

【企业管理】

# 绩优企业的投机经营行为分析

——来自中国上市公司的数据检验

贺小刚<sup>1,2</sup>, 李婧<sup>3</sup>, 吕斐斐<sup>1</sup>, 邓浩<sup>1</sup>

- (1. 上海财经大学国际工商管理学院, 上海 200433;
2. 上海财经大学浙江学院, 浙江 金华 321019;
3. 上海政法学院经济管理学院, 上海 201701)

**[摘要]** 本文基于社会心理学,从企业行为理论与前景理论角度探讨了企业处于绩优状态下的压力形成过程及其对投机经营的影响,分析了家族控制在这种绩优状态与投机行为之间的作用。基于中国上市公司的数据,本文研究发现:经营业绩相对较好的企业具有一种向上比较的倾向,其决策参照点将随着业绩的提高而上升,以至于这些企业一直处于高度的追赶性压力状态中;绩优企业将高期望目标变为现实进而缓解追赶性压力的主要途径是采取掏空式关联交易等短期的投机经营行为。另外,本文将企业的产权性质纳入研究模型后发现,相比于非家族制企业,家族企业在市场竞争过程中面临更大的资源获取压力,同时为了实现物质财富和情感财富的延续,它们在绩优状态下还将面临挑战性的追赶压力,进一步提高了家族企业在绩优状态下从事短期投机经营活动的动机。本文的研究对于理解绩优企业的决策行为具有一定的理论价值与现实意义,也进一步丰富了压力理论的研究成果。

**[关键词]** 绩优企业; 投机经营; 向上比较; 追赶性压力; 家族控制

**[中图分类号]**F272.0 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2015)05-0110-12

## 一、问题提出

企业的投机经营行为受到很多学者的关注。对于这种行为的解释存在不同的观点,比较有解释力且得到大多学者认同的主要是制度理论,即从规制性制度、规范性制度以及感知性制度等角度诠释企业投机行为产生的根源。例如,Baumol<sup>[1]</sup>研究发现,企业可能会因为过高的税收、过多的干预、过于繁杂的法律以及低下的行政效率等原因采取投机性活动;Olson<sup>[2]</sup>提出了“不可抑制型市场”的概

**[收稿日期]** 2015-02-10

**[基金项目]** 国家自然科学基金面上项目“家族结构、组织行为与私营企业成长机制研究”(批准号 71172140);国家自然科学基金项目“家族期望、投资决策与私营企业成长机制研究”(批准号 71372037);教育部人文社会科学青年基金项目“企业家团队的所有权、社会资本与创新绩效关系研究”(批准号 12YJ630093)。

**[作者简介]** 贺小刚(1971—),男,江西永新人,上海财经大学国际工商管理学院讲席教授,上海财经大学浙江学院教授,管理学博士;李婧(1984—),女,山东梁山人,上海政法学院经济管理学院副教授,管理学博士;吕斐斐(1987—),女,浙江永康人,上海财经大学国际工商管理学院博士研究生;邓浩(1988—),男,甘肃金昌人,上海财经大学国际工商管理学院博士研究生。

念,认为由于欠发达国家的市场机制不完备或者正式制度不允许,大量被称之为“黑色”、“灰色”或“偏离白色”的市场会自发形成。中国经济转型过程中的诸多投机行为(如资本市场的严重投机行为)也与法制、法规监管不健全以及体制不完善紧密相关。不过,制度理论可能难以解释在同一制度背景下为何有些企业将有限的资源花费在投机行为上而有些企业则侧重于技术创新等变革活动。压力理论在一定程度上解决了这一问题,该理论认为,企业之所以倾向于采取投机行为,关键在于其财务业绩恶化、产出竞争力下滑,以及冗余资源不足,等等。但值得注意的是,传统的压力理论仅仅将压力限定于组织经营状况恶化、已经处于衰败甚至临近破产的阶段,导致该理论难以解释一些绩优企业(如美国世通公司、安然公司等)为何通过会计操纵的方式欺骗投资者。这些公司在丑闻披露之前对于公众而言都是业绩不错的企业,与同行业的一般企业相比并没有多大的竞争性压力。许多利益相关者对经营业绩相对较好的绩优企业往往寄予厚望,希望它们能够在经济社会发展过程中做出更多的积极贡献,比如履行更多的社会责任。但现实数据显示这些绩优企业同样具有投机经营的动机。为此,需要反思的是,绩优企业缘何从事短期的投机经营活动?

本文认为早先的压力理论对于压力的界定过于狭隘,应该赋予其新的含义。基于前景理论与企业行为理论,压力往往产生于决策者内心所感受到的现实与期望之间的期望差距(Attainment Discrepancy)<sup>[3]</sup>。但值得注意的是,这种压力并不仅限于未实现期望水平的生存压力,那些经营业绩超过平均水平、处于期望顺差状态的企业同样会面临一种压力——追赶性压力,因为这些企业往往具有一种向上比较的动力,一直想要维持或实现一个相对更高的业绩水平。在这种追赶性压力的驱动下,冒险性的行为和策略(比如投机经营等)就可能被采纳。本文的研究为深入理解企业投机经营行为提供了新的分析角度,进一步丰富了压力理论的研究成果。

## 二、理论框架与研究假设

与创新等活动一样,投机经营也是非常普遍的经济现象。它作为组织经济学中重要的行为假设之一,如果按照 Williamson 的解释<sup>[4]</sup>,是指交易主体不充分揭示有关信息或者歪曲信息的所有行为,尤其是指那些精心策划的误导、歪曲颠倒或其他混淆视听的行为。所以,只要有利可图,投机经营行为就会存在。比如生产者生产危险的消费品,厂商推广误导消费者的广告或进行欺骗性的销售活动,企业恣意排污导致环境严重破坏,渠道间供应商的不公正威胁及不履行承诺,资本市场上操纵股市并牟取暴利,等等,都是企业在经营过程中可能采取的非正式经济活动,即投机经营活动。投机经营的外在表现往往是交易主体以撒谎、盗窃以及欺骗等形式和手段提高其自身的收入或降低其运作成本。虽然投机经营可能是企业短期内提高其竞争力与环境适应性的策略之一,有助于提高其自身的经济利益,但往往会牺牲其他交易主体的利益。因此,从道德或伦理的观点看,企业的投机经营行为违反了它对其利益相关者应尽的责任与义务。许多理论流派对于企业为何从事投机经营活动给出了解释,如制度理论、压力理论等。压力理论产生了许多有价值的发现,成为解释企业为何会从事投机行为、参与违规活动的一个主要理论基础<sup>[5]</sup>。但早先的压力理论仅将压力限定于财务困境或组织衰败等状态下,这种思路对于压力的理解是比较狭隘的。本文认为,即使处于期望顺差状态下的绩优企业仍旧会感知到一种经营压力,即追赶性压力,以致其倾向于采取投机经营等非生产性活动。这种现象尤其在家族制企业中更为明显。由此本文建立了以下理论框架(见图 1)。

