

石晓飞 著

# 民营上市公司创始人与 董事会治理有效性研究

Research on Founder and Governance Effectiveness of  
Board in the Listed Private Enterprise

中国社会科学出版社

石晓飞 著

# 民营上市公司创始人与 董事会治理有效性研究

Research on Founder and Governance Effectiveness  
Board in the Listed Private Enterprise

中国社会科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

民营上市公司创始人与董事会治理有效性研究/石晓飞  
著. —北京: 中国社会科学出版社, 2016. 6

ISBN 978 - 7 - 5161 - 7729 - 7

I. ①民… II. ①石… III. ①民营企业—上市公司—  
董事会—企业管理—研究—中国 IV. ①F279. 245

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 045881 号

---

出 版 人 赵剑英  
责任编辑 侯苗苗  
特约编辑 沈晓雷  
责任校对 石书贤  
责任印制 王 超

---

出 版 中国社会科学出版社  
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号  
邮 编 100720  
网 址 <http://www.csspw.cn>  
发 行 部 010 - 84083685  
门 市 部 010 - 84029450  
经 销 新华书店及其他书店

---

印刷装订 三河市君旺印务有限公司  
版 次 2016 年 6 月第 1 版  
印 次 2016 年 6 月第 1 次印刷

---

开 本 710 × 1000 1/16  
印 张 12.5  
插 页 2  
字 数 196 千字  
定 价 46.00 元

---

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换  
电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

## 本书出版受到以下资助：

河北经贸大学学术著作出版基金

河北省高等学校科学研究——人文社会科学研究青年基金项目（SQ151018）

河北省社会科学基金项目（HB15GL088）

国家自然科学基金面上项目“董事会非正式沟通对决策质量的影响研究：路径、机理与效应”（71372093）

# 前 言

自 20 世纪 80 年代以来，随着国家整体经济发展政策中相关管制的逐步放开，中国民营经济已经历了 30 余年的市场考验，并取得了快速成长。到现在，在实体经济中民营企业已经成为重要的中坚力量和经济发展的主要推动力。民营企业一直是颇受关注的研究对象，随着各类相关研究的深入，在这一领域不断衍生出新的研究课题。在民营企业中存在一类特殊的人物，即创始人，他们在企业的产生和发展过程中起着重要的作用。不同于国有企业的国家控股性质，民营企业主要是被个人或家族创立并控制的，它们的创立者也就是企业的经营者与所有者，本书所指创始人就是这些创立者。

本书以 2004—2011 年中国民营上市公司为研究对象，考察了创始人对公司价值的影响，以及创始人担任公司董事时对董事会治理有效性的影响。研究发现，创始人的存在显著地提升了公司价值，当创始人以董事角色存在于董事会中时，能够有效提升董事会治理有效性。本书分为八章：第一章介绍了研究的背景、全书结构安排和主要贡献；第二章是文献述评，将与本书相关的研究文献如创始人、创始人与企业的关系以及董事会治理有效性方面的研究进行详尽的述评；第三章对创始人与民营企业成长制度背景进行了分析；第四章是在之前分析的基础上，进行了理论推演并提出了本书的研究假设；第五章实证检验了创始人、公司治理与公司价值之间的关系；第六章深入到董事会结构内实证检验了创始人董事对董事会治理有效性的价值贡献；第七章从代表董事会治理有效性的代理成本、薪酬业绩敏感性、CEO 更替业绩敏感性和董事会行为上，检验了创始人董事对董事会治理有效性的影响；第八章对全书结论进行

