介变量研究高管团队稳定性对企业并购行为影响的作用路径。参照余鹏翼等 (2020) 的做法，使用公司年化日收益率标准差的对数值衡量企业的风险承担水平 (RT)。风险承担的具体计算如模型 (3) 所示：

$$RT_{i,t,j} = \ln \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{j=1}^T \left(r_{i,t,j} - \frac{1}{T} \sum_{j=1}^T r_{i,t,j} \right)^2} \quad (3)$$

其中： $r_{i,t,j}$ 指公司 i 在 t 年度内第 j 日的收益率； T 指每个财务年度内总计有 T 日。

参考 Richardson (2006)、徐倩 (2014)、张铁铸等 (2020) 衡量公司的投资效率的方法建立模型 (4)：

$$Inv_t = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \alpha_2 Lev_{t-1} + \alpha_3 OCF_{t-1} + \alpha_4 Listage_{t-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 Ret_{t-1} + \alpha_7 Inv_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

其中： Inv_t 指公司第 t 年的新增投资支出；其他变量包括公司第 $t - 1$ 年的托宾 Q 值 ($Growth_{t-1}$)、资产负债率 (Lev_{t-1})、现金流量水平 (OCF_{t-1})、上市年龄 ($Listage_{t-1}$)、公司规模 ($Size_{t-1}$)、股票收益率 (Ret_{t-1})、新增投资支出 (Inv_{t-1})、行业虚拟变量 ($\sum Industry$)、年份虚拟变量 ($\sum Year$)； α 为系数项； ε 为模型估计的残差。对模型 (4) 分年度进行普通最小二乘法 (ordinary least square, OLS) 回归，求得模型的残差，模型估计的残差的绝对值为公司非效率投资程度 ($Inefficient$)，残差绝对值越大，意味着非效率投资的程度越高，即投资效率越低。

4. 控制变量

参照赖黎等 (2017)、张铁铸等 (2020) 的做法，本文考虑的控制变量有资产负债率 (Lev)、现金流量 (OCF)、股权集中度 ($Holding$)、企业规模 ($Size$)、企业年龄 (Age) 和员工总数 ($Employee$)。上述各变量的具体描述见表 1。

(四) 描述性统计

主要变量的描述性统计见表 2。从表中可知，被解释变量并购行为 (MAB) 的均值为 0.3524，说明 2010—2019 年，我国约有 35.24% 的上市公司进行了并购，上市公司参与并购的意愿较强。解释变量高管团队稳定性 ($STMT$) 的均值为 0.8255，接近于 1，标准差为 0.1873，说明上市公司高管团队的稳定性普遍较好，且上市公司之间的高管团队稳定性差别较小，但也有部分企业的高管团队变动频率较高。此外，就控制变量而言，从企业的财务指标资产负债率 (Lev) 和现金流量 (OCF) 的数据可以看出，本文样本中上市公司的负债水平比较适中，且盈利能力普遍较好；股权集中度 ($Holding$) 的均值为 0.3485，标准差为 0.1517，说明我国大部分上市公司第一大股东没有绝对的控制权，但最小值为 0.0872，最大值为 0.7482，说明我国上市公司的股权集中度有较大差异；从企业规模 ($Size$)、企业年龄 (Age) 及员工总数 ($Employee$) 的数据可以看出，本文中的上市公司样本规模普遍较大、企业年龄分布较为集中且员工数量较多。

表 1 变量说明

	变量名	变量含义	变量说明
被解释变量	MAB	并购行为	为当年发起并购的虚拟变量，若发起并购为 1，否则为 0
解释变量	$STMT$	高管团队稳定性	根据模型 (2) 计算得出
中介变量	RT	风险承担	根据模型 (3) 计算得出
	$Inefficient$	非效率投资	根据模型 (4) 估计的残差绝对值得出
控制变量	Lev	资产负债率	总负债/总资产
	OCF	现金流量	经营性现金流量净额/总资产
	$Holding$	股权集中度	第一大股东持股比例
	$Size$	企业规模	总资产取对数
	Age	企业年龄	统计年份减成立年份取对数
	$Employee$	员工总数	员工总数取对数

表 2 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
MAB	16800	0.3524	0.4777	0	0	1
$STMT$	16800	0.8255	0.1873	0.8852	0.1926	1
Lev	16800	0.4533	0.2085	0.4577	0.0515	0.8834
OCF	16800	0.0439	0.0699	0.0427	-0.1605	0.2389
$Holding$	16800	0.3485	0.1517	0.3281	0.0872	0.7482
$Size$	16800	22.3550	1.3290	22.1903	19.7773	26.3656
Age	16800	2.7737	0.3963	2.8332	1.3863	3.4340
$Employee$	16800	7.8195	1.3059	7.7911	4.3175	11.2502

