

组织冗余与我国民营企业风险 投资: 创始人控制的调节作用^{*}

郑丹辉^{1,2}, 韩晓燕¹, 李新春^{1,2}

(1. 中山大学 管理学院, 广东 广州 510275;

2. 中山大学 中国家族企业研究中心, 广东 广州 510275)

摘 要:组织冗余对风险投资活动的作用机制目前尚不明晰,有必要结合具体情境进行讨论。文章利用我国 147 家民营高科技上市公司 2008—2010 年数据,考察了组织冗余与民营企业风险投资活动之间的关系以及创始人控制对两者关系的调节作用。研究发现,组织冗余与民营上市公司风险投资活动之间呈“倒 U 形”关系,创始人及其家族控制显著促进了民营企业在风险投资活动上的冗余资源配置。文章研究结论表明,冗余资源对民营企业风险投资活动来说是一把“双刃剑”,创始人及其家族对民营企业的心理所有权发挥了重要作用,使企业战略决策更具有长期导向性。

关键词:企业风险投资;已吸收冗余;未吸收冗余;创始人控制

中图分类号:F832.48 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)05-0062-11

一、引 言

自 Cyert 和 March(1963)提出组织冗余概念以来,大量的理论和实证研究探讨了组织冗余对企业绩效的影响,得出两者之间呈(正向或负向)线形、U 形、倒 U 形关系等不同甚至矛盾的结论(George, 2005; 邹国庆和倪昌红, 2010)。然而,目前很少有学者关注组织冗余对企业战略行为的影响,而且在仅有的一些相关研究中,不同的学者持有不同的观点。例如,有学者基于资源观指出,组织冗余为企业快速响应市场机会、进行风险投资提供了资源基础;也有学者从代理理论出发,认为冗余资源会加剧代理问题,不利于企业的风险投资活动。

收稿日期:2012-12-11

基金项目:国家自然科学基金项目(71232009、71172167)

作者简介:郑丹辉(1985—),男,广东普宁人,中山大学管理学院博士研究生,中山大学中国家族企业研究中心研究人员;

韩晓燕(1986—),女,河南登封人,中山大学管理学院博士研究生;

李新春(1962—),男,安徽桐城人,中山大学管理学院、中山大学中国家族企业研究中心教授,博士生导师。

组织冗余发挥作用具有很强的情境依赖性(Singh,1986),因此,有必要结合具体的情境进行讨论。控制权结构揭示了企业资源的持有者和管理者(O'Hart,1996)及其进行投资决策时的自主性和灵活性,因而可能是一个影响组织冗余发挥作用的重要情境因素。目前,我国民营上市企业大多由创始人及其家族所控制,那么创始人控制的民营企业是将更多的组织冗余用于风险投资活动,使企业战略决策更具有长期导向性,还是将其用于个人或家族的自利性活动,削弱企业对创业机会的敏感性呢?为了回答这一问题,本文首先从理论上剖析了组织冗余与企业风险投资之间的关系以及创始人控制对两者关系的调节作用,然后利用我国 147 家民营高科技上市企业 2008—2010 年数据进行了实证分析。

本文的贡献主要体现在:(1)已有研究主要集中于讨论冗余资源与企业绩效的关系,本文则通过检验冗余资源对企业风险投资的影响来探究组织冗余影响企业绩效的内在机制,从而丰富和深化了已有研究;(2)已有研究主要基于代理理论来解释创始人及其家族控制的作用,本文则同时基于代理理论和心理所有权理论提出了一组竞争性研究假设,从而对创始人控制调节作用的分析更加全面、准确;(3)本文从创业视角分析了企业所有权结构对其风险投资活动的影响,丰富了我们对于上市公司风险投资活动的认识。

