

高科技企业创始人特征、持股和公司业绩关系研究

宋增基,王宏军,张宗益

(重庆大学经济与工商管理学院,重庆 400044)

摘要:深圳创业板的启动引起了社会公众对高科技企业及其创始人的广泛关注。选取创业板上市公司作为样本,分析高科技企业创始人特征、持股与公司业绩的关系。研究发现:随着创始人年龄和持股的增加,不仅公司业绩减少,而且增加了公司业绩下滑幅度;创始人兼任CEO对公司业绩起着积极作用,也降低了公司业绩下滑幅度,但创始人学历与公司业绩没有明显的关系;在创始人持有高股权条件下,创始人的某些特征与公司业绩的关系发生了变化;采用Oaxaca分解法,发现创始人特征差异能解释39%公司业绩下滑幅度的差异,表明创始人特征对公司业绩下滑幅度具有一定的解释能力。

关键词:高科技企业;创始人特征;创始人持股;公司业绩

DOI:10.6049/kjbydc.2012020860

中图分类号:F276.44

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2012)07-0090-07

0 引言

成立于2009年10月的深圳创业板市场,担负着促进我国高科技企业发展的重要任务。截止到2011年6月底,深圳创业板已有236家上市企业,总市值高达7503.5亿元。作为刚刚在深圳创业板上市的高科技企业,其创始人面临着公司从私有到上市带来的种种挑战。创始人不仅要应对投资者和监管机构对其投融资行为和财务的监督,更要在竞争不断加剧的市场环境中提高战略决策效率,以提高企业业绩并降低风险。一个公司的治理结构和运营决策机制乃至特有的企业文化往往由其创始人的自身特征所决定。我国创业板市场刚刚起步,许多创始人直接担任公司董事长,这样创始人对上市公司业绩影响更为显著。绝大多数创业板高科技企业上市前的业绩相当优异,然而上市当年的业绩却大幅下滑,是什么原因导致这些高科技企业上市当年的业绩大幅度下滑呢?

目前国内尚未从创始人角度研究深圳创业板上市公司业绩。本文借鉴国内外文献,研究学历、年龄以及是否兼任CEO等创始人特征对创业板上市公司业绩的影响,并且讨论这些特征与创始人持股对公司业绩的交互作用。针对绝大多数创业板上市公司上市当年的业绩大幅下滑的现象,本文将从创始人角度研究导

致业绩下滑的原因,并引入Oaxaca分解法研究创始人特征对公司业绩下滑幅度的解释能力。

1 文献综述

现有文献就创始人与公司业绩及风险的关系存在争议。一方面,创始人通常认为企业是其毕生成功的象征,在经营决策中更多考虑企业的长期利益,避免一些有损企业发展的短期行为,从而有助于降低公司业绩的波动性^[1,2]。创始人经历创业过程,掌握了企业管理和决策方面的经验,这也有利于公司的经营管理与业绩^[3,4]。另一方面,创始人可能利用自身的权力和职位,通过薪酬操纵、业绩操纵、关联方交易以及特别红利等方式牺牲企业利益换取私人利益^[5]。Anderson等^[6]发现相对于没有创始人参与经营决策的公司,创始人参与经营决策更容易导致公司不透明,侵蚀其他股东利益。

传统观点认为学历可在一定程度上衡量企业家的个人能力。Sapienza和Grimm^[7]认为企业家洞察力、想象力乃至社交能力都在大学教育中得到显著提高。另外,高科技企业属于知识密集型产业,涉及计算机科学、生物化学等前沿领域,创始人学历对企业的发展尤为重要。王颖^[8]认为企业家的教育程度与业绩之间没有显著的相关性。张慧^[9]在董事会学历分布与公司绩

收稿日期:2012-05-07

基金项目:国家杰出青年基金项目(70525005);中国博士后科学基金项目(20100470108)

作者简介:宋增基(1965—),男,河南南阳人,管理学博士后,重庆大学经济与工商管理学院教授,研究方向为公司治理;王宏军(1988—),男,安徽合肥人,重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生,研究方向为公司金融;张宗益(1964—),男,贵州松桃人,经济学博士,重庆大学经济与工商管理学院教授、博士生导师,研究方向为国有企业改革等。

效的实证分析中发现,除金融行业外,董事会成员的学历分布与公司绩效之间基本不存在相关性,金融业学历分布对公司绩效也只具有低度解释力。

在高科技企业中,年龄会影响创始人对研发支出的决策,从而间接对公司业绩产生影响。Hambrick、Mason^[10]和Wiersema、Bantel等^[11]提出,经营者的年龄会影响公司的创新程度以及对风险的偏好态度,年轻的经营者比较愿意接受新的概念及行为,喜欢追求富有创新与风险的策略。刘运国、刘雯^[12]认为,与年轻的高管相比,年长的高管更加保守,同时由于体力和精力有限,在学习和接受新思想上有更大的困难,年长的高管一般偏好于低增长战略。

