危机冲击、损失规避与家族大股东支持效应

张远飞，贺小刚，连燕玲
（上海财经大学 国际工商管理学院，上海 200433）

摘　要：文章基于前景理论的“损失规避”假说和“社会情感财富”假说，分析了危机冲击下的家族大股东行为选择动机及其对企业价值的影响。研究结果表明：当危机冲击到来时，家族大股东将家族社会情感财富的维持作为家族企业最主要的决策参照点，此时“损失规避”的家族大股东并未采取“掏空”的行为决策动机，而是发挥比国有大股东更强的支持效应。随着家族大股东持股水平的提升，危机冲击下家族大股东对基于所有权控制积累的“社会情感财富”的损失感知程度越强，在危机期间的家族大股东支持效应越明显；同时，对于处于低成长环境行业背景下的企业，家族大股东对所控制企业的“禀赋效应”更强，更能发挥支持效应，从而帮助企业渡过难关。

关键词：危机冲击；损失规避；社会情感财富；支持效应
中图分类号：F832.5；F272　**文献标识码：**A　**文章编号：**1001-9952(2013)07-0122-12

一、引　言

如何认识大股东行为选择及其对公司价值的影响，学者们主要基于所有者—管理者和大股东—小股东两大代理问题对大股东行为选择和作用进行了分析，得出两种不同的观点：一种认为大股东对管理者产生有效的“监督效应”（Shleifer 和 Vishny，1986）；另一种认为大股东表现出对企业资源的“掏空”，即在缺乏外部监督的情况下，大股东倾向于通过各种途径掏空公司资源以获取控制权私人收益，这进一步突显了大股东和小股东之间的委托代理问题（La Porta 等，1999；Claessens 等，2000）。

收稿日期：2012-12-28
基金项目：国家自然科学基金项目（70872065、71172140）；教育部新世纪优秀人才支持计划项目（NCET-08-0804）；上海市曙光计划项目（07SG41）；上海财经大学研究生科研创新基金资助项目（CXJJ-2011-323、CXJJ-2011-371）
作者简介：张远飞（1988—），男，江西遂川人，上海财经大学国际工商管理学院博士生；
贺小刚（1971—），男，江西永新人，上海财经大学国际工商管理学院教授，博士生导师；
连燕玲（1982—），女，山东临朐人，上海财经大学国际工商管理学院博士生。

上述有关大股东的积极监督或支持行为效应、抑或掏空行为的研究,并未充分关注大股东行为决策产生的情境,而只是在假定上市公司大股东继续持有控制权的一般情境下进行探讨;同时前期研究也主要假定大股东的行为决策基于物质财富最大化。但不同的决策情境对决策者决策方案的选择会产生很大影响,决策者进行决策时往往受到所处情境的问题描述以及损失规避的影响(Kahneman 和 Tversky,1979);同时家族大股东除了追求控制权收益的经济目标外,也追求社会情感财富等非经济目标,家族社会情感财富的维持成为家族企业最主要的决策参照点,对家族企业的行为决策产生巨大影响(Gomez-Mejia 等,2007)。本文拟从行为决策者"损失规避"的角度探讨以下问题:在外部严重的危机冲击下,大股东如何描述自身所处的情境?受损失规避的影响,家族大股东具有怎样的行为动机,这种行为动机的选择体现怎样的行为效应,并如何影响企业的绩效;同时,危机背景下的家族大股东行为选择效应受到何种因素的激发或制约?这些交互作用的因素对公司绩效产生何种影响?

二、理论分析与研究假设

(一)损失规避与危机冲击下的家族大股东支持效应

前景理论假定决策者是损失规避的,认为决策者更关注的是损失规避而不是收益获得,当以往投入的成本没有获得相应的收益时,决策者会因规避损失而进行冒险性活动,如继续投资等。本文认为,当面临严重的外部冲击时,大股东会继续持有公司控制权,以获取收益作为参照点,将外部危机冲击下的决策情境描述为"损失"情境。这是因为,当发生严重的外部危机冲击时,外部经济危机增加了企业破产清算的概率和控制权丧失的可能性(Bai 等,2004),以至于截断了大股东获取未来控制权、共享收益或私人收益的途径(Lee 和 Yeh,2004)。大股东为了规避确定的损失而倾向于采取冒险行为,对企业继续进行投资,帮助企业渡过难关,并期望未来长久地从企业获取收益,从而在企业面临困境时表现出支持行为效应。而家族大股东对拥有企业的情感依恋程度更强,危机冲击造成的企业损失给家族大股东带来的负面效用要远大于国有股东,危机下家族大股东相对于国企大股东的支持行为效应更强。这是因为:一方面,家族企业是家族与企业的结合体(Chua 等,1999),尤其是对控制性大股东同时又是创业家族的企业而言,企业是创业家族的情感寄托和工作投入双重系统的结合体,家族"同甘苦共患难"即是这种情感意识的体现,社会情感财富的维持成为其决策最主要的参照点(Gomez-Mejia 等,2007)。而保持企业控制权以及对所有权的控制,维持家族王朝的不断延续是家族企业社会情感财富最重要的体现。外部危机冲击使家族企业面临破产的威胁,家族企业大股东为了避免家族情感财富的损失而会采取冒险行为(Gómez-Mejia 等,2007),更会通过自身的努力帮助企业渡过难关,体现出更强的支持效