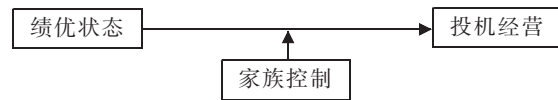


图 1 绩优状态、家族控制与投机经营关系模型

资料来源:作者绘制。

### 1. 绩优企业的向上比较、追赶性压力与投机行为

决策者倾向于在相似的竞争性群体中确定一个参照对象,根据实际经营状况与该参照对象的

基本水平相比较的结果,即目标差距来界定其自身的经营状况,将达到期望水平视为“成功”,而未达到该期望水平则被视为“损失”。经营压力往往来自于决策者内心所感受到的这种现实与期望水平之间的差距<sup>[5]</sup>,包括质性的比较与量化的要求。经典的企业行为理论支持者如 Simon<sup>[6]</sup>认为,相对而言,有限理性的决策者更习惯于将连续的经营状态转化为困境与顺境两种不同的经营状态以简化决策程序;Kahneman and Tversky<sup>[7]</sup>的前景理论同样将实际的效用水平与选定参考系后的相对差距,即获益或损失作为决策的依据。如此一来,期望水平将直接影响到决策者可能感知到的压力程度。早期的一些心理学家研究发现,期望水平是个体对其正常能力的评估与其可感知的理想业绩之间的某个值,现在的一些学者则将个体决策中的期望水平描述为能够给决策者带来满意的最小产出。简言之,学术界对于期望水平的确定主要体现为以下两个方面:①以均值作为参考点<sup>[8]</sup>,这主要是基于与当前竞争对手相比较而确定的基本目标,是最常用的期望水平;②以生存参考点作为决策依据<sup>[9]</sup>,这是基于威胁—刚性理论而提出的,即认为决策者在经历实质性或持续的损失时可能更加关注如何维持生存的问题。

既然在决策者看来,绩效是一个相对概念,那么,正的业绩产出可能被认为是损失,负的产出也可能被视为获益。许多学者认同的是,相对的产出才是影响决策者行为选择的关键因素。不过很明显,那些倾向于以生存点作为参考依据的企业是基于向下比较(Downward Comparisons)的逻辑做出决策。但基于社会心理学的研究成果发现,人类的期望水平倾向于与其前期类似工作的业绩保持连续性,因而决策者的参照点是可变动的,在不成功时会下降,在取得成功后会上升。也就是说,决策者还可能存在着一种向上比较(Upward Comparisons)的倾向,甚至将“最优业绩”作为决策标杆。这得到了一些社会心理学家的经验支持,如 Festinger<sup>[10]</sup>、Wood<sup>[11]</sup>研究发现,决策者倾向于在一个参考集团中进行向上比较,将所感知到的能够比得上的其他竞争者作为参考对象并极力想比它们做得更好,甚至做到其参考集团中的最佳业绩水平。

对于企业而言,本文认为它们也具有与个体决策者相似的特征与行为表现。对于那些处于期望落差状态下的企业,可能会以平均水平作为参照点,但对于那些处于期望顺差状态下的业绩相对较好的绩优企业而言,则不太可能仍以平均水平作为自己的决策参照点<sup>[12]</sup>。因为不同的利益相关者几乎都对绩优企业提出了更高的要求,有了更高的期望,以至于这些企业的决策者时刻处于一种要努力实现期望水平的追赶性压力下。不过,与那些处于期望落差状态中的企业所面临的生存性压力不同,绩优企业的追赶性压力主要源于其向上比较的动力。①由于企业的实际绩效不可能以等同于期望水平上升的增长率持续地增长,它最终会达到一个顶峰,而期望水平则可以无限提高,如此一来,绩优企业虽然不会面临竞争性的压力,但会面临一种由于向上比较而导致的追赶性压力。②企业的潜在投资者等利益相关者的高期望水平是管理者无法控制的,过高的期望水平往往导致企业高管未来将面临高成本的负面反应,比如一旦没有达到期望水平,这些利益相关者就可能失望,甚至传播负面的信息,等等,这无形之中提高了企业高管的追赶性压力。另外,值得注意的是,与生存性压力不同,绩优企业的追赶性压力受到“好了还想更好”的驱动,导致这种追赶性行为会不间断地存续和积累,以致企业将一直处于难以实现期望目标的困境中。

生存性压力会导致企业采取冒险行为,这已得到许多学者的理论与经验研究的证实,本文认为,追赶性压力同样会促使企业高管采取冒险的投机经营行为。①随着绩优企业期望水平的提高,无法实现期望的可能性也提高了,因为企业必须保持越来越好的状态才能维持现有的市场地位。这种要求越来越好的高压情景导致企业陷入一种潜在的损失状态之中。②处于期望顺差状态中的绩优企业在市场上释放了一个利好信号,以至于利益相关者对其具有更好的业绩预期,但对于企业高管而言,这种心理上的绩优状态并不是确定的,反而可能是一种潜在的损失,这就增加了这些绩优企业采取冒险行为的可能性。企业冒险行为的表现形式可能有多种,比如创新。不过,追赶性压力更有可能诱使企业进行投机活动,因为压力往往会摧毁决策者的自我感知能力、自尊心与



自我效能感,并扭曲信息搜集的能力,从而降低企业高管试图通过创新等变革活动实现经营目标的动力。尤其是绩优企业,要实现那些来自利益相关者的高期望水平,往往需要更多的资源和更强的组织能力。但资源的获取尤其是组织能力的组建需要长时间的专有性投入,所以,通过正常的能力组建等途径往往难以解决这种心理落差问题。在这种情景下,投机经营相对而言更具有优势,比如投入成本低但其杠杆作用明显且时效快,以至于更加及时地解决问题。一些学者的经验研究也支持了这种观点,比如 Mishina et al.<sup>[13]</sup>研究发现,面临潜在损失的绩优企业的决策者往往更倾向于采取诸如投机经营的方式,进而确保利益相关者不至于太失望。基于上述分析,本文提出:

假设 1:如果企业处于期望顺差的绩优状态,那么,它从事投机经营活动的动机将会增强。

## 2. 企业产权性质的调节效应

压力不仅受制于企业的经营状况,还有一个常被忽略的重要因素,就是企业的产权性质。本文认为,相对于非家族制企业,家族企业在市场竞争中将面临更大的压力,更有可能从事一些投机经营活动。这一方面是由于在中国渐进式制度变革过程中,国有企业与政府之间存在着天然的密切联系,它们更容易得到金融机构的信贷支持,更容易获得政府补贴和再融资,甚至享受政府赐予的市场进入权等;其他的民营企业尤其是有外资背景的企业,在税收政策、技术与市场上也具有先天的优势。相比而言,家族制企业在资源获取、市场进入等方面往往处于劣势,甚至遭到政府有关部门的歧视。家族制企业为了生存和成长往往会被迫进行投机经营活动。另外,值得注意的是,在中国的制度转型过程中,许多家族企业主在企业经营效益好转的情况下还可能面临一种优质资产被盘剥、家族财富受到威胁的压力<sup>[14]</sup>。这就导致绩优状态下的家族企业试图通过短期的投机活动弥补可能遭受到的潜在损失。

家族企业主及其成员是以自身几乎所有的物资资本和人力资本对企业进行投资的,这与其他非家族企业比如国有企业的决策者纯粹以国有资产代理人的身份进行决策的行为不同;也与非家族控制的民营企业不同,因为这类企业仅投入有限的物资资本而没有将家族的命运与企业的命运相互捆绑在一起。所以,相比于其他的非家族制企业,家族制企业具有更为强烈的家产保护意愿,当它们处于绩优状态时,也就倾向于选择更高的经营目标并采取相应的措施以维持这种状态。这种“好了还想更好”的动力导致家族企业主的经营压力相对于其他非家族制企业更大,因而其投机经营的动机也就更加强烈。此外,家族企业主往往将企业组织而不是其有生之年的有限的物质财富视为传递给下一代的财产<sup>[15]</sup>,这一传递过程能否实现取决于企业的兴衰,而兴衰的关键在于利益相关者的支持。因此,家族企业必须在市场竞争中不断地释放出利好的消息。随着利好消息的不断发布,一种荆棘效应自然产生,即社会利益相关者对家族企业的期望水平会不断提高,这就导致家族成员在绩优状态下更倾向于采取投机经营活动以实现自己与他人的期望。

与其他的非家族制企业将经济利益作为主要的追求目标不同,家族企业主及其成员除了追求物质财富以外,还将非经济利益作为经营过程中的主要诉求。这些非经济利益主要体现在对社会情感财富(Socioemotional Wealth)的追求上<sup>[16]</sup>,比如家族成员对企业的认同、家族和谐、家族成员的情感依附、紧密的社会关系、家族影响力、家族王朝承续与繁荣等,成为重要的决策依据。当社会情感财富也成为家族企业决策中的重要决策参照点时,也会加大家庭企业进行投机行为的可能性。比如 Kellermanns et al.<sup>[17]</sup>的理论研究发现,过于追求社会情感财富使得家族企业表现出消极的、不利于甚至是牺牲非家族参与者利益的行为,这也是家族制出现“黑暗面”的根源之一。所以,本文认为处于期望顺差中的家族企业相对于其他企业更倾向于采取铤而走险的策略,如通过投机经营活动来实现高成长的目标。基于此,本文提出:

假设 2:相对于非家族企业,家族企业更有可能在期望顺差的绩优状态下从事投机经营活动。

### 三、研究方法和变量设计

#### 1. 样本选择与数据来源

本文以 2007—2011 年沪深上市公司样本为基础,剔除 ST、SST、\*ST 类,银行、证券、保险等金融类受管制的以及其他从事公共事业的公司样本。采用配对选择法(Matched—Sample Design),以家族控制企业为基础,依据同行业、企业规模与企业寿命相近的标准,以 1:2 的比率配对选取了研究样本,本文最终获得了 1890 个样本观测值。本文所使用的股权结构以及大股东身份数据、企业绩效数据、企业特征数据来源于 CSMAR 数据库、CCER 经济金融研究数据库以及 WIND 数据库。对于股权结构和股东身份数据缺失的样本,本文依据年报中“公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图”进行了弥补。为确保数据的准确性,本文还通过新浪财经网、巨潮资讯网、金融界、中国上市公司资讯网等国内专业网站对数据进行了核实。根据 GICS 全球行业分类标准,本文的样本主要集中于制造业、电子信息技术和批发零售业等竞争激烈的行业,且大部分样本企业集中在东南地区,其次是环渤海地区,西北和西南地区样本较少。

#### 2. 主要变量的定义与描述

(1)投机(SPECU)。投机经营行为存在多种表现形式,本文的分析对象为上市公司,侧重于资本市场上企业投机行为的表现,以常用的掏空式关联交易以及受到证监会处罚的事件与程度衡量企业的短期投机行为。具体包括:①关联交易额;②关联交易次数;③证监会公开处罚次数;④证监会公开处罚金额。其中,关联交易限于掏空式关联交易,并对关联交易金额、处罚金额进行了自然对数处理。受到证监会的公开处罚意味着企业已涉及较为严重的投机行为,该指标能够检测到企业是否会在绩优状态下采取一些比较严重的甚至是非法的投机行为。在统计检验之前,本文对这四个指标进行了主成分分析,结果显示,KMO 为 0.701,Bartlett's 球形检验的 Chi-Square 得到显著水平( $p < 0.01$ ),因子载荷分别为 0.811、0.787、0.712、0.695,累计解释百分数为 75.46%。在后续实证检验中,将以因子分析的得分值衡量企业的投机行为。

