



创业板民营企业战略决策机制 对公司绩效影响研究

周建^{1,2}, 杨帅^{1,2}, 郭卫锋^{1,2}

1 南开大学 中国公司治理研究院, 天津 300071

2 南开大学 商学院, 天津 300071

摘要: 民营企业“业绩变脸”是创业板健康良性发展的重要隐患。基于委托代理理论和资源依赖理论,从战略决策的视角探讨创业板民营企业“业绩变脸”现象形成背后的战略决策机制。利用2009年至2013年中国创业板民营企业的相关数据,通过构建2SLS模型,分析民营企业引进风险资本实施IPO后,在由创始人家族主导的战略决策机制向专业化管理主导的战略决策机制转型过程中,创始人控股股东和风险资本股东如何构建战略决策机制,进而影响公司绩效。研究结果表明,民营企业IPO后风险资本并不能有效制衡创始人控股股东,战略决策机制依旧由创始人CEO主导,并且创始人CEO追逐战略决策权力的行为会损害公司绩效、排挤风险资本股东向董事会派出外部董事;代表风险资本股东利益的外部董事并没有促进民营企业形成专业的战略决策资源供给机制和监督机制,而是在股权退出收益的激励相容情境下不断强化创始人CEO权力的主导地位,共同操纵公司股价,损害公司绩效。

关键词: 战略决策机制; 创始人CEO权力; 外部董事; 风险资本; 民营企业

中图分类号: F272.1

文献标识码: A

doi: 10.3969/j.issn.1672-0334.2014.02.001

文章编号: 1672-0334(2014)02-0001-14

1 引言

2009年以来,在创业板上市的民营企业频繁出现“业绩变脸”现象。创业板上市公司年度财务数据显示,2010年7.470%的民营上市公司出现净利润率下降,2011年这一比例达到21.900%,2012年剧增至40.610%,创业板民营企业绩效普遍下降的趋势引发了广泛的关注和讨论;段铸^[1]认为创业板绩效普遍下降的成因来自上市过程的过度包装;朱宝琛等^[2]认为创业板上市规则的不完善是形成创业板上市公司绩效普遍下降的根本原因。制度设计源于制度参与者,同时又作用于制度参与者^[3],因此创业板上市规则的完善需要以创业板上市公司为基础。根据企业战略资源基础理论,战略决策机制是战略决策有效性的基础,公司绩效则是战略决策有效性的行为

结果^[4]。本研究认为,创业板民营企业“业绩变脸”的根源在于IPO后并未形成有效的战略决策机制,由此引发的低效战略决策导致了创业板民营企业绩效普遍下降。

在具有典型新兴经济特征的中国情境下,民营企业一般处于初创期向成熟期的转型阶段,转型过程伴随着由创始人家族主导向专业化管理主导的战略决策机制的转变^[5-7],实施IPO是这一转型过程的开端^[8-9]。尽管委托代理理论阐明了初创期和成熟期情境下战略决策机制如何通过有效分配剩余价值索取权力、战略决策管理权力和战略决策控制权力处理由股东、董事会和CEO团队之间效用目标异质性以及信息不对称产生的代理问题^[7],然而并未明确初创公司向成熟期转型过程中如何有效构建战略决策

收稿日期: 2013-10-21 **修返日期:** 2014-01-18

基金项目: 国家自然科学基金(70872048,71272184);教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(11JJD630005);南开大学“985工程”中国企业管理与制度创新基地资助项目(1050821210)

作者简介: 周建(1964-),男,四川内江人,毕业于南京大学,获管理学博士学位,现为南开大学中国公司治理研究院、南开大学商学院教授、博士生导师,研究方向:公司战略与可持续竞争优势、企业国际化战略组织与治理等。

E-mail: jzhou@nankai.edu.cn

机制,进而保障持续成长的问题^[10]。英美模式情境下,初创企业往往通过引进风险资本作为战略投资者,促进公司向多样化战略决策主体相互制衡的战略决策机制转型,以保障IPO后获得快速成长^[11-13]。然而新兴经济情境下,由于缺乏完善的内、外部治理机制的支持,实施这一转型过程会更困难^[10,14-16]。因此,在典型新兴经济特征的中国情境下,引进风险资本能否以及如何促进民营企业获得有效的战略决策机制,保障其在IPO后持续快速成长,是关系中国创业板未来发展和改革十分有意义的研究议题。本研究通过分析引进风险资本实施IPO的创业板民营企业,考察创始人控股股东和风险资本构建的战略决策机制对公司绩效的影响。

2 相关研究评述和假设

2.1 中国民营企业的战略决策机制

中国创业板的设立为成长型的民营企业提供了专门的融资平台,创业板上市的民营企业通常具有无形资产比重高、成长性好、经营不确定性大、规模小的特征^[17]。通过IPO,民营企业可以借助资本市场的力量获得长足的发展,该过程往往伴随着股权结构和战略决策机制的变革^[18-19]。由于创业板上市资本金的要求,民营企业通常会引进战略投资者,风险投资(也叫创业投资)是IPO过程中战略投资者的主要形式。风险投资股东与创始人家族控股股东在风险偏好、投资于公司的目的、持股时间以及期望回报方面是不同的,因此不同于其他中、小股东,风险投资股东能够凭借其专业背景,通过向民营企业派出外部功能型董事介入战略决策过程^[13,20]。因此,创始人单一主导的战略决策机制在IPO后一定程度上被多样化的战略决策主体共同主导的战略决策机制取代^[21]。

根据资源基础理论的基本观点,基于战略决策主体所形成的战略决策机制是企业战略决策有效性的基础^[4]。董事会和CEO团队是最重要的战略决策主体^[22],他们的战略资源禀赋决定着战略决策的能力和品质^[23]。在战略决策过程中,董事会和CEO团队的互动关系主要遵循两种战略决策机制^[23-24],即战略决策监督机制和战略决策资源供给机制。战略决策监督机制的理论基础源自委托代理理论,战略决策资源供给机制的理论基础来自资源依赖理论。

2.1.1 战略决策监督机制

委托代理理论认为战略决策监督机制的核心在于董事会对CEO团队战略决策权力过度扩张的有效控制,战略决策权力包括战略决策管理权力和战略决策控制权力^[7]。外部董事是战略决策监督机制的关键,他们独立于公司内部管理的特征使其能够客观评价CEO团队战略决策过程和绩效,从而更有效地监督和控制CEO团队战略决策权力^[25]。在英美模式下,外部董事一般为组织内部控制专家,具备监督CEO团队所需的专业技能和经验,并且外部董事存在向人才市场展示自身管理能力以便获得更多任职

机会的激励^[7],因此外部董事具备能力和激励对CEO团队战略决策过程实施监督。然而在新兴经济的中国情境下,并不存在完善的经理人市场,外部董事缺乏来自人才市场的激励^[26];此外,集中型股权结构的普遍存在,外部董事中独立董事的选任机制往往受控股股东的操纵,使独立董事在一定程度上与控股股东存在利益关联,削弱了基于外部董事独立性的战略决策监督机制^[14-16]。因此,在中国情境下,对创始人控股股东战略决策权力真正形成监督和制衡作用的外部董事群体,实质上是来自于专业的外部机构投资者直接派出的外部董事^[14,27-28]。

中国民营企业实施IPO过程中,作为战略投资者的风险投资股东是外部机构股东的典型代表,具备监督创始人控股股东的专业能力和激励^[11,28-29]。为了提高IPO的成功率和股权退出收益,风险投资股东会向民营企业董事会派出专业的外部功能型董事,以形成对创始人CEO战略决策权力的监督和制衡,从而提高民营企业战略决策监督机制的有效性^[12-13]。鉴于此,中国民营企业实施IPO后战略决策监督机制的有效性主要取决于风险投资股东派出的外部功能型董事。

2.1.2 战略决策资源供给机制

资源依赖理论将公司视为一个开放的动态系统,公司的生存和发展取决于其从外部环境获取关键战略资源的能力,董事会和CEO团队凭借其社会地位、社会关系以及关键信息禀赋向公司提供有价值的资源^[23-24,30]。