应。另一方面,国有企业的成立和创建并不涉及终极股东情感寄托与纽带的问题,控股股东并不参与国有企业的具体投资决策活动,企业经营都由委派的代理人完成;同时,国有企业主要代理人是由政府任命的,其晋升、调动由行政组织决定,而在企业中能够停留多长时间、何时被调离是不确定的,因此难以对企业发展有一个长远的战略规划。这也使国有企业的代理人更重视职位获得前的博弈行为,而忽略就职后企业的声誉和长远发展,因此也难以体现出家族企业中家族代理人"保企保家"和"同甘苦共患难"的情感意识。虽然国有企业也追求一些非经济目标,但这种非经济目标体现在国家宏观调控手段和维护社会稳定的基础上,如促进就业、安定民心、维持社会和谐稳定以及实现其他方面的国家和社会利益。基于此,本文提出以下假设:

假设 1:相对于国有控股股东,为了规避家族社会情感财富损失,家族控股股东在受到外部冲击时大股东的支持效应更强,企业绩效的提升程度更高。

(二)发挥家族大股东支持效应的调节机制

本文认为,家族大股东支持效应及其作用程度并非完全同质,家族大股东会因情境条件的不同而表现出不同程度的支持效应,进而危机期间企业绩效的改善程度也有所不同。本文认为危机背景下影响家族大股东支持效应发挥的情境因素主要来自两方面:一是家族大股东对将要失去控制权企业的损失感知程度,即家族大股东持股水平;二是家族大股东对所拥有控制权企业的"禀赋效应"强度,即外部行业环境对其投资与战略自由度的影响。

1. 家族大股东持股水平的调节作用。本文认为危机冲击下家族大股东支持效应受到家族大股东持股比例的影响,家族大股东持股比例越大,危机冲击下家族大股东所表现出的支持效应越强。这是因为:首先,所有权高度集中的大股东结构使家族大股东面临巨大的私人成本和风险,而家族大股东持股水平越高,就越难以奉行分散股东而采取的华尔街行走策略,从而在业绩不佳时家族大股东难以全身而退(Gillan 和 Starks,2000)。为使自身投资损失最小化,家族大股东受到危机冲击时只能产生积极的能动主义行为,同时家族大股东持有股份越大,就越能充分享受在危机冲击后公司经营改善带来的收益,从而激励了家族大股东成为支撑企业应对危机的中坚力量。其次,家族大股东持股水平越高,其影响管理者行为的权力基础就越强,如可以通过其投票权直接对管理层实施重大影响。介入公司治理所产生的溢出效应可以有效提升家族大股东能动主义的规模经济(Pinto,2005)。而家族大股东股权集中度的下降则会削弱其对管理层的影响力,降低其勤勉尽职程度及相应的正向激励效果,最终不利于企业绩效的改善(La Porta 等,2000)。最后,社会情感财富刻画了家族大股东依靠对企业控制权和所有权而积累起来的"情感性禀赋",主要体现为家族权威和声望的建立、家族对外界影响力的获取、企业内一个强大家族氏族地位和身份的维持、可信任的家族成员在企业内权威地位的获取

以及家族王朝的不断延续等(Gómez-Mejia 等,2007)。家族所有权控制是家族社会情感财富维持的基础,在危机冲击下,家族大股东持股水平越高,企业破产和控制权丧失的威胁不仅使前期投资的潜在损失变大,也使家族成员对基于所有权控制积累的社会情感财富损失感知程度增强,此时保护家族企业的投资、维持所控制企业的家族身份以及维护家族的经营声誉变得更为重要,家族大股东更会采取冒险行为决策,积极地介入企业运营,以解决企业出现的问题。基于此,本文提出以下假设:

