

DOI: 10.19634/j.cnki.11-1403/e.2023.03.016

高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行

□ 王海芳 覃 昱

(新疆财经大学 工商管理学院, 乌鲁木齐 830012)

[摘要] ESG 已成为推动国家经济高质量发展的助推器,但有关 ESG 责任履行影响因素的研究仍方兴未艾。以 2010—2020 年 A 股上市公司相关数据为样本,考察高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行的具体影响及作用机制。研究发现,高管团队稳定性正向影响企业 ESG 责任履行;通过作用机制检验,发现高管团队稳定性可以通过降低管理者的短视,进而促进企业 ESG 责任履行;在异质性分析中,发现高管预期任期、股权激励水平、媒体关注度会正向调节高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行之间的关系。

[关键词] 高管团队稳定性; ESG 责任履行; 管理者短视

[中图分类号] F272 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1003-1154(2023)03-0145-09

一、引言

当前,我国正处于经济高质量转型的关键时期,企业作为微观经济主体是推动社会经济发展的主力军。在此背景下,环境、社会和治理(ESG)因其协调企业经济效益和社会效益的发展观、打造企业可持续发展商业格局的理念,已成为国家经济高质量发展的助推器^[1]。但是,国资委秘书长彭华岗在 ESG 中国论坛 2022 夏季峰会的开幕式上提出,我国 ESG 发展与发达国家尚存差距。同时,层出不穷的环境问题(如碳排放、全球变暖问题等)、企业社会责任缺失问题(如长生疫苗、统一酸菜事件等),以及公司治理问题(如瑞幸咖啡财务造假事件等)均说明在社会实践中,我国企业 ESG 责任履行仍处于亟待发展的阶段。因此,基于政策导向和现实问题,如何促进企业 ESG 责任履行对我国发展极具现实意义。

现有学术界对企业 ESG 责任履行影响因素的研究主要从宏观层面及企业层面展开。从宏观层面,现有研究主要从制度压力^[2,3]和融资压力^[4]两个视角进行研究,发现制度压力会促进企业 ESG 责任履行,而融资压力会对企业 ESG 责任履行产生约束作用。从企业层面,对影响 ESG 责任履行因素的研究主要集中于财务因素^[5]、及董事会特征^[6]等方面,该层面的研究证明企业内部的差异化特征会影响其 ESG 责任履行。具体到高管层面,现有研究尚且匮乏,仅从高管团队人员结构

视角探讨了党员加入企业董事及高管团队所起到的治理作用^[7]。但高管作为企业的决策和运营管理核心,不仅其个人特征会影响企业未来的发展,其所构成的高管团队更是企业战略制定和执行的中坚力量,会对企业经营管理产生不容忽视的影响力^[8]。已有学者发现,高管团队稳定性会对企业创新^[9]、战略变革^[10]、经营绩效^[11]等经济效益行为产生积极影响,但尚未关注高管团队稳定性对企业社会效益行为的影响。基于高管团队特征对企业社会效益行为的研究缺口,本文以企业 ESG 责任履行为切入点,深入探讨高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行的影响及具体作用机制,以弥补现有研究不足。

ESG 责任履行是企业战略决策及未来发展方向的行为表现,其制定和具体执行也必然受到高管团队的影响。高管团队稳定性是指企业在一段时间内成员结构与团队规模的稳定性,本质上是团队的凝聚力的一种体现^[12]。因此,稳定的高管团队对企业 ESG 责任履行有更强的主导权。一方面,基于代理理论,高管团队稳定性会加剧管理层的思维固化^[10],同时提升成员风险规避倾向^[13],从而抑制企业 ESG 责任履行。另一方面,基于理性经济人假说和前景理论,稳定的高管团队对未来的职业生涯会有更长的预期,会基于履行 ESG 行为带来的未来收益及风险抑制而重视 ESG 责任履行。同时,根据专用人力资本理论,稳定的高管团队会提升企业决策和执行效率^[11,14],因此稳定的高管团队会促进企业 ESG 责

[基金项目] 新疆维吾尔自治区社会科学基金项目“‘一带一路’背景下新疆能源企业实施绿色 IS 战略的对策研究”(19BGL107);新疆维吾尔自治区社会科学基金项目“新发展理念视域下新疆数字经济与实体经济融合路径研究”(22VZX017)。
[作者简介] 王海芳,博士,教授,硕士生导师,研究方向为财务管理;覃昱,硕士研究生,研究方向为财务管理。通讯作者:覃昱。

任履行。综上所述,高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行的影响从不同的理论及视角存在不同的解释。那么高管团队稳定性到底会对企业 ESG 责任履行产生何种影响?其影响是通过什么作用机制实现的?

本研究可能的贡献在于:首先,从 ESG 责任履行角度为高管团队稳定性对企业的社会效益行为提供了新的研究证据。现有对高管团队稳定性的研究主要从高管个体变更角度和团队整体稳定性角度展开,对于团队整体性研究多集中于对企业的经济效益行为的影响。本文从团队整体性的角度考察高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行的影响,丰富了关于高管团队稳定性对企业社会效益行为研究,有助于加深对高管团队稳定性的深层理解,弥补了现有研究不足。其次,从高管团队稳定性角度丰富了 ESG 影响因素的相关研究文献。现有对于企业层面的 ESG 前因研究尚未探讨高管团队特征的影响作用,本文发现高管团队稳定性是影响企业 ESG 责任履行的重要因素,有助于深化对企业 ESG 责任履行前置因素的识别,拓展了从高管团队特征层面对研究的视角进行了拓展。最后,对高管团队稳定性影响企业 ESG 责任履行的具体作用机制进行了识别。现有关于高管团队稳定性如何影响企业行为的研究较少探究其中的作用机制,本文发现抑制成员间的管理者短视是高管团队稳定性促进企业 ESG 责任履行的重要作用机制,打开了高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行产生影响的“黑箱”。

