

doi:10.13582/j.cnki.1672-7835.2020.01.009

# 创始人关键性资源、控制权配置与企业风险承担

王艳波<sup>1,2</sup>,高闯<sup>1</sup>,胡登峰<sup>2</sup>

(1.首都经济贸易大学工商管理学院,北京 100076;2.安徽财经大学工商管理学院,安徽 蚌埠 233030)

**摘要:**聚焦我国资本市场控制权配置的重要来源——创始人关键性资源,在探索性案例分析基础上,基于家族社会情感财富观和资源观,围绕民营上市公司控制权配置的影响因素和后果进行实证检验。研究发现,创始人关键性资源是影响民营上市公司控制权配置的重要因素;民营上市公司基于创始人保护的控制权配置抑制了创始人将关键性资源应用于风险承担。

**关键词:**创始人关键性资源;控制权配置;风险承担

**中图分类号:**F276 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-7835(2020)01-0056-10

## 一 创始人关键性资源与控制权配置的理论分析

目前,学者们对关键性资源的探讨主要源于企业控制权来源方面的研究。早期以GHM为代表的分析框架强调资本强权观的作用,认为物质资本是控制权的主要来源<sup>①②</sup>;随着控制权理论的发展<sup>③④</sup>,越来越多的学者逐渐打破传统“资本强权观”的认知,认识到物质资本并不是企业唯一的关键资源,指出包括企业家人力资本在内的知识、信息、关键技术也是控制权来源的重要构成<sup>⑤⑥</sup>。至此,对控制权来源的认识由物质资本过渡到人力资本。随后,我国学者开创性地将社会资本的概念引入控制权的研究,提出与“股权控制链”相对应的新范式——“社会资本控制链”<sup>⑦</sup>。赵晶等在此基础上进一步通过案例研究验证了上

市公司控股股东交叉使用“股权控制链”和“社会资本控制链”实现对公司的控制,进而补充和丰富了控制权来源的相关研究<sup>⑧</sup>。王春艳等在前人研究的基础上,指出财务性资源、知识性资源和关系性资源是控制权的重要来源<sup>⑨</sup>。其中:财务性资源强调资本强权观的作用,以产权制度为基本逻辑;知识性资源的逻辑基础为专门性人力资本投资,强调知识、信息等专用性资产的作用;关系性资源则以创始人对社会资本的控制及关系网络的数量为逻辑基础。在企业引入外部资本或高管人才的过程中,随着财务性资源的下降,创始人往往将知识性资源、关系性资源作为财务性资源的补充(如雷士照明),从而保证其控制权地位。

早期研究分别从企业绩效、管理层信息优势

收稿日期:2019-05-10

基金项目:国家社科基金项目(18VJ084)

作者简介:王艳波(1981—),女,吉林德惠人,博士生,副教授,主要从事公司治理研究。

①Grossman S J, Hart O D. “The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration”, *The Journal of Political Economy*, 1986(4): 691-719.

②Hart O, Morre J. “Property Rights and the Nature of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 1990(6): 1119-1158.

③Aghion P, P Bolotn. “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting”, *Review of Economic Studies*, 1992(77): 338-401.

④Aghion P, Titrole J. “Formal and Real Authority in Organizations”, *Journal of Political Economy*, 1997(1): 1-29.

⑤Rajan R, Zingales L. “Power in Theory of the Firm”, *The Quarterly of Economics*, 1998(2): 387-432.

⑥周其仁:《市场里的企业:一个人力资本与非人力资本的特别合约》,《经济研究》1996年第6期。

⑦高闯,关鑫:《社会资本,网络连带与上市公司终极股东控制权——基于社会资本理论的分析框架》,《中国工业经济》2008年第9期。

⑧赵晶,郭海:《公司实际控制权、社会资本控制链与制度环境》,《管理世界》2014年第9期。

⑨王春艳,林润辉,袁庆宏,等:《企业控制权的获取和维持——基于创始人视角的多案例研究》,《中国工业经济》2016年第7期。

与信任、制度环境等方面识别了控制权配置的影响因素,已有学者从控制权的来源视角解释控制权配置问题,如 Aghion & Tirole 用“进入”取代“所有权”的表述解释关键资源的操作能力,明确指出关键资源的“进入”能够产生专用性知识和技能,对任何关键资源的“进入”都可能是控制权的来源,进而影响企业控制权配置;张晓峰通过构造权力 O-SEA 分类,分别从专用性投资、专有性资源、资本所有权和组织结构四种权力来源,对控制权配置的影响因素进行解释<sup>①</sup>;王春艳等运用多案例分析方法验证了基于创始人资源异质性的权力来源对控制权配置的作用。

Demsetz & Lehn 从两方面剖析了控制权配置的内在作用机制<sup>②</sup>:(1) 堑壕效应假说。该假说认为,管理者具有职位固守和获取私利的动机,为避免自身被替换的控制权保护行为会造成企业价值减损。随着创始人股权的不断稀释,担心上市后被替换的堑壕效应心理在民营企业 IPO 阶段同样存在。一些研究为堑壕效应假说提供了证据<sup>③④</sup>,与此同时,另一些研究却得出了相反结论<sup>⑤⑥</sup>。(2) 监督效应假说。基于监督效应假说的观点,随着大股东持股比例的上升,其监督动机增强,从而缓解股东与管理层的代理冲突。Aghion & Bolton 以财富约束为前提假设,较早研究了控制权在投资者和企业家之间的配置和转移问题<sup>⑦</sup>。关于监督效应假说的研究主要分析了风险投资对上市公司经营活动的监督和控制在堑壕效应假说相似,学者们也未得出一致的结论。例如,有研究发现,风险投资机构通过直接派驻 CEO 替代创始人,可以降低代理风险、减少不确定性并“防患于未然”<sup>⑧</sup>;另有研究指出风险投资的过度监控会引发创始人和风险投资的冲突,不利于企业价值的提升<sup>⑨</sup>。