二、理论分析与研究假设

风险投资活动涉及企业识别机会并重新组合资源,包括企业内部风险投资以及多个企业共同参与的外部风险投资,是企业重要的创业活动。创业研究大多关注企业风险投资的结果,如开拓新市场、开发新产品、更新技术和获得知识等(Covin 和 Miles,2007),而且研究企业风险投资影响因素的少数文献也主要关注环境特征,而忽略了资源对风险投资活动的影响。拥有不同资源是导致不同企业的创业活动在强度、类型、形式和持续时间上存在显著差异的重要原因(Chiu 等,2012)。

对于处于经济转型期的中国企业来说,金融市场不完善导致其对资源的利用效率较低(Tan 和 Peng,2003),这使民营企业与国有企业一样可能存在组织冗余。虽然早期的研究将组织冗余视为无效率的(Cyert 和 March,1963),但从创业视角看,它却可能是资源约束条件下企业进行创业活动的关键。组织冗余能够为企业特定的创新、创业项目提供支持,如现金、人力和存货等(Sharfman 等,1988),但也可能增加企业的管理成本和代理成本,因而对企业战略活动存在复杂影响。

(一)组织冗余与企业风险投资

学者们对于组织冗余与企业创业活动之间的关系持两种不同的观点。有学者认为组织冗余对创业活动有利(如 Thompson,1967),这主要是因为:大

多数创业者都面临资源约束问题,组织冗余能够使企业将更多的精力用在协调不同职能部门的工作而不是对资源的讨价还价上;同时,组织冗余还有助于转移企业创业风险,并提高管理者的战略决策自主权(Finkelstein 和 Hambrick,1990)。也有学者认为组织冗余是代理问题产生的根源,它可能使管理者有机会追求权力、名望、金钱、工作稳定等个人目标(Antle 和 Eppen,1985)。George(2005)指出,即使对于所有者同时又是管理者的非上市企业来说,组织冗余也存在负向效应,它容易导致管理层自满和对经营状况过度乐观,从而使企业对竞争对手的行动和突发的市场变化不敏感,疏于寻找新的机会。

本文认为,组织冗余对上市企业的风险投资活动既有积极影响,也有消极效应。对处于转型经济中的中国民营上市企业来说,组织冗余对其开展风险投资活动是一把“双刃剑”。当拥有较少的组织冗余时,企业会将有限的冗余资源用于缓解环境不确定性的影响,维持其基本运营。此时,企业利用组织冗余开展风险投资活动的可能性较小。随着组织冗余的增加,企业抵御风险的能力增强,开始挖掘组织冗余的潜在市场价值。此时,企业开展风险投资活动的可能性增大。而在冗余资源积累到一定程度之后,企业管理层的自满或过度乐观情绪可能使其不愿寻找新的机会(Chiu 等,2012),此时,企业的风险投资活动减少。因此,组织冗余与上市企业风险投资活动之间可能呈“倒 U 形”关系。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设 1:组织冗余与企业风险投资之间呈“倒 U 形”曲线关系,即随着组织冗余的增加,企业风险投资先增加后逐渐减少。

(二)创始人控制的调节作用

1.委托代理理论视角。从委托代理角度看,创始人控制会抑制民营企业在风险投资活动上的冗余资源配置,这主要是因为:一方面,创始人及其家族是民营上市企业的主要委托人,他们需要承担风险投资活动的不确定性,但承担风险并不一定能够获得相应收益。在我国,由于法律缺乏对私有产权的明确保护,民营企业的成长可能会引发制度风险或损失(如企业在规范化运作、税收、政府收费等方面的成本),如 1982 年的“八大王事件”(陈凌等,2007)、2004 年强制关闭的江苏铁本等,因此,一些创业者在企业上市后不愿再开展风险投资活动。