二、文献回顾与研究提出

(一) 文献综述

1. 高管团队稳定性

高阶梯队理论提出,高管及高管团队的特征会对企业经营过程及未来发展产生影响^[8]。高管团队作为企业决策核心及具体战略执行者,其稳定性也会对企业经营产生难以忽视的影响。现有研究对高管团队稳定性的后果的研究主要集中于两个视角,分别是高管个体变更视角以及高管团队整体稳定性视角。从高管个体变更角度来看,现有研究结论并不统一。正面观点认为,高管变更可以为企业带来新的能力和思维,改善企业业绩表现^[15];但也有负面观点提出,新上任的高管会对原有团队结构产生冲击,引发人际关系矛盾,因而导致企业经营绩效下滑^[16]。从高管团队整体性视角而言,现有研究结论基本一致,即高管团队的稳定性会促进企业价值及未来发展^[11,17]。具体而言,从未来发展角度来看,稳定的高管团队会增加企业研发投入^[9]、促进企业技术创新绩效^[12],当企业处于衰退期时,稳定的高管团队有助于企业实施战略变革以扭转颓势^[10];从公司治理角度,稳定的高管团队可以降低企业的金融化程度^[18]、抑制企业违规行

为^[19]。此外,从企业外部的角度来看,稳定的高管团队可以通过减少企业经营风险、提高信息披露,从而降低企业的债务融资成本^[20]。

2. ESG 责任履行

自联合国全球契约组织在 2004 年首次明确提出 ESG 概念以来,因 ESG 将企业经济价值和社会价值的实现同时纳入未来发展框架而备受社会各界关注,同时学术界也对 ESG 责任履行行为的经济后果进行了多角度研究,例如 ESG 责任履行在企业价值^[21]、财务绩效^[1,22]、投资效率^[23]等方面的影响。但目前对于 ESG 责任履行影响因素的研究仍方兴未艾。现有对于 ESG 责任履行行为影响因素的研究主要集中于宏观层面及企业层面。在宏观层面,已有研究发现外界的制度压力以及融资压力会影响企业 ESG 责任履行。根据制度压力视角的研究发现,政府出台的《环境保护税法》^[2]以及外界制度压力^[3]会直接促进企业 ESG 责任履行;根据融资压力视角的研究发现,数字金融通过缓解企业财务约束,进而提高了企业 ESG 表现^[4]。就企业层面而言,现有研究主要从企业财务视角进行探讨,发现当企业财务表现不佳时,企业会通过改善 ESG 履行状况进行应对^[5]。从董事会特征视角,发现企业的董事会规模与独立董事会对企业 ESG 表现具有正向影响^[6]。此外,从高管团队人员结构视角,柳学信等^[7]发现,党员进入企业董事会及高管团队时,可以显著提高企业 ESG 责任履行。

通过对现有研究的梳理,可以发现学者们主要是从宏观层面和企业层面对 ESG 责任履行的影响因素进行分析,但对于企业层面的研究尚未形成全面的研究体系,对高管团队特征与企业 ESG 责任履行的关系尚存在研究空缺。高管团队作为企业决策主体及战略实施的核心,其稳定性特征也必然会对企业的未来发展方向和资源投入项目产生影响。而现有对于高管团队整体稳定性的研究尚局限在对企业经济效益行为的影响,鲜有对社会效益行为的探讨。那么 ESG 责任履行作为企业社会效益行为,高管团队的稳定性是否会对企业 ESG 责任履行产生影响?其中的作用机制是什么?为解决上述问题,本文基于现有理论及研究,具体探讨了高管团队稳定性对于企业 ESG 责任履行的影响。

(二) 假设提出

高阶梯队理论提出,高管的个体特征会对企业运营产生影响,而高管团队的特征是对高管个体特征的综合反映,对于企业行为有着更强的解释能力^[8]。因此,高管团队的稳定性特征作为团队结构和凝聚力的集中体现,必然影响企业 ESG 责任履行。就理论上而言,高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行可能存在截然不同的影响:一方面,基于代理理论,高管团队稳定性可能会加剧高管团队的思维固化及风险感知,使得高管团队抑制企业

ESG 责任履行;另一方面,基于理性经济人假说、前景理论,稳定的高管团队会基于履行 ESG 行为带来的未来收益及风险抑制而重视 ESG 责任履行。同时,基于专用人力资本理论,稳定的高管团队会提升企业决策和执行效率,从而促进企业 ESG 责任履行。具体分析如下。

从抑制角度来说,高管团队稳定性加剧了管理团队的思维固化和风险感知,从而降低了企业 ESG 责任履行。代理理论认为,当企业的所有者与代理人存在信息不对称或风险偏好差异时,代理人有动机进行机会主义行为^[24]。在此条件下,由于稳定的高管团队容易形成内部成员间人情关系和利益关系共同体,因此高管团队在进行战略决策时会更加重视成员意见,维护团队成员利益而非企业利益。一方面,稳定的高管团队由于长期把控企业的经营决策及战略实施,其团队成员会形成管理范式,进行流程式决策^[25]。在高管团队更为稳定的情况下,管理者的思维固化程度会不断加剧,因而排斥战略变革^[10]。而企业的 ESG 责任履行需要企业改变原有的价值至上思维,兼具考虑企业的社会效应^[22]。因此,ESG 责任履行会对高管团队过往战略进行变革,但是团队成员固有思维难以接受不同于过往流程式决策的 ESG 战略,会抑制企业 ESG 责任履行。

