

家族控制、社会情感财富与 IPO 折价决策*

——基于中国家族上市公司的实证研究

连燕玲^{*1}, 高 皓², 王东晓¹

(1. 华东师范大学经济管理学部工商管理学院, 上海 200241;

2. 清华大学五道口金融学院, 北京 100083)

内容提要:本文基于社会情感财富和行为代理理论,分析了家族控制与 IPO 折价之间的关系,并探讨了家族内部控制意愿(家族持股和家族涉入程度)和外部社会声望(家族政治地位和家族荣誉)对 IPO 折价决策的影响作用。基于2003—2014年1358个中国A股上市公司IPO数据,得到以下结论:(1)相对于非家族企业,家族企业出于维护社会情感财富的考虑,表现出更高的IPO折价程度(比非家族企业的IPO折价高出26.7%);(2)随着家族控制意愿的增强(家族持股水平和成员涉入程度的提高),家族保护社会情感财富的动机被强化,进而表现出更高的IPO折价程度;(3)家族外部社会声望强化了IPO折价程度,尤其随着家族政治地位提升,社会情感财富禀赋程度被强化,促使家族愿意承担更高的IPO折价率。本文研究结果表明,家族内外部因素(家族控制结构和外部政治地位)共同强化了家族企业维持社会情感财富的动机。

关键词:家族企业;家族控制;社会情感财富;IPO折价

中图分类号:F276 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2016)08—0120—15

一、引言

不同于其他类型的企业,家族企业被看作是以经济目标为导向的企业系统,和以非经济目标为导向的家庭系统的结合体。家族企业在追求经济目标的同时,也在追求非经济性目标,比如社会情感财富(SEW)(Gómez-Mejía等,2007)。SEW被看作是家族凭借其对公司的控制权地位而从家族企业中获得的非财富导向的收益(Gómez-Mejía等,2007),比如满足归属的需要(Kepner,1983),行使权力的能力(Schulze等,2003),家族价值观的保持(Handler,1990),维系家族控制和传承(Casson,1999),保全家族社会资本(Arregle等,2007),以利

他主义精神对待家族成员(Schulze等,2003)等。SEW成为家族企业治理和战略决策的重要参考依据,家族企业会更倾向于基于SEW而非经济利益进行决策(Gómez-Mejía等,2007)。

近几年,国内外学术界已广泛关注家族企业SEW的研究,学者们从探讨SEW的内涵界定、构成维度和测量开始,逐步转入基于SEW视角解析家族企业的风险感知和战略选择问题:比如,Gómez-Mejía等(2007)运用Wiseman & Gómez-Mejía(1998)提出的行为代理理论,构建了一个解释家族企业风险感知问题的SEW模型,认为家族企业对风险的偏好和厌恶取决于企业所面临风险的性质和对SEW损失的承受能力。基于该SEW模型,研

收稿日期:2016-05-13

* 基金项目:国家自然科学基金项目“组织期望、冒险决策与企业成长机制研究”(71502062);上海浦江人才计划项目“经营期望、创新转型与私营企业成长机制研究——基于经济新常态背景的研究”(15PJJC028);上海市哲学社会科学规划课题“代理CEO经营期望、形象管理与职位升迁”(2015EGL002)。

作者简介:连燕玲*(1982-),女,山东潍坊人,讲师,管理学博士,研究领域是公司治理,E-mail:new_academic090820@126.com;高皓(1982-),男,辽宁建平人,管理学博士,研究领域是家族传承与家族财富管理,E-mail:gaohao@tsinghua.edu.cn;王东晓(1992-),女,河北邢台人,硕士研究生,研究领域是企业管理,E-mail:wr1552765716@126.com。*为通讯作者。

究转入分析 SEW 如何影响家族企业的研发投资行为 (Chen & Hsu, 2009)、环境保护 (Berrone 等, 2010)、慈善捐赠 (陈凌、陈华丽, 2014)、公司裁员 (Stavrou 等, 2007) 等决策行为。该类研究均将 SEW 损失视为家族企业决策的首要参照点, 认为家族企业通常会做出能够避免或减少 SEW 损失的决策, 即使这些决策要以损害企业的长期经济利益为代价 (Berrone 等, 2010; Chrisman & Patel, 2012; Gómez-Mejía 等, 2007)。

可以看出, 以往研究大多注重从 SEW 视角分析家族企业的战略行为, 以及用来解释家族企业 and 非家族企业之间的行为差异性, 虽然这些结论支持“家族企业愿意为了保护 SEW 而牺牲经济利益”的观点, 但对如下问题的探讨却相对较少: 家族企业为规避 SEW 损失, 愿意支付或放弃多高的经济利益来保护 SEW? 是否所有的家族企业均会为保护 SEW 而支付或放弃同等程度的经济利益? 即分析家族企业在保护非经济效用 (SEW) 和获取经济效用之间的权衡问题, 以及何种因素影响这种权衡的程度, 并未得到充分关注 (Leitterstorf & Rau, 2014)。本文主要关注的问题是, 家族企业愿意支付多高成本来保护 SEW? 哪些因素会进一步影响家族企业所要支付的这种成本的高低?

IPO 是分析家族企业在经济效用和非经济效用之间进行权衡的理想工具 (Leitterstorf & Rau, 2014)。IPO 时, 股东可以以最高价格出售股份而获取高的经济利益, 但是, 也有可能为了为了保护非经济性的利益目标, 以低于预期的价格来销售股份。通过 IPO 折价, 家族企业可以获得一些非经济性收益: 降低 IPO 失败风险 (Welch, 1992) 和减少诉讼风险 (Ibbotson, 1975), 从而保护家族企业声誉 (Lowry & Shu, 2002), IPO 折价又有助于家族企业降低非家族股东的所有权集中度, 维护家族控制 (Booth & Chua, 1996), 而保护家族声誉和优化股权结构是保

护家族企业 SEW 的重要方面 (Chrisman & Patel, 2012)。与非家族企业相比, 家族企业可能愿意以更高的折扣出售股票, 以保护家族企业的 SEW。因此, 正如 Leitterstorf & Rau (2014) 的观点, 可以运用 IPO 折价程度来分析家族企业经济效用和非经济效用之间的替代关系, 通过 IPO 折价率高低分析家族企业相对于非家族企业, 为保护 SEW 而愿意付出多少经济性成本。

本文以 2003—2014 年 1358 家中国 IPO 公司为样本, 通过实证研究, 得出以下结论: (1) 家族企业比非家族企业的 IPO 折价更高 (高出 26.7%)^①, 即相对于非家族企业而言, 家族企业在 IPO 时 (容易丧失 SEW 的情境下) 会通过更低的 IPO 折价, 以牺牲经济利益为代价而确保自身对企业的控制和外部声誉, 进而维持家族的 SEW; (2) 内部家族控制程度强化了家族企业 IPO 的折价程度, 即随着家族所有权持股水平和家族成员涉入程度提高, 家族规避 SEW 损失的动机也越强, 愿意接受的 IPO 折价程度也在提高; (3) 外部家族声誉机制也强化了家族企业 IPO 的折价程度, 尤其随着家族外部政治地位的提升, SEW 的禀赋程度被强化, 进而促使家族企业通过更高 IPO 折价来保护家族的外部声望。本文的研究贡献在于: 一是借鉴 Leitterstorf & Rau (2014) 的研究, 用家族企业在 IPO 时愿意接受的额外折扣, 作为代表家族企业的 SEW 成本的一个代理变量, 分析了在中国情境下家族企业在获取经济效用和保护非经济效用 (SEW) 之间的权衡问题; 二是区别于以往研究只关注家族控制与 IPO 折价关系的直接效应研究 (Leitterstorf & Rau, 2014), 本文进一步分析了家族内部控制意愿和外部社会声誉积累在家族企业保护 SEW 动机和行为上的影响机制, 有利于更好地理解家族企业在获取经济效用和保护 SEW 之间的权衡决策^②; 三是本文对中国情境下家族企业和非家族企业在 IPO 折价上的不同程

^① Leitterstorf & Rau (2014) 基于 2004—2011 年期间 153 家德国 IPO 公司的研究表明, 平均而言, 家族企业比非家族企业 IPO 折价高出 10%。