委托代理理论认为,所有权和控制权的分离将导致管理者出于自身利益而牺牲所有者利益的代理问题^[13]。创始人通常持有较多的上市公司股权,理论上由创始人兼任公司CEO使得管理者和所有者的利益趋于统一,有助于降低代理成本。Nelson^[14]研究指出,创始人如果兼任CEO将减少企业的代理成本。Fahlenbrach^[15]采用1993—2002年美国上市公司数据研究发现,创始人担任CEO导致公司业绩比市场平均业绩高出8.3%,因为创始人兼任CEO后将会使更多企业资金投入研发,寻求企业业绩的长期增长。特别在公司上市过程中,创始人兼任CEO将使公司决策具有连贯性,避免过激决策对公司业绩产生负面影响^[16]。然而,Arthurs等^[17]研究指出,兼任CEO的创始人的权力和成功欲望较强,容易导致企业极端经营决策产生,不利于企业长久发展。另外一些研究指出,担任CEO的创始人对公司上市后的业绩起负面作用。Certo等^[18]认为依据组织生命周期理论,公司处于不同阶段需要不同类型的CEO,担任CEO的创始人能力或许已经不适应公司的发展要求了,更容易引发“隧道行为”。另外,Adams等^[19,20]研究得出,担任CEO的创始人不利于公司集体决策机制,从而导致公司业绩风险增加。

2 实证研究设计

2.1 数据来源

本文采用在深圳创业板市场2009年和2010年上市的公司为样本,剔除创始人为国有法人的上市公司样本,最终得到2009年上市的公司40家,2010年上市的公司100家,总计140家样本公司。本文创始人特征和持股数据主要来自CSMAR和上市公司年报,并且经过百度网核对和补充;财务数据主要来自CSMAR数据库和新浪财经,并通过上市公司年报加以核对和补充。

2.2 研究变量

(1)创始人特征。本文在过去文献的基础上,使用3个变量(年龄、学历以及是否兼任CEO)来衡量创始人特征。年龄(Age)值等于2010年减去控制人的出生

年;学历(Degree)为虚拟变量,硕士以上(包含硕士)取1,硕士以下取0;是否兼任CEO(Dual)也为虚拟变量,兼任变量取值1,否则取0。

(2)创始人持股。创始人持股(Stock)不仅度量创始人自己持股,而且包含其妻子、子女等行动一致人的持股。

(3)公司业绩。本文选取总资产收益率(Roa)和净资产收益率(Roe)度量公司业绩。公司业绩下滑的幅度为: $DifRoa = (Roa - 1 - Roa) / Roa - 1 * 100$ 。其中,Roa表示上市当年的总资产收益率, $Roa - 1$ 表示上市前一年的总资产收益率,DifRoe的定义与DifRoa类似。由于140个样本中只有3家公司上市当年的业绩相对于上市前一年的业绩增加,其它137家公司的业绩不同程度下滑,因此本文在研究影响业绩下滑因素时,剔除业绩出现增长的3家公司。

(4)控制变量。由于公司业绩以及业绩下滑幅度还会受到其它因素的影响,因此本文在借鉴Adams等研究的基础上,选取以下变量作为控制变量:公司总资产的自然对数(LnAsset)、资产负债率指标(Leverage)、独立董事人数的自然对数(LnIndirector)、董事人数的自然对数(LnDirector)、上市公司前三大股东股权的集中度(H_3)以及上市公司所在行业,当虚拟变量Industry1(公共事业)、Industry2(综合)和Industry3(工业)取1时表示企业在其所定义行业,当虚拟变量取值全为0时表示处于第4个行业——商业。

2.3 回归模型

$$Roa \text{ or } Roe \text{ or } DifRoa \text{ or } DifRoe = \gamma_0 + \gamma_1 LnAge + \gamma_2 Degree + \gamma_3 Dual + \gamma_4 Stock + \gamma_5 LnAge * Stock + \gamma_6 Degree * Stock + \gamma_7 Dual * Stock + \gamma_8 LnAsset + \gamma_9 Leverage + \gamma_{10} LnIndirector + \gamma_{11} LnDirector + \gamma_{12} H_3 + \gamma_{13} Industry_1 + \gamma_{14} Industry_2 + \gamma_{15} Industry_3 + \epsilon \quad (1)$$

首先利用模型(1)对样本企业分年度进行OLS回归,研究创始人特征与公司业绩以及业绩下滑幅度的关系,并且通过创始人持股与特征之间的交互作用,研究在高持股条件下创始人特征与公司业绩以及业绩下滑幅度的关系是否发生变化。

