



家族企业代际传承： 经理人能力和信息甄别的视角

王哲兵¹, 韩立岩², 孙静¹

1 首都经济贸易大学 会计学院, 北京 100070

2 北京航空航天大学 经济管理学院, 北京 100191

摘要: 中国的家族企业面临的困难选择在于是家族继承还是市场代理。从公司治理角度看, 这是代理成本与企业长期价值的比较问题, 还要考虑营商环境的不确定性和企业控制权的丢失; 从微观经济学的角度看, 这是市场信息完善和要素定价的问题。因此, 需要一个考虑不确定性的分析框架。

采用实物期权定价方法, 构建家族企业继承人选择的期权定价模型, 用期权定价模型研究职业经理人能力和资本市场信息甄别能力与家族企业继承人选择之间的关系。用上市企业所在地的人才吸引力和行业内企业数目作为经理人人才储备的替代变量, 反映经理人能力; 用企业股票的个别风险反映资本市场的信息甄别能力。以1998年至2016年上市的家族企业为样本, 用Logit回归模型对数据进行回归, 用实证检验方法对理论模型的结论进行实证检验。

研究结果表明, 企业所在地人才吸引力越高, 同行业经理人储备越充足, 资本市场的信息甄别能力越强, 家族企业聘任职业经理人继任企业总经理的概率越高, 而且资本市场甄别能力与经理人储备之间存在一定的替代关系。中国家族企业继承模式在2011年以后发生了显著的变化, 2011年以前绝大多数家族企业选择家族内部成员继任企业总经理, 2011年以后过半数的企业开始考虑聘任职业经理人。在家族企业继承过程中存在性别差异, 二代为男性时上述结论仍然成立, 二代为女性时上述结论并不成立, 统计数据表明二代性别为女性时家族企业更偏好聘任职业经理人。

研究突破了传统的代理理论框架, 通过期权定价模型将经理人能力和资本市场信息甄别能力代入继承人选择模型中, 开拓了新的研究视角。不仅为民营企业的继承人选择、也为混合所有制改革背景下国有企业经理人的市场化提供制度设计和改善的理论依据; 提供了经理人能力水平和资本市场信息甄别能力与家族企业继承人选择之间的经验证据, 为家族企业向现代企业制度转型和促进中国职业经理人市场的跨地域均衡发展以及提高资本市场信息甄别能力提供政策参考。

关键词: 经理人能力; 资本市场; 信息甄别; 家族企业; 企业继承

中图分类号: F276.5

文献标识码: A

doi: 10.3969/j.issn.1672-0334.2019.04.011

文章编号: 1672-0334(2019)04-0145-15

收稿日期: 2018-08-11 **修返日期:** 2019-05-30

基金项目: 国家自然科学基金(71673020, 71690244)

作者简介: 王哲兵, 管理学博士, 首都经济贸易大学会计学院讲师, 研究方向为公司金融和金融发展等, 代表性学术成果为“民主还是集权: 创业者治理结构的选择”, 发表在2013年第2期《经济学(季刊)》, E-mail: wzb626@163.com
韩立岩, 理学博士, 北京航空航天大学经济管理学院教授, 研究方向为金融工程和知识管理等, 代表性学术成果为“Macroeconomic uncertainty: does it matter for commodity prices?”, 发表在2014年第10期《Applied Economics Letters》, E-mail: hanly@buaa.edu.cn
孙静, 管理学博士, 首都经济贸易大学会计学院讲师, 研究方向为碳金融和行为财务等, E-mail: sunjing@cueb.edu.cn

引言

改革开放40年来,中国的家族企业已迎来代际传承的高峰。据2016年新财富500富人榜的数据显示,中国近四分之一的民营企业已60岁以上,50岁以上的民营企业接近七成。这意味着近七成的家族企业正在寻找接班人,近四分之一的家族已处于交接过程中。然而中国的独生子女制度导致家族企业后继乏人^[1],2015年发布的《中国家族企业传承报告》数据显示,15%的二代明确表示不愿意接班,另有45%的二代对于接班的态度尚不明确,仅有40%的二代明确表示愿意接班。2016年8月《福布斯》发表了一篇题为《中国一半以上家族企业后继乏人》的文章,称中国改革最早一批企业家中的很多人发现他们的子女无意接管家族企业。因此,对这些企业而言,引入职业经理人、建立所有权与经营权分离的现代企业制度迫在眉睫。然而,中国的职业经理人市场历史短、发展并不均衡,因此,从理论上研究职业经理人能力和资本市场信息甄别能力与家族企业代际传承之间的关系,对于提高中国的职业经理人能力和改善家族企业继承的良性社会环境非常重要。

1 相关研究评述

由于家族企业具有初创成本低、家族成员可信度高、内部凝聚力强等特点,世界上大多数的私有企业及部分上市企业均为家族企业^[2]。但是,当家族企业发展到一定规模时,资源来自家族内部的传统模式将制约家族企业的发展。如想突破瓶颈,家族企业急需吸收家族外部的金融资本和人力资本进行现代化转型。在转型的过程中,家族企业的代际传承问题无疑为其核心问题。遑论企业如何继承,单就家族企业股权结构,ELLUL et al.^[3]和TSOUTSOURA^[4]的研究表明,若非严峻的资金约束或高额的遗产税,绝大多数的家族企业不会出售企业股份,企业会竭尽全力将控制权保留在家族内部。即使迫于各种压力,家族企业会出售企业股份,但家族可以通过更为复杂的股权结构将企业控制权保留在家族内部。NENOVA^[5]认为,家族企业包括其他性质的大股东可以通过金字塔结构、发行双级股票、表决权信托、联姻甚至收养养子等方式将控制权保留在家族内部。然而复杂的股权结构势必对企业的经营管理产生影响,大量的学者对其经济后果进行研究。李善民等^[6]对中国上市的家族企业进行研究的结果表明,家族控制和金字塔结构等降低企业的生产率。除股权结构,国外学者还研究联姻或收养养子等方式的经济后果。MEHROTRA et al.^[7]的研究表明,由养子继承的企业其业绩显著优于由血亲继承的企业。但家族企业为何会如此选择,学术界一般从家族企业继承和经理人变更两个层面探讨该问题。

关于家族企业继承人选择的内在机理,大量学者通过研究分析发现这一问题受法律制度、社会环境、传统文化甚至创业者的成长经历等多方面的影响。ANSARI et al.^[8]考察了家族权威、董事独立性和