分析已有关于控制权配置的效应研究可以发

现,学者们基于上述两种不同研究假说,分别探讨了不同的控制权配置对公司价值的影响。基于组织理论,本研究指出民营上市公司控制权配置可能存在两种作用路径:(1) 基于家族社会情感财富观,创始人出于股权稀释及控制权地位保护的考虑,不再将关键性资源应用于风险承担,进而规避风险和保护家族社会情感财富;(2) 基于资源观,民营上市公司基于创始人保护的配置为创始人提供了防护,从而使他们更积极地将关键性资源应用于风险承担。这两种作用路径的分析丰富了控制权配置效应的相关研究。

## 二 探索性案例分析

鉴于本研究主题中创始人关键性资源与控制权配置的动态性和隐蔽性特征,本研究拟采用双案例研究方法,对其进行比较分析。

### (一) 案例选择与资料收集

案例选择。以因动用关键性资源从而创始团队维持控制权的万科作为成功案例,以因创始人关键性资源弱化而导致创始人被驱逐的雷士照明作为失败案例,进行正反案例对比分析,提炼民营上市公司控制权配置的权力来源及其动态变化。

资料收集。鉴于一手资料获取异常困难,而关于“宝万之争”“雷士照明”的研究资料和各类报道已颇为丰富,本研究将二手资料作为主要资料来源。其中包括:(1) 企业网站中招股说明书、公司简介、信息披露、创始人资料;(2) 股票信息平台、新闻报道、创业邦等相关网站;(3) 百度学术、谷歌学术等公开出版或发布的涉及研究对象的相关资料。

### (二) 案例介绍

万科。万科(万科企业股份有限公司)成立于 1984 年。作为公司创始人及董事会主席,王石多

①张晓峰:《企业权力类型及其治理研究》,《山东社会科学》2011 年第 9 期。

②Demsetz, Lehn. “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, 1985(6): 1155-1177.

③Villalonga B, Amit R. “How do family ownership, control, and management affect firm value?”, *Journal of Financial Economics*, 2006(2): 385-417.

④易阳,宋顺林,谢新敏,等:《创始人专用性资产、堑壕效应与公司控制权配置——基于雷士照明的案例分析》,《会计研究》2016 年第 1 期。

⑤Palla D, Ravids, Wang C J. “Founders Versus Non-founders in Large Companies: Financial Incentives and the Call for Regulation”, *Journal of Regulatory Economics*, 2008(1): 55-86.

⑥贺小刚,张远飞,梅琳:《创始人离任对企业的影响分析》,《管理学报》2013 年第 6 期。

⑦Aghion P, P Bolotn. “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting”, *Review of Economic Studies*, 1992(7): 338-401.

⑧Bertstein, Shai, Townsend, Richard R. “The Impact of Venture Capital Monitoring”, *Journal of Finance*, 2016(4): 1591-1622.

⑨Kaplan, Steven N. Stromberg. “Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts”, *Review of Economic Studies*, 2003(2): 281-315.

年来持有公司股份不到1%(0.069%)。从披露信息看,万科控制权之争中,包含多方控制权冲突:(1)从宝能举牌万科开始,万科管理层与宝能系的冲突贯穿万科控制权之争始末;(2)万科管理层意欲引入深铁集团,华润担心股权被稀释,引发万科管理层与华润的控制权冲突;(3)恒大增持万科股票,引发万科管理层与恒大的控制权冲突。

雷士照明。雷士照明由吴长江与其高中同学

(杜刚、胡永宏)联合创立于1988年。在雷士照明快速发展过程中,其股权结构发生多次变动,并引发激烈的控制权冲突:(1)因战略分歧,引发创始人与联合创始人之间的控制权冲突;(2)外部投资者涉入,创始人财务性资源快速稀释,创始人惨遭驱逐,创始人动用关系性资源,吴长江重回雷士;(3)创始人全部关键性资源弱化,吴长江最终被迫再次离开。

表1 控制权争夺过程相关属性比较

创始人		王石管理团队	吴长江
职位		董事会主席	董事会主席
控制权争夺方		①宝能 ②宝能、华润 ③宝能、恒大	①联合创始人 ②软银赛富、施耐德 ③德豪润达
关键性资源 动用类型	财务性资源	②③	①
	知识性资源	①②③	①②
	关系性资源	①②③	①②
控制权争夺结果		创始团队重夺控制权	创始人失去控制权