另一方面,创始人及其家族控制不仅体现在企业治理结构中,如控制董事会的投票权等,还体现在控制企业经营上,如通过家族涉入来控制关键管理岗位、家族权威领导控制、职业经理人泛家族化等。这种控制会削弱董事会的监督功能,容易形成内部人控制(李新春等,2008),为创始人及其家族实施有利于自己但损害其他股东利益的资源转移活动(Chrisman 等,2005)提供便利。吕长江和肖成民(2006)、柳建华等(2008)研究发现,在产权制度不完善的环境下,我国确实存在通过层层股权控制侵占上市公司资源的现象,如许荣茂家族

(李春玲和王化成,2004)等。然而,民营上市企业开展风险投资活动必然导致创始人及其家族的股权和控制权被稀释(Davidsson,1989)。因此,为了最大化自身或家族利益,创始人及其家族可能会将更多的冗余资源用于各种自利性活动,而减少风险投资活动。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设 2a:创始人控制对组织冗余与企业风险投资之间的关系具有负向调节作用。

2.心理所有权理论视角。心理所有权理论指出,个体与创造物之间存在情感上的联系(Pierce 等,2001,2003)。与机构投资者和一般的职业经理人相比,创始人在艰苦的创业过程中投入了大量的时间、精力和资源等,因而对所创建的企业有一种心理上的拥有感,形成了“企业是我的”认知。因此,创始人及其家族与上市企业之间的特殊情感联系使其在享有企业财产权、控制权和知情权的同时,也会出于责任感自觉地将自己的时间、精力放在企业上。

已有研究证实了创始人在企业经营管理上的管家行为,如 Gimeno 等(1997)的研究表明,创业者对绩效较差的接受阈值较高,即使企业在成长期面临业绩下滑或生存危机,他们通常也会继续坚持经营。如果这种心理在企业上市后仍存在,那么创始人及其家族则可能并不关注企业的短期利润,而是关注其长期发展(Le Breton-Miller 和 Miller,2006),从而会开展各种创业活动。事实上,在企业上市之后,创始人仍控制着企业所有权,或者占据关键管理岗位,根据心理所有权的生成机制(Rousseau 和 Shperling,2003;Wasserman,2006),创始人会继续保持对企业较高的心理所有权。因此,从心理所有权角度看,创始人及其家族利用组织冗余来谋求个人或家族利益的可能性较小,而开展风险投资活动的可能性则较大。基于上述分析,本文提出如下假设(假设 2a 的竞争性假设):

假设 2b:创始人控制对组织冗余与企业风险投资之间的关系具有正向调节作用。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文选取了 2008—2010 年中国民营高科技上市公司作为研究对象。风险投资活动对高科技企业的生存和发展至关重要,企业在风险投资活动上的资源投入情况能够较真实地回答本文的研究问题。我们按照以下步骤对样本进行筛选:(1)参照国家科技部 2008 年颁布的《高新技术企业认定管理办法》,选取信息技术、生物医药、新能源、新材料等行业企业作为样本;(2)由于金融企业的风险投资活动与高科技企业存在较大的异质性,剔除金融行业样本企业;(3)剔除实际控制人为国家、集体、外商以及港澳台的样本企业,以及最终控制人为其他类型的样本企业;(4)剔除无实际控制人、ST 以及数据缺失的样

本企业;(5)由于组织冗余的搜集和利用需要时间(Sharfman等,1988),剔除2009年及以后上市的样本企业;(6)为了控制异常值对回归结果的影响,剔除自变量和因变量三个标准差之外的数据。本文最终获得147家民营高科技上市企业的438个观测值。

本文所用民营上市企业的实际控制人、创始人控制权比例等数据来自国泰安数据库(CSMAR),公司的注册地、上市日期以及流动资产、风险投资等数据来自WIND数据库,创始人是否担任董事会主席、总经理的数据来自WIND数据库中的上市公司年报。全国各省的市场化进程数据来自樊纲等(2011)。

(二)变量定义与模型设定

1.变量定义。根据本文的研究问题,我们主要关注以下几个变量:

(1)企业风险投资水平(CV)。本文借鉴已有研究(如Chiu等,2012),采用风险投资活动(如购买设备、收购、兼并或合资等活动)的支出与营业收入的比值以及企业每年兼并或收购的企业数量这两个指标来衡量民营上市企业的风险投资水平。因素分析结果表明,这两个指标的内在一致性系数为0.754,超过了门槛值0.7,因而能够很好地反映企业风险投资活动。

(2)组织冗余(OS)。本文借鉴Singh(1986)的分类,将组织冗余分为已吸收冗余(AS)和未吸收冗余(US)。我们采用管理费用与销售收入的比值来测量已吸收冗余。之所以没有将销售费用纳入测量指标中,主要是因为转型时期企业的销售费用中包含礼品、接待等支出,而有学者(如Tan和Peng,2003)将其归为未吸收冗余。我们借鉴Peng等(2010)的研究,将净流动资产比率((流动资产-流动负债)/总资产)和负债资产比率(资产负债率的倒数)聚合为一个因子来测量未吸入冗余。邹国庆和倪昌红(2010)等学者也使用了这些指标来测量中国上市企业的组织冗余。

(3)创始人控制(FC)。本文使用两个指标来衡量民营上市企业的创始人控制程度:①创始人(或家族)的股权(又称表决权)控制(Fownership),使用创始人(或家族)与上市企业股权关系链中最弱一层的控制权比例,或者若干股权关系链中最弱一层的控制权比例总和来度量。②创始人(或家族)的管理控制(Fmanagement),使用创始人是否担任CEO或董事会主席来度量。如果创始人或其关联人不担任CEO或董事会主席,则Fmanagement取0;如果担任这两个职位中的一个,则取1;如果同时担任这两个职位,则取2。

本文还控制了企业年龄(Fage)、每年员工人数(反映企业规模,Fsize)、所在行业(Industry)、所在地区(Mindex)等变量。其中,企业年龄和规模是影响其资源配置方式和风险投资活动的潜在因素(Chiu等,2012)。由于不同行业的环境复杂性和竞争程度不同,企业决策者可能因行业环境的不确定而对新的机会置之不理,因此,本文采用虚拟变量来控制行业对企业战略决策的影

响。此外，市场化水平不同可能导致不同地区的企业积累不同水平的冗余资源，从而在风险投资活动上的资源配置存在差异，因此，本文还控制了各省的市场化指数。

2.模型设定。为了检验假设 1，本文构建了如下回归模型：

$$CV_i = \beta_0 + \beta_1 OS_i + \beta_2 OS_i^2 + \beta_3 Fsize_i + \beta_4 Fage_i + \beta_5 Mindex_i + \sum Industry + \mu_i \tag{1}$$

为了检验假设 2a 和假设 2b，本文构建了如下回归模型，分别检验创始人的股权控制和管理控制对组织冗余与企业风险投资关系的调节作用：

$$CV_i = \beta_0 + \beta_1 OS_i + \beta_2 OS_i^2 + \beta_3 OS_i \times Fownership_i + \beta_4 OS_i^2 \times Fownership_i + \beta_5 Fsize_i + \beta_6 Fage_i + \beta_7 Mindex_i + \sum Industry + \mu_i \tag{2}$$

$$CV_i = \beta_0 + \beta_1 OS_i + \beta_2 OS_i^2 + \beta_3 OS_i \times Fmanagement_i + \beta_4 OS_i^2 \times Fmanagement_i + \beta_5 Fsize_i + \beta_6 Fage_i + \beta_7 Mindex_i + \sum Industry + \mu_i \tag{3}$$

