

中小企业高层管理者 特征与企业可持续增长

——基于管理防御理论的分析

蒋尧明 章丽萍*

摘要: 本文基于管理防御理论,结合高阶理论、资源基础理论、管理特质理论和社会资本理论,在分析管理防御对企业财务决策影响机制的基础上,将高阶理论中的有限理性和自由裁量权与企业可持续增长相结合,以 2006-2010 年中国中小企业上市公司为主要研究对象,系统考察了高层管理者特征对企业可持续增长实现程度的影响。研究结果表明:高层管理者的年龄与企业可持续增长呈倒 U 型关系;高层管理者的教育水平与企业可持续增长呈正相关关系;高层管理者任期与企业可持续增长不存在显著的倒 U 型关系;高层管理者专业背景和社会背景与企业可持续增长不存在显著的相关关系,但有呈负相关关系的趋势。

关键词: 可持续增长 高层管理者特征 管理防御 中小企业

一、问题的提出

增长意味着企业被市场所认同和接受、意味着企业的成功,因此,增长是企业管理的核心问题,是企业追求的目标。一方面,维持持续增长是非常困难的,Zook 和 Allen(1999)发现,7 个企业中只有 1 个企业能实现持久和有效的增长。另一方面,增长是企业业绩考核和激励的关键内容,是考核高层管理者(简称高管)绩效的核心指标。因此,政府部门和企业存在追求增长的迫切要求。一些企业在增长利益的诱惑下,会超越企业财务资源的约束,盲目追求高速增长。而过度增长会使企业财务资源严重匮乏,导致破产或产生财务危机(Higgins,2001)。企业增长速度与财务风险有很强的正相关关系,企业超速增长显著地增大了企业发生财务危机的概率,并且超速增长率与财务危机发生概率显著正相关(崔学刚等,2007)。另外,增长过慢,又可能使企业资源不能有效利用,进而丧失增长能力和市场竞争能力,同样会导致破产或发生财务危机。因此,针对企业的增长问题,分析影响企业增长的影响因素,研究实现企业持久和有效增长的途径,避免出现增长中的财务危机,以确保企业能够实现可持续增长,一直是公司财务管理领域一项重要的研究课题。

企业增长目前仍然是一个具有很强“黑箱性质”的问题,对其内在规律的认识仍然存在严重不足(Alejandro, et al., 2009)。资源基础理论认为企业是“资源的集合体”,企业内部拥有的资源状况是决定企业能力的基础,企业能力决定了企业成长的速度、方式和界限,而企业能力的最重要的载体是企业家能力。企业持续增长就是不断对变化的生产机会的把握,而生产机会的把握取决于企业家的特质和能力。资源基础理论主要关注企业内部人力资本和物质资本及其能力的作用,认为企业增长完全是企业内部资源和能力调

* 蒋尧明,江西财经大学会计发展研究中心,邮政编码:330013,电子信箱:jianghym@163.com;章丽萍,江西财经大学会计发展研究中心、华东交通大学经济管理学院,邮政编码:330013,电子信箱:hbzlh@163.com。

本文得到以下项目的资助:教育部人文社科研究一般项目“上市公司财务预测信息虚假陈述的经济后果及其监管”(10YJA790082)、江西省社科规划课题“江西省上市公司可持续增长能力研究”(08JL04)。特别感谢匿名审稿人提出的宝贵建议,当然文责自负。

适、发展的结果,企业人力资本是企业运行至关重要的无形资产,是企业员工能力的重要来源。Zook 和 Allen(1999)发现,企业的成功或失败取决于管理决策,而不是外在因素。由于高管是企业决策的制定者和执行者,高管的认知基础、价值观、洞察力和这些特质的作用过程是影响组织战略制定和决策的关键因素。高阶理论认为管理者信仰、价值观、认知和个人特征密切相关,高管的基本特征背景,如年龄、职业背景、职业经历、受教育程度、社会经济背景、财务地位、异质性等,是形成其认知基础、价值观和洞察力的重要因素,它们决定了高层管理者在管理工作中的偏好(Chen, et al., 2010)。分析和实证研究表明,高管的人口背景特征影响了高管的个人信念和情绪,进而会影响到高管的管理行为,高管特征是影响企业决策和绩效的重要因素(Chen, et al., 2010; Sabina, 2010)。

研究发现,不同规模的企业有不同的增长表现。Gibrat 法则揭示了企业规模、成长性及产业结构的关系,但是对中小企业却没有得到认可。Park 和 Jang(2010)以全部和长期负债杠杆、留存收益和发展机会为控制变量,研究发现就企业规模而言,小型企业增长速度高于大型企业,但是随着规模扩大,增长率逐步降低,且大型企业增长率降低较小型企业要慢;就国际化而言,国际化程度高的小型企业的增长率随规模扩大降低的幅度较本土企业快,而国际化程度高的大型企业较本土企业要慢。而且,在完善的外部融资环境下,中小企业有着比大型企业更快的增长速度。