2.4 Oaxaca-Blinder分解法

本文借鉴Oaxaca-Blinder分解法研究创始人特征差异对上市公司业绩下滑幅度的解释能力。借鉴Oaxaca-Blinder分解法,将业绩下滑幅度差异分解为两个部分:可以用创始人特征差异解释的差异,其它差异。取137家(140家中剔除了3家)创业板上市公司业绩下降幅度差异的中位数,中位数以上的68家为H组,中位数以下的68家为L组。假设公司平均业绩下滑幅度差异与创始人特征关系为: $Y_H \text{ or } Y_L = X_j * \beta_j$,其中, Y_H 为H组平均业绩下滑幅度差异, Y_L 表示L组平均下滑幅度差异, X_j 为创始人特征的一个维度, β_j 为参数。H组与L组差异分解如下:

$$Y_H - Y_L = (X_H - X_L) \beta^* + X_H(\beta_H - \beta^*) + X_L(\beta^* - \beta_L) \quad (2)$$

$(X_H - X_L) \beta^*$ 解释由于创始人特征之间的协变量差异导致的下滑幅度差异。 $X_H(\beta_H - \beta^*)$ 测度 H 组的下滑幅度差异相对于基准下滑幅度差异中创始人特征的不利条件, $X_L(\beta^* - \beta_L)$ 测度 L 组的下滑幅度差异相对于基准下滑幅度差异中创始人特征的有利条件。由于基准差异未知, 采用 Oaxaca-Blinder 给出的方法定义基准差异的区间。首先, 假设 H 组的下滑幅度差异是基准差异, 即 $\beta^* = \beta_H$ 。那么, H 组与 L 组差异可分解为:

$$Y_H - Y_L = (X_H - X_L) \beta_H + X_L(\beta_H - \beta_L) \quad (3)$$

同样, 假设 L 组的下滑幅度差异是基准差异, 即 $\beta^* = \beta_L$ 。那么, H 组与 L 组差异可分解为:

$$Y_H - Y_L = (X_H - X_L) \beta_L + X_L(\beta_H - \beta_L) \quad (4)$$

根据 Oaxaca 分解法, 由创始人特征的差异导致的业绩下滑幅度差异在 $[(X_H - X_L) \beta_L, (X_H - X_L) \beta_H]$ 内, 其它因素导致的差异在 $[X_L(\beta_H - \beta_L), X_H(\beta_H - \beta_L)]$ 内。

3 实证分析

表 1 是主要变量的统计性描述, 其中 Roa0809 表示 2009 年上市的公司 2008 年的总资产收益率 (Roa), Roe0809 表示 2009 年上市的公司 2008 年的净资产收益率 (Roe), Roa0909、Roe0909、Roa0910、

Roe0910、Roa1010 和 Roe1010 也按照该规则定义。DifRoa09 表示 2009 年上市的创业板上市公司, 其 2009 年业绩 Roa 与 2008 年的相对差异, DifRoa10 表示于 2010 年上市的创业板公司, 其 2010 年业绩 Roa 与 2009 年的相对差异, DifRoe09 和 DifRoe10 的定义与此类似。从统计性描述可以得知, 所有变量的最大值和最小值的差异较大, 为了规避异常值的影响, 本文在回归分析中对所有变量在 1% 和 99% 水平进行 Winsorize 分析。表 1 显示, 创始人平均年龄 (Age) 较大, 达到 47.821 年; 而创始人学历 (Degree) 平均值相对较低, 为 0.3929, 即具有高学历的创始人达到 39.29%, 可能表明年龄带来的经验相对于学历更重要。创始人兼任 CEO 的平均值为 0.5071, 即兼任 CEO 的比例为 50.71%, 意味着一半以上的创始人兼任 CEO。另外, 创始人持股最小值 13.93% 与最大值 85.39% 间的差异较大, 创始人持股平均值也达到了 39.871%, 持股比例较高。最后, 2009 年上市的公司上市当年的业绩无论 Roa 和 Roe 都相对于 2008 年下降, 并且 Roa 和 Roe 的平均下降幅度分别高达 59.500% 和 67.825%。2010 年上市的公司 2010 年的业绩 Roa 相对于 2009 年只有两家上升, 2010 年业绩 Roe 相对于 2009 年只有一家上升。而且, 2010 年上市公司的 Roa 和 Roe 的平均下降幅度分别高达 62.5008% 和 73.1359%, 业绩下滑幅度大于 2009 年上市的公司。