了总结，指出了本书的局限性并在此基础上进行了研究展望。

总体而言，本书在我国市场经济的特殊背景下，细致地研究了民营上市公司中创始人如何影响公司价值，考察了创始人董事及其特征的影响，在此基础上又进一步探讨了创始人董事对董事会治理有效性的影响。本书明晰了创始人影响公司价值的路径，突破了以往单纯研究管理者影响公司价值的范式，将创始人对企业的影响推进到了具体的治理层面，从创始人的结果性层面深入到创始人董事对董事会治理有效性的影响，在董事会结构内研究了创始人董事与董事会治理之间的关系。这一研究在理论上不仅拓展了现有的研究视角，而且有助于我们从根源上理解创始人影响董事会治理和公司价值的作用机理；在实践中，为民营企业创始人这一特殊管理角色对企业的影响提供了直接证据，对创始人与企业的相生发展提供了一个新的和更加本质的认识。

# 目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究问题的提出	1
一 研究背景	1
二 研究问题	5
三 研究意义	6
第二节 研究思路与研究方法	7
一 研究思路	7
二 研究方法	10
第三节 研究内容与创新点	12
一 研究内容	12
二 创新点	15
第二章 相关研究文献述评	16
第一节 创始人的界定与特质	16
一 创始人界定	16
二 企业创始人特征分析	19
第二节 创始人对企业的影响	22
一 企业创始人的治理效应	23
二 企业创始人的价值效应	26
第三节 董事会有效性	32
一 董事会职能	33
二 董事会有效性的界定	37

三	董事会有效性的影响因素 .....	39
<b>第四节</b>	<b>文献评述 .....</b>	54
一	创始人影响的两面性 .....	55
二	创始人与董事会治理 .....	56
<b>第三章</b>	<b>创始人与民营企业成长制度背景分析 .....</b>	58
<b>第一节</b>	<b>民营企业的历史背景分析 .....</b>	58
一	民营企业成长过程 .....	58
二	民营企业角色定位 .....	68
<b>第二节</b>	<b>民营企业创始人与企业成长 .....</b>	69
一	民营企业创始人现状分析 .....	70
二	民营企业创始人与企业传承发展 .....	72
三	民营企业创始人与职业经理人 .....	74
<b>第四章</b>	<b>理论分析与研究假设 .....</b>	77
<b>第一节</b>	<b>创始人、公司治理与公司价值 .....</b>	77
一	创始人对公司价值的影响 .....	77
二	创始人对公司治理的影响 .....	79
<b>第二节</b>	<b>创始人董事对董事会治理的价值效应 .....</b>	80
一	创始人董事的价值效应分析 .....	82
二	创始人董事年龄特征的价值效应 .....	84
三	创始人董事教育背景的价值效应 .....	86
四	创始人董事专业水平的价值效应 .....	86
五	创始人董事政治关联的价值效应 .....	87
<b>第三节</b>	<b>创始人董事与董事会治理有效性 .....</b>	89
一	创始人董事与代理成本 .....	90
二	创始人董事与高管薪酬业绩敏感性 .....	91
三	创始人董事与 CEO 更替业绩敏感性 .....	93
四	创始人董事与董事会行为 .....	94



<b>第五章 创始人、公司治理与公司价值关系检验</b> .....	97
<b>第一节 研究设计</b> .....	98
一 研究样本与数据来源 .....	98
二 模型设定与变量定义 .....	99
三 变量的描述性统计 .....	101
<b>第二节 计量结果及分析</b> .....	103
一 公司治理指数的拟合 .....	103
二 创始人、公司治理水平与公司价值的关系分析 .....	106
<b>第三节 创始人角色对公司治理和公司价值的影响</b> .....	110
一 创始人不同管理角色对公司价值的影响 .....	111
二 创始人不同管理角色对公司治理水平的影响 .....	112
三 稳健性检验 .....	113
本章小结 .....	115
<b>第六章 创始人董事对董事会治理的价值效应</b> .....	117
<b>第一节 研究设计</b> .....	118
一 样本数据 .....	118
二 模型设定与变量定义 .....	119
三 变量的描述性统计 .....	122
<b>第二节 计量回归结果与分析</b> .....	126
一 创始人董事的价值效应分析 .....	126
二 创始人董事特征的价值效应分析 .....	128
三 进一步分析：创始人董事年龄价值效应 的非线性分析 .....	130
四 稳健性检验 .....	132
本章小结 .....	134
<b>第七章 创始人董事对董事会治理有效性的影响</b> .....	136
<b>第一节 研究设计</b> .....	137