股东保护等因素对继承人选择的影响,结果表明相对于其他因素,董事独立性在继承人选择过程中起决定性的作用;GIULIANO et al.^[9]的研究表明,个人的成长经历影响人对世界的看法,年轻时经历过经济衰退的人认为自己的成功过程中运气的因素大于个人努力,因此更偏好支持左翼思想。与西方发达国家相比较,中国市场化程度较低,相关法律制度尚不健全,故而众多学者针对中国特殊的外部环境,研究家族企业继承人选择的内在机理和家族企业治理过程中对外部环境的替代机制。陈凌等^[10]认为当处于市场化程度较低的制度环境下,企业会选择家族涉入和建立政治联系等替代机制;BENNETSEN et al.^[11]通过研究中国的家族企业发现,中国家族企业的继承决策为适应外部机遇和约束条件下的最优选择;吕鸿江等^[12]从信任机制匹配的角度将家族企业治理模式分为亲缘型家族企业治理模式、礼法型家族企业治理模式、交往型泛家族企业治理模式、契约型泛家族企业治理模式。在家族企业的继承过程中,家族企业是继续选择亲缘型家族企业治理模式还是选择契约型泛家族企业治理模式,取决于家族与经理人之间的信任匹配机制。

在家族企业继承过程中,究竟哪些要素是需要传承下去的。窦军生等^[13]研究发现,企业家默会知识、企业家关系网络和企业家精神是家族企业代际传承过程中企业家个体层面需要传承的三大类要素;吴炯^[14]认为家族企业传承的中心任务是剩余控制权的传承,其外在表现是作为剩余控制权载体的股权和经营权的传递,以及作为剩余控制权支撑基础的接班人人力资本和社会资本的培养;胡旭阳等^[15]认为企业政治资本因构成家族企业独特的战略资源而成为代际传承要素,企业家参政议政“代际接力”是中国家族企业实现企业政治资本代际转移的重要渠道。与所有权不同,家族企业的所有权可以直接通过财产继承完成转移,但是企业家如何才能实现默会知识和关系网等其他核心资源的代际转移,众多学者对此进行研究。李新春等^[16-17]研究发现,二代继承者一个可能的选择不是简单地继承父业,而是“另创领地”进入其他行业或领域,这一组合创业是其面对自身权威合法性不足以及比较期望过高的不利环境时,构建个人权威和显示其能力合法性的战略选择。

针对不同的继承方式,大量的学术研究探讨不同的治理结构对企业业绩的影响。陈德球等^[18]从CEO变更的视角,考察家族控制和职业化经营特征对不同类型家族企业治理效率的影响,结果表明家族控制特征降低职业化经营的家族企业中的代理问题,加重家族成员担任CEO的企业中的代理问题;李欢等^[19]考察家族企业的“去家族化”与企业价值之间的关系,发现家族企业“去家族化”水平越高,企业价值就越高,经营业绩也更好;刘白璐等^[20]研究传承过程中家族内部冲突对企业业绩的影响,结果表明传承冲突越高的家族企业业绩越差,家族所有

权配置效应被削弱。除治理结构外,不同的继承方式还会影响企业的管理哲学、企业战略和技术创新等。ACHARYA et al.^[21]研究不同企业组织模式对企业创新的影响,结果表明外部资本依赖度高的行业,与家族企业相比较,非家族企业在创新方面的表现更为优异,然而内部资本依赖度高的行业,家族企业与非家族企业在创新方面的表现并无差异;赵晶等^[22]探讨传承对企业战略的影响,发现家族企业在代际传承窗口期内发生显著的战略变革,选择更具差异化的企业战略,传承人合法性显著影响战略变革幅度;MULLINS et al.^[23]研究不同类型企业CEO的管理哲学,结果表明非家族企业的CEO在进行财务决策时以股东财富最大化为目标,但家族企业的CEO以及企业的创始人在决策时更关注员工和债权人等利益相关者的利益。

从经理人变更视角,中国学者就职业经理人市场发展水平与继承人选择之间的关系进行了大量的研究。由于中国的职业经理人市场并不完善,因此学者早就开始关注职业经理人市场与家族企业继承人选择之间的关系。李新春^[24]认为中国职业经理人市场失灵,影响了家族企业职业经理人的引入;吴应军等^[25]的研究表明,与美国等国家的企业相比,中国的企业在实行接班人计划上显得很消极,他们认为这是中国企业在职业经理人市场发育迟缓的情况下,不得不采用的一种策略性模糊,其用意在于减少对未来接班人的私人信息进行甄别的成本;徐细雄等^[26]利用中国家族控股上市企业数据,实证检验经理人市场对家族企业治理转型产生的影响,结果表明经理人市场对家族企业治理转型有显著的影响。随着中国经济的腾飞,中国的职业经理人市场发展迅速,资本市场也不断完善,创业投资和产业投资基金市场的快速发展对于职业经理人市场起到了积极的推动作用。魏春燕等^[27]以创业板上市企业为研究对象,研究发现在家族企业和包装费用高的企业中,更容易出现高管扎堆辞职的现象,并且创业板市场对高管辞职的反应显著为负。从“募投管退”的风投模式出发,对于参与创业企业前期发展的职业经理人提出巨大需求,对前期资本负责的职业经理的参与也降低了创业企业的代理成本^[28-29]。在这一背景下,需要研究家族企业外部经理人市场不完善和动态改进情况,并考虑资本市场信息甄别能力对于家族企业继承人选择的影响,尤其需要扎实的经验证据。因此,本研究将家族企业继承人选择问题视为一个实物期权,当职业经理人能力低于二代继承人时,企业选择二代继任总经理;当职业经理人能力高于二代继承人时,企业选择聘任职业经理人。本研究利用期权定价模型探讨职业经理人能力和资本市场信息甄别能力对家族企业继承人选择的影响,并提供经验证据。

2 模型分析和研究假设

在家族企业的继承过程中,董事会面临两个选

择,即在家族内部遴选经理人或在外部职业经理人市场聘任合适的经理人。因此,可将家族企业的继承人选择问题视为一个期权,当外部职业经理人能力低于家族内部继承人能力时,家族企业可选择内部继承模式,即不行权;当外部职业经理人能力高于家族内部继承人能力时,家族企业可选择行权,即从外部经理人市场聘任一个职业经理人。本研究借鉴HERMALIN^[30]和王哲兵等^[31]的方法,给出该期权的定价模型,并通过分析模型中各参数与期权价值之间的关系给出相关推论。

2.1 模型的假设

假设1 企业总经理的继任者有两种选择,来自家族内部(用下标0表示)或者来自职业经理人市场(用下标1表示)。假设董事会不能精确地观测到总经理候选人(以下简称候选人)的能力 p ,但可知候选人能力的概率分布,候选人的能力服从均值为 μ 、方差为 $\frac{1}{\tau}$ 的正态分布。

若候选人来自家族内部,其能力 p_0 服从正态分布 $N(\mu_0, \frac{1}{\tau_0})$, p_0 为家族内部候选人能力, μ_0 为该候选人能力的均值, $\frac{1}{\tau_0}$ 为该候选人能力分布的方差。