注:①②③分别代表三次控制权争夺。

资料来源:作者整理。

### (三) 案例分析

万科、雷士照明在控制权争夺过程中创始人关键性资源动用类型及演进过程如表1所示。

自1988年进行股份制改造王石放弃40%股份,万科一直采用分散和均衡的股权结构,王石引领的职业经理人团队也使得万科逐渐发展为中国最大的房地产企业。多年来,凭借多年的行业经验、专业积累和人格魅力,王石已成为万科的名片,使其在财务性资源不占优的情况下,一直掌握企业经营控制权。在“宝万之争”第一阶段,宝能系自2015年7月至12月四次举牌万科,一跃成为万科第一大股东,以王石为首的创始团队控制权地位受到威胁,王石明确回应不欢迎“门口的野蛮人”,创始团队控制权主要依赖知识性资源、关系性资源维系;第二阶段,王石动用关系性资源获得安邦两次增持但收效甚微后,凭借多年行业经验及合作基础,选择引入新股东深圳地铁对抗宝能系,不料华润因担心自身利益受损,倒戈宝能系,同时宝能要求解散包括王石和郁亮在内的董事会,宝万之争进入白热化阶段,除原有知识性、关系性资源,创始团队开始加强财务性资源的互动;第三阶段,恒大成为万科第四大股东,深圳国资委介入,华润、恒大将股份转让深圳地铁,历经曲折,深圳地铁成为万

科最大股东,王石创始团队重夺万科控制权,创始人团队的财务性资源、知识性资源和关系性资源共同发挥作用。

吴长江在雷士照明创立时持股45%,联合创始人杜刚、胡永宏各持27.5%,创始人吴长江财务性资源占绝对优势。在第一次控制权冲突中,吴长江因经营理念分歧以无偿转让股份的方式与其他两位联合创始人均摊雷士股份,随后三位创始人共同决定将公司作价2.4亿元,吴长江兑现8000万元离开(第一次离开),但由于利益相关供应商、经销商等在雷士总部集体要求吴长江留任,使得另两位联合创始人被迫离开,此次吴长江控制权的获取和维持主要依赖于财务性资源、知识性资源和关系性资源的共同作用;第二次控制权冲突中,在多次引入外部资本后(软银赛富、施耐德等),吴长江所拥有的财务性资源被快速稀释,渐失第一大股东地位,最终因与资本方软银赛富矛盾激化惨遭驱逐(第二次离开),但由于管理层、经销商、供应商和员工等采取辞职、断货、罢工等方式集体力挺吴长江,吴长江依赖知识性资源、关系性资源重获部分控制权;第三次控制权冲突中,吴长江在财务性资源处于劣势的情况下,由于创始元老被替换、亲属被驱逐、利益相关者间的信任机制遭到破坏,同时投资方已拥有一定程度的

同行业知识性资源积累,创始人吴长江全部关键性资源丧失,最终被迫离开(第三次离开)。

### 三 实证分析

#### (一) 研究假设

##### 1. 创始人关键性资源对民营上市公司控制权配置的影响

资源依赖理论指出,当某一主体具备了另一主体所需的资源时,后者将会对前者产生依赖<sup>①</sup>,且前者拥有的资源越重要、稀缺、不可替代,后者对前者的依赖程度越高<sup>②</sup>。考虑到已有研究所识别的创始人人力资本、社会资本等诸多作用,企业发展需要依赖上述资源。而当创始人拥有企业所依赖的资源时,理应获得相应的优势地位,合理的控制权配置便是其中一种。

已有研究对创始人资源与控制权配置之间的关系进行了分析。例如,Villalonga et al<sup>③</sup>验证了只有当创始人担任公司 CEO 参与公司管理时,资本和非资本的联系才会赋予其更多的积极性与动力,从而为企业创造更高的价值;Charles & Garry<sup>④</sup>指出创始人的突然离职或退出,可能会造成企业内外部关系出现真空,从而对企业造成负面影响;王春艳等<sup>⑤</sup>的研究指出,随着财务性资源的不断稀释,在面临控制权争夺时,创始人往往通过知识性资源和关系性资源的替代效应以及制度设计实现对控制权的获取和维持。以上研究均表明,创始人关键性资源是影响其能否取得控制权的关键因素。由此,本研究提出如下假设:创始人关键性资源越丰裕,民营上市公司控制权配置越有利于创始人控制权保护,即:

假设 1a:创始人财务性资源越丰裕,民营上市公司控制权配置越有利于创始人控制权保护。

假设 1b:创始人知识性资源越丰裕,民营上市公司控制权配置越有利于创始人控制权保护。

假设 1c:创始人关系性资源越丰裕,民营上市公司控制权配置越有利于创始人控制权保护。

##### 2. 民营上市公司控制权配置对创始人关键性资源作用的影响

如前文所述,基于资源依赖,民营上市公司的

控制权配置为资源丰裕的创始人提供了控制权保护,但该种控制权配置究竟如何对创始人关键性资源产生影响值得深入探究。基于此,本研究以风险承担为研究情景,分别从家族社会情感财富观和资源观两个方面识别控制权配置作用的内在机制。

#### (1) 家族社会情感财富观

基于创始人保护的配置(民营企业 IPO 后创始人继续保持上市公司控制权)一定程度上消除了外部控制权市场的威胁,然而,对民营企业而言,由于创始人个人以及创业家族财富与企业价值存在较强的利益趋同特征,在进行风险决策时考虑到股权稀释及权威系统破坏问题通常会有意识规避风险。例如,有研究发现无论是创始人 CEO 还是家族继任者 CEO 对企业风险承担水平都存在抑制效应<sup>⑥</sup>。具体到本研究的风险承担情景中,民营上市公司的控制权配置可能降低了创始人在企业风险承担行为中关键性资源的作用,即负向调节关键性资源与风险承担之间的关系。