表 1 相关变量的统计性描述

变量	样本数	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差
Roa0809	40	5.978 5	40.144 8	18.071 3	16.249 2	7.673 5
Roe0809	40	11.007 6	58.650 0	27.654 9	25.985 0	11.497 8
Roa0909	40	4.089 9	11.369 5	6.503 4	6.249 3	1.559 0
Roe0909	40	4.720 0	15.870 0	7.791 8	7.680 0	2.006 9
Roa0910	100	5.396 4	44.706 3	18.113 7	16.551 2	7.773 9
Roe0910	100	4.070 0	58.580 0	28.348 0	27.125 0	8.756 2
Roa1010	100	2.499 1	11.632 5	5.976 5	5.874 1	1.774 6
Roe1010	100	2.734 7	15.149 9	6.758 8	6.574 4	2.028 9
DifRoa09	40	36.952 7	79.649 8	59.566 9	59.500 4	13.714 5
DifRoe09	40	27.502 7	86.812 0	67.825 0	70.291 6	12.862 7
DifRoa10	97	27.196 4	85.366 4	62.500 8	65.607 5	19.071 0
DifRoe10	97	9.606 8	94.425 0	73.135 9	76.108 6	19.803 2
Age	140	30.000 0	67.000 0	47.821 4	47.000 0	6.761 5
Degree	140	0.000 0	1.000 0	0.392 9	0.000 0	0.448 4
Dual	140	0.000 0	1.000 0	0.507 1	1.000 0	0.499 9
Stock	140	13.930 0	85.390 0	39.871 4	39.065 0	13.073 4
LnAsset	140	19.656 9	21.889 0	20.706 1	20.622 2	0.514 1
Leverage	140	1.255 3	68.535 6	13.346 3	11.028 5	10.414 6
Indirector	140	2.000 0	5.000 0	3.064 7	3.000 0	0.497 6
Director	140	5.000 0	13.000 0	8.496 4	9.000 0	1.470 9
H3	140	0.017 7	0.425 3	0.162 4	0.144 0	0.087 5
Industry1	8	0.000 0	1.000 0	0.057 1	0.000 0	0.232 1
Industry2	35	0.000 0	1.000 0	0.250 0	0.000 0	0.433 0
Industry3	89	0.000 0	1.000 0	0.635 7	1.000 0	0.481 2

表 2 应用皮尔逊相关分析测算主要自变量之间的相关系数,由于篇幅所限故省略行业变量。分析发现,年龄与学历和兼任 CEO 呈负相关关系但不显著。这表明低年龄的创始人一般拥有较高的学历,这也在一定程度上体现了我国改革开放以来大力发展教育的成

果。另外,创始人各特征之间相关系数的绝对值很小,在一定程度上说明创始人特征变量之间基本没有多重共线性。

2009 年在创业板上市的企业创始人特征、持股和公司业绩的回归分析如表 3 所示。

表 2 自变量相关性系数

	LnAge	Degree	Dual	Stock	LnAsset	Leverage	LnIndirector	LnDirector	H ₃
LnAge	1	-0.101 260	-0.264 030	0.012 807	0.019 201	-0.056 930	0.045 867	0.064 831	0.028 737
Degree	-0.101 260	1	0.023 729	-0.089 940	0.027 155	-0.023 730	0.087 814	0.127 503	-0.071 760
Dual	-0.264 030	0.023 729	1	-0.002 300	-0.026 980	-0.009 550	0.007 727	-0.037 860	0.066 707
Stock	0.012 807	-0.089 940	-0.002 300	1	-0.272 930	0.204 522	-0.083 570	-0.159 600	0.647 773
LnAsset	0.019 201	0.027 155	-0.026 980	-0.272 930	1	-0.218 090	0.132 596	0.284 013	-0.197 980
Leverage	-0.056 930	-0.023 730	-0.009 550	0.204 522	-0.218 090	1	-0.040 040	-0.026 410	0.316 749
LnIndirector	0.045 867	0.087 814	0.007 727	-0.083 570	0.132 596	-0.040 040	1	0.752 929	-0.191 930
LnDirector	0.064 831	0.127 503	-0.037 860	-0.159 600	0.284 013	-0.026 410	0.752 929	1	-0.251 510
H ₃	0.028 737	-0.071 760	0.066 707	0.647 770	-0.197 980	0.316 749	-0.191 930	-0.251 510	1