一	样本数据	137
二	模型设定与变量定义	138
三	变量的描述性统计	143
第二节	计量回归结果与分析	146
一	创始人董事对代理成本的影响	146
二	创始人董事对高管薪酬业绩敏感性的影响	148
三	创始人董事对 CEO 更替业绩敏感性的影响	150
四	创始人董事对董事会行为的影响	152
五	稳健性检验	154
	本章小结	156
<b>第八章</b>	<b>研究结论及展望</b>	<b>158</b>
第一节	研究结论及启示	158
一	研究结论	158
二	研究启示	159
第二节	研究局限与展望	162
一	研究局限	162
二	研究展望	162
	<b>参考文献</b>	<b>164</b>
	<b>后记</b>	<b>187</b>

# 图目录

图 1-1	核心概念关系 .....	8
图 1-2	技术路线 .....	9
图 1-3	本书逻辑框架 .....	13
图 5-1	中介效应检验程序 .....	108
图 6-1	创始人董事年龄分布 .....	122
图 6-2	创始人董事专业水平分布 .....	123
图 6-3	创始人董事教育背景分布 .....	123
图 6-4	创始人董事政治关联分布 .....	124

# 表目录

表 2-1	对董事会职能界定观点汇总	35
表 3-1	参政议政的民营企业家	64
表 3-2	中国民营企业传承接班人案例	75
表 5-1	本章样本的分布	98
表 5-2	研究变量、符号及定义	100
表 5-3	样本公司构成分析	102
表 5-4	创始人公司与非创始人公司主要变量的对比	102
表 5-5	主要变量的 Pearson 相关检验	103
表 5-6	主成分变量相关矩阵	104
表 5-7	KMO 和 Bartlett 的球形度检验结果	104
表 5-8	公司治理指数拟合	105
表 5-9	创始人、公司治理水平与公司价值之间的关系检验	106
表 5-10	创始人角色与公司价值之间的关系检验	111
表 5-11	创始人角色与公司治理之间的关系检验	113
表 5-12	稳健性检验	114
表 6-1	本章样本的分布	118
表 6-2	研究变量一览	121
表 6-3	主要变量的描述性统计	124
表 6-4	主要变量的 Pearson 相关性检验	125
表 6-5	创始人董事的价值效应检验	127
表 6-6	创始人董事特征的价值效应检验	129
表 6-7	创始人年龄特征与公司价值之间的关系检验	131

表 6-8	稳健性检验 .....	133
表 7-1	本章样本的分布 .....	137
表 7-2	研究变量一览 .....	142
表 7-3	主要变量的描述性统计 .....	143
表 7-4	创始人董事公司与非创始人董事公司主要 变量的对比 .....	144
表 7-5	主要变量的 Pearson 相关性检验 .....	145
表 7-6	创始人董事与代理成本之间关系的检验 .....	147
表 7-7	创始人董事对高管薪酬业绩敏感性影响的检验 .....	149
表 7-8	创始人董事对 CEO 更替业绩敏感性影响的检验 .....	151
表 7-9	创始人董事对董事会出勤情况影响的检验 .....	153
表 7-10	稳健性检验 .....	155

# 第一章 绪 论

本章以民营企业与创始人之间的关系为基点概括了本书的研究背景，确定了所要进行研究的基本问题，并提出了研究的意义，基于以上内容理顺了研究的概念关系和基本思路，并确定了可支撑本书的研究方法，阐述了本书的研究内容框架，归纳了本书的创新点。