(2)绩优状态(GAIN)。本文认为,企业的业绩表现是一种心理感知,是进行社会比较的结果。当企业处于一种顺境状态时,它们可能认为自己应归属于绩优企业类别。而顺境是相对的,衡量这种相对地位的指标一般是以自身的业绩与某一参考点进行比较,包括横向的社会比较及其自身的历史比较。本文所指的顺境主要是指企业所处的竞争地位超过了其他企业,所以,采取了社会比较的测量方法。期望顺差的测量指标一般使用财务数据,本文同时以总资产回报率(ROA)与销售净利率(ROS)进行衡量<sup>[18]</sup>。企业的实际经营业绩超过期望水平的差距越大,意味着企业越是处于绩优的经营状态。借鉴 Chen<sup>[19]</sup>以及 Chrisman and Patel<sup>[20]</sup>的方法,本文通过以下公式计算行业期望水平:

$$IE_{i,t-1} = (1 - \alpha_1)IM_{t-2} + \alpha_1 IE_{i,t-2} \quad (1)$$

式中, $\alpha_1$ 代表权重,是介于[0,1]之间的数值,同样借鉴 Chen<sup>[19]</sup>的方法,仅给出了  $\alpha_1=0.4$  时的检验结果。 $IM_{t-2}$ 为企业所在行业  $t-2$  期的行业绩效中位值水平。企业  $i$  在  $t-1$  期的行业期望水平  $IE_{i,t-1}$  为企业  $i$  在  $t-2$  期所在行业的业绩中位值水平(权重为 0.6)和  $t-2$  期的行业业绩期望(权重为 0.4)的加权组合。企业  $i$  在  $t-1$  期的行业业绩的期望差距为实际业绩  $P_{i,t-1}$  与行业业绩期望值  $IE_{i,t-1}$  之差。如果  $P_{i,t-1} - IE_{i,t-1} > 0$ ,则认为企业  $i$  在  $t-1$  期的实际业绩高于行业业绩期望值,即处于期望顺差状态(GAIN);反之,则认为企业  $i$  在  $t-1$  期的实际业绩低于行业业绩期望值,即处于期望落差状态(LOSS)。根据 Chen<sup>[19]</sup>以及 Chrisman and Patel<sup>[20]</sup>的方法,本文将期望顺差与期望落差设计为两个连续且截尾的变量。另外,虽然本文关心的是企业的绩优状态,但为了分离出期望落差效应,同时鉴别这种期望顺差与期望落差对企业冒险行为选择的影响是否存在差别,本文将其同时纳入研究模型中。

(3)家族控制(FCON)。本文将满足下述条件的情况设定为家族控制:最终控制者能追踪到自然人或者一个家族,且最终控制者直接或间接持有的公司股份必须占被投资上市公司的最大比重<sup>[21]</sup>。

只要满足上述条件,设计为 1;否则为 0。对于控制者的确定,本文基于上市公司年报中的公司与实际控制人之间的产权及控制关系来判断。

(4)控制变量(*CONT*)。根据以往的研究文献,本文包括以下控制变量:①企业寿命(*LIFE*)。采用企业已创建的年限测量。②企业规模(*SIZE*)。以资产总额进行测量,并在模型中取对数。③冗余资源(*SLAC*)。以流动比率、资产负债率、费用与收入比(三大费用总和/销售收入)3个指标的平均值衡量。④政治关联(*POLI*)。本文将董事会成员与企业高层管理者近3年内担任过的政府部门职务数进行累计,如果该成员担任过相关政府职务,则记为1;担任过多个职务,则累加。⑤制度环境(*MARK*)与行业竞争环境(*IN\_HI*)。考虑到较好地区的投资环境伴随着较高的全要素生产率,因此,对地区投资环境的度量和评级被认为是对中国地区制度效率的一种度量。基于该研究结果,本文将东南和环渤海地区视为高制度效率环境,赋值为0,其余4个地区则为低制度效率环境,赋值为1;行业竞争环境采用赫芬达尔指数(*HHI*)衡量。⑥公司治理。包括管理层与董事成员的持股量(*SHARE*)、管理层与董事成员中前3名的薪酬总额取对数(*SALA*)、董事会规模(*BOAR*)、外部董事比率(*INDI*)、最大股东的持股比(*SHAR*)、CEO与董事长分设(*CEOC*)。⑦高管基本特征。包括高管的平均年龄(*AGE*)、平均任期(*TENU*)、平均受教育水平(*EDU*)。此外,本文设定年度虚拟变量(*YEAR*)控制年度变化趋势对企业行为选择的可能影响。

### 3. 描述性统计分析

本文按照年份、行业以及地区分别对家族企业与非家族企业的投机经营状况进行了描述性统计,如表1所示。可以看出,无论是家族企业还是非家族企业,2007—2011年企业关联交易额以及关联交易次数均呈现非常显著的下降趋势。然而,从证监会公开处罚的次数看,非家族企业接受证监会处罚的次数呈下降趋势,而家族企业接受证监会处罚的次数则呈上升趋势。从证监会公开处罚的金额看,只要存在处罚,罚金就出现逐年上涨的趋势。这些变化在一定程度上说明中国关于企业投机的监管力度以及处罚力度逐渐加大,关于抑制企业投机经营的法制越来越完善。同时,由家族企业与非家族企业的对比分析可以看出,家族企业在关联交易额、关联交易次数、证监会公开处罚次数和处罚金额方面均高于非家族企业,这也说明家族企业更倾向于进行投机经营。不同行业中的企业进行投机经营的倾向也不同。一般而言,关联交易在社会服务类行业发生较多,在采掘业发生较少,接受处罚最多的企业也集中在社会服务类行业。同时,无论处于哪个行业,家族企业的投机状况均高于非家族企业。另外,在不同制度环境下,企业进行投机经营的倾向也存在差异。一般而言,西北地区的企业更有可能从事投机经营,这与本文前面关于制度环境的分析结果一致。同样,无论处于哪个地区,家族企业的投机经营状况均高于非家族企业。

## 四、检验结果与讨论

### 1. 模型设定与检验处理

为检验本文提出的假设,设定如下模型:

$$SPECU_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GAIN_{i,t-1} + \beta_2 FCON_{i,t-1} \times GAIN_{i,t-1} + \sum Control_{i,t-1} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t-1} \quad (2)$$

式中, $SPECU_{i,t}$ 为被解释变量,表示企业*i*在第*t*年的投机经营状况。解释变量 $GAIN_{i,t-1}$ 表示企业*i*在*t-1*期处于期望顺差的绩优状态,为截尾的虚拟变量。考虑到投机行为被揭露出来可能存在一个时间差,本文采取其他学者的方法,对解释变量取了滞后一期的数据。 $FCON$ 表示企业*i*为家族控制。 $Control_{i,t-1}$ 代表企业层面和个体层面的控制变量,包括企业规模、寿命、政治关联、冗余资源、高管的平均年龄、受教育水平与持股量,以及行业竞争性、所处的制度环境等。 $Year$ 和 $Industry$ 表示年度与行业固定效应, $\varepsilon$ 为随机扰动项。

在具体检验之前,本文对数据做了如下处理,以确保模型估计的一致性和有效性:①为避免业绩受行业特征影响,对业绩指标ROA和ROS分别进行了行业调整;②为避免异常值对检验结果的