表 3 2009 年上市公司回归分析

变量	Roa0809	Roe0809	Roa0909	Roe0909	DifRoa09	DifRoe09
常数项	-9.299 907 (-0.093 388)	-256.601 600 (-0.093 388)	30.162 830 (1.431 329)	45.208 08 (1.207 268)	51.460 360 (0.242 516)	381.801 20* (1.822 410)
LnAge	-20.078 300 (-0.800 728)	-25.353 000 (-0.800 728)	-5.203 164 (-0.980 574)	-7.743 522 (-0.821 243)	11.272 730 (0.210 980)	69.288 31** (2.313 452)
Degree	21.463 35** (2.637 184)	-28.825 45*** (3.637 184)	-4.167 282** (2.337 147)	2.262 871 (1.019 770)	13.977 460 (1.111 605)	28.810 96** (2.320 713)
Dual	10.585 11* (1.973 655)	16.233 06** (2.473 655)	1.326 038* (1.872 391)	1.568 903 (0.580 860)	-35.213 96** (-2.300 752)	-11.232 050* (-1.743 285)
Stock	-0.919 694 (-0.390 626)	-3.712 801 (-0.390 626)	-0.175 762 (-0.352 774)	-0.330 471 (-0.373 273)	1.954 868 (0.389 663)	7.298 363 (1.473 463)
LnAge * Stock	0.229 361 (0.373 829)	-1.024 083 (-0.922 571)	0.036 154 (0.278 463)	0.076 749 (0.332 662)	-0.545 854 (-0.417 528)	1.940 195 (1.503 126)
Degree * Stock	0.587 810*** (3.612 430)	0.811 762* (1.757 412)	0.087 786** (2.549 417)	0.055 466 (0.906 491)	-0.392 878* (-1.833 117)	-0.912 012** (-2.664 152)
Dual * Stock	-0.254 414 (-1.230 711)	-0.463 099 (-1.238 225)	-0.030 480 (-0.696 753)	-0.040 445 (-0.520 300)	0.867 749* (1.969 990)	0.307 893 (0.707 964)
LnAsset	4.238 741* (1.756 284)	8.629 916* (1.756 284)	-0.121 350 (-0.237 604)	-0.497 436 (-0.548 113)	-7.293 152 (-1.418 168)	-9.518 652 (-1.874 690)
Leverage	-0.342 264*** (-4.019 846)	-0.325 235** (-4.019 846)	-0.033 382* (-1.852 720)	-0.012 880 (-0.402 302)	0.671 659*** (3.702 131)	0.314 556* (1.756 075)
LnIndirector	-6.143 926 (-0.477 134)	-9.567 664 (-0.410 687)	4.517 387 (1.657 816)	0.254 414 (0.052 542)	15.798 330 (0.575 784)	25.527 490 (0.942 320)
LnDirector	17.964 860 (1.557 652)	21.072 990 (1.009 912)	-0.518 638 (-0.212 503)	2.678 069 (0.617 509)	-15.101 900 (-0.614 515)	-16.782 400 (-0.691 667)
H ₃	-13.084 050 (-0.700 662)	9.644 188 (0.285 458)	1.508 301 (3.951 656)	-1.323 051 (-0.188 416)	17.251 300 (0.433 553)	27.522 700 (0.700 573)
Industry1	-0.783 893 (-0.119 742)	-6.237 351 (-0.526 625)	-3.876 431 (-1.385 335)	-2.510 828 (-1.019 958)	-10.411 540 (-0.746 380)	-7.458 229 (-0.541 530)
Industry2	-4.064 230* (-1.959 539)	-12.746 930 (-1.663 415)	-2.089 002* (-1.896 316)	-1.852 033 (-1.162 808)	1.461 261 (0.161 907)	6.123 102 (0.687 151)
Industry3	-9.484 819** (-2.524 324)	-17.061 43** (-2.609 818)	-2.692 392 (-0.795 114)	-1.872 516 (-1.325 307)	9.850 984 (1.230 411)	11.187 250 (1.415 258)
F 统计量	2.997 129	1.553 195	2.637 255	0.623 864	1.634 210	1.318 461
R ²	0.651 957	0.492 578	0.622 397	0.280 531	0.505 289	0.451 766

注:***、**、*表示 t 检验分别在 1%、5%、10%的水平上显著

(1)无论公司业绩选取 Roa 还是 Roe,创始人年龄(Age)与公司业绩都呈负相关关系但不显著。公司业绩差异无论 Roa 还是 Roe 都与创始人年龄正相关,说

明创始人年龄较小,不仅在一定程度上对公司业绩具有负面影响,并且会增加上市公司上市后业绩大幅下滑的可能性。

(2)当公司业绩选取 Roa、Roe 或者不同年份的公司业绩时,创始人学历(Degree)与公司业绩的相关性会发生变化,这说明创始人学历与公司业绩关系不明确。例如,创始人学历与上市公司 2008 年 Roa 的回归系数为正(21.463 35),但与 2008 年 Roe 的回归系数为负(-28.825 45),与 2009 年 Roa 的回归系数也为负(-4.167 282),而 2009 年上市的公司创始人学历与公司业绩差异的回归都为正。

(3)创始人是否兼任 CEO(Dual)与公司业绩正相关且基本显著,与公司业绩差异负相关且显著。表明创始人兼任 CEO 不仅有利于提高创业板上市公司业绩,也有利于降低公司业绩在上市后的下滑幅度。

