

## 夏春：女性企业高管如何为股东创造价值？

英语里面有一个专用名词 Alpha Female，Google DeepMind 将研发的智能围棋系统命名为 AlphaGO 也许和这有些关联。3 月 9 日，AlphaGO 开始了连胜李世石的传奇。把时间拉回到前一天，在今年的 3 月 8 日，全球第二大投资管理公司道富环球投资管理（State Street Global Advisors）推出了一个代码为 SHE 的交易所买卖基金，专门投资于那些拥有较多女性企业领导层的公司股票，更中性的表述称这些公司高管具有性别多样性。

### 女性领导力基金

SHE 的推出是基于 MSCI 在 2015 年 11 月发布的一项研究：MSCI 全球指数里拥有“女性领导力”的公司在 2009 年 12 月-2015 年 8 月的每年平均资本回报率为 10.1%。这样公司满足下列三个条件之一：（1）公司首席执行官为女性，另外董事会至少有一名女性董事；（2）董事会至少有三名女性董事；（3）董事会女性比例高于所在国的平均水平。研究发现不具备这些特征的公司的每年平均资本回报率为 7.4%。

MSCI 的发现并非独家，实际上类似发现很多，仅举数例：早在 2007 年麦肯锡就发布报告指拥有显著性别多样性的欧洲公司的资本回报率为 11.4%，高出平均水平 10%，息税前利润高出平均水平 48%，股价增长率高出泛欧 600 指数 1.7 倍。2012 年瑞士信贷的研究报告发现董事会拥有至少一名女性董事的公司股价表现好过全部由男性组成董事会的公司股价，在市值低于 100 亿美元的公司表现更加明显（见图 1）。不仅如此，前者具有更高的平均资本回报率，更低的负债率，更高的市净率和更快的收入增速。这些公司在后续更新的报告里再次确认了这些发现，其他就单个发达国家进行的案例研究也基本给出支持性结论，倒是本文接下来会给出一个有趣的反例。

图1：瑞士信贷发现有女性董事的公司股价表现更好



来源：Credit Suisse Research, 2012, *Gender Diversity and the Impact on Corporate Performance*

实际上，第一个推出以女性领导力为主题的ETF并非道富，而是巴克莱在2014年7月10日推出的WIL(Women In Leadership)交易所买卖基金。图2显示，WIL（蓝色）在多数时间表现略好于标普500指数，不过其更小的波动性是以较低的流动性和交易量换取的，而SHE在推出后两个月的表现和标普500指数基本持平。

图2：巴克莱WIL基金和标普500指数对比



不光咨询公司和金融界，学术圈对这个问题也产生了浓厚的兴趣，而且他们采取了控制企业特征，行业特征，高管个人特征等方法争取做到更合理对比。应该说，在更高标准和鼓励发表反对意见的氛围下，学者对于女性高管是否更擅长创造价值没有统一的结论。另外，学者特别在乎“先有鸡还是先有蛋”这个问题，有可能并非女性高管让公司股价更高，而是更好的公司聘请了更多的女性高管。之前的研究都很难解决这个问题，但最新的一项研究由香港大学完成，研究者采取了逆向思维的方法较好地处理了这一难题。他们发现，即使在高标准的控制下，那些因为疾病和意外事件导致女性董事突然去世的公司股价在短期和长期的下跌相对于男性董事的突然去世更加明显。而且，当去世的女性董事的职位由男性董事替代时，股价的下跌会更加突出。研究结论是市场认为女性董事能为公司创造出更高的价值（前面提到的女性董事少或者没有的公司股价表现不好，一种可能是知道公司表现不佳的女性董事选择提前离职，而“突然”事件可以排除这种可能）。研究还发现那些具有更严格的人才选拔机制的公司更能让女性高管发挥才智。另外，学者们还发现拥有至少一位女性董事的未上市公司相比没有的破产概率要低 20%，而且公司破产概率随着女性董事的增加而变得更小。

### 女性高管创造股东价值的原因

综合来看，相对男性，女性不仅仅自己是优秀的投资者（参见《女性投资理财更有优势？》做出的解释），还可能为其他投资者创造出更多的价值（Women are not only good investors, but also could be good for investors）。原因有以下几点：

1) 多元化的领导风格。诸多研究证明女性在包括辅导和训练等领域内有特别的领导力特征。更重要的是，由于大多数女性表现出的共享与合作特质，由女性掌权的公司会降低首席执行官的单人绝对统领，而由大家共同商议达成决定；