首先,在新兴经济的中国情境下,创始人家族控股股东通过持有公司的大量股份使个人财富与公司紧密相连,在弱化的外部治理机制条件下,创始人需要对公司的战略决策施加强有力的控制和影响,以保护个人财富^[19,31]。CEO团队和内部董事作为重要的战略决策资源供给主体,一般由创始人家族控股股东担任或者派出,以维护创始人控股股东对战略决策过程的控制^[19,32]。创始人家族既是公司初创时期的所有者,又是IPO后的控股股东,这种所有者身份强化了创始人家族对战略决策资源供给机制的影响^[33]。创始人往往会亲自担任CEO,积极培育听命于自己的CEO团队,并且向董事会引进代表其利益的内部董事,从而控制战略决策的资源供给机制^[6,16]。因此,新兴经济的中国情境下,民营企业创始人CEO权力在战略决策资源供给机制中往往发挥主导作用,而非英美模式下的调节作用^[14,26,34]。

其次,资源依赖理论认为引进外部董事是公司战略决策环境的理性反应,外部董事通过向公司提供关键外部战略资源降低公司对战略环境的依赖^[30]。新兴经济的中国情境下,外部董事往往来自与公司具有合作关系的其他机构,如风险资本、银行、上游供应商、下游购买商以及战略联盟的其他公司^[16]。这些存在业务往来的公司通过交叉持股、连锁董事的形式建立非正式的商业网络,提高关键战略资源在网络内的流动性,从而保证战略决策的有

效性^[35-37]。Park等^[33]研究发现,以中国为代表的新兴经济国家中,关系在公司获取外部关键战略资源的过程中非常重要,外部董事能够向公司提供关键的关系促进公司获取外部关键战略资源;Peng等^[15-16]的研究同样支持新兴经济的中国情境下外部董事对战略决策的资源供给职能。中国民营企业实施IPO过程中,外部董事主要来自于作为战略投资者的风险投资股东。为了保证IPO的成功实施以及股权退出收益,风险投资股东会向民营企业的董事会派出外部功能型董事,如投资专家、律师、会计人员和管理咨询顾问^[11,13]。这些外部功能型董事具有丰富的IPO经验,可以帮助民营企业处理IPO后公司规模急剧扩大所引发的复杂战略决策,从而保障民营企业IPO后的公司业绩,推动民营企业向专业管理主导的战略决策机制转型^[9,11,38]。

综上所述,董事会职能和CEO权力是战略决策机制形成和运行的关键核心要素^[23-25],对董事会职能和创始人CEO权力的考察是分析中国民营企业IPO后战略决策机制有效性的关键。公司绩效作为战略决策的行为结果,是考察战略决策机制有效性的核心要素^[7]。因此,本研究重点分析基于创始人CEO权力和董事会职能所形成的民营企业战略决策机制对公司绩效产生影响的过程。

2.2 创始人CEO权力与公司绩效

民营企业经过IPO成为上市公司后,公司规模得到显著的扩张,资金实力得到前所未有的提升,与此同时,战略决策环境的复杂程度也不断加大。公司面对的主要挑战由原来的生存问题转变为如何有效管理规模庞大、内外部联系复杂的组织系统问题^[8,19]。尽管创始人CEO在创业过程中形成了良好的创业管理能力,然而这些能力一般只对初创期的企业有较好的适用性,并不能有效地应对IPO后公司规模急剧扩大而形成的复杂战略决策环境^[31]。

尽管创始人控股股东可以通过引进外部专业经理人处理IPO后规模扩张所引发的复杂战略投资决策,从而应对自身战略决策能力不足的问题。然而新兴经济的中国情境下,法律无法对契约机制形成类似英美模式下完善的保护机制,弱式的外部治理机制使剩余价值索取权和战略决策分离所引发的代理成本巨大^[7,14,39]。因此,引入外部专业经理人对于创始人控股股东来说,不仅提高了信息不对称和效用目标异质所引发的高昂代理成本^[7],而且还要承担内部关键信息泄露所带来的潜在风险^[39]。在这种情况下,创始人CEO往往会将剩余价值索取权力与战略决策权力结合,替代弱化的外部治理机制,形成对自身财富的保护机制^[14]。

本研究遵照Finkelstein^[32]对CEO权力的定义,将创始人CEO权力界定为在战略决策过程中创始人CEO执行自身意愿的能力。随着创始人CEO权力的不断提高,公司战略决策越来越倾向于以创始人CEO的意志为核心^[19,34]。受制于其战略决策能力的不足,创始人CEO缺乏有效应对IPO后公司规模巨变引

发的复杂战略决策的能力^[31]。资源基础理论认为,低水平战略决策能力是低效战略决策的根源^[4,40],创始人CEO面对IPO后复杂战略决策环境的战略决策能力不足,形成低效的战略决策行为,损害公司绩效。随着创始人CEO权力的不断提升,创始人CEO对战略决策的主导地位不断增强^[19,34],其低效的战略决策行为对公司绩效的损害会越来越大。因此,本研究提出假设。

H₁ 随着创始人CEO权力的提高,战略决策由创始人CEO主导的程度不断增强,创始人战略决策能力不足对公司绩效的损害不断放大,导致公司绩效不断下降。

2.3 董事会职能与公司绩效

民营企业成功实施IPO后,董事会成为战略决策权力配置的核心^[11-13]。一方面,创始人控股股东会为董事会引进具备关键战略决策资源的创始人团队核心成员,使之成为内部董事,以此维护创始人控股股东对战略决策的控制^[19-20]。另一方面,与其他普通中、小股东不同,作为战略投资者的风险投资股东具备直接介入和监督战略决策的专业能力和激励^[12,21]。为了保障IPO成功率以及股权退出收益,风险投资股东往往会向民营企业董事会派出专业的外部功能型董事,对创始人控股股东加以监督和资源支持^[12,15,20]。因此,对民营上市公司董事会的战略介入需要从代表创始人控股股东利益的内部董事和代表风险投资股东利益的外部董事两个方面加以综合考量。

董事会具备双重职能,即资源供给职能和监督职能^[23-24]。在资源供给职能方面,资源依赖理论认为公司的生存和发展取决于其从外部环境获取关键战略资源的能力,董事会成员凭借其社会地位、社会关系以及关键信息向公司提供有价值的战略资源。一方面,创始人对战略决策环境的深刻理解和清晰的指挥体系对于初创期公司是非常重要的战略决策资源,代表创始人控股股东的CEO团队和内部董事能够凭借自身对行业的丰富经验形成对战略决策有效的资源供给^[8-9];另一方面,源于风险投资股东的外部功能型董事有助于提高公司对外部风险的识别和应对能力,有效降低战略决策的不确定性^[11,13]。

尽管代表创始人控股股东利益的内部董事能够对公司战略决策形成有效的资源供给,但民营企业IPO后,创始人通过长期创业过程形成的战略决策能力已远不能满足公司规模急剧扩张所形成的复杂战略决策的需要^[31]。而风险投资作为专业的机构投资者,具备良好的专业素质和投资经验,其所派出的专业外部功能型董事能够有效地应对民营企业IPO后复杂的战略决策^[12,21]。风险投资股东通过派出外部功能型董事为创始人CEO团队提供专业的管理经验指导,帮助公司处理复杂多变的战略决策环境以及获取外部关键的战略资源^[11,13],一定程度上弥补了创始人战略决策能力的不足,进而提高公司应对复杂战略决策环境的能力^[19,31],促进公司获得良好业

绩。因此,本研究提出假设。

H_{2a} 外部董事比例越高,来自风险投资股东的专业外部功能型董事对战略决策的资源供给水平越强。

委托代理理论认为董事会监督职能的有效性取决于董事会对CEO权力的有效控制,董事会的独立性是董事会有效监督和控制CEO权力的基础^[7],外部董事凭借自身独立于公司内部管理的特征和专业技能成为董事会监督职能的核心^[41-43]。民营企业实施IPO过程中,风险投资股东要承担与IPO公司之间不完备契约所导致的风险^[21,28]以及在IPO公示阶段公司治理结构不完善对股权退出收益的影响^[11,29],风险投资股东出于对自身利益的保护,会向董事会派出专业的外部功能型董事^[11,13]。外部功能型董事提高了董事会监督创始人CEO的能力,降低了创始人CEO追求战略决策权力的行为对公司绩效的损害^[41]。随着外部董事战略介入程度的提高,创始人CEO权力的范围逐渐受到限制,创始人战略决策能力不足对战略决策有效性的影响程度被削弱,进而促进公司绩效的提升。因此,本研究提出假设。

H_{2b} 外部董事比例在创始人CEO权力与公司绩效的关系中发挥调节作用,随着外部董事比例的提高,董事会监督职能不断强化,削弱了创始人CEO权力对公司绩效的损害。