^② 区别于 Leitterstorf & Rau (2014) 的研究, 本文分析了中国情境下的家族企业在维护社会情感财富上的决策差异性, 结果显示, 与德国家族企业相比, 中国家族企业在 IPO 时的折价程度更高, 即中国家族企业愿意为维护社会情感财富而付出更高的成本和放弃更高的经济性利益。此外, 本文尤其重点分析了中国情境下, 不同的家族企业特征, 如家族内部控制意愿和外部社会声誉的异质性, 对家族企业在保护社会情感财富的动机和行为上的影响差异性, 从家族企业内外部因素上探讨了这些因素如何深入影响着家族企业放弃经济利益来维护非经济利益的决策行为 (比如, 放弃多高程度的经济利益为代价)。

度提出了新的解释,对 IPO 折价研究有一定的理论贡献。

二、理论分析与研究假设

1. 家族企业行为决策的参考点:社会情感财富(SEW)

对于家族企业而言,SEW 是家族企业决策的重要参考依据,保护和规避 SEW 损失是家族企业战略决策和行为选择的重要驱动因素(Gómez-Mejia 等,2007)。因为 SEW 与家族对企业的控制紧密相关,所以,一旦家族失去对家族企业的控制,则会降低他们所拥有的 SEW,如家族影响力下降,家族社会地位削弱,家族期望无法得到满足等,保护家族 SEW 成为家族控制企业的重要目的之一。家族企业为了保护 SEW,倾向于独立经营(Gómez-Mejia 等,2007),减少多元化(Jones 等,2008),也更愿意降低对社会环境的破坏(Berrone 等,2010),进行更多慈善活动(Deniz & Suarez, 2005),避免裁员(Stavrou 等,2007),以及为非家族职业经理人提供更多关怀等,甚至为了保护 SEW,在某些情景下采取一些可能会损害企业的长期经营绩效的战略决策行为(Berrone 等,2010;Chrisman & Patel,2012;Gómez-Mejia 等,2007)。

2. IPO 与家族企业 SEW 的损失规避:行为代理模型(BAM)的解释和折价决策

在 IPO 情境下,公司上市决策与家族企业保护 SEW 的目标相违背,因为短期内,上市对家族企业的 SEW 存在潜在风险,上市很可能导致非家族股东的影响力增强,而家族股东的实力减弱。非家族股东的影响提高后,很可能阻止家族追求非经济目标,如行使权利(Schulze 等,2003)和保护家族企业的社会资本(Arregle 等,2007)。尽管存在有损 SEW 的潜在风险,但家族企业选择上市也会带来一定益处:通过上市提高额外资本增长的经济效用,虽然某种程度上,上市会损害家族企业的短期 SEW,但上市毕竟是维持家族企业长期发展以及确保长期获取 SEW 的重要途径之一。因此,面临这样两难选择时,家族企业需要做出权衡,既要获取一定程度经济利益,又能降低上市对非经济利益的负面影响。由此,在 IPO 情境下,家族企业需要努力把 SEW 的损失降到最低,比如,由于让渡股权给非家族股东而造成的 SEW 损失。行为代理模型

(Behavioral Agency Model,简称 BAM)认为,“规避损失”要比“获得利益”更重要(Cyert & March, 1963),强调决策的选择是建立在对“现有效用”与“潜在损失”进行评估的基础上(Kahneman & Tversky,1979)。在 IPO 情境下,对于大多数家族企业而言,上市会提高经济效用,即取得了额外资本,但上市也会减少家族潜在的非经济效用,因为非家族利益相关者的重要性会随之增加。根据 BAM 模型的观点——规避损失所带来的效用要高于获得收益所带来的效用,这就意味着家族在 IPO 情境下,会更倾向于使得非经济效用的损失达到最小化,哪怕牺牲经济效用上的最大化。正如 Gómez-Mejia 等(2007)的观点,不同于出于经济利益最大化的考虑,为防止家族 SEW 的损失,家族更能接受企业的财务困境以及商业上面临的风险。

根据上述 BAM 分析框架,在 IPO 情境下,家族企业又该如何规避 SEW 的损失,如何将上市对其 SEW 产生的损失降低到最小?本文认为,家族企业“损失规避”的动机,使得其在 IPO 情境下会选择通过 IPO 折价的决策来规避 SEW 损失。家族企业通过 IPO 折价策略可以达到降低 SEW 损失的目的,这是因为:第一,股票首次公开发行的定价越低,则会降低非家族股东的股权集中程度,依然维护家族的绝对控制。因为股票的公开上市必将导致企业股权的分散,家族所有者必然要在股票发行筹得的现金与放弃家族股权之间进行权衡。而通过折价发行会使投资者对股票产生需求过度,此时投资者所能实际购买的股票就将根据申购数额按比例进行配售,这样就可以避免上市公司股票的大部分被少数股东集中持有现象的发生。其好处在于:一方面,家族所有者不担心出现另外的非家族大股东而威胁自己的控股地位;另一方面,公司原来的家族管理层依然通过对公司的控制来继续为自己的家族牟利。由此,家族可以继续维持对企业的绝对控制,保护长久构建的家族帝国以及与之相关联的家族 SEW(Schulze 等,2003)。第二,股票首次公开发行的定价越低,则会降低家族声誉受损的可能性。因为 IPO 折价决策会降低法律诉讼的可能性及原告要求的损失赔偿(Ibbotson,1975),这些 IPO 诉讼成本不仅包括法律诉讼费,更重要的是包括了企业的外部声誉成本(Lowry & Shu,2002)。第三,IPO 折价决策能降低家族企业上市失败的风险,因为如

果没有折价预期,一些投资者就不会认购股票,导致其他投资者对此也失去兴趣而不会认购,极端情况下出现无人认购的情况。上市失败或者撤回 IPO 的成本包括准备上市的资金、路演资金,还包括声誉成本(Busaba 等,2001)。由于家族企业是家族与企业的双重结合体,任何有损企业声誉的事情也必定损坏家族的荣誉,而家族声望却是 SEW 的重要部分(Gómez-Mejia 等,2007)。因此,法律诉讼和上市失败都会严重影响家族企业的 SEW。那么,家族企业会比非家族企业更容易下定决心,防止 IPO 诉讼或者上市失败,进而接受更高的 IPO 折价。

基于 SEW 理论和行为代理模型分析,家族企业与非家族企业在 IPO 情境下的决策选择产生差异性,上市成功与否,以及上市后对家族企业的掌控程度,除了关系到家族企业控股股东巨大的经济利益外,更会牵连到家族 SEW 的维持:家族声望、权力、地位,甚至是家族王朝的延续等。迫于比非家族企业承受更大的压力(规避 SEW 损失),家族企业更愿意为了最小化对 SEW 产生的风险或损失,而牺牲其潜在的经济利益。由此,家族企业更愿意接受更高的 IPO 折价。如前所述,因为这种折价行为能最小化家族控制权丧失风险,能保护家族股东的外部社会声誉,减少上市失败和诉讼风险带给家族的负面影响,因此,本文提出如下假设:

H₁:家族企业出于维护 SEW 的考虑,会比非家族企业表现出更高的 IPO 折价程度。

3. 家族内部控制意愿的影响作用

家族企业是否做出以及做出多大程度的 IPO 折价来维护家族的 SEW 并非是同质性的,因为所有的家族企业并非是一个同质体(Zahra 等,2004),每个家族对企业的控制意愿存在差异性,最终影响着家族保护 SEW 的动机和最终的决策选择。家族内部如果对企业控制意愿越强,家族自觉保护 SEW 的动机也就越强,那么在 IPO 情境下,家族就会愿意承担更多的 IPO 折价来保护 SEW。如果一个家族对企业的家族认同度和控制意愿本身并不高,那么,他们追求和维护 SEW 的动机也就不高,就不会做出更高的以牺牲经济利益为代价的行为。