另一方面,高管团队稳定性可能会提升高管团队的风险规避倾向,进而抑制企业 ESG 责任履行。高管团队稳定性意味着企业内部团队成员在一段时间内并无大规模调整,团队处于更加安稳的环境,此时团队成员会避免企业受到风险冲击以损害高管团队利益^[13]。当企业进行 ESG 履责行为时,短期内会增加企业的资金压力、损害企业价值,继而对高管团队的利益造成直接损失。同时,企业的绿色技术升级和内部治理优化存在失败的可能,会加剧企业未来发展的不确定性^[26],因而对团队利益造成隐性损失。因此,稳定的高管团队为避免 ESG 责任履行带来的利益损失,会抑制企业进行 ESG 责任履行。

综上,本文提出如下假设。

H1a: 高管团队稳定性会负向影响企业 ESG 责任履行。

从促进角度来说,高管团队稳定性会提升高管团队对未来收益的预期和对未来风险的规避,增加企业战略制定和执行效率,从而提升企业 ESG 责任履行。首先,基于理性经济人假说,管理者会权衡企业执行战略决策时私人付出的成本和可能获得的收益,选择自身利益最大化的方案^[12]。在此情况下,稳定高管团队因其固定的成员结构和长期的任职经历,会使团队成员对自己的继任职位具有更长的预期,因而会更关注企业的长期价值^[9]。而 ESG 责任履行虽在短期内会给予高管业绩压力、增加企业成本,但从长期来看,企业履行 ESG 责任行为会提高企业投资效率^[23]、增加企业未来价值^[22]。因此,稳定的高管团队预期自己可以获得企业 ESG 责任履行行为后所

带来的价值增长,会更有动机促进企业 ESG 责任履行。

其次,前景理论提出,在不同情境下,管理者对风险的态度不同。在预期未来情况较差时,管理者会倾向于风险投资;在未来预期较好时,管理者则会倾向于风险规避^[27]。当高管团队处于不稳定状态时,原有经营战略会发生变革,导致公司经营行为难以连续进行,增加企业未来的发展风险^[28]。稳定的高管团队对于企业和团队发展会有更好的预期,因此有动机避免团队和企业受到风险冲击。一方面,企业进行 ESG 履责行为时会向外界资本市场传递企业经营稳健的积极信号,提升投资者对企业发展的信心,累积的声誉可以从外部增强企业的抗风险能力^[29]。另一方面,企业积极践行 ESG 行为可以使企业更加契合政府和社会的期望,减少企业在环境、社会责任及公司治理方面的问题,降低企业内部发生系统性风险的概率^[30]。稳定的高管团队基于对未来预期,有动机避免企业和团队因受到风险冲击而影响收益。因此,稳定的高管团队基于降低企业未来风险以最大化团队利益的目的,会促进企业 ESG 责任履行。

最后,根据专用化人力资本理论,稳定的高管团队在与企业长期合作的过程中,由成员相互之间长期的磨合以及共同的经历而形成的默契和凝聚力已构成企业专用人力资本^[9]。一方面,从战略制定的角度来说,稳定的高管团队内部成员间因长期合作而形成的凝聚力,能有效降低企业的沟通成本和人际冲突,抑制成员间的机会主义倾向^[14],从而更有效地达成履行 ESG 的共识;另一方面,从战略执行的角度来说,由于 ESG 责任履行是一个长期的过程,并非一蹴而就,而稳定的高管团队在保持企业战略连续性的基础上,可以帮助企业实现资源的合理配置、提升企业生产效率^[11]、保障 ESG 决策的切实履行,因此稳定的高管团队可以提升企业战略制定及战略执行效率,从而促进企业 ESG 责任履行。

综上,本文提出如下竞争性假设。

H1b: 高管团队稳定性会正向影响企业 ESG 责任履行。

三、研究设计

(一) 样本来源和样本选择

本文选取 2010—2020 年中国 A 股上市公司为研究样本,并对数据进行以下筛选: (1) 剔除金融保险业样本; (2) 剔除 ST、*ST 及数据缺失样本; (3) 为消除极端数值对结果影响,对所有连续变量在 1% 和 99% 分位上进行 Winsorize 处理。经过筛选,最终得到 23598 个观测样本。本文 ESG 评分数据主要来自和讯网,其余数据均来源于国泰安(CSMAR)数据库。

(二) 变量定义

(1) 高管团队稳定性。参考张兆国等^[12]的研究,本

文高管团队包含董事、监事会及高管成员,不包括独立董事和外部董事。具体采用样本期间内高管团队成员人数的变化情况来衡量高管团队稳定性。借鉴 Crutchley 等^[17]、张兆国等^[12]的做法,构建如下模型(1)计算高管团队稳定性:

$$STMT_{i,t+1} = \frac{M_t - S_{t,t+1}}{M_t} * \frac{M_{t+1}}{M_t + M_{t+1}} + \frac{M_{t+1} - S_{t+1,t}}{M_{t+1}} * \frac{M_t}{M_t + M_{t+1}} \quad (1)$$

其中, M_t 表示第 t 年高管团队成员总人数; M_{t+1} 表示第 $t+1$ 年高管团队成员总人数; $S_{t,t+1}$ 表示 t 年在任、 $t+1$ 年离任的高管人数; $S_{t+1,t}$ 表示 t 年不在任、 $t+1$ 年新增高管人数。STMT 取值介于 $[0,1]$ 之间,值越大,高管团队的稳定性越强。