若候选人来自外部职业经理人市场,其能力 p_1 服从正态分布 $N(\mu_1, \frac{1}{\tau_1})$, p_1 为外部候选人能力, μ_1 为该候选人能力的均值, $\frac{1}{\tau_1}$ 为该候选人能力分布的方差。

假设2 董事会通过面试和试用等方式考察候选人的行为,可获得信号 y , y 也服从正态分布。若候选人来自家族内部,信号 y_0 服从正态分布 $N(\mu_0, \frac{1}{s_0})$, y_0 为家族内部候选人的观测信号, μ_0 为该信号的均值,与 p_0 的均值相同, $\frac{1}{s_0}$ 为该信号的方差。 s_0 为董事会对内部候选人能力估计的信息含量,董事会获得的信息含量越高,对候选人能力估计的方差越小,因此 $\frac{1}{s_0}$ 也可表示董事会对内部候选人能力估计的精确度。

若候选人来自外部职业经理人市场,信号 y_1 服从正态分布 $N(\mu_1, \frac{1}{s_1})$, y_1 为外部候选人的观测信号, μ_1 为该信号的均值,与 p_1 的均值相同, $\frac{1}{s_1}$ 为该信号的方差。 s_1 为董事会对外部候选人能力估计的信息含量,董事会获得的信息含量越高,对候选人能力估计的方差越小,因此 $\frac{1}{s_1}$ 也可表示董事会对外部候选人能力估计的精确度。

由于董事会对家族内部候选人的了解程度高于外部候选人,因此假设 $\frac{1}{s_0} < \frac{1}{s_1}$, p_0 与 p_1 相互独立, y_0 与 y_1 也相互独立。

假设3 在获得信号 y_0 和 y_1 后,董事会分别更新对 p_0 和 p_1 的估计。通过比较 p_0 的后验估计值与 p_1 的后验估计值的高低,决定是否解雇当前经理人。

假设修正后 p_0 服从均值为 $\hat{\mu}_0$ 、方差为 $\frac{1}{\hat{\tau}_0}$ 的正态分布,有

$$\hat{\mu}_0 = \frac{\tau_0\mu_0 + s_0y_0}{\tau_0 + s_0} \quad \hat{\tau}_0 = \tau_0 + s_0$$

其中, $\hat{\mu}_0$ 为修正后家族内部候选人能力的均值, $\frac{1}{\hat{\tau}_0}$ 为修正后家族内部候选人能力分布的方差^[32]。

假设修正后 p_1 服从均值为 $\hat{\mu}_1$ 、方差为 $\frac{1}{\hat{\tau}_1}$ 的正态分布,有

$$\hat{\mu}_1 = \frac{\tau_1\mu_1 + s_1y_1}{\tau_1 + s_1} \quad \hat{\tau}_1 = \tau_1 + s_1$$

其中, $\hat{\mu}_1$ 为修正后外部候选人能力的均值, $\frac{1}{\hat{\tau}_1}$ 为修正后外部候选人能力分布的方差。

2.2 期权定价模型

当 $\hat{\mu}_0 < \hat{\mu}_1$ 时,董事会将选择职业经理人继任企业总经理;当 $\hat{\mu}_0 \geq \hat{\mu}_1$ 时,企业将选择家族内部继承人。故可将 $\hat{\mu}_1$ 视为期权的执行价格。

给定家族内部和外部候选人水平,期权到期日的收益为 $\max\{0, \hat{\mu}_1 - \hat{\mu}_0\}$ 。参考JOHNSON et al.^[33]给出的指数化期权定价公式可知,该收益的期望就是期权的价值。将 $\hat{\mu}_0$ 和 $\hat{\mu}_1$ 的表达式代入 $(\hat{\mu}_1 - \hat{\mu}_0)$,可得

$$\begin{aligned} \hat{\mu}_1 - \hat{\mu}_0 &= \frac{\tau_1\mu_1 + s_1y_1}{\tau_1 + s_1} - \frac{\tau_0\mu_0 + s_0y_0}{\tau_0 + s_0} \\ &= (\mu_1 - \mu_0) + \\ &\quad \left[\frac{s_1}{\tau_1 + s_1}(y_1 - \mu_1) - \frac{s_0}{\tau_0 + s_0}(y_0 - \mu_0) \right] \quad (1) \end{aligned}$$

由于 y_0 和 y_1 服从相互独立的正态分布,且给定 μ_0 和 μ_1 , y_0 和 y_1 的均值和方差均为已知,由此可知 $\left[\frac{s_1}{\tau_1 + s_1}(y_1 - \mu_1) - \frac{s_0}{\tau_0 + s_0}(y_0 - \mu_0) \right]$ 服从均值为0、方差为 $\frac{s_0}{\tau_0(\tau_0 + s_0)} + \frac{s_1}{\tau_1(\tau_1 + s_1)}$ 的正态分布。

为使表达简洁,假设

$$z = \sqrt{H} \left[\frac{s_1}{\tau_1 + s_1}(y_1 - \mu_1) - \frac{s_0}{\tau_0 + s_0}(y_0 - \mu_0) \right]$$

$$H = \frac{1}{\frac{s_0}{\tau_0(\tau_0 + s_0)} + \frac{s_1}{\tau_1(\tau_1 + s_1)}}$$

则 z 服从均值为0、方差为1的标准正态分布。期权价值为

$$\begin{aligned} V &= E[\max(0, \hat{\mu}_1 - \hat{\mu}_0)] \\ &= \int_{-\infty}^{+\infty} \max\{0, (\mu_1 - \mu_0) + \frac{z}{\sqrt{H}}\} \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{z^2}{2}} dz \end{aligned}$$

$$= (\mu_1 - \mu_0) \{1 - N[(\mu_0 - \mu_1)\sqrt{H}]\} + \frac{1}{\sqrt{2\pi H}} e^{-\frac{1}{2}(\mu_0 - \mu_1)^2 H} \quad (2)$$

其中, V 为期权价值, $N(\cdot)$ 为标准正态分布累计密度函数。

2.3 模型分析

对(2)式的期权定价模型求偏导,可得

$$\frac{\partial V}{\partial \mu_0} = N[(\mu_0 - \mu_1)\sqrt{H}] - 1 \quad (3)$$

$$\frac{\partial V}{\partial \mu_1} = 1 - N[(\mu_0 - \mu_1)\sqrt{H}] \quad (4)$$

由于 $N(\cdot)$ 是标准正态分布累计密度函数,因此 $0 < N[(\mu_0 - \mu_1)\sqrt{H}] < 1$,可知, $\frac{\partial V}{\partial \mu_0} < 0$, $\frac{\partial V}{\partial \mu_1} > 0$ 。由此可知,期权价值是关于家族内部候选人能力分布均值 μ_0 的减函数、关于外部候选人能力分布均值 μ_1 的增函数。因此,基于上述模型分析,本研究给出推论1。