四、实证结果与分析

(一)描述性统计和相关性分析

表 1 给出了本文主要变量的均值、标准差和相关系数。从相关系数可以看出：(1)民营高科技上市企业风险投资与已吸收冗余在 1%的水平上显著正相关($r=0.15$)，而与未吸收冗余则在 1%的水平上显著负相关($r=-0.12$)；(2)创始人股权控制与未吸收冗余在 1%的水平上显著正相关($r=0.18$)；(3)创始人管理控制与企业风险投资存在一定的正相关关系($r=0.06$)。此外，在控制变量中，企业规模、年龄和所在地区市场化水平都与企业风险投资显著负相关，相关系数分别是 -0.13 ($p<0.01$)、 -0.10 ($p<0.05$) 和 -0.16 ($p<0.01$)。

表 1 变量描述性统计与相关性分析

变量	均值	标准差	相关系数						
			1	2	3	4	5	6	7
1. CV	14.55	15.70							
2. AS	9.36	5.37	0.15**						
3. US	29.90	21.77	-0.12*	0.36**					
4. Fownership	40.71	14.31	0.03	-0.02	0.18**				
5. Fmanagement	1.19	0.57	0.06	-0.06	0.07	0.09*			
6. Fsize	7.18	0.84	-0.13**	-0.21**	-0.36**	-0.03	0.05		
7. Fage	8.12	3.57	-0.10*	-0.02	-0.21**	-0.34**	-0.03	0.12*	
8. Mindex	10.10	1.45	-0.16**	-0.07	-0.11*	-0.07	0.08	-0.02	0.08

注：**和*分别表示 1%和 5%的显著性水平。

(二)回归结果分析

本文借鉴 Kim 等(2008)的做法，采用广义最小二乘法(GLS)进行回归分析，这主要是因为：由于可能存在自相关、异方差等问题，最小二乘法(OLS)的回归系数可能有偏，无法真实反映变量之间的关系。本文首先对数据进行了

如下处理:(1)采用方差膨胀因子(VIF)检查变量间的多重共线性问题,结果显示所有的 VIF 都小于 5,因而可排除多重共线性的影响;(2)采用 Hausman 检验来确定是选择固定效应模型还是随机效应模型,结果表明随机效应模型更为合适($\chi^2=7.76, p>0.05$);(3)对行业虚拟变量进行聚类调整,以矫正行业内企业间自相关导致的估计误差。

表 2 报告了模型的回归结果。列(1)的结果显示,已吸收冗余的平方项在 0.1%的水平上显著为负($\beta=-0.028$),未吸收冗余的平方项在 5%的水平上也显著为负($\beta=-0.003$)。这表明,无论是可支配程度较低的已吸收冗余还是可支配程度较高的未吸收冗余,与企业风险投资之间都呈“倒 U 形”曲线关系,即随着组织冗余的逐渐增加,企业风险投资先增加后减少,从而假设 1 得到了验证。我们还采用双向随机效应模型检验了时间效应对回归结果的影响,结果显示时间效应不显著($F=1.45, p>0.05$)。

列(2)在列(1)的基础上加入了已吸收冗余与创始人股权控制的乘积项,结果显示该乘积项的回归系数在 0.1%的水平上为显著正($\beta=0.018$);列(3)则在列(1)的基础上加入了已吸收冗余与创始人管理控制的乘积项,结果显示该乘积项的回归系数在 10%的水平上显著也为正($\beta=0.215$)。类似地,列(4)加入了未吸收冗余与创始人股权控制的乘积项,结果显示该乘积项的回归系数不显著;列(5)则加入了未吸收冗余与创始人管理控制的乘积项,结果显示该乘积项的回归系数在 10%的水平上显著为正($\beta=0.144$)。列(2)—列(5)的回归结果表明,无论是已吸收冗余还是未吸收冗余,创始人的股权控制和管理控制都具有正向调节作用,从而假设 2b 得到了验证。