四、实证结果分析

(一) 基准回归

表3为高管团队稳定性对企业并购行为影响的回归结果,列(1)~列(3)为依次引入解释变量、控制变量及年份固定效应和行业固定效应后的回归结果,均显示高管团队稳定性与企业并购行为在1%的水平上呈显著的负相关关系。根据列(3)的回归结果可以看出,高管团队稳定性每提高1个百分点,企业发起并购的概率将降低0.09个百分点。说明稳定性越强的高管团队会减少并购行为发生的可能性,假设H1得到验证。

(二) 中介效应分析

运用Bootstrap检验方法检验风险承担(*RT*)和非效率投资(*Inefficient*)在高管团队稳定性与企业并购行为中的中介作用,检验结果见表4。基于企业风险承担(*RT*)的中介效应检验结果可以看出,95%的置信区间不包含0,中介效应成立,且企业风险承担(*RT*)观测系数为负。由此可知,高管团队稳定性存在通过降低企业风险承担水平进而降低企业进行并购的可能性的作用路径,企业风险承担水平在高管团队稳定性和企业并购行为之间起到了中介作用,H2得到验证。基于非效率投资(*Inefficient*)的中介效应结果显示,95%的置信区间不包含0,中介效应成立,且非效率投资(*Inefficient*)观测系数为负。因此,高管团队稳定性存在通过减少企业非效率投资行为进而降低企业进行并购的可能性的作用路径,企业非效率投资行为在高管团队稳定性和企业并购行为之间起到了中介作用,H3得到验证。

(三) 异质性分析

1. 产权性质异质性

表5的列(1)、列(2)分组考察了高管团队稳定性对不同产权性质企业的并购行为的影响。本文将全样本分为国有企业和非国有企业两组,从回归结果可以发现,高管团队稳定性(*STMT*)对国有企业和非国有企业的并购行为均存在负向作用,但国有企业中的*STMT*边际效应的绝对值为0.0720,小于非国有企业中*STMT*边际效应的绝对值0.1347。因此,非国有企业的高管团队稳定性对企业并购行为的负向作用更明显。究其原因,主要是由于国有企业中的高管任职会受到行政干预,其晋升机制会受到政策因素的影响,国有企业和非国有企业的高管团队在决策动机方面通常存在较大差异,对于团队中追求政治晋升的高管来说,往往面临较大的企业成长压力和政策性负担,存在热衷企业并购和过度投资行为,容易发生损毁性质的并购行为(陈仕华等,2015;陈胜军等,2020)。而非国有企业的高管任职基本不受行政干预,往往以绩效作为晋升机制的唯一考核指标,激励机制比较灵活,高管团队的凝聚力更强,会为企业的长远利益考虑,在进行并购决策时会更加谨慎。

2. 高管团队内部薪酬差距异质性

参照李倩和焦豪(2021)的做法,采取前三名高管平均薪酬与高管团队其他成员平均薪酬的比值来定义高管团队内部薪酬差距,然后按统计结果的中位数将样本分为薪酬差距大、小两组。表5的列(3)、列(4)为按照高管团队内部薪酬差距大小分组后的回归结果。从结果可以看出,高管团队稳定性(*STMT*)对内部薪酬差距较大组和内部薪酬差距较小组的企业并购行为均存在负向作用,但内部薪酬差距较大组的*STMT*边际效应的绝对值为0.1126,大于内部薪酬差距较小组的*STMT*边际效应的绝对值0.0694,且显著性也明显高于内部薪酬差距较小组。因此,高管团队内部薪酬差距较大的企业的高管团队稳定性对企业并购行为的负向作用更明显,说明设置较大的薪酬差距能够激励团队成员增强竞争意识,促使高管团队成员更加努力的工作,加强内部交流协作,激励高管团队为股东利益的目标努力,减少短视行为,有利于提升高管团队并购决策的有效性。而高管团队内部薪酬差距较小时,团队中容易出现偷懒行为,不利于高管团队进行高效的并购决策。