2) 高级管理层更好的沟通。研究表明有女性存在的团队沟通程度会显著提升；

3) 良好的公司治理。研究表明有女性董事的公司有更好的企业与社会治理方法。这类公司对投资者更加透明，造假和其他财务诈骗的可能性也较低。

4) 更加审慎的财务政策。有女性董事的上市企业比没有女性董事的上市企业使用更低的财务杠杆。例如瑞士信贷的研究显示，较低杠杆的欧洲上市公司在过去 20 年中平均每年跑赢大盘 2.5%，在过去 4 年中平均每年跑赢大盘 6.5%。

### **提高企业女性高管的比例**

目前，企业女性高管的比例远低于女性就业比重，图 1 显示在美国标普 500 的公司女性董事只有 19.2%，新兴市场这个比例只有 8.4%。推出 WIL 基金的巴克莱也没能做到自己定义的“女性领导力”标准（首席执行官为女性或者董事会女性董事达到 25%）。前面提到的这些发现很自然地引向了另外一个问题：企业能否通过提高女性高管的比例来提升企业业绩和股票价格。MSCI，麦肯锡和许多关注女性权利的组织在一起积极推动企业女性高管比例的提升，例如达到 30% 的目标（在 MSCI 数据里，只有三个国家这一比重超过了 30%，包括挪威 40.1%，瑞典 33.7% 和法国 33.5%）。

无独有偶，今年 3 月 8 日香港的非盈利机构社商汇贤发表了最新的《香港企业女性董事概况报告》。指出构成恒生指数的 50 家上市公司的 638 名董事中只有 71 人为女性(11.1%)，与上年持平，落后英国的 26.1%及美国的 20%，甚至低于其他亚洲国家如马来西亚（13.4%）及印度（12.3%）。此外，所有董事均为男性的企业数目由 14 家上升至 16 家，而且有 7 家恒指企业自 2009 年来一直没有女董事。图 3 显示香港大企业在实现领导层性别多样性上进展缓慢。该报告的主旨是呼吁香港企业订立任命女性的自愿性目标，最少一年增加任命多一名女性董事，以增加董事会中的多元性，帮助企业发展。

**图3：高管性别与香港恒指成分股票表现**



来源：Eirc Chiang and Sunny Huang, 2014, *Babe, Can I Trust You with My Money?*

眼尖的读者应该注意到《香港企业女性董事概况报告》并没有展示香港公司股价表现和董事会成员性别组成的关系。我的两位硕士课程学生倒是做了一个非常简单(也就不太严格)的分析，发现恒生指数这 50 家上市公司里在 2014 年拥有女性管理层和女性独立董事的公司在过去十年的股票价格表现显著落后于大盘，反而是那些全部为男性组成管理层和董事会的公司股价表现显著领先于大盘。这样的结果让人意外，可能和香港的企业文化有深层次的联系。如果不寻根究底的话，这个发现倒称得上是一个“战胜恒指”的简单策略。

### 强制性还是自愿性提高？

提高女性高管在董事会的比例有强制性和自愿性两种方法。作为反对“性别歧视”的先驱，挪威在 2003 年规定上市公司到 2005 年 7 月 40%的董事会成员必须是女性（当时这一比例只有 9%），目的是打破天花板，推动性别平等。2005 年没有达标后，这一法律变成强制执行，2008 年开始仍然不能达标的公司必须解散。研究发现市场在法律公开的时候就反

应负面，那些没有女性董事的公司股价下跌幅度更大，因为市场担心新增加的女董事过于年轻而且缺乏经验（董事会规模没有增大，男性董事减少）。事实上，市场的判断也是对的，在接下来几年里，受到影响的公司利润下滑，负债增加，运营成本上升，经营业绩表现明显下降（支持的观点则认为裁员减少和符合条件的女性董事会逐年增加）。大约 20% 的上市公司不得不选择改变公司法人结构或者退市成为私人公司来应对法律。我想这也是为什么香港的社商汇贤呼吁企业订立任命女性的自愿性而非强制性目标。不过，这些在学术圈形成巨大影响的研究并没有对欧洲国家的政策执行产生效果，芬兰，冰岛，西班牙，荷兰已经相继从 2010 年开始采取了类似强制规定（但从 MSCI 的研究看到 2015 年底都还没有达到法律规定的比例），法国，德国也即将实施，据说亚洲的印度和马来西亚也有意效仿。

反而是前面提到的香港大学的研究特别强调了公司自愿性提高女性高管比例的重要性：如果“天花板效应”是因为更严格的人才选拔机制造成，那么就有它存在的价值。在这样的制度下，被选拔出来的具备高能力高才智的女性高管更能够为公司和股东创造价值。

文章来源：FT 中文网；本文的网址：<http://www.ftchinese.com/story/001067953>