以往研究文献指出,家族持股和家族涉入程度是影响家族内部控制意愿的重要因素,最终影响家族保护 SEW 的动机(Berrone 等,2010)。这是因为,

家族所持有的股份数越多,以及进入家族企业工作的家族成员越多,家族对企业的依恋程度和认同度(企业是家族的)越高(Schulze 等,2003),进而希望将企业控制在家族手中的意愿越强(Anderson & Reeb,2003)。家族股权和家族成员涉入赋予了家族以更高的权力来维持、控制和监督企业,以及通过选择代表自己的董事和高管来实施有利于自己的战略行为(Jones 等,2008)。家族持股和家族涉入程度越高,这种维持家族控制以及希望通过对企业的控制来获取和保护 SEW 的动机就随之增强(Berrone 等,2010)。那么,在 IPO 情境下,相比于持股和涉入程度低的家族而言,持股和成员涉入程度越高的家族,希望通过 IPO 折价达到维护 SEW 的动机就更强(更不愿意失去企业和家族 SEW),所以,愿意付出的 IPO 折价程度相对就会更高。因此,本文提出如下假设:

H_{2a}:其他条件相同的情况下,家族持股水平越高(保护 SEW 的动机越强),IPO 折价越高。

H_{2b}:其他条件相同的情况下,家族涉入程度越高(保护 SEW 的动机越强),IPO 折价越高。

4. 家族外部社会声望的影响作用

大多数民营企业家对于获取政党身份具有极浓厚的兴趣,那些有实力的、企业经营状况优越的民营企业家,往往会竞相角逐一些政治身份,比如担任人大代表和政协委员等。企业家拥有政治头衔和政党身份,可以通过直接参与某些政治活动或政策制定过程,从而公开或合法地为本企业争取更多的政策和利益倾向,还可以制约政府官员滥用权力,从而保护企业的经营活动和私有财产不易受到不合法的侵犯(张建军、张志学,2005)。此外,拥有一个政治身份也是一个保护伞,会保护企业在特殊情况下避免受到当权者的种种制裁。曹正汉(2006)认为,在政界所拥有的头衔以及头衔的含金量也在逐步成为衡量一个企业综合竞争实力的关键性指标之一,企业家拥有人大代表、政协委员或党代表等政治身份,彰显的是企业家更强的经营企业能力,或是企业家更强的社会关系。甚至,家族政治头衔的高低和荣誉称号的多少,更是家族社会身份、地位、认可度以及政治实力的代表,这些均是家族企业 SEW 的重要方面。能否进入政治系统,以及进入何种政治系统,成为企业家社会地位的外在表现。企业之间的差别在于,那些最成功的家族

业主更容易进入高层政治系统,而次一级成功的家族业主只能进入地方基层政治系统(曹正汉,2006),这些政治头衔最终彰显了家族和创始人自身的政治地位和身份的差异性。

在追逐和强化家族的政治身份的同时,企业家们也极为重视非政治性的商界荣誉,很多家族企业创始人获得“十大杰出企业家”“优秀企业家”“优秀经营管理者”“功勋企业家”和“中国商业领袖”等荣誉称号,这些称号彰显了其卓越的创业精神和经营能力,体现着社会对创业家族和创始人的认可。

不管是政治身份还是商界荣誉,均是家族外部社会荣誉的一部分,随着政治身份和商界荣誉的增多,家族SEW的禀赋随之增加,这样,家族在IPO上市失败后丧失的非经济利益就会随着增多(丧失政治和商界的地位和身份)^①。所以,相对于没有政治身份和商界荣誉的企业主而言,拥有更多政治身份和商界荣誉的企业主,为维护家族已有的社会地位和名誉,他们可能愿意为之付出的成本和代价更高。因此,本文提出如下假设:

H_{3a}:其他条件相同的情况下,家族政治身份越多(家族SEW禀赋越高),IPO折价越高。

H_{3b}:其他条件相同的情况下,家族荣誉称号越多(家族SEW禀赋越高),IPO折价越高。

三、研究设计

1. 样本和数据

本文初始样本为2003—2014年期间在沪深交易所上市,且发行了A股的所有上市公司,剔除企业性质无法判定的公司;剔除ST、PT公司样本;在删除了数据存在严重缺失的样本之后,最终获取了1358个样本。本文数据主要包括企业性质(家族企业和国有企业)、控股家族特征(家族成员持股、任职、外部政治资本和荣誉称号)、企业IPO信息(开盘价和收盘价)以及其他企业基本特征(寿命、规模、所在行业地区等)等基础数据。控股股东性质、企业IPO信息和企业基本特征三部分数据主要来源于CSMAR数据库。控股家族特征方面的数据则通过年度报告或高管个人简历手工摘录整理所得。表1中A组数据表明,样本主要集中于制造业(占67.75%)和电子信息产业(占10.75%),表1中B组数据表明,样本主要集中在中部地区(占45.58%),其次是西南(占19.59%)和东南地区(占15.10%)。

表1 样本的行业和地区分布情况

A组: 行业代码	样本数	所占比例(%)	行业分类	B组: 地区代码	样本数	所占比例(%)	地区省份
Ind_a	28	2.06	农、林、牧、渔业	Reg_1	205	15.10	东南地区 (江苏、上海、浙江、福建和广东)
Ind_b	34	2.50	采掘业				
Ind_c	920	67.75	制造业	Reg_2	40	2.95	环渤海地区 (山东、北京、天津和河北)
Ind_d	17	1.25	电力、煤气及水的生产和供应业				
Ind_e	42	3.09	建筑业	Reg_3	619	45.58	中部地区 (安徽、河南、湖北、湖南和江西)
Ind_f	34	2.50	交通运输、仓储业				
Ind_g	146	10.75	电子信息产业	Reg_4	109	8.03	东北地区 (黑龙江、吉林、辽宁)
Ind_h	31	2.28	批发和零售贸易				
Ind_i	35	2.58	金融、保险业	Reg_5	266	19.59	西南地区(云南、贵州、广西、四川、重庆和海南)
Ind_j	10	0.74	房地产业				

^①因为IPO失败会削弱外部利益相关者对家族企业经营能力和未来发展前景的认可度,政治身份和商界名誉只会倾向于授予那些成功的企业家而不是失败的企业家。

A 组： 行业代码	样本数	所占比例 (%)	行业分类	B 组： 地区代码	样本数	所占比例 (%)	地区省份
Ind_k	36	2.65	社会服务业	Reg_6	72	5.30	西北地区(山西、陕西、内蒙古、宁夏、青海、甘肃和新疆)
Ind_l	22	1.62	信息与文化产业				
Ind_m	3	0.22	综合类				

注：行业分类按照中国证监会标准行业分类(SIC)一级代码进行分类；地区分类依据世界银行(2006)《政府治理、投资环境与和谐社会：中国120个城市竞争力的提高》调查报告中的划分标准对样本所在的地区进行分类

资料来源：本文整理

2. 模型设定与变量定义

为检验本文的假设，设定以下待检验的模型：

$$Underpricing_{i,t} = \delta + \beta_1 Family_{i,t} + \beta'_2 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Underpricing_{i,t} = \delta + \beta_1 Fshare_{j,t} + \beta_2 Finvol_{j,t} + \beta'_3 X_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

$$Underpricing_{i,t} = \delta + \beta_1 Fpolit_{j,t} + \beta_2 Fttitle_{j,t} + \beta'_3 X_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (3)$$

其中， $Underpricing_{i,t}$ 表示企业IPO折价的程度，IPO折价率 = (首日收盘价 - 首次公开发行价) / 首次公开发行价； $Family_{i,t}$ 表示企业是否为家族控制的企业，如果是，则设定 $Family_{i,t} = 1$ ^①；否则， $Family_{i,t} = 0$ 。

$Fshare_{j,t}$ 代表控股家族持股比例，由控股家族持股数与总股本之比来衡量； $Finvol_{j,t}$ 代表控股家族在企业的涉入程度，由在企业内持股或任职的家族成员的数量来衡量，数量越多，表明家族涉入企业管理的程度越高； $Fpolit_{j,t}$ 代表家族政治资本，由在企业任职的家族成员所拥有的政治职位的数量来衡量，其中，政治职位包括担任人大代表、政协委员，或曾经在政府部门（比如财政局、税务局、国资委等）或在军队任职等； $Fttitle_{j,t}$ 代表家族企业的荣誉资本，由在企业任职的家族成员所获得的外部荣誉奖励或称号的数量总和来衡量。 $X_{i,t}$ 是由多个控制变量构成的向量，主要控制以下影响IPO折价行为的