**表 1 企业投机状况按年份、行业与区域的分布情况**

类别		关联交易金额(万元)		关联交易次数(次)		公开处罚次数(次)		公开处罚金额(万元)	
		非家族	家族	非家族	家族	非家族	家族	非家族	家族
时间	2007	6.288	5.202	1.754	1.519	0.049	0.050	0.000	0.000
	2008	5.202	5.364	1.737	2.282	0.031	0.038	0.015	0.043
	2009	3.264	4.064	1.102	1.482	0.041	0.041	0.028	0.000
	2010	2.532	3.783	0.604	0.988	0.034	0.064	0.027	0.070
	2011	2.462	3.439	0.489	1.197	0.032	0.067	0.000	0.064
行业	A	2.130	4.690	0.562	1.576	0.025	0.054	0.008	0.000
	B	3.886	4.648	1.168	1.641	0.037	0.049	0.000	0.033
	C	3.447	4.496	0.600	1.268	0.000	0.000	0.000	0.000
	D	3.829	3.735	0.956	1.335	0.041	0.060	0.000	0.116
	E	3.845	4.319	1.303	1.388	0.000	0.063	0.000	0.000
	F	4.255	4.625	1.400	1.562	0.077	0.126	0.057	0.195
	G	4.108	4.094	1.017	1.298	0.136	0.033	0.062	0.000
	H	4.799	4.197	1.445	0.857	0.143	0.112	0.000	0.000
	I	3.018	4.421	0.739	1.644	0.037	0.015	0.047	0.000
区域	Reg_1	3.340	4.251	0.990	1.622	0.020	0.036	0.013	0.000
	Reg_2	4.157	4.821	0.715	1.699	0.037	0.048	0.020	0.000
	Reg_3	2.856	4.173	1.076	1.343	0.050	0.075	0.034	0.134
	Reg_4	3.146	3.882	0.877	1.090	0.075	0.020	0.000	0.000
	Reg_5	3.889	4.848	0.952	1.631	0.024	0.100	0.000	0.096
	Reg_6	4.697	4.436	1.316	1.450	0.041	0.055	0.000	0.056
总体		3.606	4.432	1.019	1.516	0.037	0.053	0.014	0.040

注:表中“类别”一栏的字母分别代表:A 采掘业,B 制造业,C 电力、煤气及水的生产和供应业,D 建筑业,E 信息技术业,F 批发和零售贸易,G 房地产业,H 社会服务业,I 综合类;Reg\_1 东南地区(江苏、上海、浙江、福建和广东),Reg\_2 环渤海地区(山东、北京、天津和河北),Reg\_3 中部地区(安徽、河南、湖北、湖南和江西),Reg\_4 东北地区(黑龙江、吉林、辽宁),Reg\_5 西南地区(云南、贵州、广西、四川、重庆和海南),Reg\_6 西北地区(山西、陕西、内蒙古、宁夏、青海、甘肃和新疆)。

资料来源:作者利用 Stata 软件计算。

影响,对连续变量在 1%的水平上进行了 Winsorize 缩尾处理;③为避免多重共线性的影响,对交互项进行了中心化处理。此外,对所有解释变量进行了方差膨胀因子(VIF)诊断,结果显示平均 VIF 为 3.200,由此可以排除多重共线性问题;④考虑到本文的数据为面板数据,可能存在异方差、时间序列相关和横截面相关等问题,采用了 Driscoll-Kraay 标准差进行估计,确保得到的标准误差具有无偏性、一致性和有效性。本文在后续的面板数据模型估计中,主要采用 D-K 标准误方法估计。同时,为确保检验结果的稳健性,本文对标准误差进行了企业层面的 Cluster 群聚调整、Bootstrap 自抽样方法和 Robust 异方差稳健性方法检验。

## 2. 检验结果

表 2 是绩优状态与投机经营间关系的检验结果以及家族控制对此关系的制约作用。结果显示,各个模型都具有显著的解释力。其中,模型 1 和模型 2 是以 ROA 衡量绩优状态时的结果,模型 3 和模型 4 则是以 ROS 衡量绩优状态时的结果。模型 1 的结果表明,GAIN 为正且在 10%的水平上显著,其在模型 2 中仍旧显著,假设 1 得到验证。模型 2 中的 GAIN 与 FCON 的交互项系数为正且在 1%的水平上显著,假设 2 得到验证。模型 3 的结果表明,GAIN 为正且在 5%的水平上显著,其在模型 4 中仍旧显著,进一步验证假设 1。模型 4 中的 GAIN 与 FCON 的交互项系数为正且在 1%的水平上显著,进一步验证假设 2。上述结果表明,处于期望顺差中的绩优企业确实存在很明显的投机

可能性,而且家族控制对绩优状态与投机经营之间的关系具有显著的正向调节作用,即相对于非家族企业,家族企业在绩优状态下更有可能采取投机性的经营活动。

表 2 绩优状态与投机经营关系的检验结果

	以 ROA 作为衡量绩优状态的依据		以 ROS 作为衡量绩优状态的依据	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
<i>LIFE</i>	0.0501(0.050)	0.0642(0.049)	0.0372(0.050)	0.0694(0.049)
<i>SIZE</i>	-0.0031(0.014)	-0.0022(0.014)	0.0046(0.014)	0.0032(0.015)
<i>SLAC</i>	-0.0132(0.009)	-0.0113(0.009)	-0.0206*(0.009)	-0.0136(0.009)
<i>SALA</i>	-0.1411*(0.057)	-0.1284*(0.057)	-0.1524**(0.057)	-0.1294*(0.057)
<i>BOAR</i>	-0.0080(0.007)	-0.0091(0.007)	-0.0082(0.007)	-0.0073(0.007)
<i>INDI</i>	0.1691(0.296)	0.1322(0.294)	0.1466(0.295)	0.1545(0.293)
<i>SHAR</i>	-0.0023*(0.001)	-0.0020*(0.001)	-0.0023*(0.001)	-0.0026*(0.001)
<i>CEOC</i>	0.0413(0.042)	0.0454(0.042)	0.0397(0.042)	0.0424(0.041)
<i>AGE</i>	-0.0074(0.006)	-0.0051(0.006)	-0.0085(0.006)	-0.0063(0.006)
<i>TENU</i>	-0.0013(0.016)	-0.0021(0.016)	-0.0032(0.016)	-0.0048(0.017)
<i>EDU</i>	-0.0072(0.031)	-0.0085(0.031)	-0.0089(0.032)	-0.0087(0.032)
<i>IN_HI</i>	0.1445*(0.065)	0.1493*(0.065)	0.1123(0.065)	0.1225(0.064)
<i>POLI</i>	-0.0570(0.071)	-0.0654(0.071)	-0.0508(0.072)	-0.0603(0.070)
<i>MARK</i>	0.0231(0.034)	0.0163(0.034)	0.0245(0.034)	0.0165(0.033)
<i>FCON</i>	-0.0202(0.038)	-0.0041(0.039)	-0.0175(0.038)	-0.0083(0.038)
<i>LOSS</i>	-1.1274*** (0.215)	-2.105*** (0.289)	-2.1052*** (0.310)	-4.0804*** (0.406)
<i>GAIN</i>	0.4904 *(0.281)	1.4973*(0.726)	0.0026** (0.001)	0.0045*(0.002)
<i>LOSS×FCON</i>		-2.4552** (0.944)		-0.0245(0.065)
<i>GAIN×FCON</i>		4.2614*** (0.576)		2.0284*** (0.403)
<i>Cons</i>	0.9092*(0.433)	0.5352(0.437)	1.0584*(0.424)	0.676(0.422)
Adj. R <sup>2</sup>	0.0352	0.0460	0.0433	0.0662
F	4.8223***	5.8074***	5.5324***	7.4985***