中小企业是推动国民经济发展的力量。与大企业相比,中小企业普遍历史较短,多数由那些在残酷的市场竞争中脱颖而出的经营能力很强的企业创始人直接掌控,董事长大多兼任总经理。作为企业创立者或者与创立者有密切关系的高管对企业经营管理有先天的控制权,企业创立者对企业有很强影响力,他们决定着企业的战略、财务、经营决策(Adams, et al., 2009)。而且中国的企业往往处于发展的初期,CEO 拥有更多的所有权益,因而在企业经营管理中的地位更加突出(Zhang, et al., 2011)。同时,相比大企业,中小企业更容易受外部环境影响。因此针对中小企业高管特征对中小企业的可持续增长进行研究,客观地分析影响中小企业可持续增长的因素,这对于帮助我国中小企业应对复杂的市场环境、实现持续增长具有重要的意义。

已有研究主要关注高管人口背景特征如年龄、教育水平、任期、专业背景、社会背景(如政治背景等)和性别等对企业决策(如研发投入、IPO 时间、社会责任、多元化等)以及公司绩效、企业成长、创新绩效等的影响,而人口背景特征如何作用于企业行为、进而影响相关绩效的作用途径和作用机理尚缺乏研究。姜付秀等(2009)研究了管理者背景特征对企业过度投资行为的影响,从财务决策行为这个作用途径探索了高管特征对公司业绩影响的作用机理,而对更大范围的财务决策行为如投资、融资、股利分配、盈余管理等的作用机理则尚未展开。另外,管理防御作为一个带有普遍性的现象,涉及到管理者更深层次的内心想法,直接影响到企业的财务决策行为,且管理者的背景特征直接影响到管理防御程度(黄国良等,2010)。因此,从管理防御的角度出发,探讨高层管理者特征对财务决策行为进而对企业可持续增长的影响,将具有十分重要的意义。

本文的贡献主要表现在以下几点:首先,现有的研究多从企业家理论、高阶理论、委托代理理论和管家理论的视角出发,本文结合了管理防御这个角度,探讨高管特征对企业绩效的影响,有助于拓宽企业增长问题的研究视野。其次,本文将财务决策行为纳入高管特征对决策行为影响的研究范围,并从研究高管特征对企业投资、融资、盈余管理和股利分配等财务决策行为影响的作用路径出发,研究企业增长问题,有助于明晰高管特征对企业绩效的作用机理,更好地揭示企业增长动因。再次,与大多数研究高管特征对公司绩效的影响不同,本文关注的管理防御背景下高管特征对中小企业可持续增长是否存在影响,以及它们如何影响企业可持续增长,比单纯的增长研究更有价值,得出的研究结论将更有助于企业实现适度、可持续增长,更具有现实指导意义。最后,本文关注并探讨的是高管特征对中小企业可持续增长的作用,得出的结论更有针对性。

二、理论分析与研究假设

(一) 管理防御下中小企业高管特征与企业可持续增长关系模型

企业可持续增长理论认为,企业应该保持一个合理的增长速度,才能健康、可持续地发展。企业可持续增长是一种能克服增长过度或增长不足的理想状态,是企业在保持目前财务政策和经营效率、不消耗财务资源条件下,依靠公司内部实现的留存收益,实现“利润滚存”式的增长。Higgins(2001)的可持续增长率(Sustainable Growth Rate,简称 SGR)是指在不需要耗尽其财务资源的条件下,企业销售所能够增长的最大比

率。Higgins 的可持续增长模型定义如下:

$$(1) SGR = P \times A \times R \times T$$

其中, SGR 为可持续增长率; P 为销售净利率; A 为总资产周转率; R 为留存收益率; T 为权益乘数。 P 和 A 概括了企业生产过程中的经营业绩, R 和 T 则描述了企业主要的财务政策。可持续增长率与销售净利率、资产周转率、财务杠杆成正比, 而与股利支付率成反比。

$$(2) g = \Delta S / S_0$$

其中, g 为企业实际增长率; ΔS 为本年销售增加额; S_0 为期初销售收入额。

若 $g = SGR$, 便认为实现了可持续增长。若 $g > SGR$, 则企业出现了超速增长, 这其中的一个或多个比率就必须改变, 即公司最好能够改善经营(以提高销售净利率或资产周转率为代表)或准备转变它的财务政策(以提高它的留存收益率或财务杠杆为代表)。曹玉珊(2008)研究发现: 企业财务可持续增长效率的综合成因存在于四个基本财务比率中一个或多个比率的显著变化和显著的新股发行行为之中; 销售净利率和权益乘数的变化是主要源泉, 而总资产周转率、留存比率的变化和新股发行是次要因素或者不重要因素。

而改善经营或转变财务政策和其他行为选择如多元化、创新、并购等一样, 属于企业管理者决策行为的重要组成部分, 自然会受到高管个人情绪、价值观和信念的影响。而高管个人情绪、价值观和信念的养成不可避免打上了高管特征的烙印, 是高管管理工作偏好和个人目标的内在动因。另外, 就企业决策而言, 非常复杂且含义广泛, 是多种因素影响的结果。管理防御作为解释管理者决策行为的新视角, 源于信息不对称和契约不完备的情况下, 自利的高管与股东之间的利益冲突引起的高管固守职位并最大化自身效用的行为。管理防御涉及到高管复杂的心理活动, 甚至不为高管本人所知, 管理防御的存在直接影响到管理者的决策行为。就公司财务决策行为而言, 管理防御行为对融资方式、负债权益比率的选择、公司股利政策、投资行为都存在影响, 这些同样也是管理者个人目标和偏好的反映, 不可避免受到高管个人特征的影响。李晚金等(2011)实证研究发现, 公司股东、债权者和职工等主要的利益相关者对公司可持续增长能力均有重大的影响, 其中股东的影响最大; 公司可持续增长能力与利益者权利的大小具有显著的内生性关系。因此, 企业的可持续增长受到管理者决策行为特别是财务决策行为的影响, 而管理者决策行为受到管理者的认知基础、价值观念和信念的影响; 管理者的认知基础、价值管理和信念会受到管理防御的影响, 而管理特征直接关系到管理防御行为。根据以上分析, 我们可以建立管理防御下高管特征对企业可持续增长的关系模型。