(2) ESG 责任履行。由于国内尚缺乏公认的 ESG 评级体系,因此本文参考李井林等^[1]及张慧和黄群惠^[3]的研究,选择第三方机构和和讯网的评分数据作为企业 ESG 责任履行的衡量指标。选择该机构的原因,一方面是由于和讯网数据覆盖广泛,不仅包含企业发布的 ESG 责任报告,对于未披露社会责任信息企业,和讯网还会通过证券交易所发布的官方报告及其他信息全面评估企业的 ESG 表现。另一方面,和讯网对企业 ESG 责任履行有综合的评分机制,根据环境责任、社会贡献责任,以及供应商、客户及消费者权益责任和员工责任、股东责任五类责任履行情况,综合评判企业 ESG 履行情况。

(3) 参考已有相关文献,本文从企业特征和公司治理层面选择控制变量。同时,本文控制了年度与行业固定效应。各变量名称、符号、定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	ESG 表现	ESG	和讯网 ESG 评分
解释变量	高管团队稳定性	STMT	根据模型 (1) 计算得到
控制变量	企业规模	Size	企业总资产自然对数
	资产负债率	Lev	负债总额 / 资产总额
	现金流比率	Cashflow	经营活动现金流 / 资产总额
	企业上市年限	Listage	报告期与上市年份之差的自然对数
	第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股数量 / 总股数
	独立董事比例	Indep	独立董事人数 / 董事总人数
	董事会规模	Board	董事会总人数的自然对数
	管理层持股比例	Mshare	管理层持股数量 / 总股数
企业性质	Soe	企业股权性质为国有取 1, 否则为 0	

(三) 模型构建

为考察高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行的关系,本文构建如下回归模型(2):

$$ESG_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 STMT_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon \quad (2)$$

其中,被解释变量 $ESG_{i,t}$ 为 i 公司在第 t 年的 ESG 责任履行状况,核心解释变量 $STMT_{i,t}$ 为 i 公司在第 t 年的高管团队稳定性, $Year$ 和 $Industry$ 分别为年度固定效应与行业控制效应。 α_1 为高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行的影响,若系数为负,则假设 H1a 得到验证;若系数为正,则假设 H1b 得到验证。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

各主要变量的描述性统计如表 2 所示。在主要变量中,ESG 的均值为 24.28,说明企业 ESG 责任履行的平均水平较低;最小值为 18.45,最大值为 90.87,且标准差达到 16.250,说明不同企业的 ESG 评分差距较大。高管团队稳定性 (STMT) 均值为 0.815,说明大部分企业高管团队稳定性较高。管理层持股比例均值为 0.124,最小值为 0,最大值为 0.706,说明不同企业管理层持股比例差异较大。其余变量与已有研究^[9]基本一致。此外,本文对各变量进行方差膨胀因子 (VIF) 检验,最大值为 1.86,说明本文模型没有较大的多重共线性问题。

表 2 描述性统计

变量名称	样本数量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
ESG	23598	24.280	16.250	18.450	21.760	90.870
STMT	23598	0.815	0.199	0	0.877	1
Size	23598	22.180	1.286	19.520	22.010	26.400
Lev	23598	0.431	0.208	0.027	0.424	0.925
Cashflow	23598	0.044	0.070	-0.224	0.044	0.257
Top1	23598	0.347	0.148	0.083	0.327	0.758
Indep	23598	0.375	0.054	0.273	0.333	0.600
ListAge	23598	2.169	0.766	0.693	2.303	3.332
Mshare	23598	0.124	0.192	0	0.002	0.706
Board	23598	2.135	0.198	1.609	2.197	2.708
Soe	23598	0.370	0.483	0	0	1

(二) 实证结果分析

表 3 显示了高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行的多元回归结果。其中,列(1)为不加入控制变量,在控制年份和行业固定效应情况下,高管团队稳定性 (STMT) 对企业 ESG 责任履行 (ESG) 的影响在 1% 水平上显著为正,系数为 3.318。列(2)在加入行业、年份固定效应的基础上,还加入了所有控制变量,同时为缓解随机扰动项带来的异方差问题,在企业层面进行聚类,结果表明,高管团队稳定性 (STMT) 对企业 ESG 责任履行 (ESG) 的系数略有下降,但仍在 1% 水平上显著为正,系数为 2.021。上述结果表明,高管团队稳定性会加强企业的 ESG 责任履行,支持假设 H1b。

表 3 高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行影响检验结果

变量名称	(1) ESG	(2) ESG
STMT	3.318*** (6.914)	2.021*** (4.823)
_cons	19.782*** (12.012)	-86.857*** (-19.645)
N	23598	23598
Adj_R ²	0.118	0.276
Controls	No	Yes
Industry	Yes	Yes
Year	Yes	Yes

注：*，**，*** 分别表明系数在 10%、5%、1% 水平上显著，括号内为经过公司层面聚类标准误调整后的回归系数 t 值。

(三) 稳健性检验

1. 工具变量法

考虑到本文解释变量高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行间可能存在“互为因果”的内生性问题，本文选择工具变量进行两阶段回归。从理论而言，企业所在地的行业内其他企业的高管团队稳定性会对本企业高管团队稳定性产生影响，满足相关性。同时，其他企业的高管团队稳定性并不会直接影响企业 ESG 责任履行，满足外生性条件。具体而言，借鉴张兆国等^[12]以及刘锦英和徐海伟^[18]的研究，采用同行业、同年度的高管团队稳定性均值 (STMT_IV) 作为工具变量进行回归，结果如表 4 所示。根据第一阶段回归结果，高管团队稳定性 (STMT) 与同行业、年度的高管团队稳定性均值 (STMT_IV) 在 1% 水平上显著正相关，且 F 统计量为 151.376，远大于临界值 10，说明不是弱工具变量。在第二阶段回归中，通过工具变量估计得到的高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行在 5% 水平上显著为正，系数为 13.665，即高管团队稳定性会促进企业 ESG 责任履行，说明在减少内生性问题后，本文结论依然稳健。