表 2 组织冗余、创始人控制与企业风险投资(GLS 回归结果)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
AS	1.388*** (0.170)	0.812*** (0.154)	1.109*** (0.171)	1.383*** (0.181)	1.410*** (0.170)
AS ²	-0.028*** (0.007)	0.009 (0.016)	-0.025*** (0.006)	-0.028*** (0.008)	-0.029*** (0.008)
US	0.025 (0.096)	0.027 (0.091)	0.035 (0.089)	0.033 (0.204)	-0.152 (0.139)
US ²	-0.003* (0.001)	-0.003* (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.003 (0.003)	-0.001 (0.002)
AS×Fownership		0.018*** (0.004)			
AS ² ×Fownership		-0.001** (0.000)			
AS×Fmanagement			0.215* (0.127)		
AS ² ×Fmanagement			0.001 (0.011)		
US×Fownership				0.000 (0.003)	
US ² ×Fownership				0.000 (0.000)	
US×Fmanagement					0.144* (0.088)
US ² ×Fmanagement					-0.001 (0.001)
Fsize	-2.781** (1.081)	-2.884** (1.118)	-2.929** (1.159)	-2.780** (1.063)	-3.108** (1.090)
Fage	-0.640* (0.292)	-0.550* (0.282)	-0.617** (0.289)	-0.649* (0.261)	-0.565* (0.254)
Mindex	-4.419* (1.852)	-4.295* (1.915)	-4.500** (1.706)	-4.411* (1.815)	-4.571** (1.589)
Wald 检验 χ^2 值	60.82***	90.56***	83.19***	61.45***	81.93***
R ²	0.142	0.180	0.160	0.141	0.157

注:括号内为行业聚类调整后的标准误,+、*、**和***分别表示 10%、5%、1%和 0.1%的显著性水平。

为了更清晰地展现创始人控制对组织冗余与企业风险投资活动之间关系的调节作用,本文采用郑日昌等(2002)提出的方法,将创始人股权控制程度从

高到低排序,并以 27%为界区分了高股权控制和低股权控制两类上市企业,然后分别考察了这两类企业组织冗余与风险投资之间的关系(见图 1)。图 1 的结果显示,与低股权控制企业相比,创始人高股权控制的企业已吸收冗余与风险投资活动之间的“倒 U 形”关系更明显,表明创始人股权控制对两者关系具有正向调节作用。

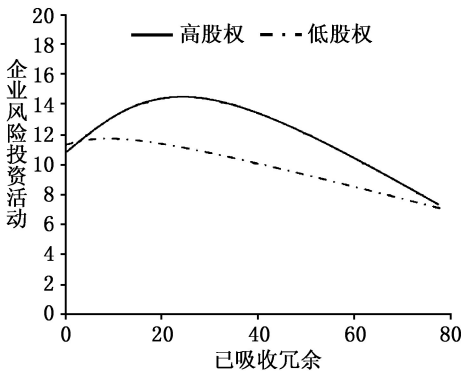


图 1 组织冗余与企业风险投资活动：股权控制的调节作用

五、结论与政策含义

本文以 2008—2010 年我国民营高科技上市企业为样本,考察了组织冗余对民营上市企业风险投资活动的影响。研究发现,组织冗余与民营上市企业风险投资活动之间并不是简单的线性关系,而是呈“倒 U 形”曲线关系。经济转型期市场环境和民营上市企业创业精神的变化是这种现象产生的重要原因。一方面,民营上市企业在内部资源短缺时对外部环境变化比较敏感,此时,组织冗余的增加可以缓解环境变化对企业的影响,从而企业的风险投资活动增加,可以探索之前不能探索的新领域;但另一方面,随着企业资源日渐富足以及年龄和规模不断增长,创业者对环境变化的敏感性降低,从而企业风险投资活动减少。

本文还发现,创始人控制对组织冗余与民营上市企业风险投资活动之间的关系具有正向调节作用。随着创始人及其家族对上市企业股权控制和管理控制的增强,已吸收冗余与企业风险投资之间的正向关系会增强,负向关系减弱,而创始人控制对未吸收冗余与企业风险投资之间关系的正向调节作用则只体现在管理控制上。这表明,随着创始人及其家族控制权比例的提高,企业在风险投资活动上配置的冗余资源会增加,从而在发现创业机会时能够组织资源开展战略投资,延续创业精神;同时,管理控制权能够确保企业将未吸收冗余用于开发新机会,而已吸收冗余的再利用对创始人控制能力的依赖性更强。这一结果与已吸收冗余和未吸收冗余的特征密切相关。已吸收冗余通常