(4)创始人股权(Stock)与公司业绩存在不显著的反向关系,与公司业绩下滑幅度存在不显著的正向关系,表明创始人高持股在一定程度上对公司业绩具有负面影响。

(5)交互项 LnAge * Stock 与公司业绩以及公司业绩下滑幅度的关系不明确。Degree * Stock 与公司业绩

的回归系数都为正且基本显著,与公司下滑幅度系数都为负并且显著。这意味着,对于 2009 年在创业板上市的高新技术企业,在创始人高持有股权下,创始人学历与公司业绩关系由不明确变为正相关,与公司业绩下滑幅度由正相关变为负相关。Dual * Stock 与公司业绩存在不显著的负相关性,与公司业绩下滑幅度存在基本不显著正相关性。这表明,在创始人高持有股权下,创始人是否兼任 CEO 与公司业绩、公司业绩下滑幅度的关系都发生了变化,对公司业绩产生了负面影响,增加了公司业绩下滑幅度。

(6)其它控制变量符号表明,LnAsset、Leverage、LnIndirector、LnDirector 和 H₃ 与公司业绩没有明确的相关性。Leverage 越大,公司业绩就越小,公司业绩下滑幅度也越大。

表 4 是 2009 年在创业板上市的企业创始人特征、持股和公司业绩的回归分析。对比 2009 年创业板上市公司,创始人年龄、学历、兼任 CEO、股权与公司业绩以及公司业绩下滑幅度的相关性并没有改变,显著

表 4 2010 年上市公司回归分析

变量	Roa0910	Roe0910	Roa1010	Roe1010	DifRoa10	DifRoe10
常数项	-9.247 404 (-0.139 438)	-51.249 680 (-0.557 932)	-14.699 89 (-0.749 905)	-21.253 560 (-0.928 581)	-244.810 400 (-1.369 374)	-141.515 500 (-0.588 333)
LnAge	-11.053 61* (-1.715 458)	-5.073 392 (-0.237 087)	-1.141 612 (-0.249 994)	-0.738 081 (-0.138 424)	18.573 800 (0.445 977)	0.879 475 (0.015 695)
Degree	7.157 990 (1.618 180)	8.425 367 (1.375 161)	-0.201 942 (-0.154 452)	-0.223 891 (-0.146 656)	-16.901 000 (-1.417 358)	-9.803 418 (-0.611 042)
Dual	4.285 514* (0.919 201)	0.406 698* (0.062 981)	0.314 097* (1.827 930)	0.372 161 (0.231 294)	-1.788 693* (-2.142 323)	-0.144 709 (-0.008 558)
Stock	-0.793 182 (-0.587 776)	-0.058 166 (-0.031 120)	-0.046 512 (-0.116 610)	-0.171 389 (-0.368 002)	3.455 410 (0.949 883)	0.389 067 (0.079 492)
LnAge * Stock	0.258 075 (0.258 075)	0.061 659 (0.129 858)	-0.004 692 (-0.046 304)	-0.035 936 (-0.303 739)	-0.920 264 (-0.995 839)	-0.093 340 (-0.075 071)
Degree * Stock	-0.212 621* (-0.212 621)	-0.192 867 (-1.361 334)	-0.004 907 (-0.162 313)	-0.006 868 (-0.194 565)	0.336 585 (1.220 689)	0.086 221 (0.232 407)
Dual * Stock	-0.078 464 (-0.078 464)	-0.005 948 (-0.040 704)	-0.008 004 (-0.256 659)	-0.013 458 (-0.369 600)	-0.118 549 (-0.416 839)	-0.125 081 (-0.326 880)
LnAsset	3.327 840** (2.603 349)	5.322 105*** (3.005 955)	1.286 034*** (3.403 718)	1.513 568*** (3.430 829)	5.425 852*** (3.574 597)	2.082 417 (0.449 154)
Leverage	-0.660 698*** (-9.100 684)	-0.483 604*** (-4.809 397)	-3.741 165*** (-3.741 165)	-0.003 638 (-0.145 213)	1.198 636*** (6.124 774)	0.370 182 (1.405 868)
LnIndirector	5.355 653 (0.961 706)	14.467 58* (1.875 662)	2.152 487 (1.307 680)	2.495 443 (1.298 388)	-3.600 262 (-0.239 825)	-16.285 400 (-0.806 281)
LnDirector	-4.054 507 (-0.829 042)	-11.913 78* (-1.758 802)	-2.522 071* (-1.744 724)	-2.816 674 (-1.668 791)	-8.456 644 (-0.641 457)	12.728 450 (0.717 583)
H ₃	-3.001 387 (-0.358 498)	-5.901 547 (-0.508 931)	-2.329 437 (-0.941 340)	-2.147 801 (-0.743 336)	6.337 918 (0.280 829)	4.154 388 (0.136 814)
Industry1	2.980 309* (1.980 309)	-3.094 258 (-0.565 545)	1.377 253 (1.179 577)	1.755 872 (1.287 957)	6.222 172 (0.584 325)	7.525 563 (0.525 265)
Industry2	4.109 614 (1.109 614)	-4.742 046 (-1.016 203)	1.327 609 (1.333 175)	1.542 351 (-1.016 203)	3.996 124 (0.440 003)	11.026 710 (0.902 380)
Industry3	3.528 771 (3.528 771)	-2.879 920 (-0.664 758)	1.953 545 (1.113 047)	2.299 448* (2.130 125)	6.014 210 (0.713 287)	12.387 820 (1.091 962)
F 统计量	6.990 160	2.771 470	1.863 578	1.530 084	4.757 809	0.643 835
R ²	0.558 164	0.333 719	0.251 940	0.216 621	0.462 321	0.104 228