2. Heckman 两阶段法

考虑到由于 ESG 履责行为更积极的企业本身就存在更加稳定的高管团队，而高管团队稳定性会受到公司内部特征影响，并且这些因素也可能影响企业 ESG 责任履行，上述内容表明对高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行的考察可能存在内生性问题，因此本文选择 Heckman 两阶段法缓解这一问题。在第一阶段模型中，通过高管团队稳定性的中位数构建虚拟变量，高于中位数为 1，否则为 0；同时以主效应回归模型中所有控制变量为解释变量，用 Probit 模型对虚拟变量进行回归，根据回归结果计算逆米尔斯比率 (Imr)。在第二阶段模型中，将逆米尔斯比率 (Imr) 作为控制变量带入主效应模型重新进行回归，回归结果如表 4 列 (3) 所示。根据表 4 中的列 (3) 可以看出，回归结果仍然在 1% 显著为正，系数为 2.053，与

前文结论基本一致，说明在控制可能的内生性问题后，本文结果依然成立。

表 4 稳健性检验回归结果

变量名称	第一阶段 STMT	第二阶段 ESG	(3) ESG	(4) ESG	(5) ESG	(6) ESG2
STMT_IV	0.981*** (12.30)					
STMT		13.665** (2.93)	2.053*** (4.458)	1.202** (1.998)		0.201*** (6.852)
STMT2					6.162*** (9.924)	
Imr			284.640*** (3.950)			
_cons	-0.981 (-1.26)	-97.121*** (-23.05)	-315.069*** (-7.988)	-84.291*** (-17.054)	-90.712*** (-20.420)	-1.585*** (-4.603)
N	23598	23598	23598	13008	23598	23598
Adj_R ²	0.048	0.256	0.277	0.273	0.279	0.236
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
F-stat	151.376	31.12				

3. 倾向得分匹配法

为保证本文主效应的可靠性，更好地诠释高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行之间的因果关系，本文还采用了倾向得分匹配法 (PSM) 进行稳健性检验。具体而言，以高管团队稳定性的中位数为界限构建虚拟变量，高于中位数为处理组，低于中位数为对照组。以本文所有控制变量作为协变量，采用一对一最近邻匹配法进行配对。经 PSM 匹配后，上述协变量在处理组和对照组之间均不存在显著差异。进一步将匹配后的样本进行重新回归，回归结果如表 4 中列 (4) 所示。根据表 4 列 (4) 中的回归结果，高管团队稳定性 (STMT) 仍在 5% 水平上显著为正，系数为 1.202，基本与前文一致。

4. 更换解释变量

基于《公司法》中对高管团队人员的定义，重新将高管团队成员界定为经理、副经理、财务负责人、董事会秘书及其他人员为公司中的高管人员。同时参考罗进辉等^[9]的研究，根据重新界定的高管成员范围构建高管团队稳定性 (STMT2)。通过重新计算的高管团队稳定性 (STMT2) 变量重新对企业 ESG 责任履行 (ESG) 进行回归分析，回归结果如表 4 中列 (5) 所示。根据表 4 中的列 (5) 所示，高管团队稳定性 (STMT2) 的系数仍在 1% 水平上显著为正，系数为 6.162，说明在重新界定高管成员范围后，前文的结论仍然稳健。

5. 更换被解释变量

借鉴高杰英等^[23]的方法，选取华证 ESG 评级指标对

企业 ESG 责任履行进行衡量,华证 ESG 将企业 ESG 责任履行情况分为 9 个等级,从 9—1 给予相应评分。通过上述处理,重新对高管团队稳定性 (STMT) 与企业 ESG 责任履行 (ESG2) 进行回归,回归结果如表 4 中的列(6)所示。根据表 4 中列(6)所示,回归结果在 1% 水平上显著为正,系数为 0.201,与主效应结果基本一致,说明本文结果并不会受不同的 ESG 评级方式影响。

五、进一步分析

(一) 作用机制检验

根据前文实证结果分析,高管团队稳定性会促进企业 ESG 责任履行。但具体高管团队稳定性是通过什么机制对企业 ESG 责任履行产生影响的呢? 通过前文分析可以看出,高管团队稳定性会提升高管团队对未来收益的预期和对未来风险的规避,增加企业战略制定和执行效率,从而提升企业 ESG 责任履行。在此情况下,高管团队整体利益与履行 ESG 责任行为后的长期利益紧密相连,当企业切实履行 ESG 的行为受到外界利益相关者的感知时,稳定的高管团队才能获得 ESG 行为的附加价值。因此,本文认为高管团队稳定性主要是通过降低团队成员的管理者短视,从而促进企业 ESG 责任履行。具体而言,稳定的高管团队降低了成员离职率,使高管团队成员对获得未来的预期收益的期待更强,会减少成员间的短视行为^[26],更加重视 ESG 责任履行长期带来的附加利益。此外,稳定的高管团队内部成员间凝聚力更强,各成员会更关注企业长期发展,减少团队内部短视氛围,提升企业决策质量^[30],减少企业进行 ESG 履责行为的阻碍。由此,本文认为,管理者短视是高管团队稳定性影响企业 ESG 责任履行的作用机制之一。