只能用于特定的情境下,其再利用需要强有力的控制权保障,而未吸收冗余是未明确具体用途的资源,其再分配阻力较小。可见,创始人及其家族对企业的心理所有权在企业上市后仍存在,从而企业战略决策更具有长期导向性。这在某种程度上说明中国民营上市企业的创始人控制并不是为了实施机会主义行为,侵占中小股东或非家族股东的利益,而是为了在发现新的机会时能够组织资源开展战略投资。

本文的政策含义是:(1)民营上市企业应当寻求组织冗余的最优水平,合理调整组织冗余的内在结构,最大程度地发挥其积极作用。制度转型期民营企业不仅要持有一定数量的冗余资源以缓解环境变化的不利影响、转移风险,还必须不断提高效率。为了效率而减少冗余的做法不利于民营企业的生存和发展,只有保持适度水平的组织冗余才能最大程度地发挥其积极作用。(2)民营上市企业可以利用股权控制或管理控制来整合冗余资源进行战略投资,延续创业精神。转型期的制度不完善使中国民营上市企业频现大股东与管理层合谋侵占企业资源的现象,而本文研究结果表明,创始人控制是民营高科技上市企业实现创业意图和战略目标的基础。因此,要关注控制权在制度转型期对产权的保护作用,并发挥其对企业创业活动的促进作用。(3)重视心理所有权对企业的积极作用。本文研究结果表明,创始人及其家族对企业的心理所有权在企业上市后仍存在,从而企业战略决策更具有长期导向性。基于此,在企业代际传承时,除了培养继承人识别市场中新机会的能力、对投资和经营风险的心理承受能力等之外,创始人还需培养其对企业的心理所有权。心理所有权有助于促使继承人延续企业创始人的创业精神,为企业创造更多财富。

* 本文还得到中山大学“985工程”三期项目“中国家族企业研究创新基地”和广东省高等学校珠江学者岗位计划的资助。

参考文献:

- [1]陈凌等.制度与能力:中国民营企业20年成长的解析[M].上海:上海人民出版社,2007.
- [2]樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数[M].北京:经济科学出版社,2011.
- [3]李春玲,王化成.家族性控股股东资本运营策略研究——对许荣茂家族套取上市公司收益的案例分析[J].财经问题研究,2004,(4):86—92.
- [4]李新春,杨学儒,姜岳新,等.内部人所有权与企业价值——对中国民营上市公司的研究[J].经济研究,2008,(11):27—39.
- [5]柳建华,魏明海,郑国坚.大股东控制下的关联投资:“效率促进”抑或“资源转移”[J].管理世界,2008,(3):133—141.
- [6]吕长江,肖成民.民营上市公司所有权安排与掏空行为——基于阳光集团的案例研究[J].管理世界,2006,(10):128—138.
- [7]郑日昌,蔡永红,周益群.心理测量学[M].北京:人民教育出版社,2002.
- [8]邹国庆,倪昌红.经济转型中的组织冗余与企业绩效:制度环境的调节作用[J].中国工

业经济,2010,(11):120—129.