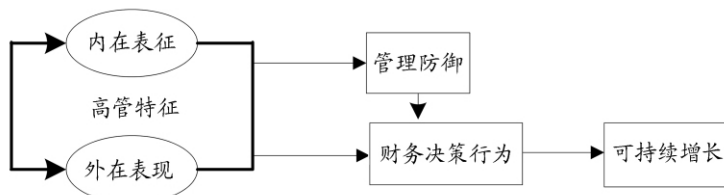


图1 管理防御下中小企业高管特征和可持续增长的关系模型

(二) 关系分析与研究假设

1. 中小企业高管年龄、财务决策和可持续增长

Barker III 和 Mueller(2002) 认为高层管理人员的年龄与其在创新战略上的努力呈负相关关系。年龄改变着个体的愿景、信仰、观念和人际网络, 年轻的高层管理者其知识较新且风险意识较弱, 倾向于采取有风险、创新的战略, 且更容易接受新的观念、采取新的有变革的行为, 而年龄较大的高层管理者与他们的年轻同行相比, 往往是比较保守和远离风险的。而就中国的实际情况而言, 我们会把年龄视为丰富的工作和生活经验的象征, 这会使得他们获得下属的尊重和支持, 从而更好地处理业务发展上的问题。相比日本、美国、新西兰的高管而言, 中国的高管年轻很多而且任职时间更短, 因而受到更多的竞争压力(Zhang and Wang, 2008)。Zhang 等(2011) 研究发现高层管理人员的特征如年龄、任职时间如果低于或少于下层管理人员时, 下层管理人员越容易离职, 从而影响企业经营的持续性, 进而影响公司的业绩。而且高层管理人员所有权益越高, 这种趋势越明显。研究表明, 随着年龄的增长, 管理者的能力和经验将进一步增长, 为了固守职位, 高层管理者将倾向于提升公司业绩, 防御程度较低。防御程度低的高层管理者将采用股东利益最大化的资本结构决策; 防御程度高的高层管理者采用低杠杆、短期负债(Ghosh, et al., 2011), 而且倾向于债务融资, 发放股利的概

率和力度更大,对所得税成本和财务危机成本更敏感。同时,管理防御能随时间自动纠偏,使管理者的决策行为不至于偏离最优状态太远。根据这些观点,我们假设:

H1: 中小企业高管的年龄与企业的可持续增长呈倒 U 型关系,随着高管年龄的增加,企业越容易实现可持续增长;而当年龄超过一定界限时,可持续增长反而会随着年龄的增加而越难实现。

2. 中小企业高管教育水平、财务决策和可持续增长

教育水平是个人知识、技能、影响力和处理问题能力的标志。高层管理者的教育水平直接关系着企业战略走向(Hitt, et al. ,2002) ,高管的教育水平与其接受战略变革和创新的倾向正相关,高等级的教育水平意味着强的认知能力,因而也意味着强的处理复杂问题的能力。高阶理论认为,管理者的教育水平与其宽容程度、处理信息的能力和评价方案的能力密切相关。而有学者研究表明,大部分的高层管理者存在着认知上的复杂性,往往不会保守地处理决策信息。受儒家思想的影响,人们会把教育和学术上的成果视为个人成功的一部分,而正是人们对教育的重视,导致了高等教育学位的稀缺。Yang 等(2011) 实证研究表明,高管的教育水平越高,越倾向于进行企业战略变革,企业管理将更加灵活,经营将更加贴近市场,更容易获得良好的业绩。上述研究表明,教育水平很有可能决定着管理者在智力上的胜任能力和管理上的成功。因此,学历越低、固守职位的管理防御程度越高的管理者,将采用低杠杆的资本结构,以减小负债带来的绩效压力。

根据以上分析,我们提出如下假设:

H2: 中小企业高管的教育水平与企业的可持续增长呈正相关关系,高管教育水平越高越容易造成企业超速增长。

3. 中小企业高管专业背景、财务决策和可持续增长

专业背景与个人的专业技能紧密相关,决定了企业家认知的基础和结构。高管会引导公司经营倾向于其熟悉的专业领域(孙俊华、陈传明,2008) ,因而容易取得较好的业绩。在工程、营销和研发方面有深厚专业背景的高管倾向于采用新方法和新技术,在会计、生产和法律方面有深厚专业背景的高管倾向于提升组织绩效,而且专业背景越深厚,高管越倾向于采用创新的行为,也越能做出正确的经营决策,并承担风险(Lin, et al. ,2011) 。Kang 和 Lee(2008) 实证研究发现,高管的专业背景与企业的创新正相关,高管的专业背景越深厚,企业业绩越突出。高阶理论认为,如果高管人员拥有深厚的专业理论支撑和扎实的专业技能,那么他们在公司的管理工作中就会有较高的威望,也更倾向于对新技术、新方法的模仿与创新,从而促进公司的持续成长。而且,高管的专业背景越深厚,在一定环境下,其能力越强,因而在劳动力市场上的竞争力越强,越容易获得新的职位,其固守职位的管理防御程度越低(黄国良等,2010) 。