## 第一节 研究问题的提出

### 一 研究背景

#### (一) 民营企业发展中创始人的重要性

自 20 世纪 80 年代以来，随着国家整体经济发展政策管制的一步放开，改革开放的成效非常显著，各种经济成分发展迅速。国内民营企业从萌芽、成长到逐步成熟，经历了 30 余年的市场洗礼，取得了快速的发展，如今民营企业已经成为实体经济的中坚力量，民营经济也越来越成为国家经济发展的重要推动力。在整体经济发展中民营企业扮演着越来越重要的经济角色，成为社会经济的重要组成部分，也一直是颇受注重的研究对象，随着各类相关研究的深入，在这一领域不断衍生出新的研究课题。在民营企业的成长中，创业企业家是功不可没的，他们也已经成为社会经济发展的中坚力量，一个好的创业者对企业的成功起着关键的作用，他们的成长也直接关系到整体经济的发展和社会的进步，即使在民营企业上市后大部分创始人仍在企业中起着举足轻重的作用。民营企业家这一群

体拥有高度的洞察力，他们抓住市场的机会和政策的支持，很快地发展起了自己的企业，在企业的成长过程中形成了较强的经营管理能力，并且能够充分利用内外部各种资源，与企业共同面对经济环境和社会环境的变化。

企业的成功正是这些创业型企业家成功的重要体现，在中国民营企业中就存在着一类这样的特殊人物，即创始人（founder），他们在企业的产生和发展过程中起着重要而且不可替代的作用。相对于国有企业来说，大多数民营企业都是由个人或家族创立并控制的，企业的创立者也就是企业的经营者与所有者，本书所指创始人就是这些创立者。民营企业上市后股权进一步分散，创始人却仍然保持着对公司经营权的控制，这也是市场经济和现代企业制度中一种常见的现象。这种控制的一个突出表现是，创始人的个人意愿和行为往往反映在企业的经营方针和动向上。尤其在我国，民营企业的发展有其自身的独特根源与路径，且其有着特殊的生存环境与底蕴。在这样的情境下，从中国商业文明体现出的“关系治理”和“面子文化”的典型特征使得民营企业中创始人的政治资本和社会资本对于企业的影响应该是更加重要的，这也让创始人的相关研究更具有现实意义。

## （二）创始人对民营企业发展的影响

民营企业创始人是我国经济中较早以市场为取向的新型管理者，是在中国特定的政治、经济和社会环境下，也是从政策的推进中成长起来的，他们是经济个体中最有生机和活力的管理阶层，具有鲜明的个性特征和突出的业绩表现。作为企业的缔造者，民营企业创始人见证了企业的产生，并伴随着企业的发展，为企业带来了不同的文化和思维，对企业的各方面有着不同程度的影响。在 20 世纪 80 年代，诞生了一批资源型的民营企业，靠创始人的关系和头脑很快地成长；在 20 世纪 90 年代，诞生了勤劳型的民营企业，靠的是创始人的坚持和不怕辛苦的精神；在 21 世纪初，诞生了更多的技术型和信息型民营企业，靠的是创始人的头脑和对于市场需求的清晰认知，市场、政策与创业者共同成就了现在的民营企业。

在企业生命进程中，创始人参与了企业的产生与发展，与企业有着扯不断的联系，一直都处于企业管理和决策的核心。最早对于企业创始人的研究，更多的是从组织理论和企业家理论角度以定性研究方法对创始人的界定与创始人相关活动进行研究，一系列研究表明创始人从自身特征、行为方式到对企业的影响都有着显著特点，有别于普通的管理者，具有特殊的研究意义。当创始人参与到企业管理中时，对企业中其他决策参与者来说，创始人特殊的知识、经验和组织地位使他们成为重要的管理角色，所以，相对于公司高层管理团队的其他成员，这一角色的影响更可能导致创始人在公司组织战略、结构和行为设计中发挥特殊作用（Gimeno et al., 1997）。<sup>①</sup> 而且，Baron 等（1999）在研究中指出创始人对组织蓝图的规划一旦制定和付诸实施，就可能“锁定”在其特有的结构中，从而成为之后决策遵循的前提条件，这也进一步凸显出了创始人在企业中的重要地位。<sup>②</sup>