由于管理者与股东之间存在利益关系,当股东频繁进行股票交易时,管理者也会根据股东行为进行短期行为以迎合股东。因此本文参考刘瑞和陈收^[31]研究,采用股票换手率作为衡量管理者短视 (Turn) 的代理变量。具体计算方式为:

$$Turn_i = \frac{Vol_i}{V_i} \quad (3)$$

其中, Vol_i 为当年股票成交数量, V_i 为当年流通股股数。

为验证管理者短视的中介作用,构建以下机制检验模型:

$$Turn_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STMT_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

$$ESG_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 STMT_{i,t} + \gamma_2 Turn_{i,t} + \gamma_3 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (5)$$

机制检验具体回归结果如表 5 所示。表 5 的列(1)为第二步检验结果,高管团队稳定性 (STMT) 与管理者短视 (Turn) 在 1% 水平上显著,系数为 -0.340;表 5 的列(2)为第三步检验结果,高管团队稳定性系数仍在 1% 水平上显著,系数为 1.947,其回归系数小于列(1)中企业 ESG 责任履行 (ESG) 回归系数。其中,管理者短视 (Turn) 系数在 1% 水平上显著,系数为 -0.216。综上,机制检验回归结果表明,管理者短视在高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行的关系中起到了部分中介作用。此外,本文进行了 Sobel 检验,检验结果在 1% 水平上显著为正,进一步验证了管理者短视发挥了部分中介作用。

(二) 异质性分析

在前文研究基础上,本文进一步探究高管预期任期、股权激励,以及媒体关注度是否会影响高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行之间的因果关系,主要试图考察以下问题:第一,高管对于未来职业生涯的预期无疑是高管在权衡风险和收益时的重要影响因素,那么高管预期任期是否会影响高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行的关系? 第二,如果股权激励是让高管与企业的利益趋于一致的激励方案,那么股权激励是否会加强稳定的高管团队对企业长期价值的关注,从而促进企业 ESG 责任履行? 第三,稳定的高管团队作为企业战略决策和执行的核力量,外界的媒体关注度是否会让其更加重视企业非财务表现,进而促进企业 ESG 责任履行?

综上,高管预期任期、股权激励水平和媒体关注度将从未来收益感知和外界监督两个角度对高管团队稳定性和企业 ESG 责任履行的关系产生影响,因此本文采用构建交乘项的方法分别从这三方面进行异质性分析。

1. 高管预期任期

由于 ESG 责任履行的利益具有一定滞后性,因此在此情况下,若稳定的高管团队预期任期较短,那么高管团队成员难以获得 ESG 责任履行后的利益及资源,会降低稳定的高管团队与企业 ESG 责任履行之间的关系。并且,企业对于管理者的业绩评判主要根据会计指标,当高管团队预期任期较短时,高管团队成员会将企业内部资源更多投资于短期项目,以增加企业短期业绩,从而削减对企业长期项目的投资^[32],抑制企业 ESG 责任履行。相反,当稳定的高管团队具有较长的任职预期时,由于团队内部管理者可以享受企业履行 ESG 行为所带来的利益,因此会促进企业 ESG 责任履行。因此,本文认为高管预期任期对企业 ESG 责任履行具有调节作用,即高管预期任期越长,高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行的作用越强。

参考张兆国等^[32]研究,采用以下公式计算高管预期任期。

$$Etenure_{i,t} = (tenure_{industry,t} - tenure_{i,t}) + (age_{industry,t} - age_{i,t}) \quad (6)$$

其中, $Etenure_{i,t}$ 为高管预期任期, $tenure_{industry,t}$ 为同行业公司截止 t 年的高管平均任职年限, $tenure_{i,t}$ 为 i 公司截止 t 年的高管平均任职年限, $age_{industry,t}$ 为同行业公司截止 t 年的高管平均年龄, $age_{i,t}$ 为 i 公司截止 t 年的高管平均年龄。为验证高管预期任期的调节效应, 构建高管团队稳定性 (STMT) 与高管预期任期 (Etenure) 的交乘项, 并加入主效应模型进行回归, 回归结果如表 5 的列 (3) 所示。根据表 5 中列 (3) 的回归结果, 高管团队稳定性与高管预期任期的交乘项 (STMT*Etenure) 的系数在 1% 水平上显著为正, 系数为 0.064, 说明高管预期任期会正向调节高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行之间的关系。

2. 股权激励水平

一方面, 由高管团队与股东之间的经营权与所有权分离所导致的代理问题会使得管理团队具有机会主义动机, 而通过股权激励可以使高管团队利益与企业未来发展深度捆绑, 使其享受企业履行 ESG 行为所带来企业价值提升; 另一方面, 高管团队持股比例的增加可以强化高管团队在企业经营中的权力, 并且稳定的高管团队所具有的凝聚力可以使分散的股权集中, 使其在企业未来战略房发展中的影响力大幅提升, 使企业更有能力进行有利于团队成员利益的决策^[9]。因此本文认为, 股权激励水平对高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行的关系具有调节作用, 即股权激励水平越高, 高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行的作用更强。

参考罗进辉等的^[9]研究, 采用高管持股数占总股数的比例对股权激励水平进行衡量。通过构建股权激励水平 (Mshare) 与高管团队稳定性 (STMT) 的交乘项, 加入主效应模型进行回归, 验证股权激励水平的调节作用, 回归结果如表 5 中列 (4) 所示。根据表 5 中列 (4) 回归结果, 高管团队稳定性与股权激励水平的交乘项 (STMT*Mshare) 系数在 1% 水平上显著, 系数为 0.053, 说明股权激励水平正向调节高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行之间的关系。