因素：公司规模 (*Size*)，定义为公司期末总资产取自然对数；企业寿命 (*Life*)，定义为企业成立年限加1后取自然对数 (Ljungqvist & Wilhelm, 2003)；董事会规模 (*Brdnb*)，定义为董事会人数总和；上市地点 (*List*)，如果在沪上市，则设定 $List = 1$ ，否则为0；股权集中度 (*Share*)，定义为前十大股东的持股比例之和；不可流通股比率 (*Ntrad*)，是指不可流通股占总股数的比例；金融行业 (*Indi*)，金融行业内的企业设置该变量为1，其他则设为0，因为金融行业的特殊性会对折价造成潜在影响 (Arthurs 等, 2008)^②；所在地区 (*Regz*)，用来控制企业所在的地区差异性对IPO折价的可能影响，如果上市公司所在地区为中部地区，则设定 $Regz = 1$ ，否则设定为0^③。此外，设定年度虚拟变量，控制上市年度 (*Ipod*) 对折价行为的影响。

3. 描述性统计特征

表2是主要变量的描述性统计特征^④，结果显示，IPO折价率 (*Underpricing*) 的均值为0.662，最大值为4.449，最小值为-0.210；家族控制变量 (*Family*) 的均值为0.692，表明样本中69.2%的企业处于家族股东控制下。从941个家族企业观测值的统计结果看，家族持股 (*Fshare*) 的均值为0.370，说明家族持股比例相对比较高，平均达到37%左右；家族成员涉入 (*Finvol*) 的均值为1.826，说明每个家族企

^①家族企业的界定标准如下 (贺小刚、连燕玲, 2009)：(1) 企业的最终控制人为单个自然人或家族；(2) 最终控制人直接或间接持有的公司必须是上市公司第一大股东。在稳健性检验中，本文还借鉴了其他学者对家族企业的定义 (Leitterstorf & Rau, 2014)：实际控制人为创立者或者他们家庭/后代，且对企业的控制权或现金流权超过25%，如果符合该条件则为家族控制企业，设定 $Family_{i,t} = 1$ ，否则为非家族企业，设定为0。

^②在后续稳健性检验中，根据中国证监会标准行业分类(SIC)第一个字母，设定12个行业虚拟变量，全部进入模型进行稳健检验。

^③本文还按照表1中的地区分类，设定五个地区虚拟变量，以及更换其他地区虚拟变量做稳健性检验，结果均无差异。

^④为克服异常值的影响，对主要连续变量在1%水平上进行缩尾处理 (Flannery & Rangan, 2006)。

业接近有两位家族成员在企业任职。家族政治资本(*Fpolit*)的均值为1.248,家族荣誉头衔(*Ftitle*)的均值为1.510。

表2 变量的基本特征描述

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Underpricing</i>	1358	0.662	0.833	-0.210	4.449
<i>Family</i>	1358	0.692	0.461	0.000	1.000
<i>Life</i>	1358	1.982	0.743	0.693	7.607
<i>Size</i>	1358	1.929	1.366	0.182	7.901
<i>Brdnb</i>	1358	9.108	1.974	5.000	19.00
<i>Ntrad</i>	1358	0.140	0.346	0.000	1.000
<i>List</i>	1358	0.206	0.405	0.000	1.000
<i>Share</i>	1358	0.718	0.087	0.420	0.905
<i>Fshare</i>	941	0.370	0.136	0.102	0.753
<i>Finvol</i>	941	1.826	1.636	1.000	11.00
<i>Fpolit</i>	941	1.248	1.284	0.000	6.000
<i>Ftitle</i>	941	1.510	0.500	1.000	2.000

注: $N = 1358$ (家族和非家族企业总观测值), 其中家族企业为 941 个观测值

资料来源: 本文整理

四、实证检验与结果分析

1. 家族控制与 IPO 折价之间的关系

表3列示了家族控制对IPO折价的影响效应,表3模型(2)结果表明,家族控制(*Family*)与IPO折价(*Underpricing*)之间显著正相关($\beta = 0.267, p < 0.05$),即相对于非家族企业而言,家族控制企业的IPO折价率更高,本文假设 H_1 得到验证。模型(3)中以“实际控制人为自然人或家族,且控制权大于25%”为基准重新界定家族企业,检验结果表明,家族控制企业(*Family1*)与IPO折价之间也呈显著正相关($\beta = 0.293, p < 0.05$)。进一步,模型(4)中以“实际控制人为自然人或家族,且现金流权大于25%”为基准重新界定家族企业,检验结果表明,家族控制企业(*Family2*)与IPO折价之间依然呈显著正相关关系($\beta = 0.312, p < 0.05$),综上,假设 H_1 得到验证,即家族企业出于维护SEW的考虑,会比非家族企业表现出更高的IPO折价程度。

表3 家族控制与IPO折价(*Underpricing*)之间的关系检验

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
<i>Life</i>	-0.022 (0.060)	-0.014 (0.060)	-0.012 (0.063)	-0.004 (0.074)
<i>Size</i>	-0.137*** (0.045)	-0.120*** (0.045)	-0.128*** (0.048)	-0.124** (0.051)
<i>Brdnb</i>	0.007 (0.025)	0.014 (0.025)	0.021 (0.026)	0.014 (0.028)
<i>Ntrad</i>	0.223 (1.258)	0.285 (1.256)	0.234 (1.290)	0.269 (1.339)
<i>List</i>	0.158 (0.160)	0.230 (0.162)	0.244 (0.172)	0.238 (0.181)
<i>Share</i>	0.179 (0.505)	0.135 (0.504)	0.400 (0.559)	0.342 (0.601)
<i>Indi</i>	0.671** (0.315)	0.664** (0.314)	0.680** (0.323)	0.700** (0.336)
<i>Regz</i>	-0.037 (0.081)	-0.063 (0.081)	-0.047 (0.086)	-0.051 (0.093)
<i>Ipod</i>	-0.917 (1.257)	-0.909 (1.255)	-0.978 (1.290)	-0.987 (1.338)
<i>Family</i>		0.267** (0.110)		
<i>Family1</i>			0.293** (0.117)	
<i>Family2</i>				0.312** (0.125)
<i>_cons</i>	1.382 (1.326)	1.086 (1.329)	0.894 (1.371)	0.960 (1.430)
<i>F</i>	9.997	9.824	8.603	7.506
<i>Adj_R²</i>	0.118	0.122	0.114	0.107

注: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$, $N = 1358$; 年度控制变量(*Ipod*)基于版面限制未全部列示;括号内为标准误
资料来源: 本文整理

2. 影响家族企业IPO折价程度的内外部因素

表4~表6进一步以家族控制企业为样本,分析内外部因素对IPO折价程度的影响。表4列示了

家族内部控制意愿对 IPO 折价的影响效应检验结果。表 4 模型(2)和模型(3)的结果表明,家族持股(*Fshare*)与 IPO 折价之间呈显著正相关关系($\beta = 0.330, p < 0.01$),家族涉入程度(*Finvol*)与 IPO 折价之间呈显著正相关关系($\beta = 0.008, p < 0.1$)。这说明,随着家族持股水平和家族涉入程度提高,家族对企业的控制意愿增强,家族企业维持 SEW 的动机随之也增强,愿意承受的 IPO 折价程度便越高,假设 H_{2a} 和假设 H_{2b} 得到验证。

表 4 影响家族企业 IPO 折价的因素分析:
家族内部控制意愿(家族持股和涉入程度)