推论1 外部经理人市场候选人能力水平越高,家族企业选择职业经理人继任企业总经理的概率越大;外部经理人市场候选人能力水平越低,家族内部成员继任企业总经理的概率越大。

求 V 相对于 s_1 的偏导数,可得

$$\begin{aligned} \frac{\partial V}{\partial s_1} &= \frac{1}{2} H^{-\frac{3}{2}} \{1 - N[(\mu_0 - \mu_1)\sqrt{H}]\} \left[\frac{s_0}{\tau_0(\tau_0 + s_0)} + \right. \\ &\quad \left. \frac{s_1}{\tau_1(\tau_1 + s_1)} \right]^2 \frac{1}{(\tau_1 + s_1)^2} \quad (5) \end{aligned}$$

证明:详见附录A。

由于 $H > 0$, $N(\cdot)$ 是标准正态分布累计密度函数,因此, $0 < 1 - N[(\mu_0 - \mu_1)\sqrt{H}] < 1$,且 $\left[\frac{s_0}{\tau_0(\tau_0 + s_0)} + \frac{s_1}{\tau_1(\tau_1 + s_1)} \right]^2 \frac{1}{(\tau_1 + s_1)^2} > 0$,因此 $\frac{\partial V}{\partial s_1} > 0$ 。即期权价值是关于来自经理人市场的职业经理人的后验估计信息含量 s_1 的增函数、关于职业经理人能力后验估计精确度 $\frac{1}{s_1}$ 的减函数。基于上述分析,本研究给出推论2。

推论2 董事会对外部候选人的后验估计的信息含量或精确度越高,家族企业在职业经理人市场聘任经理人继任企业总经理的概率越大;董事会对外部候选人的后验估计的信息含量或精确度越低,家族内部成员继任企业总经理的概率越大。

2.4 研究假设

基于前文分析,本研究从经理人能力和董事会信息甄别能力两个角度研究家族企业继承人选择问题。但是由于很难直接观测或测量经理人能力和董事会信息甄别能力,本研究参考PETERS et al.^[34]和BUSHMAN et al.^[35]的研究,为经理人能力和董事会信息甄别能力选取代理变量。

关于经理人能力的测量,本研究借鉴PETERS et al.^[34]的研究,用经理人薪酬和同行业内企业数目两个指标间接测量经理人能力。PETERS et al.^[34]认为,企业所在行业的企业数目越多,经理人人才储备越充分,相应的经理人市场竞争越激烈,在该行业中聘

任到高水平的经理人的概率越大;企业支付给经理人的薪酬越高,该职位越具有吸引力,聘任到高水平的经理人的概率也越大。因此,同行业内企业数目和经理人薪酬水平可用于间接测量经理人的能力水平。但中国家族企业薪酬制度并不规范,由于很多企业的经理人来自家族内部,持股收入占家族内部成员收入的大部分,薪酬只是象征性地支付一些,甚至有些企业经理人的薪酬为0,因此很难用家族内部成员的薪酬与职业经理人的薪酬直接进行比较。因此,本研究将经理人薪酬用于稳健性检验,仅选用行业内企业数目测量经理人市场人才储备状况,间接测量经理人能力水平。由于中国的地区之间经济发展不均衡,各地区之间的人才吸引力不同,一、二线城市人才吸引力大,聘任到高水平经理人的概率大,而经济发展比较落后的五、六线城市人才吸引力小,聘任到高水平经理人的概率也比较小。因此,本研究用上市企业总部所在地的不同来区分各企业的人才吸引力水平,间接测量经理人水平。基于前文分析,本研究提出假设。

H_{1a} 同行业内企业数目越多,经理人市场人才储备越充分,家族企业选择职业经理人继任企业总经理的概率越大;同行业内企业数目越少,经理人市场人才储备不足,家族企业选择家族内部成员继任企业总经理的概率越大。

H_{1b} 总部处于一、二线等发达城市的上市企业,人才吸引力大,选择职业经理人继任企业总经理的概率大;总部处于较为落后地区的五、六线城市的上市企业,人才吸引力较小,选择家族内部成员继任企业总经理的概率大。

关于董事会信息甄别能力,外部人员只能观测到企业最终选择的继承人的信息,并不知所有候选人的面试以及试用情况,因此只能借鉴BUSHMAN et al.^[35]的研究,利用资本市场的信息发现功能,用企业的个别风险间接测量。由于经理人能力影响企业业绩进而影响企业股价,因此本研究认为董事会可以通过考察企业股价来获得关于经理人能力的相关信息。企业股价可分为两部分,一部分由宏观经济环境和行业特点等因素决定,另一部分由企业个体特征决定。经理人的决策不能影响行业特征或宏观因素,只能影响企业个体特征,因此可推断,与经理人能力相关的信息包含在企业股价的个别风险中,即董事会可以通过考察企业股价的个别风险获得经理人能力的概率分布。也就是说企业的个别风险越高,其中包含的关于企业经理人能力的信息越多,资本市场的信息甄别能力越强,董事会对经理人能力的后验估计的精确度越高,期权价值越高。换言之,资本市场的信息甄别能力越强或企业个别风险越高,企业从外部聘任职业总经理的概率越大,即行权;资本市场的信息甄别能力越弱或企业个别风险越小,从家族内部选取继承人的概率越大,即不行权。基于前文分析,本研究提出假设。