注: \*\*\*, \*\* 和 \* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平, 括号中是回归系数标准差。行业效应与时间效应已控制。N=1890。  
资料来源: 作者利用 Stata 软件计算。

为了更加形象地说明绩优状态与企业投机经营之间的关系以及这种关系在家族企业与非家族企业之间的差异, 本文绘制了图 2 和图 3, 分别描绘了基于 ROA 和 ROS 计算的企业绩优状态和投机经营之间的关系。图 2 是根据模型 2 的回归系数以及在设定其他控制变量取均值的情况下, 对自变量取不同数值求出企业投机行为概率的基础上得出的; 图 3 则是基于模型 4 的回归结果得到的。图 2 说明了家族企业在经营业绩高于行业期望水平而处于期望顺差状态时会随着业绩进一步改进而从事投机经营活动, 虽然非家族制企业从事投机的可能性也将随着期望顺差的改进而增加, 但两种不同类型企业的边际作用存在显著差异, 在同等的绩优状态下, 家族企业从事投机经营的概率明显高于非家族企业。图 3 的结果与图 1 基本一致, 意味着在绩优状态下, 家族制企业相对于非家族制企业更有可能从事投机性生产活动。另外, 这些图形还表明, 期望落差状态下的企业行为表现与其他很多学者的预期是一致的, 即期望落差越大则企业组织的冒险动机越强烈, 投机生产的投入或受到的处罚也越大。

### 3. 稳健性检验

本文通过 4 个指标衡量企业的投机经营行为, 但实际上这些投机经营的行为与后果是否在绩优状态下表现出相同的作用方向, 在上述主成分分析框架下是无法鉴别出来的。为此, 本文分别将



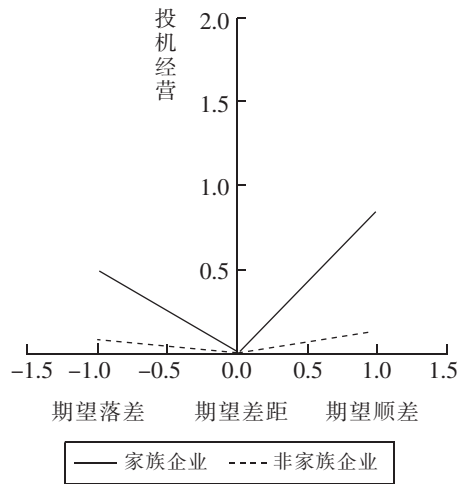


图2 绩优状态(ROA)与企业投机经营

资料来源:作者绘制。

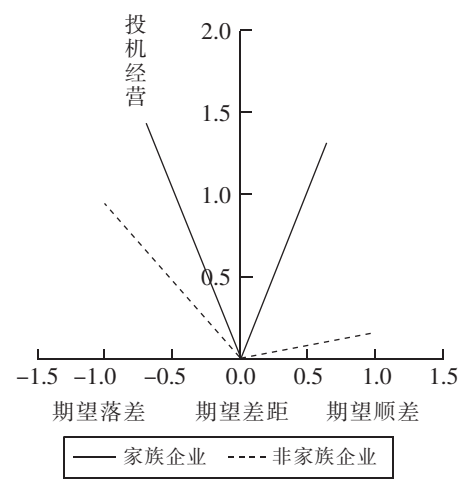


图3 绩优状态(ROS)与企业投机经营

资料来源:作者绘制。

这4个指标作为因变量,采取相同的统计处理方法进行了检验,结果如表3所示。结果表明,各个模型都具有比较显著的拟合效果。

表3中以ROA为基础的绩优状态检验结果表明,模型1中的GAIN为正且在5%的水平上显著,意味着企业的绩优状态提高了企业掏空式关联交易的金额,不过,模型2中该变量的作用虽然仍为正,但却不太显著。模型3中的GAIN为正且在10%的水平上显著,模型4中这种作用在1%水平上显著,意味着企业的绩优状态显著提高了企业掏空式关联交易的次数。模型5中的GAIN为正但不显著,不过,模型6中该变量在10%水平上显著为正。模型7中的GAIN为正且在10%水平上显著,但在模型8中加入了交互项变量之后,其作用减弱。假定只有当上市公司的投机行为具有显著的恶劣影响时才会受到证监会的公开处罚,上述结果意味着绩优状态确实会导致企业采取一些恶劣的甚至非法的手段以维持其在资本市场上的良好业绩形象。另外,就交互作用而言,模型2的结果显示GAIN与FCON的交互项为正且在1%水平上显著,模型4中该交互项的作用仍旧显著为正。这就意味着相对于非家族企业,家族企业更有可能在期望顺差的绩优状态下频繁地进行掏空式关联交易并具有强烈的提高关联交易金额的动机。同样地,模型6中GAIN与FCON的交互项为正且在1%水平上显著,模型8中该交互项也仍旧显著为正。所以,对于那些家族制企业而言,它们相对于非家族制企业具有更为强烈的动机去采取一些恶劣的甚至非法的投机活动。