假设 2:在外部危机冲击下,损失规避的家族大股东持股水平越高,越能有效发挥大股东支持效应,企业绩效提升程度也越高。

2. 行业资源支持性的调节作用。受损失规避的影响,决策者在选择决策方案时会出现"禀赋效应"(Tversky 和 Kahneman,1991)。"损失规避"产生的"禀赋效应"使家族大股东拥有的上市公司控制权产生的效用比其未拥有之前大大增加,而经济危机冲击引发的经济整体性萧条使大股东难以获得快速有效的退出渠道,此时家族大股东的决策对"避害"的考虑远大于对"趋利"的考虑。而企业所处行业中资源的丰腴性会对家族大股东损失规避所出现的"禀赋效应"产生重要影响,这是因为:一方面,企业所处行业中资源的丰腴性直接影响企业的生存和发展,资源丰腴度高的行业环境能够为企业提供关键性要素资源(Tushman 和 Anderson,1986),运用这些资源能够有效提升企业生存能力、拓展发展空间。如行业市场持续增长的需求能够为企业在经营过程中带来冗余资源(Cyert 和 March,1963),这些冗余资源又为企业在外部资源匮乏时提供缓冲作用(Bourgeois,1981),从而降低现有行业中的经营风险。尤其是面对经济危机带来的整个宏观环境萧条,资源丰腴度高的企业能够获得更多的资源支持和投资发展机会,可以采取转移替代战略,组织发展的目标也更具多样性(Tushman 和 Anderson,1986),企业战略自由度更大(Hambrick 和 Finkelstein,1987)。这种外部资源支持能够降低大股东经营企业的运行风险,同时可能获取的投资机会拓展了家族大股东的自身生存空间,这会降低家族大股东的损失感知程度,支持效应会有一定程度的降低。另一方面,在行业市场环境较差的情况下,行业中能支撑企业生存和发展的市场资源相对稀缺,获取这类资源的竞争会加剧(Hambrick,1983),资源稀缺导致企业在面对危机时难以支持获取更多的投资机会。尤其在经济整体性萧条的情况下,企业面对资源短缺会引起自身对合理竞争的规避,甚至可能通过不正当合作和合谋的方式来达到规避竞争的目的(Pfeffer 和 Salancik,1978),这更加剧了企业经营的不确定性,从而增强了决策者的损失规避程度,此时家族大股东的"禀赋效应"会更强,其决策对"避害"的考虑远大于对"趋利"的考虑。在外部环境难以提供支撑企业生存发展所需资源的情况下,大股东为了规避前期的投资损失,会利用自身资源支撑企业渡过难关而非危机来临时采取消极行

为。基于此,本文提出以下假设:

假设3:在外部危机冲击下,较少行业资源支持下的家族上市公司大股东在面临外部危机冲击时的损失规避程度越强,越会激发大股东支持效应,企业绩效的提升程度也越高。

三、研究设计

(一)研究样本与数据来源

本次金融危机对我国实体经济产生实质影响是从2008年开始的,2008年我国上市公司业绩出现明显"拐点"(马永强和孟子平,2009),并且随着危机的深化,对我国经济的影响更大。本文以2006—2009年在沪深交易所上市的所有A股上市公司为基础样本,同时确定2008年和2009年为危机期间,其他年份为正常经营期间。数据来源于CCER和CSMAR数据库,缺失部分通过上市公司年报、新浪网和金融界等渠道来补充,并将其与上市公司三大财务报表中的相关数据进行检查印证,以确保企业经营绩效数据的准确性。我们还采取了以下筛选步骤:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除企业性质无法判定的公司;(3)剔除由外资控股、集体控股、社会团体控股和职工持股会控股的公司,最终获得5 719个样本观测值。其中,家族企业占33.28%,国有企业占62.72%。根据证监会行业分类标准(一级代码),样本主要集中于制造业,占总样本的60.09%。依据世界银行(2006)的地区划分标准,样本主要分布于我国的东南地区,占总样本的43.54%,其次为环渤海地区,占18.24%。

(二)主要变量定义

1. 主要变量:(1)企业业绩(PERFORMANCE),分别以ROA和ROE作为企业治理效率指标。(2)企业性质(NATURE),以虚拟变量表示,家族企业设定为1,否则为0。(3)第一大股东持股比例(SHARE),采用现金流权来衡量(La Porta等,1999),以样本企业中第一大股东持股量占总股本的比例表示。(4)行业资源支持性(INDU_GR),以行业成长性表示,定义为本行业前三年的平均销售增长率。

