

高科技企业创始人 CEO 与企业风险承担

颜小婉

(湖南大学, 湖南省、长沙市, 410079)

摘要: 本文检验研究创始人担任 CEO 对于企业长期发展的影响。以创业板上市公司 2009-2013 年的数据作为样本, 研究结果发现, 是否由创始人担任 CEO 与企业风险承担水平没有直接的相关关系。企业绩效一般或者较差时, 创始人 CEO 将会降低企业的风险承担水平, 验证了风险规避假说; 企业绩效较好时, 相对于非创始人 CEO, 创始人 CEO 具有更高的风险承担水平, 一定程度上检验了代理成本假说。

关键词: 创始人 CEO; 企业绩效; 风险承担水平

中图分类号: F8

文献标识码: A

一、引言

公司的经营和投资活动通常被认为是经济增长的重要因素。研究表明企业家愿意为了追逐有利可图的机会承担风险对于经济的长期增长是非常重要的 (Acemoglu 和 Zilibotti, 1997; Baumol 等, 2007; DeLong 和 Summers, 1991; John 等, 2008), 经济的长期增长又会引起经济的高水平发展。也有研究发现企业成立之后尝试新产品、新技术或者新的组织形式, 当这些新的尝试成功之后, 其他的公司会进行学习和仿照, 导致整个社会生产力的提高 (Cullen 和 Gordon, 2007)。另一方面, 对风险承担经济后果的检验发现, 承担风险有利于提高企业的资本配置效率和企业价值 (余明桂等, 2013) 所以, 不管从微观角度还是宏观角度来说, 提高企业的风险承担水平对于企业价值提高和经济的发展都具有重要意义。

高阶梯队理论说明公司的决策, 尤其是承担风险的决策受到 CEO 的个人特征, 比如年龄、教育背景和任期时长的影响 (Hambrick 和 Mason, 1984)。研究发现越高教育水平的 CEO 越倾向于创新和寻找新的市场机会; 越大的年龄与越长的任期的 CEO 高度专注有限的领域或者专注于在现有的运营上提升公司表现 (Hambrick, 2007; Miles 和 Snow, 1978)。创始人是创建公司的人, 在企业创业初期就负责企业运营, 最了解企业运作模式, 也是任期最长, 拥有股权更多的人 (Nelson, 2003)。与其他经理人不同, 创始人在创业过程中对企业投入了大量的时间和精力, 创始经理人对于企业不只有利益联系还有情感纽带, 在企业中拥有一定的声誉。创始人的身份特质对于其担任 CEO 对企业发展的影响是一个被广泛关注的问题。

对于创始人担任 CEO 对企业发展影响, 现有研究存在两种观点, 第一种观点认为创始人 CEO 是企业的“资产”。创始人从企业创立之日起给企业带来了重要的热情、视野和未来的方向, 他们拥有充分的技术和市场经验和对行业深刻的了解 (Jayaraman 等, 2000), 创始人担任 CEO 对于企业发展有积极的影响。第二种观点认为创始人 CEO 是企业的“负债”。创始人通常对自我感到满意甚至有自恋的倾向 (Ranft 和 O' Neill, 2001), 当企业逐渐发展到有复杂和多样的层级结构时, 创始人没有可以与之匹配的管理能力 (Abebe 和 Alvarado, 2013), 创始人担任 CEO 对企业发展有消极的影响。本文从企业风险承担的视角出发, 通过发现创始人担任 CEO 的企业和非创始人担任 CEO 的企业风险承担水平的差异, 研究创始人担任 CEO 对企业长期发展的影响, 回答创始人担任 CEO 究竟对于企业的“资产”还是“负债”的问题。

二、文献综述

近年来, 关于创始经理人对企业绩效、公司治理、企业投资决策等方面的影响的研究大量出现。研究者着力于研究由创始人担任 CEO 和由非创始人担任 CEO 的公司的表现是否存在差异

(Daily 和 Dalton, 1992; Begley, 1995; Willard, Krueger 和 Feeser, 1992)。然而, 他们得出的结论却并不一致。

在公司价值层面, Daily 和 Dalton (1992) 用净资产收益率和总资产收益率衡量企业财务绩效, 发现由创始人管理和由非创始人管理的中小企业的财务绩效并没有不同。与此同时, Willard 等 (1992) 用 11 种衡量企业财务表现和市场表现的方法衡量高速增长的企业, 发现由创始人经理人和职业经理人 (例如: 非创始人) 管理的公司的表现没有差异。另一方面, Denis (1994) 考察了公司财务表现和公司 CEO 持股数量的关系, 当创始人担任 CEO 时, 企业的财务表现和创始经理人的持股数量高度相关 (Willard 等, 1992), Begley (1995) 发现, 相对于其他公司, 创始人担任 CEO 的公司有更高的资产回报率。He (2008) 认为创始人能够获取更大的外部支援, 创始人担任 CEO 能够提高企业绩效, 而创始人同时担任 CEO 和董事长能够得到更高的财务绩效。宋增基等 (2013) 以 2009 和 2010 年在创业板上市的公司为样本, 发现高科技企业中, 创始人的年龄、持股都与公司业绩负相关, 创始人学历和公司业绩没有显著的关系, 而创始人兼任 CEO 对公司业绩起着积极作用, 降低了公司业绩下滑幅度。