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
<i>Life</i>	-0.010 (0.017)	-0.013 (0.017)	-0.010 (0.017)	-0.013 (0.017)
<i>Size</i>	-0.052*** (0.016)	-0.058*** (0.018)	-0.053*** (0.016)	-0.060*** (0.018)
<i>Brndb</i>	0.044*** (0.004)	0.047*** (0.003)	0.043*** (0.003)	0.046*** (0.003)
<i>Ntrad</i>	-0.379*** (0.033)	-0.392*** (0.036)	-0.388*** (0.030)	-0.405*** (0.034)
<i>List</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>Share</i>	-0.367* (0.207)	-0.663** (0.306)	-0.340 (0.213)	-0.648** (0.313)
<i>Indi</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>Regz</i>	-0.059* (0.033)	-0.064* (0.035)	-0.061* (0.033)	-0.066* (0.034)
<i>Ipod</i>	-0.616*** (0.012)	-0.624*** (0.015)	-0.625*** (0.010)	-0.638*** (0.013)
<i>Fshare</i>		0.330*** (0.127)		0.357*** (0.125)
<i>Finvol</i>			0.008* (0.005)	0.011*** (0.004)
<i>_cons</i>	1.241*** (0.292)	1.358*** (0.339)	1.232*** (0.297)	1.353*** (0.346)
<i>F</i>	7565.416	2074.535	9569.689	1783.086
<i>Adj_R²</i>	0.462	0.465	0.463	0.465

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$, $N = 941$;年度控制变量(*Ipod*)基于版面限制未全部列示;括号内为标准误

资料来源:本文整理

表 5 列示了家族外部社会声望对 IPO 折价的影响效应检验结果。表 5 模型(2)检验结果表明,家族政治关系(*Fpolit*)与 IPO 折价之间呈显著正相关($\beta = 0.022, p < 0.01$),说明随着家族外部政治地位的强化,家族 SEW 的禀赋水平增加,家族为维持 SEW(外部政治地位和身份)所愿意付出的成本和代价就随之增强,即为规避 IPO 所带来的家族 SEW 丧失的潜在风险,随着 SEW 禀赋的增强,家族企业采取 IPO 折价的程度便越高,假设 H_{3a} 得到验证。模型(3)检验结果表明,家族外部荣誉头衔(*Ftitle*)与 IPO 折价之间呈正相关但不显著($\beta = 0.001, n. s.$),假设 H_{3b} 并未得到验证。

表 5 影响家族企业 IPO 折价的因素分析:
家族外部社会声望(政治身份和荣誉称号)

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
<i>Life</i>	-0.010 (0.017)	-0.013 (0.017)	-0.007 (0.016)	-0.010 (0.017)
<i>Size</i>	-0.052*** (0.016)	-0.057*** (0.016)	-0.052*** (0.015)	-0.056*** (0.016)
<i>Brndb</i>	0.044*** (0.004)	0.041*** (0.004)	0.045*** (0.003)	0.042*** (0.004)
<i>Ntrad</i>	-0.379*** (0.033)	-0.368*** (0.030)	-0.390*** (0.033)	-0.379*** (0.030)
<i>List</i>	-0.367* (0.207)	-0.394* (0.218)	-0.273 (0.187)	-0.301 (0.197)
<i>Share</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>Indi</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>Regz</i>	-0.059* (0.033)	-0.063* (0.033)	-0.063* (0.035)	-0.066* (0.035)
<i>Ipod</i>	-0.616*** (0.012)	-0.609*** (0.010)	-0.632*** (0.011)	-0.626*** (0.010)
<i>Fpolit</i>		0.022*** (0.008)		0.022*** (0.008)
<i>Ftitle</i>			0.001 (0.009)	-0.003 (0.008)
<i>_cons</i>	1.241*** (0.292)	1.283*** (0.301)	1.172*** (0.261)	1.222*** (0.272)
<i>F</i>	7565.416	1.03e+05	4938.873	6365.279
<i>Adj_R²</i>	0.462	0.463	0.463	0.464

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$, $N = 941$;年度控制变量(*Ipod*)基于版面限制未全部列示;括号内为标准误

资料来源:本文整理

表6列示了家族内部控制意愿和外部社会声望两个因子对IPO折价的影响效应检验结果。表6模型(2)结果表明,家族内部控制意愿(*Fctrl*)与IPO折价之间显著正相关($\beta = 0.034, p < 0.01$),说明随着家族内部控制意愿的强化(家族持股和涉入程度的提高),家族企业维持SEW的动机将会随之强化,企业采取IPO折价的程度越高。模型(3)结果表明,家族外部社会声望(*Freput*)与IPO折价之间同样显著正相关($\beta = 0.012, p < 0.05$),说明随着

家族外部社会声望的强化(家族政治身份和外部荣誉的提升),家族SEW的禀赋程度将随之增加,为规避其损失,家族企业愿意付出的代价和成本将更高,IPO折价的程度越高。模型(5)的检验结果进一步表明,两个因子的交互项(*Fctrl* × *Freput*)与IPO折价呈显著正相关($\beta = 0.032, p < 0.1$),说明家族内部控制和外部声望的强化,将同时强化IPO折价程度。

表6 影响家族企业IPO折价的因素分析:内部控制意愿和外部声望

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
<i>Life</i>	-0.010 (0.017)	-0.011 (0.016)	-0.008 (0.016)	-0.009 (0.016)	-0.006 (0.016)
<i>Size</i>	-0.052 *** (0.016)	-0.058 *** (0.017)	-0.053 *** (0.016)	-0.059 *** (0.017)	-0.052 *** (0.015)
<i>Brdnb</i>	0.044 *** (0.004)	0.044 *** (0.004)	0.044 *** (0.004)	0.044 *** (0.004)	0.046 *** (0.003)
<i>Ntrad</i>	-0.379 *** (0.033)	-0.406 *** (0.034)	-0.391 *** (0.033)	-0.418 *** (0.034)	-0.388 *** (0.032)
<i>List</i>	-0.367 * (0.207)	-0.515 ** (0.244)	-0.283 (0.191)	-0.427 * (0.224)	-0.288 (0.197)
<i>Share</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>Indi</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>Regz</i>	-0.059 * (0.033)	-0.065 ** (0.033)	-0.066 * (0.035)	-0.071 ** (0.035)	-0.062 * (0.035)
<i>Ipod</i>	-0.616 *** (0.012)	-0.641 *** (0.014)	-0.625 *** (0.010)	-0.651 *** (0.012)	-0.624 *** (0.011)
<i>Fctrl</i>		0.034 *** (0.007)		0.034 *** (0.007)	
<i>Freput</i>			0.012 ** (0.006)	0.010 * (0.006)	
<i>Fctrl</i> × <i>Freput</i>					0.032 * (0.017)

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
<i>_cons</i>	1.241 *** (0.292)	1.423 *** (0.333)	1.200 *** (0.275)	1.376 *** (0.314)	1.168 *** (0.264)
<i>F</i>	7565.416	3434.770	11410.914	10639.534	1566.811
<i>Adj_R²</i>	0.462	0.465	0.464	0.466	0.464

注：*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$, $N = 941$ ；年度控制变量 (*Ipod*) 基于版面限制未全部列示；括号内为标准误。家族内部控制意愿 (*Fcntrl*) 由家族持股 (*Fshare*) 和家族涉入 (*Finovl*) 分别标准化后相加所得，同样，家族外部社会声望 (*Freput*) 由家族政治身份 (*Fpolit*) 和荣誉称号 (*Ftitle*) 分别标准化后相加所得。此外，本文也采取了主成分分析方法以两个因子值作为替代进行稳健性检验，结果不变

资料来源：本文整理

五、稳健性检验

1. 更换行业和地区分类方法

前文的模型检验中，仅对“是否为金融行业” (*Indi*) 和“是否处于中部地区” (*RegZ*) 做了行业和控制地区的控制。可对行业和控制地区做更细致分类，以尽可能地控制企业所处行业和控制地区差异性对企业决策行为的影响。根据表 1 的分类标准，设定了 12 个行业虚拟变量和五个地区虚拟变量，按照表 4 ~ 表 6 的检验程序重新检验，检验结果与表 4 ~ 表 6 均无差异，即除了未支持假设 H_{3b} 外，其余假设依然均得到验证^①。在更换了地区和行业分类方法后，重新对家族内部控制和外部声望两个因子对 IPO 折价的影响效应进行检验，检验结果依然表明，家族内部控制意愿和家族外部社会声望与 IPO 折价之间均呈显著正相关关系，两个因子的交互项 (*Fcntrl* × *Freput*) 与 IPO 折价依然呈显著正相关关系。上述