2. 控制变量:(1)企业寿命(LIFE);(2)企业规模(SIZE),定义为期末资产总值的自然对数;(3)董事长兼任CEO(DIRCEO),符合此条件为1,否则为0;(4)独立董事比例(INDEPEN),定义为独立董事人数与董事会人数之比;(5)高管团队人数(TMT),定义为高层管理者的人数总和;(6)股权结构变更(STRUCTURE),股权结构发生变更为1,否则为0;(7)企业成长性(GROWTH),定义为企业前一年销售增长率;(8)企业盈利性(PROFIT),定义为企业前一年平均资产收益率;(9)企业流动性(LIQUIDITY),由经营活动中的现金流占总资产的比例和流动资产占总资产的比例两个指标来衡量,将上述两个指标标准化后相加得到;(10)资产负债率(DEBT),定义为总负债与

总资产的比例;(11)市场风险(BETA),以每年上市公司公布的年末 Beta 值来衡量;(12)行业竞争性(INDU_COM),通过同行业内每个企业主营业务收入占行业总主营业务收入比例的平方和即赫芬达指数来衡量。此外,本文还控制了年度和地区差异对企业绩效的影响。

(三)检验模型

为了检验假设 1、假设 2 和假设 3,本文分别构建如下回归模型:

$$ROA(ROE)_{it}=\alpha+\beta_1 NATURE+\beta_2 CONTROL+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROA(ROE)_{it}=\alpha+\beta_1 NATURE+\beta_2 SHARE+\beta_3 SHARE\times NATURE+\beta_4 CONTROL+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROA(ROE)_{it}=\alpha+\beta_1 NATURE+\beta_2 INDUGR+\beta_3 INDUGR\times NATURE+\beta_4 CONTROL+\varepsilon_{it} \quad (3)$$

四、检验结果与讨论

在正式检验之前,本文对数据做如下处理:对主要连续变量在 1%水平上进行缩尾处理;进行方差膨胀因子(VIF)诊断,结果显示 VIF 约为 3.100,可排除多重共线性问题。在对面板数据模型进行估计时,就标准误差进行了企业层面的群聚调整。此外,考虑到可能存在的异方差、时序相关和横截面相关等问题,采用 Driscoll-Kraay 标准差进行稳健性估计(Driscoll 和 Kraay,1998)。

(一)危机期间与正常经营期间的大股东支持效应检验

表 1 分析了在正常经营期间与危机冲击下大股东性质与企业业绩之间的关系。各模型都具有显著的解释力。表 1 中模型 1 与模型 2 检验的是危机冲击前大股东性质与企业业绩(ROA)之间的关系,结果表明在危机冲击前大股东性质(NATURE)与企业业绩(ROA)之间是不显著的正相关关系(beta=0.005);模型 5 和模型 6 进一步检验了危机冲击前大股东性质(NATURE)与企业业绩(ROE)之间的关系,结果也表明大股东性质与企业业绩是不显著的正相关关系(beta=0.012),这表明在危机冲击前国有企业大股东与家族企业大股东的控制对企业业绩的影响并无显著差异;模型 3 和模型 4 检验了危机冲击期间大股东性质与企业业绩之间的关系,结果表明在危机冲击下大股东性质(NATURE)与企业业绩(ROA)是显著的正相关关系(beta=0.009,$p<0.01$);模型 7 与模型 8 进一步检验了危机冲击下大股东性质与企业业绩(ROE)之间的关系,结果同样表明在危机冲击下大股东性质与企业业绩是显著的正相关关系(beta=0.014,$p<0.01$),这表明了在危机冲击下,家族大股东比国有大股东表现出更加积极的支持效应,提升了企业的业绩水平。由此,本文的假设 1 得到了验证。