根据以上讨论,我们提出如下假设:

H3: 中小企业高管的专业背景与企业的可持续增长呈正相关关系,高管的专业背景越深厚越容易造成企业超速增长。

4. 中小企业高管任期、财务决策和可持续增长

高管的任期意味着认知的丰富、管理兴趣和经验的积累、管理权力的聚集,进而影响管理决策和组织绩效。但是,随着 CEO 任期的增加,企业战略将缺少变化,这将不利于企业的管理。Gabbro(1987) 发现高管做出的改变企业战略的重大决策主要发生在任期的前三年。Finkelstein 等(2008) 的研究发现,高层管理者任期越长,其获得企业认同的可能性越大,越有可能获得实践经验,越表明其可能已经取得成功。任期意味着企业战略的持续和一致,任期和企业的创新呈倒 U 型关系,任期短的高管在动态环境中更具创新性,任期长的高管在相对稳定的环境中更能实现重大的创新(Wu, et al. ,2005) 。Miller 和 Shamsie(2001) 研究发现在任职初期,高管为获得新知识和技能以提高生产率,电影生产线从事新实验的次数较多。随着其知识和经验的积累,高管对自己的经营管理逐渐建立起信心,甚至过度自信,因而实验次数在整个任期内呈下降趋势。就企业财务绩效而言,高管缺乏足够的知识和技能来做出最优的决策,因而企业财务绩效处于较低水平,随着知识和经验的积累,高管决策的质量逐步上升,其财务绩效逐步提高。但是与此同时,随着其财务绩效的提升,高管逐步建立起对其经营管理的信心,部分高管会自满甚至过度自信,其管理思维和管理行为倾向于墨守陈规,因而企业管理逐步与市场脱节,其财务绩效也开始下降(Miller and Shamsie,2001) 。而且,任期较长的高层管理者更关注自己的收入和职业稳定,采用低杠杆(Lee and Yeo,2010) ,具有较强的管理防御程度。

但我们也观察到,任期短的高管为了证明自己的能力,往往采取激进的管理措施。Chen 等(2010) 研究表明任期短的高管往往采用代价较大的负债融资。同时,高层管理者拥有长期的管理工作经历和丰富的工作经验,这对整个企业来说是一笔宝贵的财富。高层管理者的任期越长,他们会更了解企业的内部条件和经营环境,更能认识到高杠杆下企业破产的风险,在企业经营中,他们将会选择一个风险更低、更保守的资本结构(Chen,2010)。因此,他们会有更强的能力和信心来管理企业并承担更高风险。

基于以上讨论,我们提出如下假设:

H4: 中小企业高管的任期与企业的可持续增长呈倒 U 型关系,随着高管任期的增加,企业更容易实现可持续增长;而当任期超过一定界限时,可持续增长反而会随着任期的增加而越难实现。

5. 中小企业高管社会背景、财务决策和可持续增长

我们通常用一个人的社会背景来评价他的社会资本,如果他拥有重要的社会背景(如担任政协委员、人大代表、青联委员、协会成员等),那么他会比其他占有更重要社会资本,从而更容易获得企业经营管理所需的资源或动员能力,从而为企业获得更多的优势资源,企业更有可能获得更好的绩效(孙俊华、陈传明,2009)。Yang 等(2011) 认为拥有良好社会背景的高管在面对复杂环境时,能够更快地利用其关系网络获得关键信息如市场状况,从而更好地把握机会。而且中国社会具有等级观念强的传统,人们依照自己的社会地位采取对应的管理行为。从管理的角度来看,高管的社会背景大大方便了他们的管理活动,如获得市场信息、商业谈判、获得政府批准等等,所以高管的社会背景通过促进信任和合作,提高诚信,可以减少机会主义风险和道德风险(潘越等,2010),因而能促进企业提升经营业绩,进而促进企业成长(Correani, et al., 2011)。高管的社会背景与企业绩效正相关,高管的纵向关系网络越大、横向关系网络规模越大、政治地位越高、声誉越好,企业绩效越好(孙俊华、陈传明,2009)。社会背景深厚的高管有着更好的职业竞争力,因而也拥有较低的管理防御程度。

基于以上分析,我们提出如下假设:

H5: 中小企业高管的社会背景与企业的可持续增长呈正相关关系。中小企业高管的社会背景越深厚越容易造成超速增长。

三、研究设计

(一) 样本选取和数据来源

考虑到新上市企业的经营状况不稳定,本文选取截止到 2005 年 12 月 31 日上市的中小板企业 50 家,取它们 2006 - 2010 年的财务数据共 250 组。为了使研究结果更具准确性和客观性,所选取的样本遵循以下几个原则:(1) 为了避免极端值对统计结果的不利影响,剔除 ST、PT 以及净资产为负的上市公司。因为净资产为负的上市公司,因高度负债,理论上已经破产。同时为了避免因企业出现利润亏损计算出负的可持续增长率,对于在分析期间出现亏损的公司也不作考虑。(2) 剔除了相关资料不全和数据异常的上市公司。为保证数据的连续性,如有一年的数据缺失,此样本企业其他各年的数据均要剔除。(3) 剔除样本期间高管出现离任、更替的上市公司。依据上述标准进行筛选,最终采用的样本量为 27 个,5 年样本量共 135 个。