在公司治理层面, 创始人 CEO 被刻画为一个拥有大量股权的管理者。一方面, 由于创始人 CEO 往往持有公司大量的股份, 他们的利益与企业更加一致, 因此创始人担任 CEO 的代理成本更小, 创始人 CEO 的存在将会减少道德风险和逆向选择问题, 企业有更好的公司治理 (Lia 和 Srinivasan, 2011)。另一方面, 陈闯和刘天宇 (2012) 认为创始经理人可能对公司治理产生负面效应, 即创始经理人可能会抑制企业的风险行为而降低企业长期价值。但是管理层股权分散可以缓解这一现象, 管理层股权分散度越高, 创始经理人比例与风险行为的负向关系越弱。

在投资决策层面, 现有文献主要集中在研究创始人担任 CEO 对研发投入这一风险决策的影响。陈闯和刘天宇 (2012) 发现在中小板上市的公司中, 创始经理人在高管团队中的比例抑制了企业的研发投入, 而创始人担任 CEO 则会进一步抑制研发投入。另一方面, Block (2010) 发现家族企业拥有较低的研发投入, 原因在于家族企业的内部矛盾会产生新的代理问题, 而由单一创始人创立的企业有更高的研发投入以及研发效率。Rüdiger (2016) 发现相比其他经理人, 创始人 CEO 会有更多的研发投入、更高的资本支出和更加专注于兼并与收购。

总之, 之前的研究得到的结论不一致, 本文从新的角度出发, 即从企业风险承担水平的角度出发研究创始人担任 CEO 对公司价值的影响。

本文的创新之处在于: 第一, 本文以企业风险承担为新的视角, 实证研究创始人担任 CEO 与企业长期发展之间的关系, 研究创始人 CEO 的功效。第二, 细化了风险承担的研究, 已有研究主要关注企业外部因素、企业所有权性质或内部治理对企业风险承担的影响, 较少实证研究考察 CEO 的创始人身份这一重要因素。尽管陈闯和刘天宇 (2012) 通过实证研究了创始人担任 CEO 对企业研发投入的影响, 但是研发投入仅仅是预期收益和预期现金流不确定的项目之一, 并没有从公司整体衡量公司的风险承担水平, 本文直接用企业盈利和股票收益的波动性来衡量企业整体的风险承担水平。

本文的理论意义在于, 从企业经营情况的视角丰富了创始人 CEO 对风险承担水平的影响的研究文献。另外, 本文同时研究了代理成本假说和风险规避假说, 为创始人担任 CEO 对企业风险承担水平的影响提供了更全面的理论支持。本文的现实意义在于本文分企业绩效较好和绩效一般或较差的两种情况分别考察了 CEO 的创始人身份对于其风险承担的影响。当企业绩效较好时, 创始人担任 CEO 的企业比非创始人担任 CEO 的企业拥有更高的风险承担水平; 当企业绩效较一般或者较差时, 创始人担任 CEO 的企业显得比非创始人担任 CEO 的企业更为保守。后文结构安排如下第三部分提出进行理论分析并提出研究假设; 第四部分说明样本和检验模型; 第五部分是实证检验结果; 第六部分是对结果进行稳健性检验; 最后是结论。

三、理论分析与假设提出

(1) 创始人个人特质

从对企业了解的层面而言,创始人 CEO 有它独有的特质。一方面,创始人通常拥有较多的股份,所以他们对企业有更多的监控 (Fama, 1980; Maug, 1998)。创始人从企业创立之初就一直在企业担任重要职位,公司的组织结构、文化和战略都受到创始人的持续影响 (Baron 等, 1999; Nelson, 2003),创始人对于企业所处的行业环境有深刻地了解 (Jayaraman 等, 2000)。创始人对于项目的风险性和收益性有更多的掌握,能够采取有效的措施减少收益和未来现金流对于企业未来发展造成的影响。因此,我们推断,相比职业经理人,创始人能更正确地面对风险项目,提高企业的风险承担水平。

从心理学层面而言,研究发现,在小企业,是否冒险精神很大可能上将创始人 CEO 和非创始人 CEO 的区分开来 (Begley, 1995)。创始人 CEO 的愿意冒险和渴望成功的两个倾向比非创始人 CEO 更高 (Chandler 和 Jansen, 1992)。另外,渴望创建自己企业的人通常对“权威”有质疑 (Kets De Vries, 1985)。创始人通常有冒险的倾向。

综上,我们做出以下假设:

H1a: 创始人担任 CEO 与企业风险承担水平有正相关关系。

(2) 代理理论

风险投资意味着企业将会要投资一些长期的、收益不确定的项目,投资有风险的项目可能使企业血本无归但也有可能使得企业获得超前的成功,能让企业在一段时间内保持较高的竞争水平,获得超出行业平均的收益。而投资这种长期的、收益不确定的项目要求管理者有风险承担意识和长远的眼光。这就解释了风险承担将会造成管理者和股东之间的代理问题:一方面,管理者厌恶风险项目预期收益的不确定性,因为管理者的薪酬一般与企业收益挂钩,这种不确定性将会引起他个人报酬的不确定性;管理者避免冒险,因为学习和管理新技术需要付出大量努力。管理者最大化自身利益的行为会导致道德风险问题 (Jensen 和 Meckling, 1976)。具体地说,道德风险导致公司没有投资那些可以增强企业竞争力的项目。另一方面,道德风险也有可能导致投资过度,管理者为了不给所有者分红而投资净现值为负的项目。最后,投资风险项目将导致企业收益的不确定性,一旦投资失败,管理者面临被撤换的风险。总之,不管上面提到的哪一种方式,管理者都没有站在长期角度来最大化企业价值。