#### (2) 资源观

一定程度的外部条件支持是企业资源有效利用的充分条件。对于创始人关键性资源而言,能否为创始人提供控制权保护便是重要的外部条件之一。控制权作为短期防护的替代,基于创始人保护的配置实质上为创始人提供了一种隐形激励机制,使其更加积极地将关键性资源应用于风险承担。沿循该逻辑,民营上市公司的控制权配置将会增强创始人关键性资源与企业风险承担之间的正相关关系。由此,本研究提出如下假设:

假设 2a:基于家族社会情感财富观,考虑创始人保护的配置会削弱关键性资源与企业风险承担之间的关系。

假设 2b:基于资源观,考虑创始人保护的配置会增强关键性资源与企业风险承担之间的关系。

综上,本研究基于资源基础理论推导了创始人关键性资源与控制权配置之间的关系,进一步基于家族社会情感财富观和资源观剖析了基于创

①Peteraf. "The Cornerstones of Competitive Advantage: A resource-based View", *Strategic management journal*, 1993(4): 179-191.

②Hillman, Withers, Collins. "Resource dependence theory: A review", *Journal of management*, 2009(5): 1404-1427.

③Villalonga B, Amit R. "How do family ownership, control, and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, 2006(2): 385-417.

④Charles E., Garry D. "Founder/Chief Executive Officer Exit: A Social Capital Perspective of New Ventures", *Journal of Small Business Management*, 2006(2): 207-220.

⑤王春艳,林润辉,袁庆宏,等:《企业控制权的获取和维持——基于创始人视角的多案例研究》,《中国工业经济》2016年第7期。

⑥汪祥耀,金一禾,毕伟:《家族企业代际传承推动还是抑制了创新》,《商业经济与管理》2016年第12期。

始人保护的配置影响创始人关键性资源发挥的作用机制(如图1)。

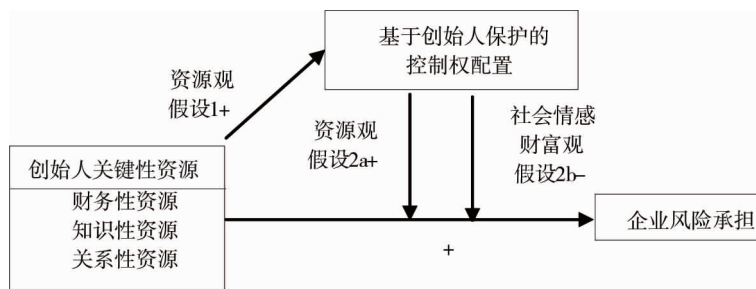


图1 理论模型  
资源来源:作者整理

## (二) 研究设计

### 1. 样本选择及数据来源

本研究以2010~2015年在A股市场首先发行股票(IPO)的民营上市公司为初始样本<sup>①</sup>。参照已有研究,剔除财务指标异常、数据缺失及被ST的样本,最终得到464家民营上市公司样本。其中创始人及其他变量数据主要来源于上市公司招股说明书、CSMAR、WIND数据库,使用的统计软件为stata15.0。

### 2. 变量定义和模型设定

#### (1) 风险承担的度量

已有文献分别使用业绩波动性、股票收益率

$$\sigma(\text{ROA}) = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (\text{ADJ}_{\text{ROA}_{it}} - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \text{ADJ}_{\text{ROA}_{it}})^2} \quad N=3; \quad (1)$$

$$\text{ADJ}_{\text{ROA}_{it}} = \frac{\text{NProfit}_{it}}{\text{ASSETS}_{it}} - \frac{1}{x} \sum_{k=1}^x \frac{\text{NProfit}_{kt}}{\text{ASSETS}_{kt}}$$

其中:样本公司用*i*表示;观测时段内年度用*t*表示,取值1~3;某行业中的企业总数用*x*表示,该行业的第*k*家企业用*k*表示。

#### (2) 创始人关键性资源的度量

本研究承袭王春艳等<sup>⑤</sup>的观点,将关键性资源界定为创始人在控制权获取和维持过程中的最重要来源财务性资源( $F_{s1}$ )、以及作为财务性资源补充的知识性资源( $F_{s2}$ )、关系性资源

波动性、以及R&D支出等多种方法度量企业风险承担水平或风险水平。其中相对于风险水平的被动性,风险承担水平更多被理解为企业的一种主动行为<sup>②</sup>。与以往文献一致,本研究借鉴相关学者的做法<sup>③④</sup>,用“业绩波动性”度量上市公司风险承担水平。由于我国上市公司高管任期一般为三年,因此,以每三年作为一个观测时段计算企业的风险承担水平,用企业在每个时段内(三年)ROA的标准差 $\sigma(\text{ROA})$ 表示, $\sigma(\text{ROA})$ 越大,表明观测时段内企业业绩波动越大,相应的企业风险承担水平越高。

( $F_{s2}$ )。其中财务性资源( $F_{s1}$ )用创始人持股比例表示;知识性资源( $F_{s2}$ )用创始人职称、学历表示;关系性资源( $F_{s3}$ )用创始人的网络关系、网络地位和网络声誉表征。考虑到行政级别的高度影响创始人获取资源的广度和深度,本研究参照游家兴等的做法,对关键性资源的各子指标根据行政级别(区县、地市、省、中央)分别赋予1,2,3和4的权重后,进行加总,从而得到

①由于本文因变量之一风险承担通过年份滚动的方法计算而得(以每三年一个观测时段,即*t*期、*t*+1期、*t*+2期),因此实际样本数据期间为2010~2017年。受金融危机影响,上市公司的风险承担行为在在金融危机前后存在系统性差异,本文以2010年为研究起点可以规避该种影响。

②王红建,汤泰劼,刘梓微:《最终控制人投资组合与企业风险分担:转嫁还是共担》,《财贸经济》2018年第8期。

③Faccio M, Marchica M T, Mura T. “CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation”, *Journal of Corporate Finance*, 2011(9): 193-209.