研究所需的数据均来源于国泰安研究服务中心和新浪财经网,部分数据由手工整理,研究所使用的数据计算工具为 SPSS18.00 和 Excel2003。

(二) 变量设计

1. 高层管理者概念界定和特征

根据国内外学者的相关研究,考虑到数据的易得性和以往定义的范畴,结合上市公司年报的信息披露,采用“便利取样”的原则,参考 Sabine(2010) 的观点,本文的研究界定以下人员作为高层管理者:具有公司管理职位的董事会、监事会成员,如总经理、总裁、副总经理、副总裁、财务总监、技术总监、总工程师、总经济师等高级经理人员。选取的高层管理者特征包括年龄、学历、任期、专业背景和社会背景五个方面。

2. 研究变量

依据 Higgins 的可持续增长模型,本文选取了销售净利率 P 、总资产周转率 A 、权益乘数 T 、留存收益率 R 、实际增长率 g 和可持续增长率 SGR 六项研究变量,其中,实际增长率 = 期末主营业务收入 / 期初主营业务收入 - 1。变量设计如表 1。

表 1

变量设计

变量类型	变量代码	定义
因变量	<i>SGR</i>	可持续增长率
	<i>G</i>	实际增长率
	<i>DEVIATION</i>	可持续增长的实现程度
自变量	<i>lnage</i>	高管平均年龄的自然对数
	<i>lnage_sq</i>	高管平均年龄的自然对数的平方
	<i>EDU</i>	高管平均教育水平,如果高管具有研究生及以上学历,其值为 1,否则为 0
	<i>ECO</i>	高管平均专业背景水平,如果高管具有经济管理类的专业背景,其值为 1,否则为 0
	<i>lnyear</i>	高管平均任期的自然对数
	<i>lnyear_sq</i>	高管平均任期的自然对数的平方
	<i>SOC</i>	高管平均社会背景水平,如果高管担任了社会职务,其值为 1,否则为 0
控制变量	<i>SIZE</i>	总股本的自然对数

3. 模型设计

$$SGR = C_1 + \alpha_1 \lnage + \alpha_2 \lnage_sq + \alpha_3 EDU + \alpha_4 ECO + \alpha_5 \lnyear + \alpha_6 \lnyear_sq + \alpha_7 SOC + \alpha_8 SIZE + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$G = C_2 + \beta_1 \lnage + \beta_2 \lnage_sq + \beta_3 EDU + \beta_4 ECO + \beta_5 \lnyear + \beta_6 \lnyear_sq + \beta_7 SOC + \beta_8 SIZE + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$DEVIATION = C_3 + \gamma_1 \lnage + \gamma_2 \lnage_sq + \gamma_3 EDU + \gamma_4 ECO + \gamma_5 \lnyear + \gamma_6 \lnyear_sq + \gamma_7 SOC + \gamma_8 SIZE + \varepsilon_3 \quad (3)$$

其中, $\alpha_1 \sim \alpha_8, \beta_1 \sim \beta_8, \gamma_1 \sim \gamma_8$ 为常数项, $\varepsilon_1 \sim \varepsilon_3$ 为随机扰动项。

四、实证结果

(一) 描述性统计结果与分析

从表 2 中可以看出,因变量 *SGR* 的最小值为 0.0002,最大值为 0.7640,标准差为 0.1501;因变量 *G* 的最小值为 -0.3148,最大值为 6.1867,标准差为 1.2750,比因变量 *SGR* 的波动大;由于因变量 *SGR* 的波动较小,因变量 *G* 的波动较大,因此偏离度 *DEVIATION* 也呈现较大的波动,最小值为 -0.3337,最大值为 6.0181,标准差为 1.2506。

表 2 因变量描述性统计结果

变量名称	N	最小值	最大值	均值	标准差
<i>SGR</i>	135	0.0002	0.7640	0.1295	0.1501
<i>G</i>	135	-0.3148	6.1867	0.9892	1.2750
<i>DEVIATION</i>	135	-0.3337	6.0181	0.8597	1.2506

从表 3 中看出,年龄 *lnage* 的分布差异不大,最小值为 3.6800,最大值为 3.9600,标准差为 0.0673,因此自变量 *lnage_sq* 的分布差异也较小;教育水平的分布差异较大,一些企业的高管具有大学及以下学历,一些企业的高管则都具有硕士及以上学历,而平均教育水平为 0.3485,因此在样本企业中高管具有硕士及以上学历的比例较低;专业背景、社会背景与教育水平相似,都处于较低水平,也就是说样本企业的高管从事经济管理类学习的比例较低,担任社会职务的比例也相对较低;任期 *lnyear* 的分布较平均,最小值为 1.1000,最大值为 2.3200,均值为 1.6413,标准差为 0.1994,因此自变量 *lnyear_sq* 的分布也没有出现较大差异。