高度集中的股权、有效的监控和对企业商业模式彻底的理解会降低代理成本 (Block, 2010),创始人在企业创立之初就一直负责企业的运营,相比职业经理人,一般拥有企业更多的股权,因为,我们认为创始人担任企业 CEO 会减少代理成本:

第一,相对于职业经理人担任 CEO,创始人一般拥有更多的股份,在企业中的声誉也更高,创始人担任 CEO 面临较小的被撤换的风险。研究发现解雇风险提高 10%,股票回报率波动降低 5%-23% (Chakraborty 等, 2007),当雇佣风险相对重要时,为了避免被解雇,经理人会降低风险承担水平 (Kempf 等, 2009)。创始人担任 CEO 的解雇风险较小使得他们能站在公司的整体角度做出决策。

第二,与职业经理人不同,一方面,创始人与企业有着非金钱的联系。创始人通常将企业视为他们的人生成就,他们愿意接受更低的现金报酬 (He, 2008)。另一方面,创始人的个人财富与企业绩效紧密相关,所以,比起职业经理人,创始经理人更愿意勤奋地工作并且投入大量的时间提升他们的管理技能 (Jayaraman 等, 2000)。当职业经理人拒绝风险项目带来的人力和资本上的投入时,创始人 CEO 与企业非金钱和金钱的联系使得他们更多的注重风险项目带来的长期收益而不是风险项目需要耗费的精力和投入的成本。创始人 CEO 的将经营目标定位于追求最大化企业价值而不是仅仅注重于保持公司绩效平稳增长。

结合创始人的特殊身份与经营目标的影响,我们提出以下假设:

H1b: 创始人担任 CEO 对企业风险承担水平有正相关关系。

（3）风险规避理论

创始人与企业之间有着和职业经理人不一样的“情感”，创始人往往将公司视为自身的延伸，并且将个人的自尊与公司声誉联系在一起（Handler, 1994）。对于职业经理人而言，在企业任职可能只是职业生涯中的一段经历，而创始经理人对企业具有更强的依恋感（Dobrev 和 Barnett, 2005）、更高的承诺和和公司员工之前更强的联系（Carroll, 1984）。另一方面，就人力资本而言，虽然创始经理面临更小的被解雇的风险，但是一旦企业经营失败，创始经理很难像职业经理人一样从劳动力市场获得再就业的机会（陈闯和刘天宇, 2012）。因此，当企业面临经营失败或者破产风险时，创始人与企业之间物质和非物质的联系都会使其变得更为保守。所以，我们提出以下假设：

H2：当企业业绩较差时，创始人担任 CEO 对企业风险承担水平有负相关关系。

四、变量定义与数据说明

（一）样本和数据

本文的样本为 2009 年以来在创业板上市的公司，剔除了：（1）金融保险行业，因为与其它行业相比，金融保险业的会计报表具有特殊性；（2）剔除被吸收合并停止交易的公司；（3）剔除无效数据的影响。本文所用数据包括公司财务数据和高管个人特征、高管任期数据。数据来源有三个途径：一是公司招股说明书及其附录，文件来自巨潮资讯网站，部分文件来自互联网搜索；二是 wind 数据库提供的公司财务数据，CSMAR 数据库提供的高管个人特征及任期数据；三是国家统计局提供的年度国内生产总值增长率。数据缺失的部分手工补齐。为了控制异常值的影响，对除哑变量之外的变量进行 1% 的缩尾处理。样本期间为 2009–2013 年，每半年为一个观测时段，最终涉及公司 375 家，混合观测值 2164 个。

（二）模型设定和变量定义

1. 风险承担水平（Risk）

（1）借鉴已有文献的方法（John 等, 2008；余明桂等, 2013），本文用经过行业调整的总资产净利率的波动性衡量风险承担。首先，经行业调整后的总资产净利率等于企业半年内的总资产净利率减去半年内企业所处行业内所有企业总资产净利率平均值，然后计算其在 5 个样本期间（ $t-2$ 至 $t+2$ ，5 个半年）内的标准差。

（2）为了防止财务指标的可操作性，本文同时考量了上市公司股票回报率的波动性衡量风险承担。同样，计算经行业调整后的半年度股票回报率在 5 个样本期间（ $t-2$ 至 $t+2$ ）内的标准差。

2. CEO 创始人身份

创始人只是一个社会化的定义，它并不像企业法人、董事长、CEO 等可以用法律或者规范的方式定义。参照已有文献的做法，本文将创始人界定为创建企业的主要人员（贺小刚等, 2013）。具体而言，对于家族企业，创始人是指企业的最终控制人，但排除通过兼并收购等方式成为上市公司最终控制人的情况；对于非家族企业而言，本文判定 CEO 是否为公司创始人时参照两个标准：（1）高管个人简历或企业招股说明书上明确指出该 CEO 为公司创始人或者创始股东董事长；（2）该 CEO 从企业创建以来一直在企业担任重要职务：董事长、总经理或副总经理，并在企业首次公开上市时持有企业股份。