表3中以ROS为基础的绩优状态检验结果表明,模型1中的GAIN为正且在10%的水平上显著,模型2中GAIN仍旧显著为正。模型3中的GAIN为正且在1%水平上显著,并且在模型4中GAIN仍旧较为显著。所以,绩优状态提高了企业掏空式关联交易金额与频率。模型5—模型8中的GAIN均为正但不显著,该结果与上述基于ROA计算的绩优状态的检验结果存在一定的差异,其原因可能是企业没有将销售净利率作为一个至关重要的业绩指标。另外,就交互作用而言,模型2的结果显示GAIN与FCON的交互项为正且在1%水平上显著,模型4中该交互项的作用也仍旧为正,但不太显著。这就意味着相对于非家族企业,家族企业更有可能在期望顺差的绩优状态下提高关联交易金额的动机。同样地,模型6中GAIN与FCON的交互项为正且在1%的水平上显著,模型8中该交互项也仍旧显著为正。因此,对于那些家族制企业而言,它们往往具有更为强烈的动机去采取一些恶劣的甚至非法的投机活动。

综上,处于期望顺差状态下的绩优企业确实对投机行为产生比较显著的偏好,而一旦这些企业为家族所控制,则其投机的动机更为强烈,尤其是对于掏空式关联交易的额度具有更为显著的边际影响,即使受到证监会的公开处罚,也仍然未能遏制这种投机的行为。另外,本文的检验结果还存在

表 3 绩优状态与投机经营单指标关系的检验结果

	关联交易金额		关联交易次数		公开处罚次数		公开处罚金额	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
基于 ROA 的绩优状态								
<i>CONT</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>FCON</i>	1.987 (4.483)	2.490 (4.502)	3.196** (1.057)	3.255** (1.060)	-0.018 (0.078)	0.038 (0.079)	-0.015 (0.019)	-0.005 (0.019)
<i>LOSS</i>	-5.853 (5.114)	-4.709 (8.646)	-3.482*** (1.424)	-2.917* (1.278)	-4.663*** (0.631)	-8.862*** (0.826)	-0.732*** (0.149)	-1.419*** (0.196)
<i>GAIN</i>	8.718** (3.158)	4.420 (4.910)	0.004* (0.002)	0.006*** (0.002)	1.755 (1.998)	3.129* (1.476)	0.606* (0.348)	0.049 (0.235)
<i>LOSS×FCON</i>		-3.107 (11.307)		-1.264 (1.006)		-4.861* (1.918)		-0.911* (0.453)
<i>GAIN×FCON</i>		1.154*** (0.426)		7.914** (2.202)		9.068*** (1.172)		1.483*** (0.276)
<i>Cons</i>	-45.141 (49.355)	-52.442 (49.731)	-74.755*** (11.635)	-72.709*** (11.707)	2.373** (0.863)	1.563 (0.856)	0.367 (0.202)	0.233 (0.202)
Adj. R <sup>2</sup>	0.090	0.090	0.198	0.201	0.048	0.073	0.022	0.034
F	10.756***	9.919***	25.774***	24.008***	5.938***	8.101***	3.210***	4.199***
基于 ROS 的绩优状态								
<i>CONT</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>FCON</i>	2.049 (4.467)	2.267 (4.502)	3.209** (1.047)	2.885** (1.055)	-0.020 (0.078)	0.034 (0.079)	-0.016 (0.018)	-0.007 (0.018)
<i>LOSS</i>	-0.004 (0.008)	-0.004 (0.009)	-3.941*** (0.5848)	-5.425*** (0.789)	-2.618*** (0.438)	-4.775*** (0.589)	-0.371*** (0.102)	-0.704*** (0.139)
<i>GAIN</i>	1.336* (0.639)	6.326** (3.318)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.004 (0.008)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	0.002 (0.004)
<i>LOSS×FCON</i>		-0.704 (0.426)		-27.957* (11.015)		-0.003 (0.008)		-0.002 (0.002)
<i>GAIN×FCON</i>		2.455*** (0.234)		0.091 (0.104)		4.474*** (0.820)		0.693*** (0.193)
<i>Cons</i>	-49.677 (50.333)	-53.121 (51.083)	-84.916*** (11.801)	-90.071*** (11.960)	1.976* (0.882)	1.151 (0.890)	0.329 (0.206)	0.202 (0.210)
Adj. R <sup>2</sup>	0.087	0.087	0.206	0.208	0.0400	0.052	0.016	0.023
F	11.012***	10.514***	28.129***	27.210***	5.241***	6.427***	2.757***	3.236***

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%、10%的显著性水平,括号中是回归系数标准差。行业效应与时间效应已控制。N=1890。

资料来源:作者利用Stata软件计算。

其他一些有价值的发现,比如冗余资源丰富的企业从事投机经营的可能性会降低,高管与董事会成员的报酬激励有助于降低投机行为,股权集中度具有降低投机经营的可能性,行业竞争具有提高投机经营的可能性,处于期望落差状态下的业绩恶化强化了企业的投机经营动机。

## 五、结论与启示

本文基于社会比较心理学,从企业行为理论与前景理论角度探讨了企业处于绩优状态下的压

力形成过程及其对企业决策行为的影响,并分析了家族控制在绩优状态与投机经营之间的调节作用。本文的理论分析与数据检验得到以下结论:①绩优企业具有一种向上比较的动力,倾向于随着业绩的提高而逐步提高期望水平,甚至以竞争集团内业绩最好的企业为标杆;而企业的利益相关者如资本市场的分析师对于绩优企业的评价往往过于乐观,以至于处于绩优状态下的企业倾向于提高其目标水平。②企业的实际业绩不可能像提升期望水平那样持续地保持一种高速增长的速度,以至于绩优企业将一直处于一种追赶性的高压状态中,并且在这种压力状态下,企业的投机经营动机也逐渐增强。③相比于非家族控制的企业,家族控制的企业在市场竞争中面临更大的资源获取压力,并且为了实现家族物质财富与情感财富的延续,这些企业还将面临更大的挑战性压力,以致它们采取短期的投机经营活动。本文的研究具有以下几个方面的启示:

(1)传统的压力理论较为狭隘地界定“压力”,没有考虑到市场竞争过程中那些绩优企业也可能面临一种追赶性的、满足其他利益相关者的高期望压力。并且本文研究还发现,这种向上比较所引致的追赶性压力可能促使这些绩优企业采取短期的投机经营活动。这在一定程度上说明了企业投机行为可能具有一定的普遍性,因而企业的利益相关者尤其是潜在的投资者以及政府主管部门不能仅仅关注那些处于穷困阶段的企业的投机经营活动,对于绩优企业的投机行为同样不可忽视。