表3 高管团队稳定性与企业并购行为

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>MAB</i>	<i>MAB</i>	<i>MAB</i>
<i>STMT</i>	-0.1028*** (0.0193)	-0.1037*** (0.0194)	-0.0908*** (0.0198)
<i>Lev</i>		0.0299 (0.0208)	0.0094 (0.0227)
<i>OCF</i>		-0.0011 (0.0551)	0.0078 (0.0566)
<i>Holding</i>		-0.1007*** (0.0258)	-0.0725*** (0.0269)
<i>Size</i>		0.0238*** (0.0043)	0.0252*** (0.0053)
<i>Age</i>		-0.0623*** (0.0098)	-0.0499*** (0.0113)
<i>Employee</i>		-0.0057 (0.0040)	0.0041 (0.0050)
<i>Year</i>	No	No	Yes
<i>Industry</i>	No	No	Yes
<i>N</i>	16800	16800	16800
Pseudo R ²	0.0013	0.0050	0.0211

注:表中汇报的是边际效应,***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著;括号内为Delta-Method计算出的标准差。

表4 中介效应检验——Bootstrap检验方法

中介变量	效应类型	观测系数	标准误	95% 置信区间	
<i>RT</i>	间接效应	-0.0087	0.0021	-0.0128	-0.0046
	直接效应	-0.0911	0.0207	-0.1294	-0.0517
<i>Inefficient</i>	间接效应	-0.0052	0.0017	-0.0088	-0.0020
	直接效应	-0.0814	0.0219	-0.1265	-0.0382

表 5 产权性质和高管团队内部薪酬差距的异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	产权性质		高管团队内部薪酬差距	
	国有企业	非国有企业	内部薪酬差距小	内部薪酬差距大
<i>STMT</i>	-0.0720*** (0.0273)	-0.1347*** (0.0289)	-0.0694** (0.0294)	-0.1126*** (0.0267)
<i>Lev</i>	0.0295 (0.0323)	0.0399 (0.0339)	0.0305 (0.0335)	-0.0170 (0.0312)
<i>OCF</i>	-0.0364 (0.0812)	0.0440 (0.0811)	0.0073 (0.0842)	0.0280 (0.0766)
<i>Holding</i>	-0.0068 (0.0387)	-0.0131 (0.0403)	-0.1194*** (0.0392)	-0.0169 (0.0374)
<i>Size</i>	0.0236*** (0.0070)	0.0387*** (0.0087)	0.0263*** (0.0080)	0.0263*** (0.0071)
<i>Age</i>	0.0288 (0.0209)	-0.0612*** (0.0145)	-0.0438*** (0.0154)	-0.0532*** (0.0174)
<i>Employee</i>	0.0057 (0.0069)	0.0091 (0.0077)	0.0044 (0.0078)	0.0025 (0.0067)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	8355	8180	8342	8440
Pseudo <i>R</i> ²	0.0261	0.0361	0.0291	0.0207

注:表中汇报的是边际效应,***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著;括号内为 Delta-Method 计算出的标准差。

五、稳健性检验

(一)内生性问题

考虑到高管团队稳定性与企业并购行为之间可能存在双向因果关系及可能存在的遗漏变量问题,参照 Lin 等(2011)和张兆国等(2018)的做法,以分行业、分省份、分年度的高管团队稳定性均值(*Mean STMT*)为工具变量进行内生性检验,因为按行业-省份-年度计算出的高管团队稳定性平均值与该企业高管团队稳定性高度相关,但与企业并购行为之间没有直接联系。回归结果见表 6,为了验证该工具变量是否满足外生性假设,将工具变量直接纳入回归模型中,由列(1)发现,工具变量与企业并购行为之间不存在显著的相关关系,说明二者之间没有直接关系,因此满足外生性假设。列(2)为第一阶段回归,*F* 统计量(277.81)远大于 10,说明本文所选择的工具变量不存在弱工具变量问题,且工具变量与高管团队稳定性在 1% 的水平上显著正相关,列(3)为将列(2)生成的高管团队稳定性(*STMT*)的拟合值带入基准回归模型进行第二阶段回归,发现工具变量对高管团队稳定性的拟合值与企业并购行为在 1% 的水平下呈显著负相关关系,这表明在控制了内生性问题后,本文的研究结论依然稳健。