3. 公司绩效

本文用总资产净利率度量公司绩效，研究在不同绩效水平下创始人担任 CEO 对公司风险承担水平的影响。

4. 控制变量

根据已有关于企业风险承担水平已有文献的研究，我们选取了以下控制变量，包括：CEO 年

龄、CEO 学历、公司规模、利息保障倍数、资产负债率、流动比率、现金比率。Lee 和 Moon (2016) 发现航空公司 CEO 的学历与其风险承担水平正相关, 而 CEO 的年龄与其风险承担水平负相关。Li 等 (2013) 研究发现大公司有纪律严明的管理系统, 较大的公司规模会降低外部环境对企业风险承担水平的影响。卢馨等 (2013) 发现融资约束会导致高新技术上市公司投资不足, 本文选取资产负债率控制企业外部融资约束, 资产负债率高的企业从外部融资更加困难。李文贵和余明桂 (2012) 发现国有企业风险承担水平显著低于非国有企业。企业行为理论认为, 企业的冗余资源会影响企业的风险承担 (George, 2005) 本文用现金比率控制冗余资源。另外, 本文用企业所在行业是否为管制行业控制产品市场竞争程度。最后, 加入半年度和行业控制变量。具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义表

被解释变量	变量说明
Risk1	总资产净利率的波动性
Risk2	股票回报率的波动性
解释变量	
FounderCEO	如果企业总经理为企业创始人, 则取值为 1; 否则为 0
ROA	表示半年度总资产收益率, 等于净利润*2 / (期初总资产+期末总资产)
控制变量	
Old	表示 CEO 的年龄
Education	表示 CEO 的受教育程度, 1=中专及中专以下, 2=大专, 3=本科, 4=硕士研究生, 5=博士研究生, 6=其他。
Size	表示企业的规模, 等于企业总资产的自然对数
Leverage	表示企业资产结构, 等于负债/总资产
State	表示企业的产权性质, 如果企业为国有企业, 则取值为 1; 否则为 0
Cash	表示企业的现金比率, 等于(货币资金+交易性金融资产)/流动负债
Govern	表示产品市场竞争程度。如果企业所在行业属于管制行业, 则取值为 1; 否则为 0

5. 模型估计

本文使用的统计软件为 stata 12.0, 用面板数据进行回归。为检验研究假设 1, 构建以下计量模型:

$$\text{Risk1}_{it} = \alpha_1 + \beta_1 \text{FounderCEO}_{it} + \beta_2 \text{Old}_{it} + \beta_3 \text{Education}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Roat}_{it} + \beta_6 \text{Roasq}_{it} + \beta_7 \text{Leverage}_{it} + \beta_8 \text{Cash}_{it} + \beta_9 \text{State}_{it} + \beta_{10} \text{Govern}_{it} + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$\text{Risk2}_{it} = \alpha_2 + \beta_1 \text{FounderCEO}_{it} + \beta_2 \text{Old}_{it} + \beta_3 \text{Education}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Roat}_{it} + \beta_6 \text{Roasq}_{it} + \beta_7 \text{Leverage}_{it} + \beta_8 \text{Cash}_{it} + \beta_9 \text{State}_{it} + \beta_{10} \text{Govern}_{it} + \varepsilon_2 \quad (2)$$

为检验研究假设 2, 加入总资产收益率和创始人 CEO 交互项, 构建以下计量模型:

$$\text{Risk1}_{it} = \alpha_3 + \beta_1 \text{FounderCEO}_{it} + \beta_2 \text{Founder}_{it} \text{Roat}_{it} + \beta_3 \text{Old}_{it} + \beta_4 \text{Education}_{it} + \beta_5 \text{Size}_{it} + \beta_6 \text{Roat}_{it} + \beta_7 \text{Roasq}_{it} + \beta_8 \text{Lverage}_{it} + \beta_9 \text{Cash}_{it} + \beta_{10} \text{State}_{it} + \beta_{11} \text{Govern}_{it} + \varepsilon_3 \quad (3)$$

$$\text{Risk2}_{it} = \alpha_4 + \beta_1 \text{FounderCEO}_{it} + \beta_2 \text{Founder}_{it} \text{Roat}_{it} + \beta_3 \text{Old}_{it} + \beta_4 \text{Education}_{it} + \beta_5 \text{Size}_{it} + \beta_6 \text{Roat}_{it} + \beta_7 \text{Roasq}_{it} + \beta_8 \text{Lverage}_{it} + \beta_9 \text{Cash}_{it} + \beta_{10} \text{State}_{it} + \beta_{11} \text{Govern}_{it} + \varepsilon_4 \quad (4)$$

五、实证结果分析

(一) 变量的描述性统计

表 2 变量的描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
Risk1	2164	0.0377618	0.0424399	0.0020572	0.404018
Risk2	1124	2.737781	1.606391	0.07711	7.67046
FounderCEO	2164	0.6058226	0.4887862	0	1
ROA	2164	0.0582774	0.0540899	-0.371488	0.558871
Old	2164	47.18946	5.823904	29	67
Education	2164	3.390481	0.9109809	1	6
Size	2164	20.73021	0.5963368	18.68304	22.81513
Leverage	2164	19.66401	13.90872	1.8808	62.6684
Cash	2164	5.818332	7.658138	0.1818	45.5589
State	2164	0.0341959	0.1817741	0	1
Govern	2164	0.4195933	0.4936065	0	1