表 1　危机前与危机期间家族大股东支持效应检验

	ROA				ROE			
	危机前		危机期间		危机前		危机期间	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
LIFE	−0.007***	−0.007***	−0.010***	−0.009***	−0.004***	−0.002	−0.001***	−0.009***
	(0.000)	(0.000)	(0.005)	(0.005)	(0.001)	(0.001)	(0.005)	(0.005)
SIZE	0.011***	0.012***	0.008***	0.010***	0.028***	0.030***	0.022***	0.024***
	(0.001	(0.004)	(0.004)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
DEBT	0.005***	0.005***	0.010	0.010	0.005***	0.005***	0.006***	0.011***
	(0.006)	(0.006)	(0.001)	(0.001)	(0.006)	(0.006)	(0.001)	(0.001)
BETA	−0.017***	−0.016***	−0.015***	−0.015***	−0.047***	−0.045***	−0.054***	−0.054***
	(0.001)	(0.001)	(0.003)	(0.003)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
INDU_COM	0.010***	0.008***	0.056***	0.052***	0.006***	0.002***	0.105***	0.098***
	(0.001)	(0.001)	(0.008)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.010)	(0.011)
DIRCEO	−0.002*	−0.001***	0.005***	0.003***	0.001	0.001	0.005***	0.003**
	(0.001)	(0.000)	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.002)	(0.001)	(0.001)
INDEPEN	0.009*	0.005	−0.015***	−0.022***	0.036***	0.026***	−0.016***	−0.027***
	(0.004)	(0.003)	(0.003)	(0.002)	(0.006)	(0.007)	(0.002)	(0.002)
TMT	0.007***	−0.003	0.011***	−0.004***	0.032***	0.006	0.043***	0.019***
	(0.001)	(0.003)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.004)	(0.001)	(0.001)
STRUCTURE	0.008***	0.007***	0.003***	0.003***	0.010***	0.009***	0.006***	0.006***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
GROWTH	0.001***	0.001***	0.002***	0.002***	0.001***	0.001***	0.004***	0.004***
	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.001)
PROFIT	0.017***	0.017***	0.041***	0.040***	0.007	0.007	0.068***	0.067***
	(0.003)	(0.004)	(0.011)	(0.010)	(0.006)	(0.006)	(0.015)	(0.015)
LIQUIDITY	0.009***	0.009***	0.008***	0.008***	0.015***	0.015***	0.014***	0.013***
	(0.001)	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.00)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
SHARE	0.017***	0.025***	0.017***	0.022***	0.020***	0.030***	0.024***	0.034***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.002)
INDU_GR	0.004***	0.004***	0.001	0.001	0.004***	0.005***	0.004***	0.003***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
NATURE		0.005		0.009***		0.012		0.014***
		(0.010)		(0.001)		(0.031)		(0.001)
Constant	−0.101***	−0.112***	−0.056***	−0.076***	−0.248***	−0.275***	−0.158***	−0.188***
	(0.003)	(0.007)	(0.001)	(0.001)	(0.009)	(0.016)	(0.010)	(0.008)
Adj. R^2	0.201	0.204	0.191	0.200	0.198	0.204	0.212	0.220
F	11.36***	11.34***	80.51***	80.16***	30.99***	29.41***	157.45***	156.15***

注：***、** 和 * 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平；模型对年份和地区进行了控制；危机前 N＝2 556，危机期间 N＝3 163。下同。

（二）大股东持股比例的调节作用

表 2 中模型 1 检验了大股东持股比例的调节作用，结果表明大股东性质（NATURE）与大股东持股比例（SHARE）的乘积项（NATURE×SHARE）与企业业绩（ROA）是显著的正相关关系（beta＝0.002，p＜0.01），这一结果在模型 3 中依旧稳健；模型 4 以 ROE 作为企业业绩指标，结果表明大股东性质与大股东持股比例的乘积项（NATURE×SHARE）与企业业绩（ROE）也是显著的正相关关系（beta＝0.008，p＜0.01），这一结果在模型 6 中依旧稳健。上述检验结果表明，危机中家族大股东持股水平越高，高度集中的大股东结构使大股东面临的私人成本和风险越大，家族企业主越关心自己的投资，并往往会更加积极地介入企业运营。同时，对于家族名誉的重视促使家族大股东体现更强的支持效应，在危机冲击下更加积极地介入企业运营、解决企业出现的问题，而不是消极地逃避这些问题。家族企业大股东在危机中更会帮助企业

改善经营业绩。由此,本文假设 2 得到了验证。

(三)行业资源支持性的调节作用

表 2 也检验了企业所在行业中资源支持性的调节作用。模型 2 的检验结果表明,大股东性质与行业资源支持性的交互项(NATURE×INDU_GR)与企业业绩(ROA)是显著的负相关关系(beta=−0.003,p<0.01),这一结果在模型 3 中依旧非常稳健;模型 5 以企业净资产收益率(ROE)作为企业业绩指标,结果表明大股东性质与行业资源支持性的交互项(NATURE×INDU_GR)与企业业绩(ROE)也是显著的负相关关系(beta=−0.006,p<0.01),而且在模型 6 中也是负相关关系。这一结果表明,企业所处行业中的资源支持能够降低家族大股东经营企业的运行风险,同时更高水平的行业资源支持有助于企业获取更多的投资机会,从而拓展了家族大股东的生存空间,同时企业的