(2)投机经营在一定程度上是充满风险的,将面临声誉的损失或遭致经济的制裁,绩优企业本应将投机性活动约束在一定范围内。本文的研究结论表明,这些绩优企业具有强烈的动机从事投机性活动,之所以出现这种结果,除了制度性因素以外,另一个重要的原因在于实现高期望水平必须依靠强大的资源体系与组织能力,但实际上这些支撑性的条件与要素往往供给不足。所以,企业的利益相关者不能轻易地被绩优企业的外在表现所误导,业绩优秀的背后可能就是陷阱。为了降低企业的投机经营行为,不能仅寄希望于制度环境的完善,企业本身应该制定理性的期望目标,其他社会利益相关者则应更理性地看待企业的经营业绩。

(3)企业所感受到的压力可能源于其与生俱来的身份。在市场化进程中,那些身份模糊、还未得到广泛利益相关者认同的企业,比如贴上了家族制标签的企业,往往无法公平地参与竞争,导致其发展所需的资源供给不足。本文研究发现,一旦这些家族制企业具有了较强的盈利能力,则会致使其本能地去追求更高的目标以致陷入一种追赶性压力状态下。本文的这一研究结论对于许多民营企业或家族企业具有一定的启示意义,即期望目标的确定不能仅基于逐步上升的经营业绩,而应该理性地处理家族与企业之间的关系。

#### [参考文献]

- [1]Baumol, W. J. Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive [J]. *Journal of Political Economy*, 1990,98(5):893-921.
- [2]Olson, M. Power and Prosperity: Outgrowing Communist and Capitalist Dictatorships [M]. New York: Basic Books, 2000.
- [3]Lant, K. Aspiration Level Adaptation: An Empirical Exploration[J]. *Management Science*, 1992,38(5):623-644.
- [4]Williamson, O. The Economic Institutions of Capitalism[M]. New York: Free Press, 1985.
- [5]Greve, R., J. Baum, H. Mitsuhashi, and T. Rowley. Built to Last But Falling Apart: Cohesion, Friction and Withdrawal from Inter-firm Alliances[J]. *Academy of Management Journal*, 2010,53(2):302-322.
- [6]Simon, H. A Behavioral Model of Rational Choice[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1955,69(1):99-118.
- [7]Kahneman, D., and A. Tversky. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk[J]. *Econometrica*, 1979, 47(2):263-292.
- [8]Fiegenbaum, A., S. Hart, and D. Schendel. Strategic Reference Point Theory[J]. *Strategic Management Journal*, 1996(17):219-235.
- [9]Staw, B. M., L. E. Sandelands, and J. E. Dutton. Threat-rigidity Effects in Organizational Behavior: A Multilevel Analysis[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1981,(26):501-524.
- [10]Festinger, L. A Theory of Social Comparison Processes[J]. *Human Relations*, 1954,7(2):117-140.



- [11]Wood,J. Theory and Research Concerning Social Comparisons of Personal Attributes [J]. Psychological Bulletin, 1989,106(2):231-248.
- [12]Bromiley, P. Testing a Causal Model of Corporate Risk Taking and Performance [J]. Academy of Management Journal, 1991,34(1):37-59.
- [13]Mishina, Y., B. J. Dykes, and E. S. Block. Why “Good” Firms Do Bad Things: The Effects of High Aspirations, High Expectations, and Prominence on the Incidence of Corporate Illegality [J]. Academy of Management Journal, 2010,53(4):701-722.
- [14]Lim, E. K., M. H. Lubatkin, and R. M. Wiseman. A Family Firm Variant of the Behavioral Agency Theory [J]. Strategic Entrepreneurship Journal, 2010,4(3):197-211.
- [15]Anderson, R., and D. Reeb. Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 [J]. The Journal of Finance, 2003,58(3):1301-1328.
- [16]Gomez-Mejia, R., and M. Wiseman. Does Agency Theory Have Universal Relevance? A Reply to Luatkin, Lane, Collin, and Very[J]. Journal of Organizational Behavior, 2007,28(1):81-88.
- [17]Kellermans, F., K. Eddleston, and R. Sarathy. Innovativeness in Family Firms: A Family Influence Perspective[J]. Small Business Economics, 2012,38(1):85-101.
- [18]Audia, P.,and H. Greve. Less Likely to Fail: Low Performance, Firm Size, and Factory Expansion in the Shipbuilding Industry[J]. Management Science, 2006,52(1):83-94.
- [19]Chen,Wei-ru. Determinants of Firms’ Backward-and Forward-looking R&D Search Behavior [J]. Organization Science, 2008,19(4):609-622.
- [20]Chrisman, J., and C. Patel. Variations in R&D Investments of Family and Nonfamily Firms: Behavioral Agency and Myopic Loss Aversion Perspectives[J]. Academy of Management Journal, 2012,55(4):976-997.
- [21]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.

## **Analysis of Opportunistic Behavior in Firms with Good Performance —Evidence from Chinese Listed Companies**

HE Xiao-gang<sup>1,2</sup>, LI Jing<sup>3</sup>, LYU Fei-fei<sup>1</sup>, DENG Hao<sup>1</sup>

(1. School of International Business Administration of SUFE, Shanghai 200433, China;

2. School of Zhejiang of SUFE, Jinhua 321019, China;

3. School of Economics & Management of SUPSL, Shanghai 201701, China)

**Abstract:** In light of social psychology, behavioral theory of the firm and prospect theory, this paper explores the process of formation of pressure in firms with good performance and its influences on opportunistic behaviors. We further analyze the moderating effects of family control on the relationship between good performance and opportunistic behaviors. Using the data of listed firms from China, we found that firms with good performance have tendencies to compare with other better firms so that they enhance their aspiration level and then brought about the high pressure of catch-up. Firms with good performance mainly use related transactions and other short-term opportunistic activities to release the stress of catching up with competitors. In addition, this paper incorporate property structure right into research model and found that family firms have more pressure in acquiring resources in competitive marketplace than non-family firms. Meanwhile, family firms also have more pressure of catch-up in order to maintain socioemotional wealth which improves their motivations of conducting opportunistic activities. This paper has both theoretical and practical significance in understanding Chinese firm’s decision in emerging economy, which also can fulfill the literatures of pressure theory.

**Key Words:** firms with good performance; opportunistic behavior; upward comparison; pressure of catch-up; family control

**JEL Classification:** M13 M21 L23

〔责任编辑:覃毅〕