表 2 报告了变量的描述性统计分析结果。其中，样本上市企业中风险承担水平（Risk1）最大值为 0.404018，最小值为 0.00205724，平均值为 0.03707697，数据观测时段为五个半年。相对应的是，在 2001-2010 年，A 股非金融类上市公司风险承担平均值为 0.0279，观测时段为五年（余明桂等，2012）。样本公司的风险承担水平大部分高于 A 股非金融类上市公司。在样本公司中，仅有 3.47% 为国有企业，大多为私营或民营企业。样本公司企业规模平均值为 20.73021，A 股非金融类上市公司企业规模平均值为 21.4529（余明桂等，2012）。总的来说，创业板上市企业很多为民营企业，规模小，经营时间短，产品基本具有高新产品的特点，因此风险较大。另外，有 0.6058226（60.58%）的样本公司由创始人担任 CEO，略高于雷星晖（2011）创业板上市企业中创始人兼任 CEO 的比例（53.14%）。CEO 教育的平均值和中位数为本科学历，平均年龄为 47.18 岁。样本企业总资产净利率最大值为 0.558871（55.8871%），最小值为 -0.371488（-37.1488%），平均值为 0.0582774（5.8277%），企业绩效之间存在较大的差异。表 3 显示了主要变量的 Person 相关系数矩阵，我们可以看出，主要变量的两两相关系数中最大的取值（绝对值）为 0.5873，变量之间不存在严重的多重共线性。

表 3 Pearson 相关系数矩阵

变量	Risk1	Risk2	FounderCEO	Founder*Ro a	Roa	Old	Education	Size	Leverage	Cash	Govern
Risk2	-0.0147										
FounderCE 0	0.0245	0.016									
Founder*R oa	0.2209	0.0531	0.5783								
Roa	0.289	0.0844	0.0073	0.5873							
Old	-0.1277	0.0135	-0.0092	-0.0557	-0.054 7						
Education	0.0457	0.0185	-0.0798	-0.0687	0.0284	-0.0412					
Size	-0.1274	-0.0171	-0.0736	-0.1856	-0.206 1	0.0337	0.0219				
Leverage	-0.1381	0.0377	-0.0212	-0.0477	-0.104 3	-0.0494	-0.1174	0.2358			
Cash	0.3104	0.0303	0.0182	0.0366	0.0913	-0.0309	0.0826	-0.0998	-0.593		
State	-0.0576	-0.0139	-0.072	-0.0526	-0.031 5	0.0659	0.0847	0.0665	0.0362	-0.0549	
Govern	0.138	0.0456	0.0286	0.0383	0.0425	-0.0398	-0.0063	-0.1416	-0.0925	0.1223	0.0307

(二) 创始人 CEO 与企业风险承担：回归分析

表 4 创始人 CEO 与企业风险承担的回归结果（因变量为 Risk1）

	Risk1			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0371 (0.0514)	0.0367 (0.0513)	-0.0233 (0.0346)	-0.0241 (0.0355)
FounderCEO		0.000223 (0.00180)		0.000418 (0.000929)
Old	-0.000145 (0.000130)	-0.000145 (0.000130)	-0.000362 (0.000213)	-0.000362 (0.000213)
Education	-0.000548 (0.000939)	-0.000541 (0.000938)	0.00115** (0.000452)	0.00116** (0.000459)
Size	0.00355** (0.00168)	0.00357** (0.00168)	0.00282 (0.00184)	0.00284 (0.00187)
Roa	-0.113*** (0.0242)	-0.113*** (0.0241)	-0.0972* (0.0506)	-0.0974* (0.0507)
Roasq	1.012*** (0.113)	1.013*** (0.114)	1.042*** (0.140)	1.043*** (0.141)
Leverage	0.000145* (8.25e-05)	0.000145* (8.26e-05)	0.000163** (5.66e-05)	0.000163** (5.68e-05)
Cash	0.00123*** (0.000177)	0.00123*** (0.000177)	0.00139*** (0.000347)	0.00139*** (0.000348)
State	-0.0108** (0.00422)	-0.0107** (0.00426)	-0.0118** (0.00401)	-0.0118** (0.00399)
Govern	-0.00230 (0.00185)	-0.00231 (0.00185)	0.00961 (0.00648)	0.00960 (0.00647)
IndustryD	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effects	No	No	Yes	Yes
Semi-YearD	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2,164	2,164	2,164	2,164
R Square	0.436	0.436	0.189	0.189

注：***表示 $p < 0.01$ ，**表示 $p < 0.05$ ，*表示 $p < 0.1$

表 4 和表 5 列出了创始人 CEO 与企业风险承担的相关关系检验结果。第一列和第二列报告了企业层面的聚类分析下，创始人 CEO 对企业风险承担水平的影响，同时控制行业和半年度变量。对于以企业半年度总资产净利率波动率衡量的企业风险承担，结果发现国有企业的风险承担水平显著低于非国有企业，这与李明贵和余明桂（2012）的研究结论是一致的。另外，企业现金比率、资产负债率与企业风险承担水平显著正相关。企业资产负债率和现金比率越高，企业风险承担水平越高。而企业绩效对于企业风险承担水平的影响呈 U 型关系。变量 Old 和 Education 对企业风险承担的影响并不显著。第三列和第四列为消除异方差的固定效