2.4 创始人CEO权力与董事会职能

民营企业实施IPO后,创始人单一主导的战略决策机制在一定程度上被多样化的战略决策主体主导的战略决策机制所取代^[19-20]。由于新兴经济特征的中国情境下,弱化的外部治理机制并不能有效解决由剩余价值索取权力和战略决策权力分离所引发的代理问题,因此创始人控股股东往往需要获得公司持续的战略决策权力来保护个人财富^[7,14]。然而,源自风险投资股东的外部董事高强度的战略决策监督行为削弱了创始人CEO权力^[36,38,43]。为了维持自身的战略决策权力,创始人CEO会利用控股股东身份积极安排与自身关联的内部人员进入董事会,提高内部人在董事会中的比例,并且还会排挤风险投资股东向董事会派出的外部董事,以弱化董事会战略决策监督机制对创始人持续控制战略决策能力的影响^[8,16,19]。尽管来自风险投资股东的专业外部功能型董事能够对民营企业战略决策形成有效的战略决策资源供给机制^[11,13],但在新兴经济的中国情境下,法律制度的相对不完备使外部董事的引进可能会导致重要内部信息的泄露^[14]。如果外部董事与创始人控股股东之间互不信任,同时又缺乏完善的法律保护机制,那么创始人控股股东引进外部董事就需要承担巨大的潜在风险^[16]。因此,创始人控股股东更愿意引进内部人员进入董事会操纵战略决策,从而弥补外部治理机制的不完善所诱发的潜在风险^[14-16]。鉴于此,民营上市公司外部董事比例的降低实质上是创始人控股股东利用剩余价值索取权力与战略决策权力的结合代替弱化的外部治理机制的

行为结果。因此,本研究提出假设。

H_{3a} 随着创始人CEO权力的不断提高,外部董事比例不断下降。

尽管创始人CEO具备持续维护战略决策权力的动力和能力,但创始人CEO权力的扩张并非是无节制的。经历IPO后,民营企业规模的急剧扩张形成了十分复杂的战略决策环境^[6,8,19],在这种情况下,战略决策的有效性不仅需要良好的创业能力,并且还需要有效管理规模庞大、内外部联系复杂的组织系统的能力^[31]。创始人CEO战略决策能力的不足需要风险投资股东的外部功能型董事加以弥补,而代表风险投资股东利益的外部董事不仅能够提高战略决策的资源供给水平^[11,13],并且还会提升董事会监督创始人CEO的能力^[20,24]。因此,创始人CEO引进外部功能型董事的行为实质上是通过让渡一部分战略决策权力获取风险投资股东战略决策能力的支持,从而获得良好公司业绩,保障创始人个人财富增值。鉴于此,随着IPO后公司规模扩张程度的提高,战略决策有效性需要更高水平的战略决策能力加以保障,由此创始人CEO需要引进更多来自风险投资股东的专业外部董事弥补自身战略决策能力的不足,才能获得良好的公司绩效,促进创始人财富的增值。因此,本研究提出假设。

H_{3b} 民营企业经历IPO后,公司规模扩张程度负向调节创始人CEO权力与外部董事比例之间的关系。

3 研究设计

3.1 样本选择和数据来源

本研究选取2009年10月中国创业板开板以来至2013年4月331家民营上市公司作为研究对象,数据筛选过程如下。①利用创业板上市公司实际控制人以及股权结构数据,筛选出具有限售条件的法人股东,并进一步确定创始人家族股东以及处于创始人家族股东金字塔持股控制链条上的机构投资者;②通过整理331家民营上市公司的上市说明书,剔除与民营上市公司具有上、下游关系和战略联盟关系的非流通法人股东,并通过对比上市说明书中披露的有限售条件的法人股东信息,最终筛选出319家具有风险投资股权独立于创始人的民营上市公司,在进一步剔除缺失值和模糊值后,共获得505个有效观察值。其中,股权信息方面的数据来自上市说明书、国泰安数据库和色诺芬数据库,公司治理方面的数据来自国泰安数据库,公司绩效方面的数据来自国泰安数据库和色诺芬数据库。本研究使用的统计软件为SPSS 16.0,实证分析方法主要采用二阶段最小二乘法(2SLS)。

3.2 变量设计

3.2.1 被解释变量

(1)公司绩效(Performance)。由于单一指标并不能有效和综合地反映公司在一定阶段的经营成果,因此本研究将公司绩效分为盈利能力、股东获利能

表1 创始人 CEO 权力测度
Table 1 Measurement of Founder CEO Power

| 类型 | 指标名称 | 测度方法 |
|------------------------|--------------|--|
| 创始人 CEO 对战略决策机制的直接控制能力 | 创始人 CEO 的两职性 | 当创始人 CEO 兼任董事长时,取值为 1,否则取值为 0;创始人 CEO 不兼任董事长而由与创始人具备一致行动关系的人员(如创始人家族成员)担任,视为创始人 CEO 担任董事长,取值为 1。 |
| | 创始人股东是否指定管理层 | 董事长、总经理、副董事长是否在创始人家族金字塔控制链条公司里任职,没有任职取值为 0,有任职取值为 1。 |
| | 创始人关联的董事比例 | 董事会中来自创始人的创业团队成员比例。 |
| 股权结构对创始人 CEO 权力扩张的制衡 | 风险投资股东持股比例 | 风险投资股东持股比例。 |
| | 创始人家族股东投票权 | 创始人家族金字塔持股结构控股链中最小的持股权比例,如有多条控制链,则将各链条中的投票权加总。 |

力和发展能力3个维度,分别对公司绩效进行考量。采用总资产净利润率(ROA)和净资产收益率(ROE)测度盈利能力,采用每股收益(EPS)测度股东获利能力,采用净利润增长率(RG)和净利润率(RI)测度发展能力。

(2)外部董事比例(VCdirector)。本研究重点考察风险投资股东派出的董事对民营企业战略决策机制的影响,因此采用既在创业板民营企业董事会任职、又在风险投资股东单位任职的董事人数占董事会总人数比例测度外部董事比例。

3.2.2 解释变量

(1)创始人CEO权力(Power)。本研究重点考察创始人CEO的战略决策权力对民营企业战略决策机制的影响,因此在结合研究目的需要和创业板民营企业实际情况的基础上,综合借鉴 Haynes 等^[23]和权小锋等^[34]对CEO权力的测度方法,采用创始人CEO的两职性、创始人股东是否指定管理层、创始人关联的董事比例、风险投资股东持股比例和创始人家族股东股票权5个指标对创始人CEO权力进行综合测度。其中,股权结构对创始人CEO权力扩张的制衡方面并未采用 Haynes 等^[23]和权小锋等^[34]的方法,而是直接使用风险投资股东持股比例进行测度,因为风险投资股东作为战略投资者能够对创始人CEO权力形成制衡,风险投资股东持股比例越高,创始人CEO权力受到的监督程度越强,因此风险投资股东持股比例能够反映股权结构对创始人CEO权力的影响,详见表1。

为了提高对创始人CEO权力测度方法的稳健性,本研究采用两种途径对这5个指标进行综合。①借鉴 Haynes 等^[23]的测度方法,将5个指标进行Z标准化求和对创始人CEO权力(ZPower)进行测度,风险投

资股东持股比例与其他4个指标对创始人CEO权力的影响方向相反,本研究对风险投资股东持股比例进行取倒数处理。②借鉴权小锋等^[34]的测度方法,利用主成分分析法分析创始人CEO权力。在主成分分析过程中,本研究发现提取的第一主成分的方差贡献率为27.385%,表明仅利用第一主成分对创始人CEO权力的提取力度不强。因此本研究综合考察累计方差贡献率和特征根的标准,提取特征根等于和大于1且累计方差贡献率超过80%的前4个主成分,并按照提取的各个主成分的方差贡献率进行加权求和,对创始人CEO权力(MPower)进行测度,主成分分析结果见表2。

表2 MPower 主成分分析结果
Table 2 Principal Components Analysis of MPower

| | 特征根 | 方差贡献率 (%) | 累计方差贡献率 (%) |
|----------------|-------|-----------|-------------|
| 第一主成分 | 1.369 | 27.385 | 27.385 |
| 第二主成分 | 1.094 | 21.879 | 49.264 |
| 第三主成分 | 0.922 | 18.439 | 67.703 |
| 第四主成分 | 0.905 | 18.102 | 85.805 |
| KMO 值 | | 0.532 | |
| Bartlett 检验卡方值 | | 60.055*** | |