结果进一步说明，家族内部控制程度和外部声望对 IPO 折价的影响效应是稳健的。

2. 综合模型分析

本文将与家族内部控制有关的两个因素（家族持股和涉入）以及和家族外部声誉有关的两个因素（家族政治身份和荣誉称号）放入同一个模型下面进行检验，以更全面地分析四个因素对 IPO 折价的影响，表 7 列示了四个变量的分步骤和综合模型检验过程。表 7 模型 (1) 为加入控制变量后的基准模型，模型 (2) ~ 模型 (5) 以分步骤进入的模式，分别检验了四个变量与 IPO 折价的关系，最终的模型 (6) 是四个变量同时进入后的综合模型。从表 7 可以看出，不论从分步骤的模型 (2) ~ 模型 (5)，还是从综合模型 (6) 的检验结果看，结论与前文完全一致，假设 H_{2a} 、假设 H_{2b} 和假设 H_{3a} 都依然得到验证，本文的研究结论是稳健的。

表 7 家族控制意愿、社会声望与 IPO 折价之间关系的综合模型分析

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
<i>Life</i>	-0.013 (0.016)	-0.017 (0.017)	-0.013 (0.016)	-0.017 (0.017)	-0.010 (0.016)	-0.017 (0.016)
<i>Size</i>	-0.057 ** (0.022)	-0.062 ** (0.025)	-0.058 *** (0.022)	-0.062 *** (0.023)	-0.057 ** (0.022)	-0.069 *** (0.025)
<i>Brdnb</i>	0.046 *** (0.004)	0.050 *** (0.003)	0.045 *** (0.003)	0.044 *** (0.004)	0.047 *** (0.003)	0.047 *** (0.002)

^① 基于版面限制，重新检验后的表格未加列式，感兴趣的读者可以向作者索取。

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
<i>Nirad</i>	0.773 *** (0.254)	0.423 (0.299)	0.723 *** (0.272)	0.844 *** (0.267)	-0.318 *** (0.025)	-0.331 *** (0.025)
<i>List</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>Share</i>	-0.340 (0.225)	-0.671 ** (0.333)	-0.311 (0.235)	-0.367 (0.238)	-0.244 (0.198)	-0.575 * (0.322)
<i>Inda</i>	0.165 *** (0.062)	0.147 *** (0.055)	0.200 *** (0.059)	0.149 ** (0.060)	0.159 *** (0.054)	0.173 *** (0.042)
<i>Indb</i>	0.148 * (0.080)	0.170 * (0.087)	0.181 ** (0.079)	0.135 * (0.081)	0.148 * (0.081)	0.202 ** (0.089)
<i>Indc</i>	0.143 ** (0.057)	0.146 *** (0.057)	0.177 *** (0.056)	0.119 ** (0.052)	0.135 *** (0.050)	0.164 *** (0.046)
<i>Indd</i>	-0.173 *** (0.044)	-0.173 *** (0.043)	-0.149 *** (0.044)	-0.166 *** (0.046)	-0.183 *** (0.035)	-0.140 *** (0.034)
<i>Inde</i>	0.044 (0.058)	0.040 (0.056)	0.080 (0.070)	0.021 (0.060)	0.034 (0.067)	0.058 (0.080)
<i>Indf</i>	0.257 ** (0.118)	0.248 ** (0.110)	0.295 *** (0.105)	0.238 ** (0.116)	0.252 ** (0.113)	0.274 *** (0.096)
<i>Indg</i>	0.155 *** (0.054)	0.166 *** (0.057)	0.188 *** (0.055)	0.142 *** (0.053)	0.147 *** (0.049)	0.194 *** (0.050)
<i>Indh</i>	0.107 (0.127)	0.103 (0.123)	0.145 (0.127)	0.094 (0.127)	0.160 (0.142)	0.196 (0.142)
<i>Indi</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>Indj</i>	-0.235 *** (0.056)	-0.237 *** (0.055)	-0.199 *** (0.061)	-0.292 *** (0.055)	-0.253 *** (0.063)	-0.258 *** (0.069)
<i>Indk</i>	0.165 * (0.088)	0.163 * (0.090)	0.206 ** (0.104)	0.147 * (0.089)	0.161 * (0.093)	0.194 * (0.111)
<i>Indl</i>	0.112 * (0.067)	0.116 * (0.063)	0.147 * (0.077)	0.101 (0.066)	0.108 (0.068)	0.151 ** (0.071)
<i>Reg 1</i>	0.020 (0.040)	0.023 (0.038)	0.017 (0.041)	0.022 (0.041)	0.027 (0.040)	0.029 (0.039)
<i>Reg 2</i>	-0.194 *** (0.042)	-0.187 *** (0.041)	-0.199 *** (0.039)	-0.196 *** (0.036)	-0.194 *** (0.041)	-0.194 *** (0.032)

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
<i>Reg 3</i>	-0.047 (0.037)	-0.043 (0.037)	-0.052 (0.036)	-0.048 (0.034)	-0.050 (0.038)	-0.053 (0.036)
<i>Reg 4</i>	-0.061* (0.036)	-0.053 (0.034)	-0.065* (0.035)	-0.064** (0.032)	-0.061+ (0.037)	-0.061** (0.030)
<i>Reg 5</i>	0.058 (0.059)	0.071 (0.061)	0.054 (0.061)	0.063 (0.062)	0.056 (0.059)	0.071 (0.067)
<i>Ipod</i>	0.468* (0.266)	0.574* (0.304)	0.418 (0.285)	0.536* (0.280)	-0.625*** (0.011)	-0.637*** (0.010)
<i>Fshare</i>		0.367*** (0.142)				0.386*** (0.136)
<i>Finvol</i>			0.008* (0.005)			0.011** (0.005)
<i>Fpolit</i>				0.026*** (0.009)		0.025*** (0.009)
<i>Ftitle</i>					0.009 (0.013)	0.006 (0.014)
<i>_cons</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	1.005*** (0.233)	1.127*** (0.296)
<i>F</i>	1427.700	22.730	741.451	2573.987	346.644	61.810
<i>Adj_R²</i>	0.470	0.472	0.470	0.471	0.471	0.476

注：*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$, $N = 941$ ；年度控制变量 (*Ipod*) 基于版面限制未全部列示；括号内为标准误
资料来源：本文整理

六、结论及讨论

社会情感财富是家族企业决策的重要参照点,规避 SEW 损失是家族战略决策和行为选择的主要驱动因素。家族为保护 SEW,愿意以牺牲企业经济利益为代价。本文借助 IPO 这一情景,分析了家族企业在保护 SEW 与追求经济利益之间的权衡问题,并探讨了家族内部控制因素(家族持股和涉入程度)和外部声望因素(家族政治身份和荣誉)对家族为保护 SEW 所愿意支付的成本高低的影响。

本文以我国 2003—2014 年的 1358 家 IPO 公司为样本,得出以下研究结论:第一,相对于非家

族控制的企业,家族企业在 IPO 时会表现出更高的折价程度(比非家族企业的 IPO 折价率高出 26.7%,说明家族企业为了维护自身对企业的控制和外部声誉等 SEW,会以牺牲经济利益(IPO 折价)为代价;第二,家族持股和家族涉入程度与 IPO 折价之间呈现显著正相关关系,即随着家族内部对企业控制程度和意愿的增强,家族维护 SEW 的动机越高,愿意为之付出的代价越高,则最终导致家族企业表现出更高的 IPO 折价;第三,家族政治身份与 IPO 折价之间也呈现显著的正相关关系,即随着家族外部政治地位的提升,SEW 的禀赋程度被强化,进而促使家族愿意通过更高的 IPO 折价来保护家族政治地位。