应方程的回归结果。在控制了企业不可观测的特质后, Education 与企业风险承担水平在 5% 的显著性水平上正相关, 与 Lee 和 Moon (2016) 的研究结论一致, Old 对于企业风险承担水平的影响依然不显著。最后加入变量创始人 CEO。研究发现, 相对于非创始人 CEO, 创始人 CEO 对于企业的风险承担水平没有显著的影响。

对于以股票半年度投资回报率波动性 ($t-2$ 至 $t+2$) 衡量的企业风险承担 Risk2, 表 5 给出了回归结果, 除了 Roa 和 Leverage 外, 别的变量均不显著。这说明, 企业股票回报率的波动性比企业财务指标的波动性更难衡量。

表 5 创始人 CEO 与企业风险承担的回归结果 (因变量为 Risk2)

	Risk2			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	4.560* (2.582)	4.337 (2.649)	6.045** (2.293)	5.933* (2.344)
FounderCEO		0.103 (0.132)		0.0631 (0.0884)
Old	0.00849 (0.0110)	0.00822 (0.0110)	0.00275 (0.00767)	0.00261 (0.00751)
Education	0.00851 (0.0744)	0.0105 (0.0742)	-0.00362 (0.0391)	-0.00304 (0.0386)
Size	-0.209* (0.122)	-0.201 (0.124)	-0.195 (0.105)	-0.191 (0.107)
Roa	3.699** (1.514)	3.644** (1.518)	4.274* (1.891)	4.245* (1.855)
Roasq	-0.421 (7.399)	0.0297 (7.360)	-0.169 (2.383)	0.128 (2.181)
Leverage	0.0121* (0.00651)	0.0119* (0.00652)	0.0138* (0.00632)	0.0137* (0.00639)
Cash	0.0242* (0.0138)	0.0238* (0.0138)	0.0277 (0.0145)	0.0275 (0.0146)
State	0.0949 (0.412)	0.115 (0.416)	-0.0147 (0.214)	-0.00238 (0.225)
Govern	-0.0898 (0.173)	-0.0955 (0.173)	0.122 (0.0931)	0.121 (0.0933)
IndustryD	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effects	No	No	Yes	Yes
Semi-YearD	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,124	1,124	1,124	1,124
R Square	0.082	0.083	0.020	0.021

注: ***表示 $p < 0.01$, **表示 $p < 0.05$, *表示 $p < 0.1$

表 6 和表 7 报告了加入创始人 CEO 和企业绩效交互项的模型回归结果。与表 5 结果相同, 表 7 中显示的以股票收益率波动性衡量的风险承担的影响因素均不显著, 我们不做讨论。对于以总资产净利率衡量的企业风险承担水平 (表 6), 第一列和第二列报告了企业层面的聚类分析下, 创始人 CEO 与其和企业绩效交互项的对风险承担的影响, 同时控制行业和半年度变量。第三列和第四列为消除异方差的固定效应模型的估计结果。在消除企业之间的相关性后, 创始人 CEO 及其交互项对于企业风险承担有显著影响, 根据第二列的回归结果, 当总资产净利率低于 0.0579 (5.79%) 时, 创始人 CEO 与企业风险承担水平负相关, 当总资产净利率高于 0.0579 (5.79%) 时, 创始人 CEO 与企业风险承担水平正相关。加入其它控制变量之后, 结果依然在 5% 的水平上显著且变化不大, 当总资产净利率低于 0.0547 (5.47%) 时, 创始人 CEO 与企业风险承担水平负相关, 当总资产净利率高于 0.0547 (5.47%) 时, 创始人 CEO 与企业风险承担水平正相关。考虑到一些无法观测的因素与创始人担任 CEO 有关, 通过固定效应模型进行检验, 结果依然比较显著, 只是创始人 CEO 对于企业风险承担水平影响的总资产净利率临界值降低了 (0.0530 和 0.0497)。说明研究结论比较稳健。

表 6 创始人 CEO, 业绩与风险承担的回归结果 (因变量为 Risk1)

	Risk1			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0345 (0.0504)	0.103*** (0.0369)	-0.0277 (0.0369)	0.0378*** (0.00233)
FounderCEO	-0.00574** (0.00240)	-0.00520** (0.00244)	-0.00556** (0.00234)	-0.00431* (0.00221)
Founder*Roa	0.105*** (0.0343)	0.0898*** (0.0336)	0.105*** (0.0307)	0.0868** (0.0297)
Old	-0.000129 (0.000130)		-0.000349 (0.000209)	
Education	-0.000400 (0.000935)		0.00132** (0.000511)	
Size	0.00386** (0.00168)		0.00310 (0.00197)	
Roa	-0.165*** (0.0232)	-0.144*** (0.0245)	-0.150*** (0.0411)	-0.115** (0.0504)
Roasq	1.015*** (0.102)	0.954*** (0.0973)	1.046*** (0.127)	0.988*** (0.134)
Leverage	0.000139* (8.23e-05)		0.000158** (5.71e-05)	
Cash	0.00124*** (0.000177)		0.00140*** (0.000344)	
State	-0.0110*** (0.00391)		-0.0120** (0.00383)	
Govern	-0.00227 (0.00184)		0.00963 (0.00647)	
IndustryD	Yes	Yes	Yes	Yes