3. 媒体关注度

一方面, 企业履行 ESG 行为需要被外界利益相关者识别才能获得社会资源支持。当企业的媒体关注度更高时, 企业履行 ESG 行为的信号可以更快传播给外部利益相关者, 加快企业进行 ESG 活动所获得的收益的兑现时间, 从而放大 ESG 责任履行收益, 表现为“保险效应”。另一方面, 媒体关注越强, 企业受到的外部监督越严苛, 外界利益相关者对于企业丑闻和负面消息更加敏锐, 管理者基于声誉或自身利益, 会减少短视行为, 表现为“监督效应”。基于此, 在媒体关注度更高时, 不仅会发挥“保险效应”, 降低稳定的高管团队进行 ESG 责任履行的风

险, 对收益起到快速兑现的作用, 同时还会发挥“监督效应”, 直接对高管团队进行监督, 减弱管理者短视, 从而加强 ESG 责任履行。因此, 本文认为, 媒体关注度在高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行具有调节作用, 即媒体关注度越高, 高管团队稳定性对企业 ESG 责任履行的作用越强。

参考徐鹏等^[10]研究, 本文采用网络和报刊对企业报道的年度新闻数量衡量媒体关注度。通过构建高管团队稳定性 (STMT) 与媒体关注度 (Mda) 的交乘项, 加入主效应进行回归, 验证媒体关注度调节作用, 结果如表 5 中列 (5) 所示。根据表 5 中列 (5) 的回归结果, 高管团队的稳定性与媒体关注度的交乘项 (STMT*Mda) 系数在 5% 水平上显著为正, 系数为 0.443, 说明媒体关注度对高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行之间的关系起正向调节作用。

表 5 机制检验及异质性检验分析结果

变量名称	(1) Turn	(2) ESG	(3) ESG	(4) ESG	(5) ESG
STMT	-0.340*** (-5.953)	1.947*** (4.666)	-0.885* (-1.669)	-1.741*** (-2.596)	1.178** (2.101)
Turn		-0.216*** (-3.863)			
STMT*Etenure			0.064*** (3.003)		
STMT*Mshare				0.053*** (5.886)	
STMT*Mda					0.443** (2.261)
Etenure			-0.051*** (-6.682)		
Mshare				2.832*** (3.151)	
Mda					-0.405** (-2.360)
Sobel		0.073*** (3.419)			
_cons	17.141*** (40.003)	-85.485*** (-19.116)	-81.301*** (-18.114)	-83.729*** (-18.866)	-86.305*** (-19.467)
N	23598	23598	23598	23598	23598
Adj_R ²	0.367	0.277	0.280	0.279	0.277
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

六、结论与启示

(一) 研究结论

本文以 2010—2020 年中国 A 股上市公司 23598 个样本数据,从高管团队稳定性角度探讨了企业 ESG 责任履行的影响因素。实证结果发现:(1)高管团队稳定性会正向影响企业 ESG 责任履行,说明稳定的高管团队会提高内部成员对未来收益的预期及风险规避的需求,加强企业内部战略制定和执行效率,从而促进企业 ESG 责任履行。(2)机制检验表明,管理者短视是高管团队稳定性影响企业 ESG 责任履行的路径,说明稳定的高管团队主要是通过抑制高管团队成员间的短视行为,促进企业 ESG 责任履行。(3)异质性分析发现,高管预期任期、股权激励水平,以及媒体关注度会正向调节高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行的关系。

(二) 实践启示

从企业内部层面而言,企业应重视高管团队的稳定性在企业经营中的作用。本文研究结果表明,稳定的高管团队会提升企业未来可持续发展能力,因此企业应保持适度的稳定性,以激励高管减少短视行为,为企业长期价值而进行合理的战略决策。此外,异质性分析结果表明,给予高管更长的职业生涯预期和适度的股权激励,可以有效缓解高管团队与企业的代理冲突,将高管团队利益与企业长期发展利益契合。因此,企业应设置合理的人力管理系统和激励方式,以公平的评价方式提高管理团队对职位继任的预期,以股权激励的方式提升高管团队对企业可持续发展的积极性。

从企业外部层面而言,一方面,应鼓励投资者加强对企业 ESG 责任履行行为的关注,提升企业履行行为后的社会价值提升。通过本文假设论证过程,可以看出 ESG 责任履行行为为企业带来的附加价值是稳定的高管团队进行该行为的动机,因此投资者对于企业 ESG 行为愈发关注,高管团队才越有动机进行该行为以获取社会价值。另一方面,应加强第三方机构投资者对企业 ESG 责任履行状况的关注,本文结果表明媒体关注可以正向调节高管团队稳定性与企业 ESG 责任履行之间的关系。良好的外界监督机制不仅可以加强高管团队的违规行为成本、提升企业治理能力、促进企业长期价值,还能使高管团队意识到社会环境的软性约束,强化企业对非财务行为的重视,加强对于 ESG 行为的履责力度。

[参考文献]

[1] 李井林, 阳镇, 陈劲, 等. ESG 促进企业绩效的机制研究——基于企业创新的视角 [J]. 科学学与科学技术管理, 2021, 42(9):71-89.

[2] 王禹, 王浩宇, 薛爽. 税制绿色化与企业 ESG 表现——基于《环境保护税法》的准自然实验 [J]. 财经研究, 2022, 48(09):47-62.

[3] 张慧, 黄群慧. 制度压力、主导型 CEO 与上市公司 ESG 责任履行 [J]. 山西财经大学学报, 2022, 44(09):74-86.