性也没有改变。创始人年龄与公司业绩没有明确的正向或负向关系,但与公司业绩下滑幅度负相关但不显著。交互项 $\text{LnAge} * \text{Stock}$ 与公司业绩下滑幅度的关系不明显,但与公司业绩下滑幅度负相关。交互项 $\text{Degree} * \text{Stock}$ 与2009年上市公司业绩呈基本不显著的反向关系,与公司业绩下滑幅度呈不显著的正向关系。另外,交互项 $\text{Dual} * \text{Stock}$ 与公司业绩下滑幅度呈不显著的负相关关系,但与公司业绩下滑幅度由2009年上市公司的正相关转变为负相关。控制变量 Leverage 的相关性与2009年上市公司的关系没有变化,但2010年上市公司的 LnAsset 与公司业绩正相关。特别注意的是,对于2010年上市的公司,控制变量 LnIndirector 与公司业绩正相关,与公司业绩下滑幅度正相关。这表

明2010年新上市的创业板公司相对于2009年在独立董事建设方面取得了一定的成效,在一定程度上提高了公司业绩并且降低了公司业绩风险。

应用 Oaxaca 分解法分解由创始人特征差异导致的公司业绩的下滑幅度差异如表5所示。总差异37.44%表示H组的平均业绩下滑差异比L组的平均业绩下滑差异多37.44%。当基准组选取H组时,创始人差异能解释Roa业绩下滑差异37.44%中的13.12%,约占总差异的35.04%。同样,基准组选取L组后,创始人差异能解释Roe业绩差异16.79%中的5.65%,约占总差异的33.65%。总的来说,如果看总差异百分化,则创始人特征差异大约可以解释总差异的39%。

表5 Oaxaca分解法分解业绩差异

(单位:%)

变量	基准差异组	总差异	创始人特征差异	其它差异	创始人特征差异所占比例
Roa 业绩差异	H 组	37.44	13.12	24.32	35.04
	L 组	37.44	16.56	20.88	44.23
Roe 业绩差异	H 组	16.79	5.65	11.14	33.65
	L 组	16.79	7.24	9.55	43.12

4 结语

创始人对任何一家公司的设立和发展都起着举足轻重的作用,特别在高科技企业,创始人直接影响企业的兴与衰。本文选取2009—2010年深圳创业板上市公司为样本,从创始人角度分析创始人特征、持股与公司业绩的关系,并且引入 Oaxaca-Blinder 分解法研究创始人特征对公司业绩差异的解释程度。研究发现:

(1)在2009年和2010年两组样本中,创始人年龄、持股都与公司业绩负相关,与公司业绩下滑幅度正相关。表明随着创始人年龄和持股的增加,不仅公司业绩相对其它公司减少,而且增大了公司业绩风险。

(2)创始人兼任CEO对公司业绩起着积极作用,同时也降低了公司业绩差异。另外,创始人学历与公司业绩没有明显的关系。

(3)在创始人持有高股权条件下,创始人特征与公司业绩的关系发生了变化。创始人年龄与公司业绩由负相关转变为没有明确的相关性,创始人兼任CEO对公司业绩由积极影响转变为消极影响。

(4)采用 Oaxaca-Blinder 分解法,发现创始人特征能解释39%的公司业绩下滑幅度,表明创始人特征对公司业绩下滑幅度具有一定的解释能力。

本文的研究启示是:①研究公司治理时,不仅要从事公司制度研究治理变量对业绩的影响,也要从人的角度考虑。本文正是从人的角度研究创始人各项特征对公司业绩的影响,发现创始人各项特征对公司业绩以及公司业绩下滑幅度具有不同程度的影响,这可以帮助投资者从创始人角度评价高科技企业投资价值;②深圳创业板高科技公司上市当年的业绩相对于上市前一年大幅下滑。本文采用 Oaxaca-Blinder 分解法研究