注:***为在1%的水平下显著(双尾),下同。

(2)IPO后公司规模扩张程度(IPOscale),利用当年总资产除以上市前一年的总资产进行测度。

3.2.3 控制变量

委托代理理论认为董事和高管持有公司股份能

够提高其与股东效用目标的趋同性,提高董事和高管通过勤奋工作提升公司绩效所获得的收益,进而形成对董事和高管的激励^[7]。基于中国情境的实证研究也证实了委托代理理论的这一观点,如林大庞等^[44]和吕长江等^[45]的研究。因此,本研究选取持股董事人数占董事会人数比例(*Owndir*)、董事会持股比例(*Boardown*)和高管持股比例(*Managerown*)就董事和高管持股对公司绩效的潜在影响加以控制。另外,创始人控股股东有可能利用金字塔持股结构使控制权与现金流量权偏离,进而通过隧道效应损害公司绩效^[46]。本研究利用创始人家族是否采用金字塔持股(*Pyramid*)就创始人潜在的隧道效应对公司绩效的损害加以控制,创始人家族采用金字塔结构控制民营企业取值为1,否则取值为0。除此之外,本研究还对公司上市年龄(*IPOage*)、行业(*Ind*)和年度(*Year*)进行控制。公司上市年龄采用当年年度与IPO年度的差测度;行业采用国泰安数据库行业分类标准,分为金融、公共事业、房地产、综合、工业和商业6类,采用5个哑变量进行测度;年度跨度为4年,采用3个哑变量进行测度。

3.3 模型构建

根据以上分析和设计,本研究构建联立多元回归模型对提出的研究假设进行检验,模型的基本形式如下。

$$\begin{aligned} Performance = & b_1 + a_1 Power + a_2 VCdirector + \\ & a_3 Power \cdot VCdirector + a_4 IPOscale + \\ & a_5 Owndir + a_6 Boardown + a_7 Managerown + \\ & a_8 Pyramid + a_9 IPOage + Ind + Year + \varepsilon_1 \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} VCdirector = & b_2 + c_1 Power + c_2 IPOscale + \\ & c_3 Power \cdot IPOscale + c_4 Owndir + \\ & c_5 Boardown + c_6 Managerown + c_7 Pyramid + \\ & c_8 IPOage + Ind + Year + \varepsilon_2 \end{aligned} \quad (2)$$

其中, b_1 和 b_2 为常数项, $a_1 \sim a_9, c_1 \sim c_8$ 为各对应自变量的系数, ε_1 和 ε_2 为残差项。*Ind*为行业的5个哑变量,*Year*为年度的3个哑变量。根据前文的理论分析可知,本研究联立模型中*Power*与*VCdirector*存在内生性问题,为了避免内生性对研究结果的影响,采用二阶段最小二乘法(2SLS)对联立模型进行回归。

4 实证分析和讨论

4.1 描述性统计特征

表3给出被解释变量和解释变量一般描述性统计分析结果。从公司绩效方面的统计结果可以看出,创业板民营上市公司的绩效处于较低水平,在盈利能力方面,*ROA*均值仅为6.618%,*ROE*均值仅为8.293%;在股东获利能力方面,*EPS*均值仅为0.624元;在发展能力方面,*RI*处于较低水平,均值为17.578%,*RG*的均值为0.063%。可以基本判断创业板民营上市公司实施IPO后净利润增长水平几乎停滞,并未获得预期的快速增长。在风险投资股东方

面,风险投资股东的确会通过向董事会派出外部董事的形式介入战略决策机制,代表风险投资股东的董事成员比例均值为22.613%,说明这部分外部董事对董事会形成较强的影响力。在IPO后公司规模变化部分,经历IPO后民营企业规模得到了较大的扩张,规模扩张程度平均为IPO前公司规模的3.690倍。

表3 描述性统计
Table 3 Descriptive Statistics

| | 最小值 | 最大值 | 均值 | 标准差 |
|-------------------|----------|---------|--------|--------|
| <i>ROA</i> (%) | -43.657 | 46.902 | 6.618 | 4.954 |
| <i>ROE</i> (%) | -73.386 | 55.291 | 8.293 | 7.541 |
| <i>EPS</i> | -2.560 | 2.821 | 0.624 | 0.453 |
| <i>RG</i> (%) | -20.244 | 8.671 | 0.063 | 1.342 |
| <i>RI</i> (%) | -290.471 | 105.582 | 17.578 | 19.171 |
| <i>ZPower</i> | -10.717 | 11.134 | 0.000 | 2.430 |
| <i>MPower</i> | -1.901 | 0.923 | 0.000 | 0.436 |
| <i>VCdirector</i> | 0.000 | 50.000 | 22.613 | 10.168 |
| <i>IPOscale</i> | 1.000 | 14.723 | 3.690 | 1.851 |

注:限于篇幅,未汇报控制变量的描述性统计结果。

表4给出各解释变量和因变量之间的相关系数。创始人CEO权力指标(*ZPower*和*MPower*)与公司绩效指标(*ROA*、*ROE*、*EPS*、*RG*、*RI*)之间的相关系数均不显著,并且方向不一,因此需要进一步分析和验证;创始人CEO权力指标(*ZPower*和*MPower*)与风险投资股东派出的外部董事比例显著负相关,初步支持 H_{3a} ; *VCdirector*与公司绩效指标(除*ROE*外)显著负相关,与 H_{2a} 预期相反,需要进一步验证;*ZPower*与*MPower*显著正相关,说明利用Z标准化和主成分分析法合成的创始人CEO权力指标之间具有较强的一致性,提高了创始人CEO权力测度的稳健性。

4.2 回归结果和分析

结合表4的统计结果,本研究采用二阶段最小二乘法(2SLS)对模型进行拟合回归。

利用外生变量作为工具变量对内生变量*ZPower*、*MPower*和*VCdirector*进行OLS拟合,求得各内生变量的预测值,详见表5。

由表5可知,*F*值均在1%显著性水平下显著,说明工具变量回归方程有效。利用White检验可以判定工具变量拟合过程中不存在异方差干扰,同时各工具变量的*VIF*值均小于5,说明不存在多重共线性干扰,因此工具变量回归模型构建合理。取*ZPower*、*MPower*和*VCdirector*工具变量回归模型的预测值对(1)

表4 相关系数矩阵
Table 4 Correlation Coefficient Matrix

| | <i>ROA</i> | <i>ROE</i> | <i>EPS</i> | <i>RG</i> | <i>RI</i> | <i>ZPower</i> | <i>MPower</i> | <i>VCdirector</i> |
|-------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|---------------|---------------|-------------------|
| <i>ROE</i> | 0.921*** | | | | | | | |
| <i>EPS</i> | 0.663*** | 0.614*** | | | | | | |
| <i>RG</i> | 0.599*** | 0.616*** | 0.607*** | | | | | |
| <i>RI</i> | 0.589*** | 0.440*** | 0.529*** | 0.448*** | | | | |
| <i>ZPower</i> | 0.021 | 0.004 | 0.003 | -0.003 | -0.038 | | | |
| <i>MPower</i> | 0.014 | -0.110 | 0.056 | 0.056 | 0.023 | 0.766*** | | |
| <i>VCdirector</i> | -0.103** | -0.066 | -0.120*** | -0.098** | -0.144*** | -0.367*** | -0.338*** | |
| <i>IPOscale</i> | -0.126*** | -0.191*** | -0.046 | 0.145*** | 0.215*** | 0.103** | 0.215*** | -0.095** |

注:**为在5%的水平下显著(双尾),下同。限于篇幅,未汇报控制变量的结果。

表5 工具变量回归结果
Table 5 Regression Results of Instrumental Variables

| | <i>ZPower</i> | | <i>MPower</i> | | <i>VCdirector</i> | |
|--------------------------|---------------------|------------|---------------------|------------|-----------------------|------------|
| | 系数 | <i>VIF</i> | 系数 | <i>VIF</i> | 系数 | <i>VIF</i> |
| <i>IPOscale</i> | 0.124* (1.904) | 1.415 | 0.036*** (3.289) | 1.415 | -0.755*** (-2.677) | 1.415 |
| <i>Owndir</i> | -0.009 (-1.434) | 1.897 | 0.000 (0.314) | 1.897 | -0.020 (-0.715) | 1.897 |
| <i>Boardown</i> | 0.021*** (2.866) | 3.009 | -0.002 (-1.215) | 3.009 | -0.015 (-0.471) | 3.009 |
| <i>Managerown</i> | 0.035*** (5.154) | 1.940 | 0.010*** (8.744) | 1.940 | -0.075** (-2.553) | 1.940 |
| <i>Pyramid</i> | 1.071*** (4.342) | 1.476 | 0.001 (0.029) | 1.476 | -0.416 (-0.388) | 1.476 |
| <i>IPOage</i> | 0.373** (2.328) | 2.009 | 0.039 (1.448) | 2.009 | 1.076 (1.545) | 2.009 |
| <i>Ind</i> | 控制 | | 控制 | | 控制 | |
| <i>Year</i> | 控制 | | 控制 | | 控制 | |
| <i>F</i> 值 | 7.162*** | | 12.711*** | | 3.713*** | |
| <i>R</i> ² | 0.386 | | 0.486 | | 0.288 | |
| 调整 <i>R</i> ² | 0.128 | | 0.218 | | 0.061 | |
| White 检验 | 0.000 | | 0.000 | | 0.000 | |