H₂ 资本市场信息甄别能力高,企业的个别风险

大,企业从外部聘任职业经理人的概率大;资本市场信息甄别能力低,企业的个别风险小,企业偏好选择家族内部成员担任企业总经理。

3 变量和数据

3.1 研究样本和数据来源

本研究中的家族企业为A股上市民营企业,借鉴苏启林等^[36]和贺小刚等^[37]对家族企业的定义,本研究中家族企业的确定标准为最终控制人为个人或某一家族、最终控制人直接或间接持有企业股份且为上市企业第一大股东。鉴于家族企业的代际传承是一个漫长的过程,并非一蹴而就。在代际传承的过程中,有很长的一段时间内一代和二代同时在企业决策层或管理层任职,并没有一个明确的标志表明企业已经完成了交接班或在何时完成的交接班。尤其是计划将企业交给职业经理人的企业,在一代过世前,很难确定企业未来是子承父业还是会交给职业经理人。即使创一代明确表示企业未来将交给职业经理人管理,也很难确定哪一任的职业经理人为接班人以及企业在哪一年完成交接班。如东华软件(002065)创始人薛向东在接受媒体采访时明确表示儿子更喜欢教育事业,尊重儿子的选择,企业将来不会子承父业,要学习柳传志找到像杨元庆一样的接班人,但是在2004年薛向东卸任企业总裁后,聘任哪一个职业经理人为他的接班人则很难界定。鉴于此,对于子承父业的样本,本研究将二代继任为企业董事长或总经理定义为家族企业完成继承,并将二代继任董事长或总经理的年份定义为接班时间。对于不打算子承父业的企业,本研究首先核实媒体资料,若企业创始人曾公开表示不打算子承父业,且创始人离任企业总经理或总裁职位,则认为该企业已完成与职业经理人之间的交接班;对于没有在媒体上表态过的企业,若创始人离任企业总经理或总裁,且二代已进入上市企业或者控股企业的董事会、监事会或高管层,虽并未出任企业总经理或总裁,也可认为该企业已完成与职业经理人之间的交接班。如2012年何享健之子何剑峰出任美的电器(000333)董事,同时企业聘任职业经理人方洪波为企业总经理。继承时间以二代进入企业或者控股企业董事会、管理层或高管层的时间,或职业经理人的聘任时间,二者中后发生的时间为准。本研究通过深圳国泰安技术有限公司提供的CSMAR民营上市公司数据库,获取1998年至2016年所有“实际控制人类型”为“自然人或家族”的企业,剔除PT、ST和一些数据缺失的企业,根据家族持股比例和企业历年高管资料筛选出符合上述条件的企业,共236家。

3.2 主要变量定义

3.2.1 被解释变量

家族企业继承人选择,如果在 t 年选择家族二代继任企业总经理或总裁,取值为0;若选择职业经理人继任企业总经理或总裁,取值为1。对部分未聘任总经理或总裁的企业,尽管家族二代继任企业的董

事长,但由于企业总经理或总裁缺位,可认为总经理的工作由董事长兼任,因此,这类企业的该变量也取值为0。

3.2.2 解释变量

(1) 人才吸引力

YONKER^[38]的研究表明,经理人市场存在明显的地域差异,且中国各地方发展不均衡,人才大多聚集在一、二线城市,不同地方的人才吸引力也存在巨大差异。因此,本研究用上市企业总部所在地的不同来区分企业的人才吸引力。2013年,《第一财经周刊》从《财富》500强企业和中国100强企业中抽取285家大企业进行走访,考察他们在中国区域布局和未来发展重点区域以及他们对中国城市未来成长性的认识;该杂志还调查了来自北上广等传统一线城市的1000多名年轻人,考察他们在现工作地之外愿意去工作和落户的其他城市等数据。在这些一手数据的基础上,该杂志按一线品牌进入密度、一线品牌进入数量、GDP、人均收入、211高校、《财富》全球500强进入数量、大企业重点战略城市排名、机场吞吐量、使领馆数量、国际航线数量等指标,对中国400个城市进行排名和分类。由于该指标可以很好地反映各城市的经济发展水平、教育资源和经济活跃度,并且对企业战略布局的考察以及年轻人的落户意向都可以很好地反映出城市对优秀人才的吸引力。因此,本研究直接采用2013年《第一财经周刊》对一线、二线和三线城市的划分标准,将家族企业分为5类。超一线城市人才吸引力最强,赋予5分;一线城市次之,赋予4分;依次类推。具体分类办法和指标取值参见附录B。

(2) 经理人人才储备

本研究以证监会的行业分类标准为依据,用样本所在年度的行业内上市企业数目测量行业内企业数目,并进一步测量该行业经理人人才储备状况。

(3) 资本市场信息甄别能力(以下简称信息甄别能力)

由于经理人能力影响企业业绩,进而影响企业股价,因此本研究认为企业股票收益率中的个别风险包含了关于经理人能力的信息,个别风险越大,包含的信息越多,资本市场信息甄别能力越强。本研究借鉴BUSHMAN et al.^[35]的研究,用企业的个别风险测量资本市场信息甄别能力。本研究用企业继承前一年股票日收益率数据构建个别风险,用历史数据估计未来数据,剔除股票年度交易日小于100的样本,采用每家企业的日收益率数据进行回归,即

$$r_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 r_{M,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (6)$$

其中, $r_{i,t}$ 为第*i*家企业的日收益率, t 为二代或职业经理人继任企业总经理的时间, r_M 为市场指数的日收益率, β_0 为常数项, β_1 为回归系数, ε 为残差项。回归方程残差项的标准差即为个别风险,本研究采用个别风险测量资本市场信息甄别能力。

3.2.3 控制变量

借鉴BUSHMAN et al.^[35]和陈德球等^[39]的研究,本

研究引入的控制变量为:①ROA,企业总资产回报率;②企业规模,企业总资产的自然对数;③企业账面价值与市值比BTM;④企业年龄;⑤一代年龄;⑥家族控制权比重;⑦二代性别,以进入企业或控股企业董事会或高管层位置最高的二代性别为准,女性取值为1,男性取值为0;⑧家族控制权与现金流量权分离程度(以下简称两权分离程度),家族控制权是指家族的表决权比例,现金流量权是指家族享有上市企业的现金流量(收益)权,这主要通过金字塔结构实现;⑨家族继承者是否为非直系血亲(以下简称是否为非直系血亲),若为儿女继承取值为0,若为女婿儿媳等非直系血亲取值为1。

4 实证结果

4.1 描述性统计

表1给出样本的特征和分布。在家族企业继承过程中,家族内部继承仍是主流,但聘任职业经理人的比重也接近半数,达到44.915%。家族内部二代男性仍占主导地位,直接继承企业或进入企业董事会、高管层的二代男性占85.169%。从年龄层面看,大多数的一代在51岁~70岁之间将企业交给二代,占88.135%;大多数的二代在20岁~40岁之间继承企业,占78.814%。相对于职业经理人,大多数的二代在非常年轻时接管企业或进入企业董事会、高管层进行历练,最年轻的仅22岁。84.746%的二代接受过高等教育,学历在本科以上,其中研究生以上学历的二代占50.424%。有77.966%的样本企业为成立了10年以上的成熟企业,且82.203%样本企业属于制造业企业。

表2给出样本的描述性统计结果。1998年至2016年完成交接班的样本企业共236家企业,其中有37家企业的继承发生在企业上市3年前,由于财务报表数据缺失,本研究仅有199家样本企业的匹配财务数据。这其中,由于计算账面价值与市值比需要用股价数据,有8家企业仅有财务报表数据而没有股价数据,因此匹配股价数据后,仅剩191个样本企业。进一步计算企业个别风险时,又有8家企业交接前一年的股票交易天数小于100天,因此被剔除,即仅有183家样本企业能够计算出信息甄别能力。由表2可知关键变量的均值和标准差,需要说明的是:①在统计一代年龄时,有5位企业创始人已过世,对过世者的年龄并未统计在内,因此一代年龄的样本量为231个;②有5家企业的控制权与现金流量权分离程度数据不可得,因此该数据样本量为194个;③经理人薪酬数据剔除缺失数据和零薪酬样本后,样本量仅为142个。