④Adams R B, Almeida H, Ferreira D. “Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance”, *Journal of Empirical Finance*, 2009(1): 136-150.

⑤王春艳,林润辉,袁庆宏,等:《企业控制权的获取和维持——基于创始人视角的多案例研究》,《中国工业经济》2016年第7期。

创始人关键性资源的各维度子指数。

表 2 创始人关键性资源指标

维度	衡量指标	定义	赋值说明
财务性资源	股东身份	创始人持股	民营企业 IPO 后创始人持股比例
知识性资源	专业身份	职称	初级、中级和高级分别赋值 1,2,3
		学历	本科以下、本科、硕士、博士分别赋值 1,2,3,4
关系性资源	网络关系	与政府部门关系	曾在政府部门任职(包括作为政府咨询专家)赋值 1,否则为 0
		与金融机构关系	曾在银行、证券公司等金融机构任职赋值 1,否则为 0
		与其他企业关系	曾在其他企业任职赋值 1,否则为 0
	网络地位	政治身份	担任人大代表或政协委员,是赋值 1,否则为 0
		经济身份	在商业协会任职(会长、理事),是赋值 1,否则为 0
		其他身份	在非商业协会任职(会长、理事)赋值 1,否则为 0
网络声誉	荣誉称号	获得劳动模范、先进个人、红旗手等称号赋值 1,否则为 0	
	荣誉嘉奖	获得政府表彰或嘉奖赋值 1,否则为 0	

资料来源:作者整理

### (3) 民营上市公司控制权配置的度量

由于本研究主要考察民营上市公司基于创始人保护的\*\*控制权配置对关键性资源的作用机制,因此该变量为虚拟变量,即当民营上市公司的控制权配置为创始人提供保护(IPO 后创始人继续保持企业经营控制权)时取值 1,否则为 0。参照以往文献做法<sup>①②③</sup>,变量选取过程如下:首先,根据上市公司公告确定创始人信息,对于存在多名创始人的情形,本研究将企业创立之初担任董事长、总经理或持股最多的创立者视为创始人。其次,根据上市公司招股说明书获取董事长、总经理名单,进一步将二者进行匹配,若企业 IPO 后创始人继续担任董事长、总经理职务,则说明民营上市公司的控制权配置为创始人提供了保护,取值 1,否则取值 0。

### (4) 控制变量

参考已有研究,本文选择了如下控制变量:①创始人年龄( $F_A$ ),即上市时创始人年龄;②董事会持股比例( $B_S$ ),即董事会持股数占总股数的比值;③两职合一( $D$ ),即董事长兼任总经理情况,若董事长兼任总经理取值 1,否则为 0;④股权集中度( $T$ ),即前 10 大股东持股比例;⑤企业规模( $S_1$ ),即企业总资产的自然对数;⑥企业历史( $N$ ),即 IPO 当年年份减去企业注册登记年份数值;⑦资产负债率( $L$ ),即总负债与总资产的比

值;⑧现金比率( $C_R$ ),即自由现金流与总资产的比值;⑨独董比例( $I_S$ ),即独立董事人数与董事会人数比值。

### (5) 模型设定

为对假设 1 进行检验,设计回归模型如下:

$$F_C = \beta_0 + \beta_1 \times F_S + \beta_2 \times T + \beta_3 \times D + \beta_4 \times B_S + \beta_5 \times S_1 + \beta_6 \times L + \beta_7 \times C_R + \beta_8 \times F_A + \gamma \quad (2)$$

式(2)中,因变量为民营 IPO 企业控制权配置( $F_C$ ),自变量为创始人关键性资源  $F_S$ , $\beta_0$  为截距项, $\beta_1 \sim \beta_8$  为自变量及各控制变量的系数, $\gamma$  为模型残差。

为对假设 2a 和假设 2b 进行检验,设计回归模型如下:

$$R_1 = \beta_0 + \beta_1 \times F_S + \beta_2 \times T + \beta_3 \times D + \beta_4 \times S_1 + \beta_5 \times L + \beta_6 \times N + \beta_7 \times I_S + \gamma \quad (3)$$

$$R_1 = \beta_0 + \beta_1 \times F_S + \beta_2 \times F_C + \beta_3 \times F_S \times F_C + \beta_4 \times T + \beta_5 \times D + \beta_6 \times S_1 + \beta_7 \times L + \beta_8 \times N + \beta_9 \times I_S + \gamma \quad (4)$$

式(3)中,因变量为企业风险承担( $R_1$ ),自变量为创始人关键性资源  $F_S$ , $\beta_0$  为截距项, $\beta_1 \sim \beta_9$  为自变量及各控制变量的系数, $\gamma$  为模型残差;式(4)在式(3)的基础上加入了创始人关键性资源与控制权配置的交互项  $F_S \times F_C$ ,用以检验控制权配置的调节作用。

考虑到式(2)中因变量为虚拟变量,本研究采用 Logit 回归分析方法,对于式(3)和式(4)则

①Adams R B, Almeida H, Ferreira D. "Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance", *Journal of Empirical Finance*, 2009(1): 136-150.