注:*为在10%的水平下显著(双尾);White检验均不显著。下同。

式进行回归,得到2SLS回归的最终结果,详见表6、表7和表8。

表6中列1、列2、列5和列6为采用 *ZPower* 测度CEO权力的回归结果,列1和列5为未引入调节效应的回

归结果,列2和列6为引入调节效应的回归结果;列3、列4、列7和列8为采用 *MPower* 测度CEO权力的回归结果,列3和列7为未引入调节效应的回归结果,列4和列8为引入调节效应的回归结果。

表6 盈利能力2SLS回归结果
Table 6 2SLS Regression Results of Profitability

| | ROA | | | | ROE | | | |
|--------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| <i>ZPower</i> | -0.978*** (-3.307) | -1.189*** (-3.980) | - | - | -1.310*** (-2.885) | -1.665*** (-3.640) | - | - |
| <i>VCdirector</i> | -0.536*** (-5.659) | -0.490*** (-5.180) | -0.628*** (-5.413) | -0.613*** (-5.311) | -0.706*** (-4.861) | -0.629*** (-4.345) | -0.927*** (-5.225) | -0.901*** (-5.117) |
| <i>ZPower</i> · <i>VCdirector</i> | - | -0.236*** (-3.489) | - | - | - | -0.397*** (-3.834) | - | - |
| <i>MPower</i> | - | - | -5.193*** (-3.233) | -6.409*** (-3.875) | - | - | -8.671*** (-3.534) | -10.761*** (-4.268) |
| <i>MPower</i> · <i>VCdirector</i> | - | - | - | -0.817*** (-2.785) | - | - | - | -1.405*** (-3.140) |
| <i>F</i> 值 | 16.079*** | 15.016*** | 15.829*** | 13.280*** | 11.848*** | 13.014*** | 13.994*** | 12.780*** |
| <i>R</i> ² | 0.245 | 0.287 | 0.244 | 0.271 | 0.212 | 0.269 | 0.230 | 0.267 |
| 调整 <i>R</i> ² | 0.056 | 0.077 | 0.056 | 0.068 | 0.041 | 0.067 | 0.049 | 0.066 |
| White 检验 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 最大 <i>VIF</i> 值 | 1.674 | 1.746 | 2.517 | 2.706 | 1.674 | 1.746 | 2.517 | 2.706 |

注:调节效应模型中采用变量中心化处理,以防止多重共线性干扰,下同。

表7 股东获利能力2SLS回归结果
Table 7 2SLS Regression Results
of Shareholders' Profitability

| | EPS | | | |
|--------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 |
| <i>ZPower</i> | -0.151*** (-5.758) | -0.166*** (-6.283) | - | - |
| <i>VCdirector</i> | -0.070*** (-8.393) | -0.067*** (-7.962) | -0.070*** (-6.727) | -0.069*** (-6.631) |
| <i>ZPower</i> · <i>VCdirector</i> | - | -0.018*** (-2.966) | - | - |
| <i>MPower</i> | - | - | -0.545*** (-3.775) | -0.662*** (-4.457) |
| <i>MPower</i> · <i>VCdirector</i> | - | - | - | -0.079*** (-2.981) |
| <i>F</i> 值 | 35.375*** | 26.882*** | 25.259*** | 20.066*** |
| <i>R</i> ² | 0.351 | 0.372 | 0.302 | 0.328 |
| 调整 <i>R</i> ² | 0.120 | 0.133 | 0.088 | 0.102 |
| White 检验 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 最大 <i>VIF</i> 值 | 1.674 | 1.746 | 2.517 | 2.706 |

注:在进行相关系数分析过程中发现基础每股收益与稀释每股收益之间的相关系数在1%水平下为1,并且在进行2SLS回归过程中基础每股收益和稀释每股收益的回归结果相同,在此仅汇报了稀释每股收益的2SLS回归结果,表中EPS均为稀释每股收益。

表7中列1和列2为采用 *ZPower* 测度CEO权力的回归结果,列1为未引入调节效应的回归结果,列2为引进调节效应的回归结果;列3和列4为采用 *MPower* 测度CEO权力的回归结果,列3为未引入调节效应的回归结果,列4为引进调节效应的回归结果。

表8中列1、列2、列5和列6为采用 *ZPower* 测度CEO权力的回归结果,列1和列5为未引入调节效应的回归结果,列2和列6为引入调节效应的回归结果;列3、列4、列7和列8为采用 *MPower* 测度CEO权力的回归结果,列3和列7为未引入调节效应的回归结果,列4和列8为引入调节效应的回归结果。

由表6~表8的回归结果可知,各回归模型最大 *VIF* 值均小于5,因此不存在多重共线性干扰;各回归模型的White检验结果表明,不存在异方差干扰回归的现象;各回归模型的 *F* 值均在1%显著性水平下显著,说明各回归模型构建有效。在盈利能力和股东获利能力方面,无论采用 *ZPower* 还是 *MPower* 对创始人CEO权力测度,其结果均与公司绩效指标在1%显著性水平下负相关,说明创始人CEO权力的提高会损害公司的盈利能力和股东获利能力。在发展能力方面, *ZPower* 与公司绩效在1%显著性水平下显著负相关,说明创始人CEO权力的提升会降低公司的发展能力; *MPower* 与 *RI* 之间显著负相关,与 *RG* 之间线性关系不显著,但是符号方向符合预期判断,说明测度创始人CEO权力的方法不同会影响其对净利润增长率(*RG*)回归结果的显著程度,但是并不影响创始人CEO权力总体上对公司绩效的影响方向。综合表6~

表8 发展能力2SLS回归结果
Table 8 2SLS Regression Results of Development Ability

| | RG | | | | RI | | | |
|------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| ZPower | -0.151*** (-5.555) | -0.177*** (-6.489) | - | - | -4.359*** (-3.809) | -4.895*** (-4.206) | - | - |
| VCdirector | -0.054*** (-6.187) | -0.048*** (-5.605) | -0.022** (-1.981) | -0.019* (-1.792) | -2.094*** (-5.722) | -1.978*** (-5.373) | -1.975*** (-4.357) | -1.935*** (-4.276) |
| ZPower · VCdirector | - | -0.029*** (-4.637) | - | - | - | -0.600** (-2.275) | - | - |
| MPower | - | - | -0.025 (-0.162) | -0.175 (-1.135) | - | - | -13.672** (-2.174) | -16.772*** (-2.587) |
| MPower · VCdirector | - | - | - | -0.134*** (-4.905) | - | - | - | -2.115* (-1.838) |
| F 值 | 21.361*** | 21.989*** | 5.600*** | 11.924*** | 16.396*** | 12.747*** | 11.331*** | 8.716*** |
| R ² | 0.280 | 0.341 | 0.148 | 0.258 | 0.248 | 0.266 | 0.208 | 0.223 |
| 调整 R ² | 0.075 | 0.111 | 0.022 | 0.061 | 0.058 | 0.065 | 0.039 | 0.044 |
| White 检验 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 最大 VIF 值 | 1.674 | 1.746 | 2.517 | 2.706 | 1.674 | 1.746 | 2.517 | 2.706 |

表8的回归结果可知,创始人CEO权力的提升会损害创业板民营企业的绩效,H₁得到验证。

在风险投资股东派出的外部董事比例与公司绩效关系方面,无论在盈利能力、股东获利能力还是发展能力,均与公司绩效显著负相关,说明风险投资股东派出的外部董事并没有履行对民营企业战略决策过程的资源供给职能,反而对公司绩效造成损害,H_{2a}未得到验证。在风险投资股东派出的外部董事比例调节创始人CEO权力方面,统计结果显示无论采用 ZPower 还是 MPower 测度创始人CEO权力,VCdirector均显著地正向调节创始人CEO权力与公司绩效的关系,说明风险投资股东派出的外部董事并没有履行监督创始人CEO权力的职能,反而维护和助长了创始人CEO权力的扩张,进而损害公司绩效,H_{2b}未得到验证。