表 2 危机冲击下大股东持股比例与行业资源支持性的调节作用

	ROA			ROE		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
LIFE	−0.009***	−0.009***	−0.009***	−0.009***	−0.009***	−0.009***
	(0.005)	(0.004)	(0.003)	(0.005)	(0.005)	(0.004)
SIZE	0.010***	0.0104***	0.010***	0.025***	0.024***	0.025***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
DEBT	0.010***	0.015***	0.012***	0.010***	0.010***	0.011***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.0015)
BETA	−0.015***	−0.015***	−0.015***	−0.055***	−0.054***	−0.055***
	(0.007)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.002)	(0.003)
INDU_COM	0.051***	0.052***	0.051***	0.094***	0.098***	0.094***
	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.010)	(0.018)	(0.010)
DIRCEO	0.003***	0.003***	0.003***	0.003**	0.003**	0.003**
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
INDEPEN	−0.022***	−0.022***	−0.022***	−0.027***	−0.027***	−0.027***
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.001)	(0.002)	(0.001)
TMT	−0.006***	−0.004***	−0.006***	0.013***	0.019***	0.013***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
STRUCTURE	0.003***	0.003***	0.003***	0.006***	0.006***	0.006***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
GROWTH	0.023***	0.023***	0.023***	0.045***	0.045***	0.044***
	(0.006)	(0.006)	(0.006)	(0.007)	(0.007)	(0.007)
PROFIT	0.040***	0.040***	0.040***	0.067***	0.067***	0.067***
	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.014)	(0.015)	(0.014)
LIQUIDITY	0.008*	0.008*	0.008*	0.013**	0.013***	0.013***
	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.006)	(0.006)	(0.006)
SHAREHOLD	0.017***	0.022***	0.017***	0.017**	0.034***	0.017**
	(0.003)	(0.001)	(0.003)	(0.007)	(0.001)	(0.007)
INDU_GR	−0.001	−0.001	−0.001	0.020***	0.002***	0.003***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.008)	(0.001)	(0.001)
NATURE	0.010***	0.009***	0.010**	0.016***	0.014***	0.016***
	(0.005)	(0.001)	(0.006)	(0.005)	(0.001)	(0.002)
NATURE×SHARE	0.002***		0.002***	0.008***		0.008***
	(0.001)		(0.001)	(0.002)		(0.002)
NATURE×INDU_GR		−0.003***	−0.010**		−0.006***	−0.002
		(0.001)	(0.005)		(0.003)	(0.006)
Constant	−0.074***	−0.076***	−0.074***	−0.182***	−0.188***	−0.182***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.006)	(0.008)	(0.006)
Adj. R^2	0.201	0.200	0.231	0.223	0.220	0.223
F	149.22***	204.92***	246.93***	120.60***	139.75***	200.83***

战略自由度更大,降低了大股东的损失感知程度和“禀赋效应”,可见家族大股

东的支持效应减弱。由此,本文假设 3 得到了验证。

(四)危机期间大股东支持效应的分样本对比分析

本节依据调节变量对总样本进行分类,并通过对分样本进行 T 检验来进一步分析家族大股东在不同情境下支持效应的差异性,表 3 列示了各分样本的检验结果。PANNEL A 以企业的资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE)作为被解释变量对分样本进行了对比检验,结果显示:在列(1)和列(2)的大股东身份对比模型中,家族大股东和国企大股东的持股比例与企业业绩均呈现显著正相关关系($p<0.01$),但在对家族大股东样本的回归系数(0.042)和国有大股东样本的回归系数(0.028)进行 T 检验(Cohen 和 Cohen,2003)之后发现,家族和国有大股东样本的差异显著($T=1.721$,$p<0.1$),进一步验证了危机期间家族大股东对企业绩效提升的作用更强。在列(3)和列(4)中以 ROE 作为被解释变量进行检验,结果无显著差异。在 PANNEL B 中依据行业资源支持性均值划分为高成长行业环境和低成长行业环境,结果表明大股东性质与企业业绩均呈现显著正相关关系($p<0.05$),但在对处于低成长行业环境的企业样本回归系数(0.056)和高成长行业环境的企业样本回归系数(0.034)进行 T 检验之后发现,两类样本的差异显著($T=2.387$,$p<0.01$),进一步验证了较差行业环境下家族大股东对企业绩效的提升作用更强。进一步以企业的净资产收益率(ROE)作为被解释变量进行检验,结果无显著差异。