表3给出解释变量的相关性分析,结果表明,除信息甄别能力与企业的账面价值与市场价值之比之间的相关系数的绝对值较大,达到0.460,并且皮尔森检验比较显著外,其他变量之间的相关系数的绝对值并不大,均在可容忍范围内。因此,回归方程并不存在显著的多重共线性问题。

表1 样本特征
Table 1 Sample Characteristics

特征		企业数	占比/%	特征		企业数	占比/%
继承类型	职业经理人继承	106	44.915	企业年龄	5年以下	7	2.966
	家族内部继承	130	55.085		6年~10年	45	19.068
	其中,儿女	113	86.923		11年~15年	90	38.136
	其他亲戚	17	13.077		16年~20年	59	25
一代年龄	过世	5	2.119	时间	21年以上	35	14.830
	41岁~50岁	12	5.085		1998年~2005年	11	4.661
	51岁~60岁	110	46.610		2006年~2010年	56	23.729
	61岁~70岁	98	41.525		2011年~2015年	132	55.932
	71岁~80岁	10	4.237		2016年	37	15.678
	80岁以上	1	0.424		行业	农林牧渔业	4
二代年龄	21岁~30岁	71	30.085	制造业		194	82.203
	31岁~40岁	115	48.729	电力、热力生产和供应业		1	0.424
	41岁~50岁	40	16.949	建筑业		7	2.966
	缺失样本	10	4.237	批发和零售业		8	3.390
二代性别	女性	35	14.831	交通运输、仓储和邮政业		2	0.847
	男性	201	85.169	信息传输、软件和信息技术服务业		4	1.695
二代学历	高中以下	2	0.847	房地产业		13	5.509
	大专	20	8.475	专业技术服务业	1	0.424	
	本科	81	34.322	水利、环境和公共设施管理业	2	0.847	
	研究生	107	45.339				
	博士	12	5.085				
	缺失样本	14	5.932				

注:样本数为236。

表2 描述性统计结果
Table 2 Results for Descriptive Statistics

	均值	中位数	标准差	观测值		均值	中位数	标准差	观测值
经理人市场					家族特征				
人才吸引力	2.805	3	1.364	236	一代年龄	61.113	61	6.234	231
人才储备	103.322	96	68.943	236	家族控制权比重	0.424	0.422	0.162	199
信息甄别能力	0.027	0.026	0.001	183	二代性别	0.148	0	0.023	236
经理人薪酬 (t-1)	608.014	386.200	992.082	142	两权分离程度	0.074	0.042	0.006	194
经理人薪酬 (t+1)	777.854	460.950	1122.635	142	企业特征				
					ROA	0.052	0.480	0.473	199
					企业规模	21.739	21.598	1.060	199
					企业年龄	14.581	14	5.418	236
					BTM	0.345	0.310	0.202	191

注:薪酬的单位为元人民币,下同。

表3 相关系数
Table 3 Correlation Coefficients

	人才吸引力	人才储备	信息甄别能力	ROA	企业规模	BTM	企业年龄	一代年龄	家族控制权比重	二代性别	两权分离程度	是否非直系血亲
人才吸引力	1											
人才储备	0.075	1										
信息甄别能力	0.063	0.224***	1									
ROA	0.101	0.116	-0.064	1								
企业规模	0.052	0.031	-0.068	-0.148**	1							
BTM	-0.125*	-0.129	-0.460***	-0.253***	0.157**	1						
企业年龄	0.263***	0.103	0.136*	-0.109	0.269***	-0.111	1					
一代年龄	0.079	0.066	0.024	0.035	-0.003	0.027	0.149**	1				
家族控制权比重	0.089	0.010	-0.135*	0.117*	0.014	0.060	-0.026	0.128*	1			
二代性别	-0.054	-0.001	-0.068	0.086	0.00009	0.043	-0.018	-0.010	0.039	1		
两权分离程度	0.051	0.021	-0.118	0.025	0.199***	0.033	0.069	0.112	0.221***	0.006	1	
是否非直系血亲	0.114*	-0.109*	0.050	0.129*	-0.060	0.001	-0.002	0.007	0.037	0.038	0.025	1

注:***为在1%水平上显著,**为在5%水平上显著,*为在10%水平上显著,下同。

4.2 数据分析和假设检验

本研究采用Stata 13.0进行数据处理,以检验前文假设,运用Logit回归方程检验家族企业继承人选择与反映经理人能力和资本市场信息甄别能力的相关指标之间的关系。

表4给出以家族企业继承人选择为因变量,以经理人人才储备、人才吸引力和信息甄别能力为自变量的回归结果。模型1和模型2分别给出人才吸引力和人才储备与家族企业继承人选择之间的关系,回归结果表明,企业所在地的人才吸引力越大,企业聘任职业经理人继任企业总经理的概率越大;经理人人才储备越充足,企业聘任职业经理人继任企业总经理的概率越大。 H_{1a} 和 H_{1b} 得到验证。模型3的解释变量为资本市场信息甄别能力,回归结果表明,家族企业继承人选择与资本市场信息甄别能力之间存在显著的正相关关系。说明家族企业继承前一年企业股票的个别风险越高,即资本市场信息甄别能力越强,家族企业在职业经理人市场聘任总经理的概率越大;反之,资本市场信息甄别能力越弱,家族企业选择家族成员继任企业总经理的概率越大。 H_2 得到验证。模型4同时将经理人市场人才储备、人才吸引力和资本市场信息甄别能力代入回归模型,回归结果表明,企业所在地的人才吸引力和信息甄别能力与家族企业聘任职业经理人的概率显著正相关,但是经理人市场人才储备与企业继承人选择的相关关

系并不显著。由表3可知,人才储备和企业信息甄别能力之间存在显著的相关关系。这说明行业内企业竞争越激烈,信息越透明,企业对经理人的信息甄别能力越强。因此,信息甄别能力与人才储备之间存在一定的替代关系,但人才吸引力与二者之间没有显著的替代关系。

表4回归结果表明,二代性别显著影响家族企业继承人选择。因此,表5给出二代性别不同的情况下,人才吸引力、经理人市场人才储备和资本市场信息甄别能力对继承人选择的回归结果,模型5的自变量为人才吸引力,模型6的自变量为人才储备,模型7的自变量为信息甄别能力。回归结果表明,当二代为男性时,模型5和模型7的回归结果再次验证了 H_{1a} 和 H_2 ,即企业所在地的人才吸引力越高,资本市场信息甄别能力越强,企业聘任职业经理人的概率越大。模型6的回归结果不显著,即人才储备与继承人选择之间的关系并不显著。但上述模型中二代为女性时回归结果都不显著,无法验证前文假设。