在(2)式的回归过程中,鉴于创始人CEO权力的内生性问题,本研究同样采用2SLS方法规避内生性对统计结果可信性的影响,结果见表9。表9中的列1和列2为采用 ZPower测度CEO权力的回归结果,列1为未引入调节效应的回归结果,列2为引进调节效应的回归结果;列3和列4为采用 MPower测度CEO权力的回归结果,列3为未引入调节效应的回归结果,列4为引入调节效应的回归结果。由表9的2SLS回归结果可知,各回归模型的最大 VIF值均小于5,说明不存在

表9 (2)式的2SLS回归结果
Table 9 2SLS Regression Results of Model 2

| | VCdirector | | | |
|----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 |
| ZPower | -1.807*** (-3.622) | -1.813*** (-3.625) | - | - |
| ZPower · IPOscale | - | -0.047 (-0.215) | - | - |
| MPower | - | - | -10.738*** (-5.148) | -10.412*** (-4.941) |
| MPower · IPOscale | - | - | - | -0.875 (-1.079) |
| F 值 | 9.395*** | 6.267*** | 26.502*** | 13.837*** |
| R ² | 0.190 | 0.190 | 0.224 | 0.229 |
| 调整 R ² | 0.032 | 0.030 | 0.048 | 0.048 |
| White 检验 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 最大 VIF 值 | 1.000 | 1.319 | 1.000 | 1.021 |

注: IPOscale 虽为调节变量,但并非内生变量,而是工具变量,因此未单独引进 IPOscale。

多重共线性干扰;各回归模型的White检验结果显示不存在异方差干扰回归的现象;各回归模型的 F 值均在1%水平下显著,说明各回归模型构建有效。在创始人CEO权力与风险投资股东派出的外部董事比例关系方面,无论采用 $ZPower$ 还是 $MPower$ 测度创始人CEO权力,其结果均与 $VCdirector$ 在1%水平下显著负相关,说明创始人CEO会排斥风险投资股东向董事会派出外部董事,以此保护个人财富, H_{3a} 得到验证。在IPO规模变化的调节效应方面,无论采用 $ZPower$ 还是 $MPower$ 测度创始人CEO权力, $IPOscale$ 对创始人CEO权力和风险投资派出的外部董事比例关系均不具备显著的调节作用,因此 H_{3b} 未得到验证。

4.3 结果讨论

在创始人CEO权力与公司绩效关系方面,本研究实证结果支持 H_1 。IPO后民营企业规模的急剧扩张提高了战略决策的复杂程度,使创始人在创业过程中形成的战略决策能力不足以应对IPO后复杂的战略决策^[16,20,31]。在英美模式下,成熟的外部治理机制能够有效引导民营企业由创始人主导战略决策机制向专业化成熟管理机制主导的战略决策机制转型^[7,12,14],然而在新经济特征的中国情境下,弱化的外部治理机制使这一转型过程无法对创始人个人财富和创业成果形成良好的保护机制^[14]。因此,即便面对IPO后自身战略决策能力不足的管理困境,创始人CEO仍会坚持维护自身的战略决策主导权力,从而替代弱化的外部治理机制,形成对自身财富和创业成果的保护机制^[14,39]。随着创始人CEO权力的提升,民营企业战略决策机制越来越倾向于创始人CEO主导,而创始人CEO战略决策能力不足会加剧战略决策机制的低效程度,民营企业的绩效会不断降低。

在风险投资股东与公司绩效关系方面,本研究的实证结果未支持 H_{2a} 和 H_{2b} 。实证结果表明,风险投资股东派出的外部董事并未形成对民营企业战略决策的资源供给机制,却随着风险投资股东派出的外部董事比例的提高,公司绩效受到的损害程度不断加剧,与资源依赖理论的观点相反^[23-24,30];同时,风险投资股东派出的外部董事并未对创始人CEO权力形成实质上的监督机制,而是随着风险投资股东派出的外部董事比例的提高,创始人CEO权力反而获得了不断的强化,进而加剧创始人CEO权力对公司绩效的损害,与委托代理理论的观点相反^[7,36]。本研究认为代表风险投资股东利益的外部董事损害公司绩效、强化创始人CEO权力的原因在于,中国情境下股票二级市场投机氛围较为浓厚,在弱式股票市场情境下,股票价格不能有效反映公司价值^[47-48]。相对于直接介入民营企业战略决策机制提升公司价值而言,风险投资股东通过操纵二级市场股价实现股权退出收益要容易得多。在这种情况下,风险投资股东和创始人控股股东合谋,进而达成股价操纵的激励相容机会会更加容易,因此由风险投资股东派出的外部董事并不会注重战略决策过程的资源供

给和监督,而是更加注重维护与创始人CEO之间合谋的关系,巩固和强化创始人CEO权力,进而操纵公司股价,保障风险投资股东的股权退出收益。为了验证以上分析,本研究采用由二级市场股价反映的公司价值Tobin's Q 衡量创业板民营企业的公司绩效,对(1)式进行重新回归,结果见表10。

表10 Tobin's Q 的2SLS 回归结果
Table 10 2SLS Regression Results of Tobin's Q

| | Tobin's Q | | | |
|---------------------------|------------------|------------------|---------------------|---------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 |
| $ZPower$ | 0.025 (0.901) | 0.033 (1.188) | - | - |
| $VCdirector$ | 0.006 (0.690) | 0.004 (0.474) | 0.028*** (2.654) | 0.027** (2.543) |
| $ZPower \cdot VCdirector$ | - | 0.010 (1.508) | - | - |
| $MPower$ | - | - | 0.486*** (3.293) | 0.592*** (3.887) |
| $MPower \cdot VCdirector$ | - | - | - | 0.071*** (2.621) |
| F 值 | 0.417 | 1.037 | 5.434*** | 5.955*** |
| R^2 | 0.041 | 0.079 | 0.146 | 0.186 |
| 调整 R^2 | 0.002 | 0.006 | 0.017 | 0.029 |
| White 检验 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 最大 VIF 值 | 1.674 | 1.746 | 2.517 | 2.706 |

表10的列1和列2为采用 $ZPower$ 测度CEO权力的回归结果,列1为未引入调节效应的回归结果,列2为引入调节效应的回归结果;列3和列4为采用 $MPower$ 测度CEO权力的回归结果,列3为未引入调节效应的回归结果,列4为引入调节效应的回归结果。表10的2SLS回归结果表明,采用 $MPower$ 测度创始人CEO权力时,创始人CEO权力和 $VCdirector$ 均与Tobin's Q 具有非常显著的正相关关系,并且 $VCdirector$ 还显著地正向调节创始人CEO权力与Tobin's Q 之间的关系,说明风险投资股东与创始人控股股东进行合谋,操纵公司股价。因此,在与股权退出收益激励相容的情境下,风险投资股东派出的外部董事不但不会形成对创始人CEO的监督机制和资源供给机制,反而会强化创始人CEO的战略决策权力,共同操纵公司股价,进而实现较高的股权退出收益。尽管采用 $ZPower$ 对创始人CEO权力测度时2SLS回归结果不显著,然而其符号方向与 $MPower$ 的回归结果相同,这也证实了风

险投资股东会与创始人控股股东合谋操纵公司股价的问题。

在创始人CEO权力与风险投资股东派出的外部董事关系方面,本研究实证结果证实创始人CEO会防止风险投资股东向董事会派出外部董事,以达到强化创始人CEO权力的目的,与委托代理理论的基本观点一致^[7,36]。委托代理理论认为初创企业关于战略决策的关键信息往往由创始人家族掌握,引进外部董事尽管能够提高公司战略决策的能力,但是外部董事也会给初创期的民营企业带来潜在的核心战略信息泄露的风险,从而提高代理成本,因此将战略决策权力同时赋予掌控剩余价值索取权力的创始人家族能够避免战略决策过程中的代理问题^[7]。此外,在新兴经济特征的中国情境下,外部治理机制并不能像英美模式那样对创始人的个人财富和创业成果形成良好的保护和变现机制,因此创始人家族股东往往利用对战略决策机制的控制替代外部弱化的治理机制,从而形成自身财富的保护机制^[14-16]。

在IPO公司规模扩张的调节效应方面,本研究的实证结果并未支持 H_{3b} 。本研究对 H_{3b} 的理论论证主要基于资源依赖理论,并未考察创始人控股股东与风险投资股东合谋的问题。根据表10的分析结果可知,风险投资股东会与创始人控股股东合谋操纵股价,进而实现较高的股权退出收益,因此风险投资股东派出的外部董事并未履行战略决策过程的资源供给职能,而是巩固和维护创始人CEO权力。这也从侧面反映了创业板民营上市公司引进风险投资作为战略投资者并未促进民营企业向专业化管理的战略决策机制的转型,反而进一步强化了创始人控股股东单一主导战略决策机制的程度。