本研究具有以下理论意义:首先,以往研究过于重视基于 SEW 理论视角来分析家族企业的战略决策行为,以及与非家族企业的决策差异性,但很少分析家族企业为维护 SEW 而付出的经济利益方面的代价问题。本文借鉴 Leitterstorf & Rau(2014)的研究,用家族企业 IPO 时愿意接受的额外折扣作为代表家族企业的 SEW 成本的代理变量,分析了中国情境下家族企业在获取经济效用和保护非经济效用之间的权衡问题,对比 Leitterstorf & Rau(2014)关于德国家族企业的研究结论,在中国情境下,家族企业为规避 SEW 等非经济利益的损失,愿意以放弃更高的经济利益为代价,即愿意承受更高的 IPO 折价的程度,这进一步完善了对 SEW 方面的研究。其次,家族企业并非一个同质化的群体,而以往基于 SEW 的研究忽略了家族企业之间的差异,从而难以反映不同家族企业在 SEW 方面的差别,也就很难揭示 SEW 的关键影响因素和 SEW 如何影响企业的决策行为(Berrone 等,2012),比如不同的家族企业在家族涉入程度和持股程度等方面不尽相同,现有研究较少探讨这些差别如何影响家族 SEW 进而影响家族的决策行为(朱沆等,2012)。考虑到家族企业之间的这种非同质性,本文分析了家族内部控制程度的差异性(家族持股和涉入程度上的差异)对家族保护 SEW 动机和决策的影响,从

而有助于剖析不同家族结构与保全和创造 SEW 动机之间的关系。第三,虽然很多研究表明,家族保全 SEW 的动机源自于内外部因素的影响,但现有研究较少关注外部制度规范性因素对家族维护 SEW 的影响作用。本文分析了家族外部社会声望的积累(已建立的政治地位和获得荣誉)在强化家族企业维护 SEW 过程中的作用机制。最后,本文对中国情境下家族企业 and 非家族企业在 IPO 折价上的不同程度提出了一个新的解释,对 IPO 折价研究也有理论贡献。

虽然 SEW 视角在解释家族所有者和家族企业有时偏离经济目标的原因这一点上实现了新的进展,但由于基于该视角的研究起步不久,现有研究均存在一些不足,也是本研究仍需要改进和完善的地方。比如,当前关于家族 SEW 的研究,尚缺乏完整的直接测量方法,所以,暂且只是将其作为一种构念或理论视角来解释家族企业在决策行为上的特殊性,并未直接检验家族 SEW 的程度与 IPO 折价行为之间的关系。现有研究还没有明晰地划分 SEW 构成维度,SEW 的测量方法仍有待完善(Zellweger 等,2012;朱沆等,2012)。未来研究需要明晰 SEW 的构成维度和测量方法,或借助心理学的研究方法来揭示其成因及与家族企业决策之间的关系和作用条件。

参考文献:

- [1] Anderson, R. C. & Reeb, D. M. Founding-Family Ownership, Corporate Diversification and Firm Leverage[J]. *Journal of Law and Economics*, 2003, (46): 653 - 684.
- [2] Arregle, J.-L., Hitt, M., Sirmon, D. & Very, P. The Development of Organizational Social Capital: Attributes of Family Firms [J]. *Journal of Management Studies*, 2007, (44): 73 - 95.
- [3] Arthurs, J. D., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W. & Johnson, R. A. Managerial Agents Watching other Agents: Multiple Agency Conflicts Regarding Underpricing in IPO Firms [J]. *Academy of Management Journal*, 2008, (51): 277 - 294.
- [4] Berrone, P., Cruz, C., Gómez-Mejía, L. R. & Larrazza-Kintana, M. Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-controlled Firms Pollute Less? [J]. *Administrative Science Quarterly*, 2010, (55): 82 - 113.
- [5] Berrone, P., Cruz, C. & Gómez-Mejía, L. R. Socioemotional Wealth in Family Firms [J]. *Family Business Review*, 2012, (25): 258 - 279.
- [6] Booth, J. R. & Chua, L. Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing [J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, (41): 291 - 310.
- [7] Busaba, W. Y., Benveniste, L. M. & Guo, R. J. The Option to Withdraw IPOs during the Premarket: Empirical Analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, (60): 73 - 102.

- [8] Casson, M. The Economics of the Family Firm[J]. *Scandinavian Economic History Review*, 1999, (47) : 10 – 23.
- [9] Chen, H. & Hsu, W. Family Ownership, Board Independence and R&D Investment [J]. *Family Business Review*, 2009, (22) : 347 – 362.
- [10] Chrisman, J. J. & Patel, P. C. Variations in R&D Investments of Family and Non-Family Firms: Behavioral Agency and Myopic Loss Aversion Perspectives [J]. *Academy of Management Journal*, 2012, (55) : 976 – 997.
- [11] Cyert, R. M. & March, J. G. A Behavioral Theory of the Firm [M]. Blackwell Press, 1963.
- [12] Deniz, D. & Suarez, K. Corporate Social Responsibility and Family Business in Spain [J]. *Journal of Business Ethics*, 2005, (56) : 27 – 41.
- [13] Flannery, M. J. & Rangan, K. P. Partial Adjustment toward Target Capital Structures [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, (79) : 469 – 506.
- [14] Gómez-Mejía, L. R. , Haynes, K. T. , Nuñez-Nickel, M. , Jacobson, K. J. L. & Moyano-Fuentes, J. Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Frms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills [J]. *Administrative Science Quarterly*, 2007, (52) : 106 – 137.
- [15] Handler, W. C. Succession in Family Firms: A Mutual Role Adjustment between Entrepreneur and Next-Generation Family Members [J]. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 1990, (15) : 37 – 51.
- [16] Ibbotson, R. G. Price Performance of Common Stock New Issues [J]. *Journal of Financial Economics*, 1975, (2) : 235 – 272.
- [17] Jones, C. D. , Makri, M. & Gómez-Mejía, L. R. Affiate Directors and Perceived Risk Bearing in Publicly Traded, Family-Controlled Firms: the Case of Diversification [J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2008, (32) : 1007 – 1026.
- [18] Kahneman, D. & Tversky, A. Prospect Theory: an Analysis of Decision under Risk [J]. *Econometrica*, 1979, (47) : 140 – 170.
- [19] Kepner, E. The Family and the Firm: A Co-Evolutionary Perspective [J]. *Organizational Dynamics*, 1983, (12) : 57 – 70.
- [20] Leitterstorf, M. P. & Rau, S. B. Socioemotional Wealth and IPO Underpricing of Family Firms [J]. *Strategic Management Journal*, 2014, (35) : 751 – 760.
- [21] Ljungqvist, A. P. & Wilhelm, W. J. IPO Pricing in the Dot-Com Bubble [J]. *Journal of Finance*, 2003, (58) : 723 – 752.
- [22] Lowry, M. & Shu, S. Litigation Risk and IPO Underpricing [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, (65) : 309 – 335.
- [23] Schulze, W. S. , Lubatkin, M. H. & Dino, R. N. Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms [J]. *Journal of Business Venturing*, 2003, (18) : 473 – 490.
- [24] Stavrou, E. , Kassinis, G. & Filotheou, A. Downsizing and Stakeholder Orientation among the Fortune 500: Does Family Ownership Matter? [J]. *Journal of Business Ethics*, 2007, (72) : 149 – 162.
- [25] Welch, I. Sequential, Sales, Learning, and Cascades [J]. *Journal of Finance*, 1992, (47) : 695 – 732.
- [26] Wiseman, R. M. & Gómez-Mejía, L. R. A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking [J]. *Academy of Management Review*, 1998, (23) : 133 – 153.
- [27] Zahra, S. A. , Hayton, J. C. & Salvato, C. Entrepreneurship in Family vs. Non-Family Firms: A Resource Based Analysis of the Effect of Organizational Culture [J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 2004, (28) : 363 – 382.
- [28] Zellweger, T. M. , Kellermanns, F. W. , Chrisman, J. J. & Chua, J. Family Control and Family Firm Valuation by Family CEOs: the Importance of Intentions for Transgenerational Control [J]. *Organization Science*, 2012, (23) : 851 – 868.
- [29] 曹正汉. 从借红帽子到建立党委——温州民营大企业的成长道路及组织结构之演变 [J]. 北京: 中国制度变迁的案例研究, 2006, (5).
- [30] 陈凌, 陈华丽. 家族涉入、社会情感财富与企业慈善捐赠行为 [J]. 北京: 管理世界, 2014, (8).
- [31] 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]. 北京: 经济研究, 2009, (4).
- [32] 张建军, 张志学. 中国民营企业家的政治战略 [J]. 北京: 管理世界, 2005, (7).
- [33] 朱沆, 叶琴雪, 李新春. 社会情感财富理论及其在家族企业研究中的突破 [J]. 上海: 外国经济与管理, 2012, (12).