表 3 自变量描述性统计结果

变量名称	N	最小值	最大值	均值	标准差
<i>lnage</i>	135	3.6800	3.9600	3.8174	0.0673
<i>lnage_sq</i>	135	13.5200	15.7000	14.5764	0.5201
<i>EDU</i>	135	0	1.0000	0.3485	0.1892
<i>ECO</i>	135	0.1514	0.7500	0.4142	0.1298
<i>lnyear</i>	135	1.1000	2.3200	1.6413	0.1994
<i>lnyear_sq</i>	135	1.2100	5.3800	2.6938	0.6521
<i>SOC</i>	135	0	0.5556	0.1729	0.1287
<i>SIZE</i>	135	17.9099	22.2632	19.0324	0.6654

(二) 变量相关性分析

经过相关性分析,可以发现高管特征与因变量的预期出现了不一致。由表4可知,因变量 *SGR*、*G*、*DEVIATION* 与高管的年龄存在显著的相关关系, *lnage* 的相关系数分别为 -0.276^{**} 、 -0.372^{**} 和 -0.330^{**} , *lnage_sq* 的相关系数分别为 -0.292^{**} 、 -0.373^{**} 、 -0.328^{**} ,也就是说高管的年龄不仅影响了可持续增长率的理论值和实际值,也影响了偏离度,因此它与企业可持续增长和可持续增长的实现程度显著相关;因变量 *SGR*、*G*、*DEVIATION* 与高管的教育背景 *EDU* 存在显著的相关关系,相关系数分别为 0.164^{*} 、 0.235^{*} 、 0.232^{*} ,它和年龄一样与可持续增长相关;而专业背景 *ECO*、任期(*lnyear* 和 *lnyear_sq*) 和社会背景 *SOC* 与因变量 *SGR*、*G*、*DEVIATION* 不存在显著的相关关系,说明这些自变量对企业可持续增长、可持续增长是否实现影响较弱;同时,可以发现控制变量 *SIZE* 与企业可持续增长、可持续增长的实现程度显著相关。为检验各自变量之间没有高度相关关系,本文对自变量进行了 Spearman 相关关系检验,各变量的相关系数绝对值在 0.35 以下,不存在共线性的问题。

表4 变量相关性分析结果

变量名称	<i>SGR</i>	<i>G</i>	<i>DEVIATION</i>
<i>lnage</i>	-0.276^{**}	-0.372^{**}	-0.330^{**}
<i>lnage_sq</i>	-0.292^{**}	-0.373^{**}	-0.328^{**}
<i>EDU</i>	0.164^{*}	0.235^{*}	0.232^{*}
<i>ECO</i>	-0.102	-0.029	0.017
<i>lnyear</i>	-0.366	-0.073	-0.039
<i>lnyear_sq</i>	-0.371	-0.080	-0.046
<i>SOC</i>	-0.026	-0.060	-0.053
<i>SIZE</i>	0.453^{**}	0.447^{**}	0.396^{**}

注: *、** 分别表示在置信度(双侧)为 0.05、0.01 时,相关性是显著的。

(三) 回归结果与分析

针对因变量 *SGR*、*G*、*DEVIATION* 与各自变量之间的关系,本文进行进一步的实证检验,限于篇幅,文章只列出了 *SGR* 的回归结果(见表5)。由表5可知,高管的任期与因变量 *SGR* 呈倒 U 型关系, *lnage_sq* 标准化系数为 -3.414 , *t* 值为 -2.147 ,显著性水平为 0.028,通过了显著性检验;高管的教育背景与因变量 *SGR* 呈正相关关系,标准化系数为 0.028 , *t* 值为 1.520 ,显著性水平为 0.041,通过了显著性检验;高管的任期与因变量 *SGR* 呈不显著的倒 U 型关系, *lnyear_sq* 的标准化系数为 -1.441 , *t* 值为 -1.961 ,显著性水平为 0.062,没有通过显著性检验;而自变量 *ECO*、*SOC* 与因变量 *SGR* 呈现不显著的负相关关系,显著性水平分别为 0.091 和 0.510,没有通过显著性检验。

表5 因变量 *SGR* 的回归结果

变量名称	标准化系数	<i>t</i>	显著性
常量		-2.426	0.015
<i>lnage</i>	3.271	2.153	0.036
<i>lnage_sq</i>	-3.414	-2.147	0.028
<i>EDU</i>	0.028	1.520	0.041
<i>ECO</i>	-0.208	-1.117	0.091
<i>lnyear</i>	1.201	1.816	0.078
<i>lnyear_sq</i>	-1.441	-1.961	0.062
<i>SOC</i>	-0.061	-0.792	0.510
<i>SIZE</i>	0.618	8.170	0.004

G、*DEVIATION* 的回归结果有同样的结论:假设1和假设2得到了验证,而假设3、假设4和假设5没有得到验证。为了检验不同可持续增长样本对研究结果的影响,本文通过增加一个控制变量的方式进行稳健性检验,根据所设计的因变量 *DEVIATION* 的正负值将样本分为两类,分别对因变量 *DEVIATION* 为正负值的所有样本量进行多元回归,得到了相同的结论。

五、研究结论及研究局限

本文以我国中小企业上市公司为例,利用 2006 – 2010 年的数据,检验了年龄、教育背景、专业背景、任

期、社会背景这五个高管特征对可持续增长的影响。实证结果表明,高管特征与可持续增长有一定程度的联系,得出三个结论:

结论 1: 中小企业高管的年龄与企业的可持续增长呈倒 U 型关系,高管的年龄与企业的可持续增长的实现程度也呈倒 U 型关系。高管的年龄如果过于年轻,他们可能缺乏管理经验和社会阅历,对市场和信息的判断不准确;高管的年龄如果过于老化,他们可能没有足够的动力和精力对企业进行变革,因此他们会偏向保守,避免承担更大的风险。此外,如果高管临近退休,那么他的社会关系、知识、商业经验等会存在老化的可能性。因此,在管理层的构建过程中要注意新老交替,适当扩大中年高管的比例,为企业实现可持续增长提供保障。

结论 2: 中小企业高管的教育水平与企业的可持续增长呈正相关关系。中小企业高管教育水平越高,实际增长率和可持续增长率的差异越大,越容易造成企业过速增长。教育背景会对高管的认知基础产生影响,进而决定他们的战略偏好与性格,具有较高教育水平的高管倾向于采取重要的战略决策来获得企业长期的发展。而在管理团队中,具有较高教育水平的高管比例越高,高管之间越能进行有效的沟通,越能更好地推进战略决策的实施。从另一个角度来说,高管可视为企业的人力资本,具有较高教育水平的高管比例越高意味着企业拥有更好的人力资本,更有利于可持续增长的实现。

结论 3: 中小企业高管的任期与企业的可持续增长和实现程度不存在显著的倒 U 型关系,高管专业背景和社会背景与企业的可持续增长和实现程度不存在显著的相关关系,但有呈负相关关系的趋势。在针对中小企业板块的实证分析中,我们得出的结果不显著,假设 3、假设 4 和假设 5 没有得到验证的原因有以下几个方面:一是就高管的专业背景而言,选入样本的 27 家中小企业上市公司大多数为制造企业,高管属于工科类专业背景或从事技术专业出身的比例相对较高,所以数据本身没有非常显著的代表性,而且在信息时代,经济管理类的知识和方法可以通过不断学习来获取,并不一定需要进行专业的培训或授课,因此实证结果显示出不显著的相关关系。二是就高管的任期而言,理论上认为如果高管的任期适中,他们会既了解企业的内部条件和经营环境,也会愿意不断地变更战略,使企业能更好地发展,更有利于可持续增长的实现,但这与实际情况是有偏差的。当今社会人才流动速度加快,而且高管自身会受到经济利益等因素的影响,任期不存在规律性的变化,因此实证结果没有显示出显著的相关关系。三是就高管的社会背景而言,由于我国社会主义市场经济体制在不断地完善,使企业处于更公平、公正的市场竞争环境,相对过去“靠关系、拉关系”,现在更强调企业自身的实力,因此实证结果显示出不显著的相关关系。

总体而言,由于只能获得部分中小企业的资料,而中小企业又是我国企业中的一个特殊群体,本文的研究分析存在一定的局限性。尽管本文得出的结果不显著,但可以发现专业背景、社会背景这两个高管特征与可持续增长和可持续增长的实现程度有呈负相关关系的趋势,对于这个预测,还需要收集更多的数据加以验证。

虽然本文在一定程度上揭示了中小企业高管特征与可持续增长和实现程度的关系,但可持续增长率作为一个衡量企业发展能力的指标,它的使用还存在很多的假设,虽有一定的合理性,但与现实企业的管理状况会存在一定的差距。而且本文没有进行分行业分地区的比较研究,收集的资料和数据比较有限,因此要进一步揭示中小企业高管特征与可持续增长的关系,还有待更深入的研究。

参考文献:

1. 陈传明、孙俊华,2008《企业家人口背景特征与多元化战略选择》,《管理世界》第 5 期。
2. 曹玉珊,2008《企业财务可持续增长效率的源泉分析——来自中国上市公司的证据》,《商业经济与管理》第 2 期。
3. 崔学刚、王立彦、许红,2007《企业增长与财务危机关系研究》,《会计研究》第 12 期。
4. 黄国良、董飞、李寒俏,2010《管理防御视域下的管理者特征与公司业绩研究》,《商业研究》第 9 期。
5. 姜付秀、伊志宏、苏飞、黄磊,2009《管理者背景特征与企业过度投资行为》,《管理世界》第 1 期。
6. 李晚金、欧阳巧巧、吕超,2011《利益相关者权利结构安排与企业可持续增长——基于中国 A 股上市公司的实证检验》,《系统工程》第 9 期。
7. 潘越、吴超鹏、史晓康,2010《社会资本、法律关系与 IPO 盈余管理》,《会计研究》第 5 期。
8. 孙俊华、陈传明,2009《企业家人社会资本与公司绩效关系研究——基于中国制造业上市公司的实证研究》,《南开管理评论》第 2 期。
9. Adams, R., H. Almeida, and D. Ferreira. 2009. “Understanding the Relationship between Founder – CEOs and Firm Performance.” *Journal of Empirical Finance*, 16(1): 136 – 150.