5 结论

本研究基于委托代理理论和资源依赖理论,选取2009年10月至2013年4月中国创业板319家存在风险资本介入的民营上市公司为样本,实证分析中国民营企业经历IPO后,由创始人主导的战略决策机制向专业管理的战略决策机制转型过程中,创始人控股股东和风险资本股东如何通过构建战略决策资源供给机制和监督机制影响公司绩效的过程,得到以下结论。

(1)创始人CEO利用战略决策权力替代弱化的外部治理机制,以保护个人财富和创业成果,该行为导致民营企业经历IPO后战略决策机制继续由创始人CEO主导。而随着创始人CEO权力的提升,其战略决策能力的不足会不断降低战略决策机制的有效性,进而损害民营企业IPO后的公司绩效。

(2)引进风险资本作为专业的外部战略投资者并不能促进民营企业IPO后由创始人单一主导的战略决策机制向专业化管理主导的战略决策机制的转型,与此相反,风险资本股东会与创始人控股股东合谋,操纵公司股价,以提升风险资本股东的股权退出收益。在这种情况下,风险资本股东派出的外部董

事并不会形成对民营企业战略决策机制的资源供给机制和监督机制,而是维系与创始人CEO的合谋关系,不断维护和提升创始人CEO权力,从而操纵公司股价,提升风险资本股东的股权退出收益。

(3)由于风险资本股东派出的外部董事并不能真正有效地向民营企业战略决策过程提供战略决策资源支持,因此创始人CEO为了维护自身战略决策权力和降低由外部董事介入战略决策过程所引发的代理成本,会排挤风险资本股东向董事会派出外部董事。与此同时,尽管IPO后民营企业的规模扩张提高了战略决策的复杂程度和难度,然而由于风险资本股东派出的外部董事并不会形成有效的战略决策资源支持,因此IPO后公司规模的扩张并不会促使创始人CEO放弃战略决策权力而引进更多外部董事的行为。

综上所述,中国创业板从2009年发展至今,尽管为许多具有良好潜力的民营企业提供了有效的融资平台,然而民营企业经历IPO后如何促进战略决策机制的转变从而继续保持良好的增长态势是非常关键的研究课题。本研究揭示了创业板民营企业经历IPO后继续由创始人控股股东主导战略决策机制会损害公司绩效,而通过引进专业的外部战略投资者风险资本并不能帮助民营企业向专业化管理主导的战略决策机制转型,反而会不断强化创始人控股股东主导战略决策机制的程度,进一步加剧战略决策机制的低效程度,损害公司绩效。因此,中国创业板民营企业在未来的发展中应不断加强风险资本引进和股权退出机制的规范,促使风险资本派出的外部董事真正形成对创始人CEO权力的制衡和资源供给作用,从而切实保障民营企业经历IPO后真正的“去家族化”,向专业化管理主导的战略决策机制转型,由此为民营企业获得可持续的快速增长能力提供坚实基础。

限于董事和CEO个人数据获取的难度,本研究从董事会制衡机制的角度,利用外部董事人数比例考察风险投资对民营企业战略决策机制的影响,并未对外部董事人力资本和社会资本进行深层次的挖掘。此外,在创始人CEO权力方面主要从控制的视角,以创始人CEO对战略决策机制的直接控制能力和股权结构对创始人CEO权力扩张的制衡考量创始人CEO权力,也并未涉及创始人CEO的人力资本和社会资本。后续研究可针对以上问题展开论述。

参考文献:

- [1] 段铸. 创业板集体变脸 借口牵强[N]. 中国经营报, 2011-03-21(B06).
Duan Zhu. The GEM companies' performance deterioration [N]. China Business Journal, 2011-03-21 (B06). (in Chinese)
- [2] 朱宝琛, 肖林秀. 逐步完善创业板制度规则 积极扩大创业板市场规模[N]. 证券日报, 2010-12-02(A01).

- Zhu Baochen, Xiao Linxiu. Gradually improve rules of the GEM system and actively expand the GEM scale [N]. *Securities Daily*, 2010-12-02 (A01). (in Chinese)
- [3] Williamson O E. Comparative economic organization: The analysis of discrete structural alternatives [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1991, 36(2): 269-296.
- [4] Barney J, Wright M, Ketchen D J, Jr. The resource-based view of the firm: Ten years after 1991 [J]. *Journal of Management*, 2001, 27(6): 625-641.
- [5] 江诗松, 龚丽敏, 魏江. 转型经济中后发企业的创新能力追赶路径: 国有企业和民营企业的双城故事 [J]. *管理世界*, 2011(12): 96-115.
Jiang Shisong, Gong Limin, Wei Jiang. The path to the catch-up of the innovative ability of the late comers of enterprises in the transitional economy: Comparing SOE with POE [J]. *Management World*, 2011(12): 96-115. (in Chinese)
- [6] 鞠芳辉, 谢子远, 宝贡敏. 西方与本土: 变革型、家长型领导行为对民营企业绩效影响的比较研究 [J]. *管理世界*, 2008(5): 85-101.
Ju Fanghui, Xie Ziyuan, Bao Gongmin. Western countries and China: A comparative study on the effects of the patriarchal leadership and the reformist leadership on the achievements made by private enterprises [J]. *Management World*, 2008(5): 85-101. (in Chinese)
- [7] Daily C M, Dalton D R, Cannella A A, Jr. Corporate governance: Decades of dialogue and data [J]. *The Academy of Management Review*, 2003, 28(3): 371-382.
- [8] Ireland R D, Hitt M A, Sirmon D G. A model of strategic entrepreneurship: The construct and its dimensions [J]. *Journal of Management*, 2003, 29(6): 963-989.
- [9] Audretsch D B, Lehmann E E, Plummer L A. Agency and governance in strategic entrepreneurship [J]. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 2009, 33(1): 149-166.
- [10] Peng M W. Institutional transitions and strategic choices [J]. *The Academy of Management Review*, 2003, 28(2): 275-296.
- [11] Bruton G D, Filatotchev I, Chahine S, Wright M. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments [J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31(5): 491-509.
- [12] Filatotchev I, Bishop K. Board composition, share ownership, and 'underpricing' of U. K. IPO firms [J]. *Strategic Management Journal*, 2002, 23(10): 941-955.
- [13] Chahine S, Filatotchev I. The effects of information disclosure and board independence on IPO discount [J]. *Journal of Small Business Management*, 2008, 46(2): 219-241.
- [14] Young M N, Peng M W, Ahlstrom D, Bruton G D, Jiang Y. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective [J]. *Journal of Management Studies*, 2008, 45(1): 196-220.
- [15] Peng M W. Outside directors and firm performance during institutional transitions [J]. *Strategic Management Journal*, 2004, 25(5): 453-471.
- [16] Peng M W, Luo Y. Managerial ties and firm performance in a transition economy: The nature of a micro-macro link [J]. *The Academy of Management Journal*, 2000, 43(3): 486-501.
- [17] 郭海星, 万迪昉. 创业板 IPO 发行定价合理吗? [J]. *中国软科学*, 2011(9): 156-166.
Guo Haixing, Wan Difang. Research on rationality of IPO issue prices in China's growth enterprises [J]. *China Soft Science*, 2011(9): 156-166. (in Chinese)
- [18] Dunbar C G, Foerster S R. Second time lucky? Withdrawn IPOs that return to the market [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(3): 610-635.
- [19] Nelson T. The persistence of founder influence: Management, ownership, and performance effects at initial public offering [J]. *Strategic Management Journal*, 2003, 24(8): 707-724.
- [20] Lin C P, Chuang C M. Principal-principal conflicts and IPO pricing in an emerging economy [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2011, 19(6): 585-600.
- [21] Bonini S, Alkan S, Salvi A. The effects of venture capitalists on the governance of firms [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2012, 20(1): 21-45.
- [22] Westphal J D. Collaboration in the boardroom: Behavioral and performance consequences of CEO-board social ties [J]. *The Academy of Management Journal*, 1999, 42(1): 7-24.
- [23] Haynes K T, Hillman A. The effect of board capital and CEO power on strategic change [J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31(11): 1145-1163.
- [24] Hillman A J, Nicholson G, Shropshire C. Directors' multiple identities, identification, and board monitoring and resource provision [J]. *Organization Science*, 2008, 19(3): 441-456.
- [25] Boyd B K, Haynes K T, Zona F. Dimensions of CEO-board relations [J]. *Journal of Management Studies*, 2011, 48(8): 1892-1923.
- [26] 李新春. 经理人市场失灵与家族企业治理 [J].