表 6 工具变量法回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>MAB</i>	<i>STMT</i>	<i>MAB</i>
<i>STMT</i>	-0.0910*** (0.0256)		-0.0907*** (0.0315)
<i>Mean STMT</i>	0.0005 (0.0396)	0.9707*** (0.0086)	
<i>Lev</i>	0.0094 (0.0227)	-0.0351*** (0.0071)	0.0094 (0.0228)
<i>OCF</i>	0.0078 (0.0566)	0.0556*** (0.0174)	0.0077 (0.0566)
<i>Holding</i>	-0.0725*** (0.0269)	-0.0010 (0.0081)	-0.0727*** (0.0269)
<i>Size</i>	0.0252*** (0.0053)	0.0024 (0.0017)	0.0252*** (0.0053)
<i>Age</i>	-0.0499*** (0.0113)	-0.0083** (0.0036)	-0.0500*** (0.0113)
<i>Employee</i>	0.0041 (0.0050)	0.0023 (0.0016)	0.0040 (0.0050)
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	16800	16800	16800
<i>R</i> ²		0.4417	
Adjusted <i>R</i> ²		0.4386	
Pseudo <i>R</i> ²	0.0211		0.0205
一阶段 <i>F</i> 统计值		277.81	

注:表中列(1)、列(3)为 Logit 回归,汇报的是边际效应,括号内为 Delta-Method 计算出的标准差;列(2)为 OLS 回归,汇报的是回归系数,括号内为标准差;***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

(二)稳健性检验

为了避免回归模型选择及变量选取可能对回归结果造成的偏差,分别选择替换被解释变量、替换解释变量、替换回归模型等三种方法检验基准回归结果的稳健性;此外为了确保中介效应结果的可靠性,将采用 Sobel 检验的方法进一步检验风险承担和非效率投资的中介作用。

1. 替换被解释变量

参考王姝勋和董艳(2020)的做法,将被解释变量更换为企业并购频率(*MAC*),即一家公司在一年内发起并购的次数,考察高管团队稳定性对企业并购频率的影响,采用 Poisson 模型进行回归。从表 7 的回归结果可以看出,当使用企业并购频率(*MAC*)作为被解释变量时,回归结果依然在 1% 的水平下显著为负。再次验证了基准回归结果的稳健性。

表7 稳健性检验——替换被解释变量

变量	(1)	(2)	(3)	变量	(1)	(2)	(3)
	MAC	MAC	MAC		MAC	MAC	MAC
STMT	-0.2206*** (0.0561)	-0.2273*** (0.0564)	-0.1923*** (0.0552)	Employee		-0.0100 (0.0122)	0.0631* (0.0339)
Lev		0.1537*** (0.0565)	-0.0092 (0.0751)	Year	No	No	Yes
OCF		-0.2889 (0.1964)	-0.0949 (0.1690)	Industry	No	No	Yes
Holding		-0.2494*** (0.0779)	-0.2042** (0.0797)	N	16800	16800	16800
Size		0.1142*** (0.0220)	0.0957*** (0.0180)	Pseudo R ²	0.0010	0.0172	0.0463
Age		-0.2325*** (0.0343)	-0.1667*** (0.0335)				

注:表中汇报的是边际效应,***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著;括号内为Delta-Method计算出的标准差。

2. 替换解释变量

参照张铁铸等(2020)的做法,选取新上任和离职高管占当年高管总人数的比例(*Change Ratio*)作为高管团队稳定性(*STMT*)的替代变量,该比例越高则高管团队稳定性越低。回归结果见表8,可以看出,新上任和离职高管占当年高管总人数的比例(*Change Ratio*)与企业并购行为(*MAB*)呈显著的正相关关系,且在1%的水平下显著,说明新上任和离职高管占比越小,高管团队稳定性越高,进而减少并购行为,与基准回归结果一致。

表8 稳健性检验——替换解释变量

变量	(1)	(2)	(3)	变量	(1)	(2)	(3)
	MAB	MAB	MAB		MAB	MAB	MAB
Change Ratio	0.0442*** (0.0095)	0.0446*** (0.0095)	0.0411*** (0.0096)	Employee		-0.0058 (0.0040)	0.0040 (0.0050)
Lev		0.0308 (0.0208)	0.0095 (0.0227)	Year	No	No	Yes
OCF		-0.0031 (0.0551)	0.0077 (0.0566)	Industry	No	No	Yes
Holding		-0.1001*** (0.0258)	-0.0723*** (0.0269)	N	16800	16800	16800
Size		0.0236*** (0.0043)	0.0253*** (0.0053)	Pseudo R ²	0.0010	0.0047	0.0209
Age		-0.0628*** (0.0098)	-0.0498*** (0.0113)				

注:表中汇报的是边际效应,***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著;括号内为Delta-Method计算出的标准差。