得出创始人特征差异对公司业绩差异具有约39%的解释能力,这对帮助投资者从创始人角度了解公司业绩风险具有一定意义。

本研究也有不足,没能进一步研究创始人特征与公司变量和制度之间的互动关系。在我国市场化改革过程中,不同类型的公司治理制度结合各种创始人特征对公司业绩和风险可能产生不一样的影响,这种分析对公司价值研究具有理论意义和现实价值。

参考文献:

- [1] JAMES, H. Owner and manager, extended horizons and the family firm[J]. International Journal of the Economics of Business, 1999,6:41-56.
- [2] BERTRAND, M., MULLAINATHAN, S. Enjoying the quiet life[J]. Journal of Political Economy, 2003, 111: 1 043-1 075.
- [3] FAMA, E., JENSEN, M. Separation of ownership and control[J]. Journal of Law and Economics, 1983,26:301-326.
- [4] ADAMS, R., ALMEIDA, H., FERREIRA, D. Powerful CEOs and their impact on corporate performance [J]. Review of Financial Studies, 2005,18:1 403-1 432.
- [5] ANDERSON, R., REEB, D. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500 [J]. Journal of Finance, 2003,58:1 301-1 327.
- [6] ANDERSON, R., DURU, A., REEB, D. Founders, heirs, and corporate opacity in the U. S. [J]. Journal of Financial Economics, 2009,92: 205-222.
- [7] SAPIENZA, H., GRIMM, C. Founder characteristics, start-up process and strategy/structure variables as predictors of shortline railroad performance [J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 1997,22(1):5-24.

- [8] 王颖. 企业经营者人力资本构成与企业业绩的关系[J]. 财经论坛, 2004(12):38.
- [9] 张慧, 安同良. 中国上市公司董事会学历分布与公司绩效的实证分析[J]. 经济科学, 2005(5):113.
- [10] HAMBRICK, D. C. & MASON, P. A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers [J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9(2): 193-206.
- [11] WIERSEMA M. A. & BANTEL, K. A. Top management team demography and corporate strategic change [J]. *Academy of Management Journal*, 1992(35):91-121.
- [12] 刘运国, 刘雯. 我国上市公司的高管任期与 R&D 支出[J]. 管理世界, 2007(1):128-136.
- [13] JENSEN, M., MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 39: 1021-1039.
- [14] FAHLENBRACH, R. Founder CEO, investment decisions, and stock market performance [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009, 44: 439-466.
- [15] NELSON, T. The persistence of founder influence: management ownership, and performance effects at initial public offering [J]. *Strategic Management Journal*, 2003, 24: 707-724.
- [16] FISCHER, H., POLLOCK, R. G. Effects of social capital and power on surviving transformational change: the case of initial public offerings [J]. *Academy of Management Journal*, 2004, 47:463-481.
- [17] ARTHURS, J., BUSENITZ, L. The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capital/entrepreneurship relationship [J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2003, 28:145-162.
- [18] CERTO, S. T., COVIN, J. G., DAILY, C. M., DALTON, D. R. Wealth and the effects of founder management among IPO stage new ventures [J]. *Strategic Management Journal*, 2001, 22:641-658.
- [19] ADAMS, R. B., ALMEIDA, H., FERREIRA, D. Understanding the relationship between founder-CEO and firm performance [J]. *Journal of Empirical Finance*, 2009, 16: 136-150.
- [20] 鲁银梭, 郝宏宏. 公司治理与技术创新的相关性综述 [J]. 科技进步与对策, 2012, 29(3):156-160.

(责任编辑:万贤贤)

Founder characteristics of high-tech enterprise, ownership and performance

SONG Zengji, Wang Hongjun, Zhang Zongyi

(School of Economics and Administration, Chongqing University, Chongqing 400044)

Abstract: The start of the Shenzhen GEM, causing widespread concern in the public high-tech enterprise and its founder. This paper based on the 2009-2010 GEM listed companies analyses the relationships of high-tech founder characteristics, Ownership and firm performance and found that: (1) As the founder's age and ownership increasing, not only the performance of the company will increase, but also the range of performance decline. (2) The founder CEO has a positive effect on firm performance and reduces the range of performance decline. But the degree of founder and the performance has no obvious relationship. (3) The correlation of several characteristics and firm performance has changed on the condition of higher founder ownership. (4) In addition, by the Oaxaca-Blinder decomposition method, the difference of founder characteristics can explain 39% of difference of performance decline, indicating the influence of founder characteristics performance to the performance decline.

Key Words: Founder Characteristics; Ownership; Pformance; Oaxaca-Blinder Dcomposition Mthod