- [9]Antle R, Eppen G D. Capital rationing and organizational slack in capital budgeting[J]. *Management Science*, 1985, 31(2): 163—174.
- [10]Chiu Y, Liaw Y, Tseng W. Firm resources and corporate venturing investment[J]. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 2012, 29(1): 40—19.
- [11]Chrisman J J, Chua J H, Sharma P. Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2005, 29(5): 555—576.
- [12]Covin J G, Miles M P. Strategic use of corporate venturing[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2007, 31(2): 183—207.
- [13]Cyert R M, March J G. A behavioral theory of the firm[M]. New Jersey: Prentice Hall/Pearson Education, 1963.
- [14]Davidsson P. Entrepreneurship — and after? A study of growth willingness in small firms[J]. *Journal of Business Venturing*, 1989, 4(3): 211—226.
- [15]Finkelstein S, Hambrick D C. Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1990, 35(3): 484—503.
- [16]George G. Slack resources and the performance of privately held firms[J]. *Academy of Management Journal*, 2005, 48(4): 661—676.
- [17]Gimeno J, Folta T B, Cooper A C, et al. Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1997, 42(4): 750—783.
- [18]Kim H, Kim H, Lee P M. Ownership structure and the relationship between financial slack and R&D investments: Evidence from Korean firms[J]. *Organization Science*, 2008, 19(3): 404—418.
- [19]Le Breton-Miller I, Miller D. Why do some family businesses out-compete? Governance, long-term orientations, and sustainable capability[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2006, 30(6): 731—746.
- [20]O'Hart, Moore J. The governance of exchanges: Members' cooperatives versus outside ownership[J]. *Oxford Review of Economic Policy*, 1996, 12(4): 53—69.
- [21]Peng M W, Li Y, Xie E, et al. CEO duality, organizational slack, and firm performance in China[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2010, 27(4): 611—624.
- [22]Pierce J L, Kostova T, Dirks K T. The state of psychological ownership: Integrating and extending a century of research[J]. *Review of General Psychology*, 2003, 7(1): 84—107.
- [23]Pierce J L, Kostova T, Dirks K T. Toward a theory of psychological ownership in organizations[J]. *Academy of Management Review*, 2001, 26(2): 298—310.
- [24]Rousseau D M, Shperling Z. Pieces of the action: Ownership and the changing employment relationship[J]. *Academy of Management Review*, 2003, 28(4): 553—570.

- [25]Sharfman M P, Wolf G, Chase R B, et al. Antecedents of organizational slack[J]. Academy of Management Review, 1988, 13(4): 601—614.
- [26]Singh J V. Performance, slack, and risk taking in organizational decision making[J]. Academy of Management Journal, 1986, 29(3): 562—585.
- [27]Tan J, Peng M W. Organizational slack and firm performance during economic transitions: Two studies from an emerging economy[J]. Strategic Management Journal, 2003, 24(13): 1249—1263.
- [28]Thompson J. Organizations in action[M]. New York: McGraw-Hill, 1967.
- [29]Wasserman N. Stewards, agents, and the founder discount: Executive compensation in new ventures[J]. Academy of Management Journal, 2006, 49(5): 960—976.

Organizational Slack and Venture Capital Investments in Private Listed Companies in China: The Moderating Role of Founder Control

ZHENG Dan-hui^{1,2}, HAN Xiao-yan¹, LI Xin-chun^{1,2}

(1. Business School, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;

2. Research Center for Chinese Family Firm, Sun Yat-sen
University, Guangzhou 510275, China)

Abstract: The effect of organizational slack on venturing activities is not clear currently, so it is necessary to discuss it under specific situations. Based on the data of 147 private high-tech listed companies from 2008 to 2010, this paper studies the relationship between organizational slack and venture capital investments in private listed companies and the moderating role of founder control in this relationship. It indicates that there is an inverted U-shaped relationship between organizational slack and venture capital investments in private listed companies and the control of the founder and his family significantly promotes the allocation of slack resources in venture capital investments in private firms. The conclusions above-mentioned indicate that slack resources seem to be a double-edged sword as for venture capital investments in private firms, and the founder and his family play an important role in psychological ownership of private firms and make corporate strategy decision-making more long-term-oriented.

Key words: corporate venturing; absorbed slack; unabsorbed slack; founder control
(责任编辑 康健)