3. 替换回归模型

为了消除因选择不同回归模型产生的偏差对回归结果的影响,本文将回归模型替换为Probit模型,回归结果见表9,与基准回归结果一致,高管团队稳定性(*STMT*)与企业并购行为(*MAB*)依然在1%的水平下呈显著的负相关关系,证明了本文基准回归结果的稳健性。

表9 稳健性检验——替换回归模型

变量	(1)	(2)	(3)	变量	(1)	(2)	(3)
	MAB	MAB	MAB		MAB	MAB	MAB
STMT	-0.1033*** (0.0194)	-0.1044*** (0.0195)	-0.0916*** (0.0198)	Employee		-0.0057 (0.0040)	0.0039 (0.0050)
Lev		0.0298 (0.0209)	0.0096 (0.0227)	Year	No	No	Yes
OCF		-0.0008 (0.0551)	0.0100 (0.0565)	Industry	No	No	Yes
Holding		-0.1001*** (0.0257)	-0.0726*** (0.0268)	N	16800	16800	16800
Size		0.0239*** (0.0043)	0.0254*** (0.0053)	Pseudo R ²	0.0013	0.0050	0.0210
Age		-0.0626*** (0.0098)	-0.0498*** (0.0114)				

注:表中汇报的是边际效应,***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著;括号内为Delta-Method计算出的标准差。

4. 替换检验方法

为了消除因选择不同检验方法对中介效应检验结果可靠性的影响,本文将中介效应检验方法替换为Sobel检验,结果见表10,*P*值均小于0.05,说明企业风险承担(*RT*)及非效率投资(*Inefficient*)的中介效应成立,证明了本文中中介效应结果的稳健性。

表10 稳健性检验——Sobel检验方法

中介变量	观测系数	标准误	z值	<i>P</i> > z
RT	-0.0087	0.0021	-4.2030	0.0000
Inefficient	-0.0052	0.0016	-3.3320	0.0009

六、进一步分析

为了探讨企业并购活动之后的协同效应,本文将关注点集中于发起并购的上市公司样本数据,保留并购交易金额大于100万元及在当年完成的第一次并购事件,进一步考察高管团队稳定性对企业并购整合能力及并购绩效的影响。

首先,借鉴逮东等(2019)的做法,使用并购公告日前后一年企业破产风险的变化(*Dzscore*)来衡量企业并

购整合能力,其中采用 Altman(1968)提出 Z 值衡量企业的破产风险,由于 Z 值与企业破产风险呈负相关关系,因此,当 *Dzscore* 增加时,表明并购后企业的破产风险将会减少,并购整合能力将会得到提高;使用并购公告日前后一年的托宾 *Q* 值之差来度量企业的并购绩效(*Dtobinq*)。其次,借鉴相关研究成果(王艳和李善民,2017;宋贺和段军山,2019),加入总资产收益率(*ROA*)、支付方式(*Payment*)、标的类型(*UT*)和关联交易(*MR*)4 个控制变量对回归模型进一步加以控制,新增变量具体含义见表 11。最后,采用 OLS 模型检验高管团队稳定性与企业并购整合能力及并购绩效之间的关系。

回归结果见表 12,列(1)结果显示,高管团队稳定性的系数在 5% 的水平下显著为正,说明高管团队稳定性的提高能够降低企业并购前后的破产风险,增强企业的并购整合能力;列(2)的结果显示,高管团队稳定性与企业并购绩效在 5% 的水平下呈显著的正相关关系,说明增强高管团队稳定性有利于促进企业并购绩效的提高。综上,高管团队稳定性越高的企业在进行并购时能够增强并购的整合能力,提高并购效率,促进并购绩效的提高。

表 11 进一步分析新增变量说明

变量名	变量含义	变量说明
被解释变量	<i>Dzscore</i>	并购整合能力
	<i>Dtobinq</i>	并购绩效
控制变量	<i>ROA</i>	总资产收益率
	<i>Payment</i>	支付方式
	<i>UT</i>	标的类型
	<i>MR</i>	关联交易