[4] Mu W, Liu K, Tao Y, Ye Y. Digital finance and corporate ESG [J]. *Finance Research Letters*, 2023, 51(1):1-9.

[5] DasGupta R. Financial performance shortfall, ESG controversies, and ESG performance: Evidence from firms around the world [J]. *Finance Research Letters*, 2022, 46(3):1-8.

[6] Bryan W. Husted, José Milton de Sousa-Filho. Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America [J]. *Journal of Business Research*, 2018, 102(9):220-227.

[7] 柳学信, 李胡扬, 孔晓旭. 党组织治理对企业 ESG 表现的影响研究 [J]. 财经论丛, 2022(1):100-112.

[8] Donald C. Hambrick, Phyllis A. Mason. Upper Echelons: The organization as a reflection of its top managers [J]. *The Academy of Management Review*, 1984, 9(2):193-206.

[9] 罗进辉, 刘海潮, 巫奕龙. 高管团队稳定性与公司创新投入:有恒产者有恒心? [J/OL]. 南开管理评论:1-25[2023-06-07].

[10] 徐鹏, 李廷刚. 高管团队稳定性、战略变革与衰退企业逆转 [J]. 财经论丛, 2022(07):90-101.

[11] Agarwal J, Braguinsky S, Ohyama A. Centers of gravity: The effect of stable shared leadership in top management teams on firm growth and industry evolution [J]. *Strategic Management Journal*, 2020, 41(3):467-498.

[12] 张兆国, 曹丹婷, 张弛. 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, 2018(12):48-55.

[13] 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.

[14] Oh H, Labianca G, Chung M. H.. A multilevel model of group social capital [J]. *The Academy of Management Review*, 2006, 31(3):569-582.

[15] Kato T., Long C.. Executive turnover and firm performance in China [J]. *The American Economic Re-*

view,2006,96(2):363-367.

[16] Ma S, Seidl D. New CEOs and their collaborators: Divergence and convergence between the strategic leadership constellation and the top management team[J]. Strategic Management Journal,2018,39(3):606-638.

[17] Crutchley C E., Garner J L., Marshall B B.. An Examination of Board Stability and the Long-Term Performance of Initial Public Offerings[J]. Financial Management,2002,31(3):63-90.

[18] 刘锦英,徐海伟. 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,2022,38(02):71-84.

[19] 徐鹏,李廷刚,白贵玉. 高管团队稳定性与上市公司违规行为关系研究[J]. 科学决策,2022(02):1-19.

[20] 罗进辉,刘玥,杨帆. 高管团队稳定性与公司债务融资成本[J]. 南开管理评论:1-41[2022-12-01].

[21] Li Y, Gong M, Zhang X, Koh L. The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power[J]. The British Accounting Review,2018,50(1):60-75.

[22] Xie J, Nozawa W, Yagi M, Fujii H, Managi S. Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance?[J]. Business Strategy and the Environment,2019,28(2):286-300.

[23] 高杰英,褚冬晓,廉永辉,等. ESG表现能改善企业投资效率吗?[J]. 证券市场导报,2021(11):24-34+72.

[24] Kathleen M. Eisenhardt. Agency Theory: An Assessment and Review[J]. The Academy of Management Review,1989,14(1):57-74.

[25] Patrick L. McClelland. CEO Commitment to the status quo: replication and extension using content analysis[J]. Journal of Management,2010,36(5):1251-1277.

[26] 解学梅,朱琪玮. 企业绿色创新实践如何破解“和谐共生”难题?[J]. 管理世界,2021,37(01):128-149+9.

[27] Kahneman D, Amos T. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk[J]. Econometrica, 1979,47(2):263-291.

[28] John M. B, Dmitriy V. C, Glen R. W. Top management team turnover, CEO succession type, and strategic change[J]. Journal of Business Research,2010,64(8):904-910.

[29] 伊凌霄,蒋艺翹,姚树洁. 企业ESG实践的价值创造效应研究——基于外部压力视角的检验[J]. 南方经济,2022(10):93-110.

[30] Derek C. M, Simon S. K. L. The Effects of Job Complexity and Autonomy on Cohesiveness in Collectivistic and Individualistic Work Groups: A Cross-Cultural Analysis[J]. Journal of Organizational Behavior,2003,24(8):979-1001.

[31] 刘端,陈收. 中国市场管理者短视、投资者情绪与公司投资行为扭曲研究[J]. 中国管理科学,2006(02):16-23.

[32] 张兆国,刘亚伟,杨清香. 管理者任期、晋升激励与研发投入研究[J]. 会计研究,2014(09):81-88+97.

TMT Stability and The Performance of Corporate ESG Responsibilities

WANG Hai fang, QIN Yu

(School of Business Administration, Xinjiang University of Finance and Economics, Urumqi, Xinjiang 830012)

Abstract: ESG has become a booster for promoting high-quality development of the national economy, but research on the influencing factors of ESG responsibility fulfillment is still in the ascendant. Using relevant data from A-share listed companies from 2010 to 2020 as a sample, this study investigates the specific impact and mechanism of the stability of top management team on ESG responsibility fulfillment in enterprises. Research has found that the stability of top management teams positively affects the fulfillment of ESG responsibilities in enterprises; Through mechanism testing, it was found that the stability of the top management team can promote the fulfillment of ESG responsibilities by reducing managerial myopia; In heterogeneity analysis, it was found that executive expected tenure, equity incentive level, and media attention positively regulate the relationship between executive team stability and corporate ESG responsibility fulfillment.

Key words: Stability of Top management Team(TMT); ESG responsibility performance; Managerial Myopia