表 3　危机期间大股东支持效应的分样本对比分析

PANNEL A	大股东性质					
	ROA			ROE		
	(1)家族	(2)国企	T-test	(3)家族	(4)国企	T-test
SHAREHOLD	0.042***	0.028***	1.721*	0.133***	0.030**	2.897***
	(0.002)	(0.000)		(0.007)	(0.013)	
CONTROL	控制	控制		控制	控制	
Constant	−0.262***	−0.274***		−0.597***	−0.718***	
	(0.004)	(0.007)		(0.003)	(0.072)	
N	1244	1919		1244	1919	
F	36.432***	30.034***		13.286***	51.519***	
Adj. R^2	0.1924	0.3109		0.1045	0.1132	
PANNEL B	行业环境					
	ROA			ROE		
	(1)低成长	(2)高成长	T-test	(3)低成长	(4)高成长	T-test
NATURE	0.056***	0.034**	2.387***	0.034***	0.012***	2.042**
	(0.012)	(0.015)		(0.001)	(0.0021)	
CONTROL	控制	控制		控制	控制	
Constant	−0.810***	−0.742***		−0.543***	−0.507***	
	(0.021)	(0.021)		(0.025)	(0.024)	
N	1 718	1 445		1 718	1 445	
F	19.177***	28.533***		19.751***	24.735***	
Adj. R^2	0.138	0.104		0.254	0.175	

注:模型中控制变量 CONTROL 估计结果未列示。

五、稳健性检验

本文从以下几个方面进行了稳健性检验:(1)设定“是否存在控制性大股东”这个变量(当第一大股东持股比例超过20%时,认为存在控制性大股东,设定为1,否则设定为0),分析控制性大股东在企业正常经营和危机冲击下的调节效应,结果依旧支持本文的假设。(2)更换危机冲击背景的检验指标,本文引入两个指标来描述外部经济条件:宏观经济景气指数和企业景气指数,它们分别反映了宏观经济景气状况和企业所处行业景气状况,检验结果无显著差异。(3)不同的时间年限。考虑到样本时间期限选择可能产生误差(贺小刚和连燕玲,2009),本文在对危机前进行回归时还采用2004—2007年、2005—2007年不同的年份数据组合进行检验,结果无显著差异。(4)不同的样本数据。上文的样本数据为非平衡面板数据,包括2006—2009年至少1年、至多4年的观测值,这样的样本选择过程可能有偏误。为了检验本文的结论是否受样本选择的影响,我们以2006年样本为基准,保留后续4年内均存在的样本观测值,利用平衡面板数据进行检验,结果同样无显著差异。

六、结论与启示

本文将前景理论中的损失规避假说、大股东行为选择动机和公司治理效率相结合,在理论上为突破前期既定研究框架提供了一个新视角:第一,本文考虑了大股东在不同决策情境下行为动机的差异性。本文以危机冲击为背景,依据前景理论中的决策者“损失规避”假设,分析了在危机冲击到来时大股东以继续持有公司控制权获取收益为决策参照点,将外部危机冲击下的决策情景描述为“损失”情境。在面临的损失状态下,大股东的行为选择更具冒险性,为了规避损失,大股东将进一步对企业进行投资,发挥支持效应。第二,以往对大股东的决策研究都是基于物质财富最大化的前提假设,而本文基于“社会情感财富”视角,认为家族企业追求的不仅是物质财富,更关心的是其拥有的社会情感财富,这是家族企业决策中最为重要的参照点。相对于国有企业,家族企业的消亡除了给家族大股东带来巨大的经济损失外,更严重的是带来社会情感财富的损失。所以当危机到来时家族大股东为了规避这些情感损失表现出更强的支持效应,并且随着家族大股东持股水平的提升,基于所有权控制积累的社会情感财富在危机冲击下受到的威胁越大,家族大股东的损失感知程度越高,表现出的支持效应就越强。第三,本文分析了大股东进行决策时“禀赋效应”对其行为动机的影响。前期的相关研究并未区分决策者对等量资产拥有和失去之间效用的非对等性,本文分析了“损失规避”产生的“禀赋效应”使家族大股东拥有上市公司控制权产生的效用比其未拥有之前大大增加,一定量的损失给家族大股东带来的效用下降要多过等量收益带来的效用增

加，相对于“趋利”，家族大股东对“避害”考虑得更多。

本文的研究关注了大股东行为动机选择的状态依存性，同时认为在中国经济背景下对大股东行为的研究，不仅要关注大股东利益最大化的理性假设，也应关注“非理性”情感因素的影响。

主要参考文献：

[1]贺小刚，连燕玲.家族权威与企业价值：基于家族上市公司的实证研究[J].经济研究，2009，(4)：90－102.