表 12 高管团队稳定性与企业并购整合能力、并购绩效

变量	(1)	(2)	变量	(1)	(2)
	<i>Dzscore</i>	<i>Dtobinq</i>		<i>Dzscore</i>	<i>Dtobinq</i>
<i>STMT</i>	0.7110**(0.3500)	0.1805**(0.0847)	<i>Payment</i>	-0.0485(0.1446)	0.0047(0.0317)
<i>Lev</i>	1.2240**(0.5829)	-0.0825(0.1129)	<i>UT</i>	0.0420(0.2077)	0.0023(0.0493)
<i>OCF</i>	3.6535***(1.1538)	0.9779***(0.2460)	<i>MR</i>	-0.0843(0.1263)	-0.0315(0.0306)
<i>Holding</i>	0.7547*(0.4317)	0.2926***(0.1005)	<i>Constant</i>	-3.9715**(1.7160)	-0.6283(0.4349)
<i>Size</i>	-0.0182(0.0884)	0.0051(0.0221)	<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Age</i>	0.5403**(0.2382)	-0.0772*(0.0451)	<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Employee</i>	0.0484(0.0883)	0.0102(0.0185)	<i>N</i>	4304	4757
<i>ROA</i>	-0.0894(2.1146)	-1.6073*** (0.4812)	<i>Adjusted R²</i>	0.0895	0.2793

注:表中汇报的是回归系数,***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著;括号内为标准差。

七、结论与对策建议

(一) 研究结论

高管团队稳定性对于企业的平稳可持续发展有着至关重要的作用,稳定的高管团队有助于提升团队成员间的凝聚力和默契程度,对于企业的长远发展和做出高质量的投资决策也大有裨益,若干研究表明:高管团队稳定性有利于抑制过度投资、提高投资效率和抑制企业金融化水平等。然而,并购作为企业倾向选择的投资方式之一,高管团队稳定性对其是否有影响?这一问题在理论界并未形成共识,而且高管团队稳定性对企业并购行为的影响机制也尚未进一步厘清。为此,本文以我国 2010—2019 年 A 股上市公司为研究样本,围绕高管团队稳定性对企业并购行为的影响进行研究,分析风险承担和非效率投资在二者间的中介作用,并进一步基于产权性质和高管团队薪酬差距进行异质性分析,进而分析并购活动之后的协同效应,研究发现:

首先,高管团队稳定性对企业并购行为有显著的负向影响,高管团队稳定性的提升有利于减小企业盲目并购的可能性。其次,通过分析其中的作用路径发现,企业的风险承担水平及非效率投资在高管团队稳定性与企业并购行为之间起到了中介作用,高管团队稳定性的提升能够降低企业的风险承担水平、减少企业的非效率投资,进而降低企业进行并购的可能性。再次,高管团队稳定性对企业并购行为的影响因企业的产权性质及高管团队内部薪酬差距而存在显著差异,相较于国有企业,非国有企业的高管团队稳定性对其并购行为的负向影响更为明显;高管团队稳定性对企业并购行为的负向影响在高管团队内部薪酬差距较大的企业中更为明显。最后,本文还发现,提升高管团队稳定性有利于增强企业的并购整合能力,进而提高企业的并购绩效,这表明,高管团队稳定性高的企业其并购决策更加慎重,能够减少短视行为和盲目并购,增强并购整合

能力并提高并购效率,所选项目的并购绩效会更好。

以上研究结论证实了高管团队稳定性对企业并购行为的作用效果,对于企业减少损毁型并购、增强并购质量具有一定的指导意义;通过提升高管团队稳定性使企业谨慎做出并购决策,从而选择质量更优的并购项目,有助于提高企业的并购效率,并获得较好的投资回报,最终提升企业的竞争力。

(二)对策建议

基于理论分析与实证研究结论提出如下建议:

(1)重视高管团队的稳定性。企业应当意识到稳定的高管团队对于战略决策的重要性,根据前文的理论分析和实证检验结果可知,在进行并购决策时稳定的高管团队会更加谨慎,因此有利于减少企业的盲目并购和损毁性并购行为,有助于促进企业的可持续发展。但如果高管团队过于稳定则容易出现固步自封现象,不利于企业的长远发展。因此,企业应当设置合理的高管任期,完善高管任职与解聘机制,减少高管团队人员的频繁变更,提高公司的治理水平。

(2)科学合理的规划企业的晋升和激励机制。从产权性质角度来看,国有企业应当加快企业改革的步伐,与市场充分接轨,构建合理的激励机制,将高管利益与企业利益挂钩,调动高管积极性,合理规划晋升机制,使更有能力的高管得到重用,从而降低高管团队成员的离职率,提高高管团队的稳定性。从高管团队内部薪酬差距的角度来看,企业应当适当扩大不同级别的高管人员的薪酬差距,激发员工积极性,加强内部的交流协作,增强高管团队的凝聚力,减少短视行为,提高决策效率。