10. Alejandro, E. – E. , S. – P. Luz, and S. – P. Esther. 2009. "The Influence of Top Management Teams in the Strategic Orientation and Performance of Small and Medium – sized Enterprises. " *British Journal of Management*, 20(4) : 581 – 597.
11. Barker III, V. L. , and G. C. Mueller. 2002. "CEO Characteristics and Firm R&D Spending. " *Management Science*, 48(6) : 782 – 801.
12. Chen, H. – L. , W. – T. Hsu, and Y. – S. Huang. 2010. "Top Management Team Characteristics R&D Investment and Capital Structure in the IT Industry. " *Small Business Economics*, 35(3) : 319 – 333.
13. Correani, L. , F. Di Dio, and G. Garofalo. 2011. "Growth and Social Capital: An Evolutionary Model. " *Quality & Quantity*, 45(1) : 173 – 186.
14. Feeser, H. R. , and G. E. Willard. 1990. "Founding Strategy and Performance: A Comparison of High and Low Growth High Tech Firms. " *Strategic Management Journal*, 11(2) : 87 – 98.
15. Finkelstein, S. , D. C. Hambrick, and A. A. Cannella. 2008. *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*. UK: Oxford University Press.
16. Gabarro, J. J. 1987. *The Dynamics of Taking Charge*. US: Harvard Business Press.
17. Ghosh, C. , E. Giambona, J. Harding, and C. Sirmans. 2011. "How Entrenchment, Incentives and Governance Influence REIT Capital Structure. " *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 43(1) : 39 – 72.
18. Higgins, R. C. 2001. *Analysis for Financial Management*. New York: Irwin/McGraw – Hill.
19. Hitt, M. A. , H. – U. Lee, and E. Yucel. 2002. "The Importance of Social Capital to the Management of Multinational Enterprises: Relational Networks among Asian and Western Firms. " *Asia Pacific Journal of Management*, 19(2) : 353 – 372.
20. Kang, K. N. , and Y. S. Lee. 2008. "What Affects the Innovation Performance of Small and Medium – sized Enterprises (SMEs) in the Biotechnology Industry? An Empirical Study on Korean Biotech SMEs. " *Biotechnology Letters*, 30(10) : 1699 – 1704.
21. Lee, K. W. , and G. H. H. Yeo. 2010. "Capital Structure in Asia and CEO Entrenchment. " In *Handbook of Quantitative Finance and Risk Management*, ed. K – F Lee, A. C. Lee and J. Lee, Part IV, 863 – 872. Berlin: Springer.
22. Lin, C. , P. Lin, F. M. Song, and C. Li. 2011. "Managerial Incentives, CEO Characteristics and Corporate Innovation in China's Private Sector. " *Journal of Comparative Economics*, 39(2) : 176 – 190.
23. Miller, D. , and J. Shamsie. 2001. "Learning Across the Life Cycle: Experimentation and Performance among the Hollywood Studio Heads. " *Strategic Management Journal*, 22(8) : 725 – 745.
24. Park, K. , and S. C. S. Jang. 2010. "Firm Growth Patterns: Examining the Associations with Firm Size and Internationalization. " *International Journal of Hospitality Management*, 29(3) : 368 – 377.
25. Sabina, N. 2010. "Top Management Team Internationalization and Firm Performance. " *Management International Review (MIR)* , 50(2) : 185 – 206.
26. Wu, S. , E. Levitas, and R. L. Priem. 2005. "CEO Tenure and Company Invention under Differing Levels of Technological Dynamism. " *The Academy of Management Journal*, 48(5) : 859 – 873.
27. Yang, Q. , M. Zimmerman, and C. Jiang. 2011. "An Empirical Study of the Impact of CEO Characteristics on New Firms' Time to IPO. " *Journal of Small Business Management*, 49(2) : 163 – 184.
28. Zhang, L. , W. Ji, J. Tao, and Q. Wang. 2011. "Who Shall Leave? How CEO Preference and Power Affect Executive Turnover in Chinese Listed Companies. " *Corporate Governance: An International Review*, 19(6) : 547 – 561.
29. Zhang, L. , and Q. Wang. 2008. "Changes in the Top Team Diversity: The Case of Chinese Listed Companies, 1991 – 2005. " 2008 International Conference of Production and Operation Management, Xiamen.
30. Zook, C. , and J. Allen. 1999. "The Facts about Growth. " Working Paper, New York: Bain and Company.

Top Management Characteristics and Sustainable Growth of Small and Medium – sized Enterprises: From the Perspective of Managerial Entrenchment Theory

Jiang Yaoming¹ and Zhang Liping^{1,2}

(1. Accounting Development Reaserch Center, Jiangxi University of Finance and Economics;
2. School of Economics and Management, East China Jiaotong University)

Abstract: Based on managerial entrenchment theory, and combined with upper echelons theory, resource theory, management trait theory and social capital theory, this paper analyzes the action mechanism of managerial entrenchment on enterprise financial decision. Besides, this paper, integrating the theory of finite reason and discretion with enterprise sustainable growth, investigates the extent of the influence of the top management characteristics on the sustainable growth of enterprises based on SMEs from 2006 – 2010 in China. The results show that: an inverse – U – shaped relationship between the age of top management and enterprise sustainable growth exists; the positive correlated relationship between the education level of top management and enterprise sustainable growth exists; there is no significant inverted U relationship between top executive prefecture and enterprise sustainable growth, and the significant correlation does not exist between senior professional background and enterprise sustainable growth as well as the social background, but there may have the trend of showing negative correlation.

Key Words: Sustainable Growth; Top Management Characteristics; Managerial Entrenchment; SMEs

JEL Classification: G3, M4, P2, Z1

(责任编辑: 孙永平)