②夏立军,郭建展,陆铭:《企业家的“政由己出”——民营 IPO 公司创始人管理、市场环境与公司业绩》,《管理世界》2012 年第 9 期。

③王艳波,高闯,胡登峰:《创始人控制权、关键性资源与企业成长》,《财贸研究》2019 年第 8 期。

采用 OLS 回归分析方法。为消除异常值影响,本研究对上述模型中的连续变量进行了上下各 1% 的缩尾处理。

(三)数据与分析

1.描述性统计分析

如表 3 所示,本研究对各变量进行了描述性统计分析。样本公司中有 90.3% 的民营企业创始人在 IPO 后继续保持对公司的控制( $F_C$ ),这表明随着对控制权保护的逐渐重视,民营企业创始人控制权获取和维持的能力有了一定提升<sup>①</sup>。创始人财务性资源( $F_{S1}$ )、知识性资源( $F_{S2}$ )、关系性资源( $F_{S3}$ )的均值分别为 25.626、3.799 和 5.983,标准差分别为 14.860、1.292 和 4.709,表明不同民营企业创始人的关键性资源存在较大差异。同时我国民营上市公司股权集中情况比较普遍,表现在前十大股东持股比例( $T$ )均值为 70.397;民营企业创始人的平均年龄( $F_A$ )为 50.302,年龄差距较大(标准差 7.74),民营企业继任与传承问题亟待解决。

表 3 描述性统计分析

变量	样本数	均值	标准差	极小值	极大值
$R_1$	464	0.018	0.012	0	0.07
$F_C$	464	0.903	0.296	0	0
$F_{S1}$	464	25.626	14.860	0	70.33
$F_{S2}$	464	3.799	1.292	2	7
$F_{S3}$	464	5.983	4.709	0	21
$T$	464	71.398	7.909	40.97	91.08
$D$	464	0.515	0.500	0	1
$B_S$	464	0.398	0.194	0	0.89
$S_1$	464	20.538	2.041	7.61	24.1
$L$	464	0.213	0.141	0	0.97
$N$	464	11.560	4.387	2	35
$I_S$	464	0.369	0.055	0.25	0.60
$C_R$	464	5.095	6.998	0.02	54.34
$F_A$	464	50.302	7.743	31	76

资料来源:作者整理

本研究对研究样本进行了进一步的分组分析,如表 4 所示,总体而言,相对于低关键性资源水平的民营企业( $F_{S1} = 17.928; F_{S2} = 3.578; F_{S3} = 3$ ),创始人关键性资源越丰裕( $F_{S1} = 26.453; F_{S2} = 3.823; F_{S3} = 6.303$ ),民营上市公司的控制权配置越有利于创始人控制权保护( $F_C = 1$ ),初步验证了假设 1。在此基础上,本研究进行了进一步的回归分析。

表 4 样本分组描述性统计

样本	变量	均值	标准差	极小值	极大值	样本数
1	$F_{S1}$	26.453	15.077	0	70.33	419
	$F_{S2}$	3.823	1.300	2	7	419
	$F_{S3}$	6.303	4.708	0	21	419
0	$F_{S1}$	17.928	9.847	0	35.87	45
	$F_{S2}$	3.578	1.196	2	7	45
	$F_{S3}$	3	3.554	1	13	45

资料来源:作者整理

2.回归分析

(1)创始人关键性资源与民营上市公司控制权配置

本研究采用 Logit 方法对式(2)进行分析,回归分析结果如表 5 所示。回归结果表明,创始人财务性资源( $F_{S1}$ )、知识性资源( $F_{S2}$ )、关系性资源( $F_{S3}$ )与民营上市公司控制权配置( $F_C$ )分别在 5%、10% 和 1% 的置信水平上显著正相关,这表明当创始人关键性资源较为丰裕时,民营企业更有可能对创始人资源形成依赖,IPO 后的控制权配置就更有可能是为创始人提供保护,假设 1 再次得到验证。其他变量的回归分析结果显示,董事会持股比例( $B_S$ )的系数显著为正,表明董事会持股比例越高,越有利于创始人控制权保护,这与相关研究结论一致。

(2)控制权配置对创始人关键性资源与企业风险承担关系的调节效应分析

本研究在回归方程中将三种资源分别与创始人控制权进行回归分析。

表 5 式(2)的回归分析结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
常数项	3.541	3.533	2.071	4.106
$T$	-0.004	-0.008	-0.002	-0.009
$D$	0.304	0.220	0.262	0.206
$B_S$	2.105***	-0.288	2.377***	2.834***
$S_1$	-0.051	-0.054	-0.051	-0.088
$L$	1.110	1.034	1.299	1.114
$C_R$	-0.011	-0.011	-0.014	0.003
$F_A$	-0.021	-0.016	-0.019	-0.036*
$F_{S1}$		0.045**		
$F_{S2}$			0.219*	
$F_{S3}$				0.239***
Pseudo $R^2$	0.038	0.058	0.048	0.142
LR 卡方	11.14*	17.08**	14.10*	41.94***