(3)避免非效率投资和盲目并购。企业风险承担水平是企业进行投资、拓宽企业规模的基础,因为并购等投资活动风险相对较高,非效率投资和盲目并购可能会使企业陷入财务困境并给股东带来巨大的损失。因此,企业应当注重依据企业当前财务情况和战略导向合理预判企业未来的风险承担水平,有效把握高管变更,保持较高的高管团队稳定性,对企业风险水平加以合理调整,避免非效率投资和不理智的战略扩张行为,完善公司治理机制,防御财务风险,增强并购质量,促进企业高质量发展。

参考文献

- [1] 陈胜军,于渤涵,李雪雪,2020.基于政治晋升预期调节作用的国企高管薪酬差距与离职率的关系研究[J].中央财经大学学报,(4):98-108,128.
- [2] 陈仕华,卢昌崇,姜广省,等,2015.国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究[J].管理世界,32(9):125-136.
- [3] 陈小梅,吴小节,汪秀琼,等,2021.中国企业逆向跨国并购整合过程的质性元分析研究[J].管理世界,38(11):159-183,11-15.
- [4] 池国华,杨金,邹威,2014.高管背景特征对内部控制质量的影响研究——来自中国A股上市公司的经验证据[J].会计研究,(11):67-74,97.
- [5] 狄振鹏,潘敏,李世美,2020.同行业企业并购决策的同伴效应及内在机制[J].技术经济,39(2):30-36.
- [6] 黄旭,徐朝霞,李卫民,2013.中国上市公司高管背景特征对企业并购行为的影响研究[J].宏观经济研究,(10):67-73,113.
- [7] 姜付秀,张敏,陆正飞,等,2009.管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J].经济研究,44(1):131-143.
- [8] 蒋弘,李芄,龚雪,2022.并购融资决策影响下的企业技术创新[J].技术经济,41(3):35-46.
- [9] 赖黎,巩亚林,夏晓兰,等,2017.管理者从军经历与企业并购[J].世界经济,40(12):141-164.
- [10] 李丹,2021.高管变更、团队稳定性与企业社会责任关系研究——基于工业企业上市公司数据[J].预测,40(4):67-73.
- [11] 李倩,焦豪,2021.高管团队内薪酬差距与企业绩效——顾客需求不确定性与企业成长性的双重视角[J].经济管理,43(6):53-68.
- [12] 李善民,黄志宏,郭菁晶,2020.资本市场定价对企业并购行为的影响研究——来自中国上市公司的证据[J].经济研究,55(7):41-57.
- [13] 李善民,周珏廷,2022.金融背景高管能助力实体企业高质量并购吗?[J].中山大学学报(社会科学版),62(5):194-206.
- [14] 李胜楠,吴泥锦,曾格凯茜,等,2015.环境不确定性、高管权力与过度投资[J].财贸研究,26(4):111-121.
- [15] 刘锦英,徐海伟,2022.高管团队稳定性影响企业金融化水平吗?[J].经济与管理评论,38(2):71-84.
- [16] 刘振,黄丹华,刘博,2021.财政激励、投资战略与公司价值[J].技术经济,40(1):128-137.
- [17] 逯东,黄丹,杨丹,2019.国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率[J].管理世界,36(6):119-141.
- [18] 马金城,张力丹,罗巧艳,2017.管理层权力、自由现金流量与过度并购——基于沪深上市公司并购数据的实证研究