Family Control, Socioemotional Wealth (SEW) and IPO Underpricing —An Empirical Study Based on Chinese Family Listed Companies

LIAN Yan-ling¹, GAO Hao², WANG Dong-xiao¹

(1. East China Normal University, Shanghai, 200241, China;

2. Tsinghua PBCSF, Beijing, 100083, China)

Abstract: Socioemotional wealth (SEW) is the non-economic utility that a family derives from its controlling position in a firm, is the most critical reference point for family firms. SEW becomes the family principals' frame of reference for taking strategic decisions, that is, gains or losses in SEW are the pivotal factors that guide the major strategic choices and policy decisions of family firms. SEW is the most important differentiator of the family firm as a unique entity and, as such, helps explain why family firms behave distinctively. Family firms are willing to sacrifice economic gains in order to preserve socioemotional wealth (SEW), even put the firm at risk in order to preserve SEW endowment.

Although SEW has already been used to explain the strategic behaviors of family firms and behavior differences between family and non-family firms, and although previous findings support the family firms are willing to sacrifice economic benefits in order to protect their SEW, the following questions have remained unclear: to avoid the loss of SEW, how much family firms are willing to pay? or how much economic interest are willing to give up to protect the SEW? Are all of the family firms willing to protect the SEW by giving up the same degree of economic interest? What's the rate of substitution between giving up the economic utility and preserving the non-economic utility (SEW) for family firms? what factors further affect the degree of this trade-off for different family firms.

Based on the above research blanks, this paper discusses the following two questions with the scenario of IPO: firstly, analyzing the tradeoff between protecting SEW and pursuing economic interest. At the IPO, family firms try to minimize the potential SEW losses even if this means sacrificing potential gains related to selling shares; secondly, exploring the effect of internal control factors (i. e. family ownership and family involvement) and external social prestige (i. e. family political status and family reputation) on the payment of protecting SEW, that is, the degree of sacrificing economic gains in order to minimize threats or losses to SEW.

We examine a sample of 1358 Chinese IPOs between 2003 and 2014, and get concludes: (i) For the sake of maintaining SEW, family enterprises are willing to accept more higher economic loss, the IPO underpricing of family firms is 26.7% higher than that of non-family firms; (ii) With the increased willingness of family control (i. e. family ownership and involvement of family members enhancing the family SEW), the IPO underpricing becomes higher for family firms. (iii) The external social prestige of family also increases the IPO underpricing of family firm. Especially with the external political status promoted, their endowment of SEW is enhanced, so that family would like to protect the political status through higher IPO underpricing. This study shows that the internal and external factors of family (family controlling structure and external political status) enhance the motivation of family firms to maintain their SEW. Besides, this paper also explains IPO underpricing from a new aspect of perspective.

Our study offers several contributions. First, Gómez-Mejía et al. (2007) argue that family firms are willing to sacrifice economic gains in order to preserve non-economic utility. Consequently, Leitterstorf & Rau (2014) offers the first proxy (IPO underpricing) for the costs of preserving SEW at the time of the IPO. The empirical evidence this paper presents not only supports Gómez-Mejía et al. (2007) argument, but offers a comparative study to Leitterstorf & Rau (2014)—Our conclusions show that Chinese family firms have higher IPO underpricing than Germany family firms. This paper further improves the study of relationship between SEW and IPO underpricing from the angle of SEW by applying Leitterstorf & Rau (2014)'s approach to different institutional settings such as China. Second, we contribute to the SEW literature by analyzing the effect of family internal control and external social reputation on the motivation of protecting the family SEW. Third, we contribute to the IPO underpricing literature by offering a new theoretical perspective, i. e., SEW perspective, for family firm in Chinese context.

Future research should analyze the long-term effects of an IPO on a family firm's SEW in more depth. In addition, researchers should develop an instrument for measuring SEW, and test directly the relationship between SEW and IPO underpricing or other strategic behavior. In this paper SEW is only a conceptual construct that has not yet been measured directly.

Key Words: family firm; family control; socioemotional wealth; IPO underpricing

(责任编辑:弘毅)

真实盈余管理的渠道效应研究*

罗琦*, 彭梓倩

(武汉大学经济与管理学院, 湖北 武汉 430072)

内容提要:相比既有研究单从整体上分析真实盈余管理对权益资本成本的影响, 本文从销售操纵、生产操纵和酌量费用操纵三个方面具体分析真实盈余管理如何影响公司权益资本成本, 并在LLV模型和罗琦、王悦歌(2015)的理论模型基础上考察真实盈余管理影响权益资本成本的渠道效应。本文以中国上市公司为研究样本进行实证检验, 研究发现, 上市公司实施真实盈余管理会导致其权益资本成本上升。进一步地, 本文发现, 真实盈余管理经由直接渠道、间接渠道和信号渠道作用于权益资本成本的效应存在差异, 直接渠道效应是增加资本市场盈余噪音, 从而导致公司权益资本成本上升; 而间接渠道效应、信号渠道效应则表明, 真实盈余管理会提高投资者对公司现金流水平以及经营业绩的预期。

关键词:真实盈余管理; 权益资本成本; 渠道效应

中图分类号:F328 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2016)08—0135—14

一、引言

上市公司会计盈余对于股票市场定价具有重要作用, 公司决策者往往通过应计或真实盈余管理操纵短期盈余达到财务目标(Graham等, 2005)。应计盈余管理是在现行会计准则允许范围内通过会计处理的方式实现, 往往会受到会计审查、会计弹性以及公司运营模式等因素的制约。真实盈余管理则是通过调整价格、产量、费用等方式刻意构造和操纵公司的实际生产经营活动, 能够在任意时点进行且难以被监管机构识别, 不仅影响会计盈余, 也会改变实际现金流分布。已有的研究表明, 上市公司对两种类型盈余管理的选择受制于外部环境, 并且越来越倾向于选择调整线上项目的真实盈余管理方式而非直接通过应计项目来管理盈余(Cohen等, 2008; Ho等, 2015; 龚启辉等, 2015)。

已有的文献对真实盈余管理的经济后果进行了研究, 但学者们的观点存在差异。一种观点认

为, 上市公司为了达到短期盈余目标而进行真实盈余管理, 不仅会降低财务报告的会计盈余质量, 还会扭曲正常的生产经营活动, 因而引发比应计盈余管理更为严重的经济后果(Cohen & Zarowin, 2010; 蔡春等, 2013); 而另一种观点认为, 公司通过真实盈余管理使盈余达到基本面目标, 可以提高利益相关者对公司声誉和管理者信誉的评价, 从而改善投资者对公司未来经营业绩的预期或向市场传递未来前景良好的信号(Gunny, 2010; Dinh等, 2015)。

Lambert等(2007)构建理论模型(一般称LLV模型)分析会计信息质量影响权益资本成本的直接渠道效应和间接渠道效应, LLV模型分析表明, 会计信息质量通过改变市场噪音信息而直接影响权益资本成本, 并通过影响公司内部决策改变现金流分布而间接影响权益资本成本; Kim & Sohn(2013)沿用LLV模型的思想检验真实盈余管理对权益资本成本的影响, 研究发现, 真实盈余管理的直接渠道、间接渠道效应都导致公司权益资本成本上升;

收稿日期:2016-03-04

* **基金项目:**国家自然科学基金项目“基于控股股东市场择时动机的公司投融资行为研究”(71272230); 教育部新世纪优秀人才支持计划“中国上市公司权益资本成本研究”(NCET-13-0437)。

作者简介:罗琦*(1969-), 男, 湖北松滋人, 教授, 工学博士, 研究方向为公司金融与资本市场、行为公司金融等, E-mail: luoqi@whu.edu.cn; 彭梓倩(1989-), 女, 湖北潜江人, 博士研究生, 研究方向为公司金融与资本市场, E-mail: peng_ziqian@whu.edu.cn。*为通讯作者。