资料来源:作者整理

<sup>①</sup>夏立军等(2012)对 1997~2007 年期间民营 IPO 企业的相关数据统计结果显示,该数值为 82.2%;贺小刚等(2013)对 2001~2007 年期间民营上市公司相关数据统计结果显示,该数值为 86.73%;徐炜等(2016)对 2008~2010 年期间民营 IPO 高科技企业相关数据统计结果显示,该数值为 87%。

表 6 式(3)和式(4)的回归分析结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
常数项	0.056	0.074	0.068	0.068	0.074	0.099
$T$	0.094 **	0.089 *	0.110 **	0.111 **	0.105 *	0.109 **
$D$	0.041	0.040	0.052	0.054	0.051	0.050
$S_1$	-0.031	-0.031	-0.031	-0.032	-0.033	-0.035
$L$	-0.107 **	-0.109 **	-0.111 **	-0.112 **	-0.124 ***	-0.128 ***
$N$	0.016	0.017	0.016	0.016	0.010	0.014
$I_s$	0.008	0.008	0.004	0.004	0.003	-0.002
$F_c$		-0.056		0.001		-0.108 *
$F_{s1}$	0.096 *	0.128 **				
$F_c \times F_{s1}$		-0.141 *				
$F_{s2}$			0.014	0.015		
$F_c \times F_{s2}$				-0.014		
$F_{s3}$					0.099 **	0.129 ***
$F_c \times F_{s3}$						-0.155 **
$R^2$	0.035	0.041	0.029	0.029	0.039	0.052
$F$	2.38 **	2.17 **	1.97 **	1.53 *	2.65 **	2.78 **

注:考虑到  $R_1$  取值较小,在回归分析时进行了标准化处理。

资料来源:作者整理

本研究采用层次回归方法进行分析,其中模型 1、模型 3 和模型 5 分别检验了创始人财务性资源、知识性资源和关键性资源对企业风险承担的影响;模型 2 在模型 1 的基础上加入了控制权配置变量( $F_c$ )和财务性资源变量( $F_{s1}$ )的交互项( $F_c \times F_{s1}$ ),以检验控制权配置对财务性资源作用的调节效应;模型 4 在模型 3 的基础上加入了控制权配置变量( $F_c$ )和知识性资源变量( $F_{s2}$ )的交互项( $F_c \times F_{s2}$ ),以检验控制权配置对知识性资源作用的调节效应;模型 6 在模型 5 的基础上加入了控制权配置变量( $F_c$ )和关系性资源变量( $F_{s3}$ )的交互项( $F_c \times F_{s3}$ ),以检验控制权配置对关系性资源作用的调节效应。

回归分析结果如表 6 所示,在考察创始人关键性资源对企业风险承担的影响时(模型 1、模型 3 和模型 5),我们发现创始人财务性资源、知识性资源和关键性资源的回归系数均为正,且  $F_{s1}$  的系数在 10% 的水平上显著, $F_{s3}$  的系数在 5% 的水平上显著,表明创始人关键性资源是企业进行风险承担的必要条件;在考察控制权配置对关键性资源作用的调节效应时(模型 2、模型 4 和模型 6),我们发现创始人财务性资源、知识性资源和关键性资源与控制权配置交互项的回归系数均为负,且  $F_c \times F_{s1}$  的系数在 10% 的水平上显著, $F_c \times F_{s3}$  的系数在 5% 的水平上显著,表明民营上市公司基于创始人保护的配置没有促进创始人

更积极地将其资源应用于风险承担,该种控制权配置抑制了创始人对关键性资源的应用,符合家族社会情感财富假设。由此,假设 2a 得到验证。

为进一步说明控制权配置对创始人关键性资源与企业风险承担之间关系的影响作用,本研究绘制了控制权配置对创始人关键性资源和风险承担之间的调节作用图(由于关键性资源三个子维度指标的作用方向一致,故只列出财务性资源的作用图)。由图 2 可知,当民营上市公司的控制权配置对创始人保护的可能性较低时,创始人关键性资源与企业风险承担之间呈正相关关系;反之,当民营上市公司的控制权配置对创始人保护的可能性较高时,企业风险承担开始随着创始人关键性资源水平的增加而降低。可见,基于创始人保护的民营上市公司控制权配置抑制了创始人关键性资源作用的发挥。

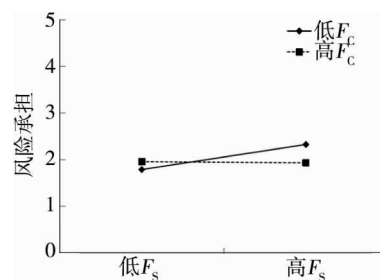


图 2 控制权配置的调节作用



### (3) 稳健性检验

本研究进行了如下稳健性检验。首先用 ROE 代替 ROA 指标重新进行回归,结果无实质性差异(如表 7);其次,考虑到 2010 年是自 2008 年全球金融危机后我国经济复苏的第一年,截取 2011~2015 年的民营上市公司为子样本,采取相同变量和回归方程进行检验假设,结果无实质性

差异;最后,考虑到创始人通常在企业创建伊始就是企业的第一大股东和实际控制人,民营上市公司控制权配置可能存在自选择效应,本研究参考李维安<sup>①</sup>等人的做法,将样本根据创始人持股比例分为绝对控制样本和相对控制样本,剔除绝对控制样本后重新检验,再次证实前文实证结果具有较强稳健性。