- [J]. 宏观经济研究, (9): 31-40.
- [19] 宋贺, 段军山, 2019. 财务顾问与企业并购绩效[J]. 中国工业经济, (5): 155-173.
- [20] 王海军, 奚浩彬, 邢华, 2021. 管理者从政经历增加了国企的海外并购倾向吗?: 来自上市公司的经验证据[J]. 世界经济研究, (4): 70-87, 135-136.
- [21] 王姝勋, 董艳, 2020. 期权激励与企业并购行为[J]. 金融研究, (3): 169-188.
- [22] 王艳, 李善民, 2017. 社会信任是否会提升企业并购绩效?[J]. 管理世界, 34(12): 125-140.
- [23] 徐鹏, 李廷刚, 2022. 高管团队稳定性、战略变革与衰退企业逆转[J]. 财经论丛, (7): 90-101.
- [24] 徐倩, 2014. 不确定性、股权激励与非效率投资[J]. 会计研究, (3): 41-48, 95.
- [25] 徐向艺, 庞金勇, 2008. 上市公司主要高管变更后的团队稳定性[J]. 经济管理, (13): 42-47.
- [26] 杨林, 杨倩, 2012. 高管团队结构差异性与企业并购关系实证研究[J]. 科研管理, 33(11): 57-67.
- [27] 于东智, 池国华, 2004. 董事会规模、稳定性与公司绩效: 理论与经验分析[J]. 经济研究, (4): 70-79.
- [28] 于江, 张秋生, 2015. 会计稳健性对投资效率的作用机理研究——基于企业并购的研究视角[J]. 财经理论与实践, 36(4): 86-93.
- [29] 余鹏翼, 敖润楠, 陈文婷, 2020. CEO 年龄、风险承担与并购[J]. 经济理论与经济管理, (2): 87-102.
- [30] 张继德, 张家轩, 2022. 高管海外经历与企业跨国并购——基于动因视角的研究[J]. 审计与经济研究, 37(5): 75-83.
- [31] 张建君, 张闫龙, 2016. 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, 33(1): 110-120, 188.
- [32] 张铁铸, 曾玉新, 刘頔, 2020. 管理团队稳定性与上市公司投资行为研究[J]. 科学决策, (6): 16-40.
- [33] 张兆国, 曹丹婷, 张弛, 2018. 高管团队稳定性会影响企业技术创新绩效吗——基于薪酬激励和社会关系的调节作用研究[J]. 会计研究, (12): 48-55.
- [34] 赵国宇, 2017. 控制权获取、CEO 变更与合谋掏空——基于上市公司并购事件的研究[J]. 证券市场导报, (6): 30-35, 48.
- [35] AGARWAL R, BRAGUINSKY S, OHYAMA A, 2020. Centers of gravity: The effect of stable shared leadership in top management teams on firm growth and industry evolution[J]. Strategic Management Journal, 41(3): 467-498.
- [36] ALTMAN E I, 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy[J]. The Journal of Finance, 23(4): 589-609.
- [37] CAIN M D, MCKEON S B, 2016. CEO personal risk-taking and corporate policies[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 51(1): 139-164.
- [38] CRUTCHLEY C E, GARNER J L, MARSHALL B B, 2002. An examination of board stability and the long-term performance of initial public offerings[J]. Financial Management, 31(3): 63-90.
- [39] HAMBRICK D C, MASON P A, 1984. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. Academy of Management Review, 9(2): 193-206.
- [40] JENSEN M, 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American Economic Review, 76(2): 323-329.
- [41] LIN C, LIN P, SONG F M, et al, 2011. Managerial incentives, CEO characteristics and corporate innovation in China's private sector[J]. Journal of Comparative Economics, 39(2): 176-190.
- [42] MALMENDIER U, TATE G, 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction[J]. Journal of Financial Economics, 89(1): 20-43.
- [43] NADOLSKA A, BARKEMA H G, 2014. Good learners: How top management teams affect the success and frequency of acquisitions[J]. Strategic Management Journal, 35(10): 1483-1507.
- [44] RICHARDSON S, 2006. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 11(2): 159-189.
- [45] SAMANEZ-LARKIN G R, KUHNEN C M, YOO D J, et al, 2010. Variability in nucleus accumbens activity mediates age-related suboptimal financial risk taking[J]. Journal of Neuroscience, 30(4): 1426-1434.
- [46] WEISBACH M S, 1995. CEO turnover and the firm's investment decisions[J]. Journal of Financial Economics, 37(2): 159-188.

The Influence of the Stability of Top Management Team on M&A Behavior: Based on the Empirical Research on Chinese A-share Listed Companies

Liu Xihua, Zhang Xinyue

(School of Economics, Qingdao University, Qingdao 266100, Shandong, China)

Abstract: The top management team is the maker and implementers of enterprise development strategy, and its stability plays a vital role in preventing major risks and maintaining stable and sustainable development of enterprises. China's A-share listed companies from 2010 to 2019 was taken as samples to investigate the influence of the stability of top management team on M&A (mergers and acquisitions) behavior. The results show that the stability of top management team has a significant negative impact on M&A behavior, and the impact is more obvious in non-state-owned enterprises and enterprises with large salary gap within the top management team. In addition, the improvement of the stability of top management team can reduce the level of risk taking, reduce the inefficient investment behavior, and thus reduce the possibility of M&A. Furthermore, a stable top management team is also conducive to improving the M&A integration ability and M&A performance of enterprises, showing a higher M&A efficiency. It is of great significance for listed companies to pay attention to the stability of top management team, reduce the blind and destructive M&A, improve the efficiency of M&A, and promote the high-quality development of enterprises.

Keywords: the stability of top management team; M&A behavior; risk taking; inefficient investment