Firm fixed effects	No	No	Yes	Yes
Semi-YearD	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2,164	2,164	2,164	2,164
R Square	0.441	0.400	0.195	0.100

注：***表示 $p < 0.01$ ，**表示 $p < 0.05$ ，*表示 $p < 0.1$

表 7 创始人 CEO，业绩与风险承担的回归结果（因变量为 Risk2）

	Risk2			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	4.349 (2.646)	0.923*** (0.313)	5.947* (2.366)	2.538*** (0.0997)
FounderCEO	0.129 (0.176)	0.147 (0.177)	0.0847 (0.0886)	0.110 (0.0722)
Founder*Roa	-0.596 (2.629)	-0.600 (2.602)	-0.505 (1.077)	-0.523 (0.942)
Old	0.00815 (0.0110)		0.00256 (0.00757)	
Education	0.0100 (0.0746)		-0.00355 (0.0385)	
Size	-0.202 (0.124)		-0.192 (0.108)	
Roa	3.876** (1.785)	3.197* (1.708)	4.447* (1.902)	3.593* (1.613)
Roasq	0.532 (7.429)	-0.114 (6.982)	0.555 (3.044)	-1.608 (2.347)
Leverage	0.0119* (0.00652)		0.0136* (0.00639)	
Cash	0.0236* (0.0138)		0.0274 (0.0146)	
State	0.118 (0.418)		-0.000447 (0.224)	
Govern	-0.0952 (0.173)		0.122 (0.0935)	
IndustryD	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effects	No	No	Yes	Yes
Semi-YearD	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,124	1,124	1,124	1,124
R Square	0.083	0.074	0.021	0.008

注：***表示 $p < 0.01$ ，**表示 $p < 0.05$ ，*表示 $p < 0.1$

六、稳健性检验

重新定义观测时期。用经行业因素的总资产收益率 (Risk3) 在 $t-1$ 至 $t+1$ 三个样本期间内的波动性衡量企业风险承担, 检验结果如表 8 所示。根据第一列和第二列的结果, 当总资产净利率高于 0.0667 (或 0.0707) 时, 创始人 CEO 对于企业风险承担水平有正的影响, 当总资产净利率低于 0.0667 (或 0.0707) 时, 创始人 CEO 对于企业风险承担水平有负的影响, 这与前面的研究结论一致。同样, 在控制企业不可观测因素之后, 根据第三列的回归结果, 创始人的学历与风险承担水平正相关, 而创始人年龄与风险承担水平负相关, 这说明, 创始人年龄越大, 风险承担水平越低。

表 8 创始人 CEO, 业绩与风险承担的回归结果 (因变量为 Risk3)

	Risk3			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0749 (0.0529)	0.124*** (0.0452)	-0.0162 (0.0209)	0.0399*** (0.00156)
FounderCEO	-0.00537*** (0.00204)	-0.00511** (0.00206)	-0.00442** (0.00147)	-0.00385** (0.00141)
Founder*Roa	0.0805*** (0.0262)	0.0723*** (0.0257)	0.0758*** (0.0218)	0.0653** (0.0213)
Old	-9.10e-05 (0.000122)		-0.000227* (0.000121)	
Education	2.81e-05 (0.000831)		0.00117** (0.000399)	
Size	0.00278** (0.00128)		0.00275*** (0.000783)	
Roa	-0.149*** (0.0235)	-0.139*** (0.0258)	-0.147*** (0.0198)	-0.131*** (0.0252)
Roasq	0.888*** (0.0731)	0.855*** (0.0764)	0.916*** (0.0543)	0.883*** (0.0689)
Leverage	4.96e-05 (6.87e-05)		7.34e-05 (8.29e-05)	
Cash	0.000534*** (0.000156)		0.000638** (0.000250)	
State	-0.00740** (0.00323)		-0.00777*** (0.00202)	
Govern	-0.000958 (0.00172)		0.00403 (0.00439)	
IndustryD	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effects	No	No	Yes	Yes

Semi-YearD	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2, 164	2, 164	2, 164	2, 164
R Square	0.240	0.226	0.118	0.089

注: ***表示 $p < 0.01$, **表示 $p < 0.05$, *表示 $p < 0.1$

七、结论

本文以 2009 -2013 年我国创业板上市公司半年度数据为样本, 实证检验了创始人担任 CEO 对于企业风险承担水平的影响。研究结果发现, 创始人 CEO 对于企业的风险承担水平没有显著的影响, 但考虑了企业绩效以后, 当企业绩效很好时, 相对于非创始人 CEO, 创始人 CEO 具有更高的风险承担水平; 当企业绩效一般或者较差时, 相对于非创始人 CEO, 创始人 CEO 具有更低的风险承担水平。