表 7 稳健性检验

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
常数项	0.027	0.074	0.038	0.040	0.037	0.099
$T$	0.056	0.052	0.065	0.066	0.068	0.072
$D$	0.023	0.025	0.039	0.042	0.034	0.037
$S_1$	-0.080 *	-0.083 *	-0.081 *	-0.083 *	-0.082 *	-0.087 **
$L$	0.234 ***	0.236 ***	0.224 ***	0.226 ***	0.216 ***	0.213 ***
$N$	-0.071	-0.068	-0.070	-0.068	-0.077 *	-0.071
$I_s$	0.003	0.004	0.016	0.018	0.016	-0.013
$F_C$		-0.104 **		-0.064		-0.169 ***
$F_{S1}$	0.109 **	0.139 **				
$F_C \times F_{S1}$		-0.066 *				
$F_{S2}$			0.029	-0.026		
$F_C \times F_{S2}$				-0.001		
$F_{S3}$					0.095 **	0.135 ***
$F_C \times F_{S3}$						-0.137 **
$R^2$	0.055	0.076	0.062	0.066	0.070	0.086
$F$	4.83 ***	4.16 **	4.31 ***	3.54 ***	4.90 ***	4.78 **

资料来源:作者整理

## 四 结论及讨论

本研究围绕“创始人关键性资源、控制权配置与企业风险承担”这一基本命题,聚焦我国民营上市公司创始人关键性资源、控制权争夺问题,对民营上市公司控制权配置的影响因素和后果展开分析,揭示了创始人关键性资源是影响民营企业控制权的重要因素。本研究主要得到如下结论:(1)创始人关键性资源越丰裕,民营上市公司的控制权配置越有利于创始人保护。(2)创始人关键性资源能够促进企业的风险承担行为。然而,基于创始人保护的配置抑制了创始人资源对风险承担的促进作用。通过案例分析与实证检验,本研究识别了民营上市公司创始人控制权保护的一个重要因素,即创始人关键性资源。创始人在民营企业 IPO 过程中随着股权的不断稀释,充分利用财务性资源、知识性资源和关系性资源的相互作用以保证其控制权地位,符合资源

基础理论中的资源依赖逻辑。然而,实证检验的结果表明,基于创始人保护的配置并未起到预期激励效果,创始人的家族财富保护动机抑制了创始人关键性资源的积极作用。

本研究的主要贡献:(1)已有关于控制权配置研究多集中股权结构和投资者保护角度。本研究基于资源基础理论,识别了影响民营上市公司控制权配置的一个关键因素,即创始人关键性资源。(2)已有研究主要从堑壕效应假说和监督效应假说两个角度对控制权配置效应进行分析,本研究以家族社会情感财富观和资源观为视角,探讨了民营上市公司基于创始人保护的配置如何影响创始人关键性资源发挥作用的内在机制,对相关研究进行了拓展。(3)本研究聚焦企业风险承担的资源基础,分析创始人关键性资源对风险承担的影响,进一步探索控制权配置如何影响二者之间的关系,为促进企业家精神的发挥

<sup>①</sup>李维安,丁振松,孙林:《民营上市公司领导权分离的权力补偿效应研究》,《管理学报》2017年第6期。

提供了理论基础。

本研究的管理启示:(1)对于民营上市公司而言,为避免控制权旁落,创始人需要设置股权安全边际,谨慎决定财务性资源的稀释速度并占据知识性、关系性等关键性资源,以实现创始人控制权的获取和维持。(2)民营上市公司创始人应正视风险,认识到适度风险承担行为的积极意义,从控制权保护的個人控制过渡到有利于企业家精神发挥的制度设计,在降低企业对创始人关键性资源依赖的同时缓解控制权配置对风险承担的负向作用,从而为公司治理机制的设计提供参考。

本研究的不足之处:(1)从财务性资源、知识性资源和关系性资源三个方面实证检验了创始人关键性资源对控制权配置的影响,然而,关键性资源是一个内涵丰富的概念,基于二手资料结构的限制,本研究所进行的操作化的测量可能会忽略关键性资源的某些重要方面,未来的研究需要结合问卷调查进行。(2)指出基于创始人保护的配置抑制了企业风险承担,未来研究可以进一步深入挖掘该抑制作用在何种情况下可以得到缓解,为激发企业家精神提供理论参考。

## Founder's Critical Resources, Allocation of Control Rights and Enterprise Risk Taking

WANG Yan-bo<sup>1,2</sup>, GAO Chuang<sup>1</sup> & HU Deng-feng<sup>2</sup>

(1. School of Business Administration, Capital University of Economics and Business, Beijing 100076, China;

2. School of Business Administration, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu 233030, China)

**Abstract:** Focusing on the important source of allocation of control rights in China's capital market, i.e. the founder's critical resources, this paper, based on the exploratory case analysis and on the family's social sentimental wealth as well as resource concept, makes an empirical test of the influencing factors and consequences of the private listed enterprises' allocation of control rights. It finds that the founder's critical resources are the important factors affecting the allocation of control rights of private listed enterprises, and the allocation of control rights based on the founder protection in private listed enterprises restrains the founders from applying critical resources to risk taking.

**Key words:** founder's critical resources; allocation of control rights; risk taking

(责任校对 钟丽)