### （三）创始人与民营企业公司治理的完善

中国是具有显著经济增长势头的新兴经济国家，对公司治理的诉求与日俱增，所以中国公司治理有效性的问题逐渐成为理论界关注的热点。委托—代理理论认为，企业的股东和管理者拥有不同的利益，这些利益需要依靠诸如股权结构、董事会、控制权市场和经理人市场等内部和外部治理机制来协调，因而公司治理有效与否取决于所有者监督和控制管理者的能力，而且制度理论认为新兴市场经济中的公司治理受到代理理论以外诸多因素的影响。中国作为新兴经济国家，具有独特的制度环境，其深深地根植于中国政治体制和社会意识中，有着特殊的底蕴和背景，其公司治理机制中也嵌入

<sup>①</sup> Gimeno J., Folta T. B., Cooper A. C., Woo C. Y., "Survival of the Fittest: Entrepreneurial Human Capital and the Persistence of Underperforming Firms", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42, No. 4, 1997, pp. 750 - 783.

<sup>②</sup> Baron J. N., Hannan M. T., Burton M. D., "Building the Iron Cage: Determinants of Managerial Intensity in the Early Years of Organizations", *American Sociological Review*, Vol. 64, No. 4, 1999, pp. 527 - 547.



了中国的文化准则。民营企业的成长更是如此，在民营上市公司治理结构中，创立者即创始人为了企业的发展与管控，往往对企业拥有绝对的剩余索取权和剩余控制权，且他们与其他管理者相比对企业的情感差异较大，所以他们拥有更为强烈的营利欲望与最大限度的经营自主权需求。在此背景下，在民营企业的管理机构中创始人一直以核心的管理角色参与企业的运营与决策，这也必然使其选择并存在于董事会成员当中，担任董事长或董事来干预董事会这一核心机构的运行。Li 和 Srinivasan (2011) 研究的结果也表明创始人董事和更高的公司价值之间是有一个联系渠道的，董事会决议的执行与效果同时印证创始人董事对公司价值有着积极的影响作用。<sup>①</sup>

在民营上市公司中，创始人往往拥有所创立公司相当比例的所有权，经典的公司治理理论告诉我们，管理者拥有相当比例所有权是减轻委托—代理问题的有效机制 (Fama & Jensen, 1983<sup>②</sup>; Nelson, 2003<sup>③</sup>)。董事会治理是公司治理体系的重要核心，而且董事会这一重要的公司治理机构作为公司法人财产执行主体，行使着企业经营决策的相关职能和对经理人员进行客观评价和监督的职能，所以其职能的有效性是保证公司长远发展和维护广大股东利益的关键问题。Fama (1980) 将董事会形容为公司的最高级别的中心控制系统，并且认为一个企业如果拥有良好的董事会将会比拥有质量较差的董事会更能够持续创造出优良的经营业绩。<sup>④</sup> Li 和 Srinivasan (2011) 也在其研究中用样本数据证实相比没有创始人董事存在的公司，存在创始人董事的公司会有更好的董事会决议，且董事会成

<sup>①</sup> Li F., Srinivasan S., "Corporate Governance when Founders are Directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, No. 2, 2011, pp. 454 - 469.

<sup>②</sup> Fama E. F., Jensen M. C., "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, 1983, pp. 301 - 325.

<sup>③</sup> Nelson T., "The Persistence of Founder Influence: Management Ownership and Performance Effects at Initial Public Offering", *Strategic Management Journal*, Vol. 24, No. 8, 2003, pp. 707 - 724.

<sup>④</sup> Fama E. F., "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, 1980, pp. 288 - 307.