参考文献

- [1] 陈闯, 刘天宇. 创始经理人, 管理层股权分散度与研发决策[J]. 金融研究, 2012 (7): 196-206.
- [2] 陈收, 肖咸星, 杨艳, 等. CEO 权力, 战略差异与企业绩效——基于环境动态性的调节效应[J]. 财贸研究, 2014, 25(1): 7-16.
- [3] 贺小刚, 张远飞, 梅琳. 创始人离任对企业成长的影响分析[J]. 管理学报, 2013, 10(6): 816-823.
- [4] 李文贵, 余明桂. 所有权性质, 市场化进程与企业风险承担[J]. 中国工业经济, 2012, 12: 115-127.
- [5] 雷星晖, 李金良, 乔明哲. 创始人, 创业投资与创业板 IPO 抑价[J]. 证券市场导报, 2011, 3: 59-73.
- [6] 卢馨, 郑阳飞, 李建明. 融资约束对企业 R&D 投资的影响研究-来自中国高新技术上市公司的经验证据 [J]. 会计研究, 2013, 5: 51-58.
- [7] 李小荣, 张瑞君. 股权激励影响风险承担: 代理成本还是风险规避?[J]. 会计研究, 2014, 1: 009.
- [8] 宋增基, 王宏军, 张宗益. 高科技企业创始人特征, 持股和公司业绩关系研究[J]. 科技进步与对策, 2013, 30(7): 90-96.
- [9] 王红建, 李青原, 陈雅娜. 盈余管理, 经济周期与产品市场竞争[J]. 会计研究, 2015 (009): 44-51.
- [10] 解维敏, 唐清泉. 公司治理与风险承担——来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经问题研究, 2013 (1): 91-97.
- [11] 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 [J]. 管理世界, 2012 (9): 132-141.
- [12] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究, 2013 (1): 149-163.
- [13] Abebe M, Anthony Alvarado D. Founder-CEO status and firm performance: an exploratory study of alternative perspectives[J]. Journal of Strategy and Management, 2013, 6(4): 343-357.
- [14] Adams R, Almeida H, Ferreira D. Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance[J]. Journal of empirical Finance, 2009, 16(1): 136-150.
- [15] Brettel M, Chomik C, Flatten T C. How Organizational Culture Influences Innovativeness, Proactiveness, and Risk - Taking: Fostering Entrepreneurial Orientation in SMEs[J]. Journal of Small Business Management, 2015, 53(4): 868-885.
- [16] Block J H. R&D investments in family and founder firms: An agency perspective[J]. Journal of Business Venturing, 2012, 27(2): 248-265.

- [17] Begley T M. Using founder status, age of firm, and company growth rate as the basis for distinguishing entrepreneurs from managers of smaller businesses[J]. Journal of business venturing, 1995, 10(3): 249-263.
- [18] Cullen J B, Gordon R H. Taxes and entrepreneurial risk-taking: Theory and evidence for the US[J]. Journal of Public Economics, 2007, 91(7): 1479-1505.
- [19] Carroll G R. Dynamics of publisher succession in newspaper organizations[J]. Administrative Science Quarterly, 1984: 93-113.
- [20] Dobrev S D, Barnett W P. Organizational roles and transition to entrepreneurship[J]. Academy of Management Journal, 2005, 48(3): 433-449.
- [21] Faccio M, Marchica M T, Mura R. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation[J]. Available at SSRN, 2012, 2021136.
- [22] Fazzari S M, Hubbard R G, Petersen B C, et al. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings papers on economic activity, 1988, 1988(1): 141-206.
- [23] Fahlenbrach R. Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance[J]. Journal of financial and Quantitative Analysis, 2009, 44(02): 439-466.
- [24] George G. Slack resources and the performance of privately held firms[J]. Academy of Management Journal, 2005, 48(4): 661-676.
- [25] He L. Do founders matter? A study of executive compensation, governance structure and firm performance[J]. Journal of Business Venturing, 2008, 23(3): 257-279.
- [26] Handler W C. Succession in family business: A review of the research[J]. Family business review, 1994, 7(2): 133-157.
- [27] Jayaraman N, Khorana A, Nelling E, et al. Research notes and commentaries CEO founder status and firm financial performance[J]. Strategic Management Journal, 2000, 1224: 1215-1224.
- [28] John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk - taking[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(4): 1679-1728.
- [29] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of financial economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [30] Li K, Griffin D, Yue H, et al. How does culture influence corporate risk-taking?[J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 23: 1-22.
- [31] Li F, Srinivasan S. Corporate governance when founders are directors[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 102(2): 454-469.
- [32] Lee W S, Moon J. Determinants of CEO strategic risk-taking in the airline industry[J]. Tourism Management Perspectives, 2016, 18: 111-117.
- [33] Low A. Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 92(3): 470-490.
- [34] 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.
- [35] Ranft A L, O'Neill H M. Board composition and high-flying founders: Hints of trouble to come?[J]. The Academy of Management Executive, 2001, 15(1): 126-138.
- [36] Tang J, Crossan M, Rowe W G. Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: the moderating role of a powerful board[J]. Journal of Management Studies, 2011, 48(7): 1479-1503.

Founder-CEO and Corporate Risk-taking in High-tech Enterprises

Xiaowan Yan

(Hunan University, Changsha / Hunan Province, 410079)

Abstract: Our paper examines the impact of founder-CEO on firm long-term development. Listed companies on GEM from 2009 to 2013 are used as samples. Results show that there is no direct correlation between founder-CEO and corporate risk-taking level. When firm business performance is general or poor, founder-CEO will reduce corporate risk-taking level, which verifies risk aversion argument. When corporate business performance is good, compared to non-founder CEO, founder CEOs have higher risk-taking level, which to a certain extent, supports principal-agent theory.

Keywords: founder-CEO, business performance, risk-taking