- 管理世界,2003(4):87-95.
- Li Xinchun. The dysfunction of markets of managing agents, and the control of clannish enterprises [J]. *Management World*, 2003(4):87-95. (in Chinese)
- [27] 李严, 罗国锋, 马世美. 风险投资机构人力资本与投资策略的实证研究 [J]. *管理科学*, 2012, 25(3):45-55.
- Li Yan, Luo Guofeng, Ma Shimei. An empirical study of human capital and investment strategies of venture capital firms [J]. *Journal of Management Science*, 2012, 25(3):45-55. (in Chinese)
- [28] 毛磊, 王宗军, 王玲玲. 机构投资者持股偏好、筛选策略与企业社会绩效 [J]. *管理科学*, 2012, 25(3):21-33.
- Mao Lei, Wang Zongjun, Wang Lingling. Institutional investors preferences, screening and corporate social performance [J]. *Journal of Management Science*, 2012, 25(3):21-33. (in Chinese)
- [29] 党兴华, 董建卫, 吴红超. 风险投资机构的网络位置与成功退出: 来自中国风险投资业的经验证据 [J]. *南开管理评论*, 2011, 14(2):82-91, 101.
- Dang Xinghua, Dong Jianwei, Wu Hongchao. Venture capital firms' network positions and their successful exits: Empirical evidence from China's venture capital industry [J]. *Nankai Business Review*, 2011, 14(2):82-91, 101. (in Chinese)
- [30] Hillman A J, Withers M C, Collins B J. Resource dependence theory: A review [J]. *Journal of Management*, 2009, 35(6):1404-1427.
- [31] Boeker W, Karichalil R. Entrepreneurial transitions: Factors influencing founder departure [J]. *The Academy of Management Journal*, 2002, 45(4):818-826.
- [32] Finkelstein S. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation [J]. *The Academy of Management Journal*, 1992, 35(3):505-538.
- [33] Park S H, Luo Y. Guanxi and organizational dynamics: Organizational networking in Chinese firms [J]. *Strategic Management Journal*, 2001, 22(5):455-477.
- [34] 权小锋, 吴世农. CEO 权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性: 基于深交所上市公司的实证研究 [J]. *南开管理评论*, 2010, 13(4):142-153.
- Quan Xiaofeng, Wu Shinong. CEO power, information disclosure quality and corporate performance variability: Empirical evidence from the listed companies in SZSE [J]. *Nankai Business Review*, 2010, 13(4):142-153. (in Chinese)
- [35] 周建, 任尚华, 金媛媛, 李小青. 董事会资本对企业 R&D 支出的影响研究: 基于中国沪深两市高科技上市公司的经验证据 [J]. *研究与发展管理*, 2012, 24(1):67-77.
- Zhou Jian, Ren Shanghua, Jin Yuanyuan, Li Xiaoqing. The impact of board capital on R&D spending: Empirical evidence from the listed high-tech companies in China [J]. *R&D Management*, 2012, 24(1):67-77. (in Chinese)
- [36] Zhang P. Board information and strategic tasks performance [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2010, 18(5):473-487.
- [37] Johnson S, Schnatterly K, Bolton J F, Tuggle C. Antecedents of new director social capital [J]. *Journal of Management Studies*, 2011, 48(8):1782-1803.
- [38] Arthurs J D, Hoskisson R E, Busenitz L W, Johnson R A. Managerial agents watching other agents: Multiple agency conflicts regarding underpricing in IPO firms [J]. *The Academy of Management Journal*, 2008, 51(2):277-294.
- [39] Aguilera R V, Jackson G. The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants [J]. *The Academy of Management Review*, 2003, 28(3):447-465.
- [40] 周建, 李小青. 董事会认知异质性对企业创新战略影响的实证研究 [J]. *管理科学*, 2012, 25(6):1-12.
- Zhou Jian, Li Xiaoqing. Empirical study on the effect of cognitive heterogeneity of board on firm innovation strategy [J]. *Journal of Management Science*, 2012, 25(6):1-12. (in Chinese)
- [41] Iyengar R J, Zampelli E M. Self-selection, endogeneity, and the relationship between CEO duality and firm performance [J]. *Strategic Management Journal*, 2009, 30(10):1092-1112.
- [42] Cornelli F, Kominek Z, Ljungqvist A. Monitoring managers: Does it matter? [J]. *The Journal of Finance*, 2013, 68(2):431-481.
- [43] Zhang Y. Information asymmetry and the dismissal of newly appointed CEOs: An empirical investigation [J]. *Strategic Management Journal*, 2008, 29(8):859-872.
- [44] 林大庞, 苏冬蔚. 股权激励与公司业绩: 基于盈余管理视角的新研究 [J]. *金融研究*, 2011(9):162-177.
- Lin Dapang, Su Dongwei. CEO stock incentives and corporate performance: A new perspective from earnings management [J]. *Journal of Financial Research*, 2011(9):162-177. (in Chinese)
- [45] 吕长江, 张海平. 股权激励计划对公司投资行为的影响 [J]. *管理世界*, 2011(11):118-126.
- Lv Changjiang, Zhang Haiping. The effect of the stock option plans on corporate investment behaviors [J]. *Management World*, 2011(11):118-126. (in

- Chinese)
- [46] 苏坤. 金字塔内部结构、制度环境与公司资本结构[J]. 管理科学, 2012, 25(5): 10-21.
Su Kun. Inner structure of pyramid, institution environment and corporate capital structure [J]. Journal of Management Science, 2012, 25(5): 10-21. (in Chinese)
- [47] 唐齐鸣, 张云. 基于公司治理视角的中国股票市场非法内幕交易研究[J]. 金融研究, 2009(6): 144-160.
Tang Qiming, Zhang Yun. Research on illegal insider trading in China's stock market from the view of corporate governance [J]. Journal of Financial Research, 2009(6): 144-160. (in Chinese)
- [48] 何诚颖, 卢宗辉, 何兴强, 柴俊. 中国股票市场逆向选择成本研究[J]. 经济研究, 2009, 44(2): 68-80.
He Chengying, Lu Zonghui, He Xingqiang, Chai Jun. A study on the adverse selection cost of Chinese stock exchange [J]. Economic Research Journal, 2009, 44(2): 68-80. (in Chinese)

A Study of the Impact of GEM Private Enterprises' Strategic Decision-making Mechanism on Corporate Performance

Zhou Jian^{1,2}, Yang Shuai^{1,2}, Guo Weifeng^{1,2}

1 China Academy of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China

2 Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China

Abstract: The deterioration of private enterprises' performance is one of the important factors behind the healthy and benign development of GEM. Based on Agency Theory and Resource Dependence Theory, we take the strategic decision-making view to investigate the strategic decision-making mechanism underlying the phenomena of deterioration of private enterprises' performance. We employ data of GEM private enterprises from 2009 to 2013 to build 2SLS model and analyze the influence of strategic decision-making mechanism constructed by founder CEO and outside directors from venture capital on corporate performance in the transition process of strategic decision-making mechanism originally dominated by founder family is gradually lead by specialized management after introducing venture capital and conducting IPO. The results show that venture capital cannot prevent founder from controlling shareholders and the strategic decision-making mechanism is still dominated by the founder CEO after IPO, while founder CEO, whose power brings about damages to corporate performance, also prevents venture capital from appointing outside directors to impair his power. Instead of introducing the professional strategic decision-making mechanism of resource supplying and monitoring to private enterprises, outside directors who represent venture capital shareholders focus on stock price profits will strengthen the manipulation of founders. collude with founder CEO, and harm corporate performance.

Keywords: strategic decision-making mechanism; founder CEO power; outside directors; venture capital; private enterprises

Received Date: October 21st, 2013 **Accepted Date:** January 18th, 2014

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(70872048, 71272184), Key Research Institute for Humanities and Social Science of Education Ministry(11JJD630005) and the Project Funded by the Research Base for Chinese Enterprise Management and Institutional Innovation of Nankai University 985 Program(1050821210)

Biography: Dr. Zhou Jian, a Sichuan Neijiang native (1964 -), graduated from Nanjing University and is a Professor and Ph. D. Advisor in China Academy of Corporate Governance and Business School at Nankai University. His research interests include corporate strategy, the sustainable competitive advantage, firm internationalization strategy and governance, etc. E-mail: jzhou@nankai.edu.cn □