查找原始数据发现,二代为女性的样本仅有34家企业,其中能够匹配财务数据的企业仅30家,占全部样本比重的12.712%(本研究的二代性别选取在企业任职的二代中职位最高者的性别),而二代为男性的样本有161家。是什么原因导致二代女性样本过低,考虑到二代非独生子女且女儿非长女的可能,本研究通过查找企业年报以及利用百度等搜索引擎

表4 人才吸引力、人才储备、信息甄别能力与继承人选择的回归结果

Table 4 Regression Results for Talent Attractiveness, Talent Reserve, Information Identification Capacity and the Choice of Successor

	家族企业继承人选择			
	模型1	模型2	模型3	模型4
人才吸引力	0.233* (1.892)			0.240* (1.861)
人才储备		0.005** (1.963)		0.003 (1.122)
信息甄别能力			43.071** (2.164)	37.698* (1.832)
ROA	-3.537 (-0.949)	-3.834 (-1.017)	-0.973 (-0.252)	-2.851 (-0.696)
企业规模	0.407** (2.309)	0.395** (2.246)	0.395** (2.092)	0.403** (2.089)
BTM	-1.817* (-1.952)	-1.857** (-1.964)	-0.776 (-0.745)	-0.736 (-0.673)
企业年龄	0.005 (0.051)	0.017 (0.545)	0.017 (0.507)	0.005 (0.149)
一代年龄	-0.032 (-1.462)	-0.029 (-1.345)	-0.044* (-1.908)	-0.043* (-1.813)
家族控制权比重	-1.899* (-2.044)	-1.798* (-1.763)	-1.876* (-1.772)	-2.111* (-1.949)
二代性别	1.254** (2.489)	1.252** (2.521)	1.037** (2.063)	1.148** (2.219)
两权分离程度	4.021** (1.921)	4.310** (2.183)	4.229** (2.124)	4.403** (2.149)
是否非直系血亲	-1.171* (-1.691)	-0.880 (-1.289)	-1.246* (-1.793)	-1.220* (-1.691)
准R ²	0.131	0.131	0.140	0.160
样本量	191	191	183	183

注:括号内数据为z检验值,下同。

工具,试图将二代成员中有女儿的本样本全部找出。结果能够追踪多个子女状况的企业仅有14家,占样本企业总量不足6%,并且这14个样本数据中,仅有5家企业的二代是儿女双全,其他样本企业都是多个儿子。这样的信息对排除二代非独生子女且非长女的可能没有太大的帮助,因此本研究换一个视角,除儿女外,将女婿和儿媳也列入到继承人的候选人范畴中。这样,无论二代是否为独生子女,在候选人的选择过程中,二代候选人的数量在性别上是对等的。结果表明,选择女婿为继承人的样本企业有8家,选择儿媳为继承人的企业仅有1家。从统计数据上可以发现,家族企业似乎更偏好男性继承人。

但是当二代有女儿时,家族企业会如何选择继承人。现有数据表明,二代成员中有女儿的企业仅有45家,占样本企业总数的19.068%。其中有5家企业的二代是非独生子女,但是这5家企业仅有1家企业选择女儿继任企业总经理,还有1家企业选择女婿继任总经理,另外3家企业均聘任职业经理人。另外40家企业中有8家企业选择女儿继任企业总经理,有7家企业由女婿继任企业总经理,有25家企业选择聘任职业经理人。

从以上数据可知,上述45家样本企业中选择女儿接班的企业仅有9家,女婿接班的有8家,选择聘任职业经理人继任企业总经理的企业有28家,占比高达62.222%。远高于总样本中55.085%的内部继承比重。似乎有女儿的企业家更愿意聘任职业经理人。这一结论在一定程度上与CRONQVIST et al.^[40]的结论有些相似。CRONQVIST et al.^[40]认为,有女儿的CEO在进行决策时愿意承担更多的社会责任。上市的家族企业已经是一家公众企业,要按照公众企业要求自己,建立规范、透明的法人治理结构和严格的内控体系,减少关联交易,引入职业经理人,解决企业接班人问题。本研究数据表明,有女儿的家族企业似乎更愿意遵从这样一种准则,聘任职业经理人,解决企业的交接班问题。

2008年1月1日中国开始实施《劳动合同法》,2009年8月27日中国修订了原有的《劳动法》,这标志着中国的劳动力市场已日渐成熟。经理人市场作为一种特殊的劳动力市场,也受到《劳动合同法》和《劳动法》的监管和保护,伴随着劳动力市场的发展,经理人市场也日渐成熟。因此,本研究将《劳动法》修订后的第2年即2010年设为窗口期,2010年经理人市场状况会影响企业下一年的继承人选择问题。本研究将2011年以前完成代际传承的企业归为一组,将2011年以后的归为另一组。表6给出按时间分组讨论人才吸引力、经理人市场人才储备和资本市场信息甄别能力与家族企业继承人选择之间的回归结果,以检验各因素对家族企业继承人选择的影响是否随时间的推移而改变。模型8的自变量为人才吸引力,模型9的自变量为经理人市场人才储备,模型10的自变量为资本市场信息甄别能力。由于样本量过少,2011年以前人才吸引力、经理人市场人才储备情况和资本市场信息甄别能力与继承人选择之间的关系无法获得回归结果,因此无法在表中列示回归结果。查找原始数据本研究发现,2011年以前完成代际传承工作的样本仅58家企业,其中能够匹配财务与股价数据的企业仅21家,因此,2011年以后的样本量为170家,而以信息甄别能力为自变量的模型10的样本量仅为163家。这58家样本企业中仅有3家企业选择职业经理人继任企业总经理,其他企业均选择内部继承。然而2011年以后,中国家族企业的继承人选择与企业所在地的人才吸引力和资本市场信息甄别能力呈显著的正相关,该结论与H_{1a}和H₂一致。因此,本研究可以推断,2011年以来,随着时

表5 人才吸引力、人才储备、信息甄别能力与继承人选择:按二代性别分组回归结果
Table 5 Talent Attractiveness, Talent Reserve, Information Identification Capacity and the Choice of Successor:
Regression Results for Grouped by the Gender of Second Generation