[2]马永强，孟子平.金融危机冲击、企业风险缓冲与政府政策选择[J].会计研究，2009，(7)：50－56.

[3]Bai C E，Liu Q，Song F M. Bad news is good news：Propping and tunneling evidence from China[R]. Working Paper，The University of Hong Kong，2004.

[4]Bourgeois Lionel J. On the measurement of organizational slack[J].Academy of Management Review，1981，6(1)：29－39.

[5]Chua J H，Chrisman J J，Sharma P.Defining the family business by behavior[J].Entrepreneurship Theory and Practice，1999，23(4)：19－39.

[6]Claessens S，Djankov S，Lang L H P. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J].Journal of Financial Economics，2000，58(1－2)：81－112.

[7]Cohen J，Cohen P. Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioral sciences[M].Hillsdale，NJ：Lawrence Erlbaum Associates，2003.

[8]Cyert Richard M，James G March. A behavioral theory of the firm[M]. Englewood Cliffs，NJ：Prentice-Hall，1963.

[9]David P，Hitt M A，Gimeno J.The influence of activism by institutional investors on R&D[J].The Academy of Management Journal ，2001，44(1)：144－157.

[10]Gillan S L，Starks L T.Corporate governance proposals and shareholder activism：The role of institutional investors[J].Journal of Financial Economics，2000，57(2)：275－305.

[11]Gomez-Mejia L R，Haynes K，Nunez-Nickel M，et al.Socioemotional wealth and business risks in family controlled firms：Evidence from Spanish olive oil mills[J].Administrative Science Quarterly，2007，52(1)：106－137.

[12]Hambrick D C.High profit strategies in mature capital goods industries：A contingency approach[J].Academy of Management Journal，1983，26(4)：687－707.

[13]Hambrick D C，Finkelstein S.Managerial discretion：A bridge between polar views on organizational outcomes[A].Staw B M，Cummings L L. Research in organizational behavior[C].Greenwich，CT：JAI Press，1987.

[14]Kahneman D，Tversky A. Prospect theory：An analysis of decision under risk[J]. Econometrica，1979，47(2)：263－292..

[15]La Porta R，López-de-Silanes F，Shleifer A.Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance ，1999，54(2)：471－518.

[16]La Porta R，López-de-Silanes F，Shleifer A，et al.Investor protection and corporate governance[J].Journal of Financial Economics，2000，58(1－2)：3－27.

[17]Lee T S，Yeh Y H. Corporate governance and financial distress：Evidence from Taiwan [J].Corporate Governance：An International Review，2004，12(3)：378－388.

[18]Pfeffer J,Salancik G R. The external control of organizations:A resource dependence perspective[M]. New York: Harper and Row,1978.

[19]Romanelli E,Tushman M L.Inertia,environments,and strategic choice:A quas-experimental design for comparative-longitudinal research[J].Management Science,1986,32(5):608—621.

[20]Shleifer A,Vishny R. A survey of corporate governance[J].Journal of Finance,1997,52(2):737—783.

[21]Shleifer A,Vishny R.Large shareholders and corporate control[J].Journal of Political Economy,1986,94(3):461—488.

[22]Tversky A,Kahneman D.Loss aversion in riskless choice: A reference-dependent[J]. The Quarterly Journal of Economics,1991,106(4):1039—1061.

Crisis Shocks, Loss Aversion and Support Effect of Family Blockholders

ZHANG Yuan-fei, HE Xiao-gang, LIAN Yan-ling

(*School of International Business Administration, Shanghai University of Finance & Economics, Shanghai* 200433,*China*)

Abstract: Based on the hypotheses of loss aversion and social-emotional wealth in prospect theory, this paper analyzes the motive for behavior choices of family blockholders and its effect on firm value under crisis shocks. It reaches the following conclusions: firstly, faced by crisis shocks, family blockholders regard the maintenance of social-emotional wealth as the most critical decision-making reference in family enterprises; family blockholders with risk-aversion do not adopt the tunneling behavior decision-making motive and play a more supportive role than state-owned blockholders. With the increase in the shareholding of family blockholders, perceived degree of losses of social-emotional wealth based on the acceleration of ownership control by family blockholders is stronger under crisis shocks and the support effect of family blockholders is more significant; in enterprises under the low-growth environment industry background, family blcokholders have stronger endowment effects and are more apt to play a supportive role in the solution to the difficulties.

Key words: crisis shock; loss aversion; social-emotional wealth; support effect

(责任编辑　喜　雯)