	家族企业继承人选择					
	模型5		模型6		模型7	
	女性	男性	女性	男性	女性	男性
人才吸引力	-0.244 (-0.512)	0.288** (2.129)				
人才储备			-1.979 (-0.542)	0.004 (1.507)		
信息甄别能力					216.265 (1.167)	39.308* (1.943)
ROA	0.542 (0.876)	-5.571 (-1.371)	24.399 (1.045)	-5.226 (-1.308)	69.296 (1.587)	-2.738 (-0.664)
企业规模	-0.488 (-0.911)	0.494** (2.532)	-0.301 (-0.496)	0.484** (2.521)	-1.386 (-1.315)	0.474** (2.274)
BTM	-0.166 (-0.864)	-1.751* (-1.771)	-0.129 (-0.724)	-1.756* (-1.791)	-4.013 (-0.447)	-0.771 (-1.042)
企业年龄	0.290* (1.722)	-0.0004 (-0.007)	0.243 (1.549)	0.013 (0.393)	0.817* (1.672)	0.012 (0.363)
一代年龄	-0.023 (-1.062)	-0.026 (-1.201)	-0.019 (-0.929)	-0.024 (-1.121)	0.414 (1.458)	-0.037 (-1.589)
家族控制权比重	0.015 (1.271)	-2.036* (-1.853)	0.012 (1.010)	-1.874* (-1.732)	16.964 (1.478)	-1.989* (-1.759)
两权分离程度	忽略	4.061* (1.944)	忽略	4.085** (1.962)	忽略	3.855 (1.833)
是否非直系血亲	-1.823 (-0.597)	-1.394* (-1.744)	-0.457 (-0.152)	-0.892 (-1.151)	忽略	-1.356* (-1.691)
准R ²	0.364	0.123	0.365	0.112	0.518	0.126
样本量	30	161	30	161	28	155

间的推移,中国的职业经理人市场逐渐形成,但发展并不均衡,不同的地区和不同的行业之间存在显著的差异,并且该差异显著影响家族企业继承人选择问题。同时,资本市场信息甄别能力也有相应的改善。

5 稳健性检验

本研究用家族企业继承前后总经理薪酬水平的变化检验经理人能力与继承人选择之间关系的稳健性。经理人薪酬水平在一定程度上可以反映经理人的能力,薪酬越高聘任到高水平的职业经理人的概率越大。由于家族企业总经理的薪酬机制并非由市场机制决定,一部分家族内部任命的总经理在上市企业领取的年薪为0,因为家族内部成员在利益相关企业领取年薪或依赖股权分红获得报酬,因此无法

用继承前的薪酬数据预测继承人选择问题,但可以用继承后的后验数据对该问题进行稳健性检验。由于薪酬水平与经理人能力成正比,若家族企业选择职业经理人,为吸引高水平的经理人,家族企业会提供高于行业平均水平的薪酬;若家族企业选择家族内部成员继任总经理,则薪酬水平会低于行业平均水平。

本研究以家族企业继承发生年为 t 年,通过比较继承前($(t-1)$ 年)与继承后($(t+1)$ 年)总经理薪酬水平的变化与可比年份的行业平均变化幅度,检验经理人能力与继承人选择之间的关系。检验结果见表7,家族企业继承发生前,无论是选择内部继承,还是选择聘任职业经理人,家族企业总经理的薪酬水平与行业平均水平之间并没有显著的差异。但继承后,当家族企业选择二代成员担任企业总经理时,平

表6 人才吸引力、人才储备、信息甄别能力与继承人选择:按时间分组的回归结果
Table 6 Talent Attractiveness, Talent Reserve, Information Identification Capacity and the Choice of Successor: Regression Results for Time-grouped

	2011年以后家族企业继承人选择		
	模型8	模型9	模型10
人才吸引力	0.225* (1.772)		
人才储备		0.004* (1.624)	
信息甄别能力			36.232* (1.707)
ROA	-4.042 (-1.051)	-4.490 (-1.148)	-1.975 (-0.490)
企业规模	0.202 (1.109)	0.209 (1.162)	0.191 (0.972)
BTM	-1.547 (-1.499)	-1.640 (-1.596)	-0.569 (-0.466)
企业年龄	-0.013 (-0.376)	-0.003 (-0.091)	-0.006 (-0.181)
一代年龄	-0.030 (-1.302)	-0.026 (-1.107)	-0.043* (-1.731)
家族控制权比重	-2.699** (-2.434)	-2.567** (-2.334)	-2.504** (-2.198)
二代性别	1.146** (2.220)	1.159** (2.249)	1.002* (1.906)
两权分离程度	6.348*** (2.852)	6.346*** (2.852)	6.439*** (2.858)
准R ²	0.122	0.120	0.129
样本量	170	170	163

均年薪下降了110 826.500元人民币,显著低于总经理薪酬的行业平均上涨幅度136 943.670元人民币;当企业在职业经理人市场聘任总经理时,平均年薪上涨329 759.750元人民币,显著高于总经理薪酬的平均上涨幅度114 905.690元人民币。后验数据表明,家族企业选择聘任职业经理人时,为吸引有能力的职业经理人会给出高于行业平均水平的薪酬。

为了检验资本市场信息甄别能力与家族企业继承人选择之间的关系,本研究用行业指数重新计算信息甄别能力,以信息甄别能力为自变量,回归结果见表8。在全样本的回归模型中,资本市场信息甄别能力与家族企业继承人选择之间存在显著的正相关关系,与H₂一致。但无论是综合指数还是行业指数计算资本市场信息甄别能力,都是用历史数据估计未来,会有一定的偏差。该结论需要寻找更为合适的代理变量进行进一步检验。

表7 家族企业继承前后总经理平均薪酬水平
Table 7 Average Salary Changes of CEOs before and after the Succession of Family Firms

变量	内部继承 总经理 平均薪酬	行业平均 总经理薪酬	差分
继承前总经理 平均薪酬	560 242.500	574 681.610	-14 445.112 (-0.130)
继承后总经理 平均薪酬	449 416	709 895.280	-260 479.280** (-2.869)
总经理平均 薪酬变化	-110 826.500	136 943.670	-247 770.170*** (-3.250)
变量	外部继承 总经理 平均薪酬	行业平均 总经理薪酬	差分
继承前总经理 平均薪酬	616 312.900	632 222.610	-15 909.700 (-0.150)
继承后总经理 平均薪酬	946 070.700	747 128.300	198 942.350* (1.593)
总经理平均 薪酬变化	329 757.750	114 905.690	214 852.060** (2.722)

表8 信息甄别能力与家族企业代际传承:行业指数模型

Table 8 Information Identification Capacity and the Succession of Family Firms: Industry Index Model

	家族企业继承人选择		
	回归系数	准R ²	样本量
信息甄别能力	34.530* (1.731)		
ROA	-1.333 (-0.349)		
企业规模	0.418** (2.212)		
BTM	-1.191 (-1.187)		
企业年龄	0.015 (0.446)	0.133	183
一代年龄	-0.043* (-1.872)		
家族控制权比重	-1.979* (-1.878)		
二代性别	1.002** (2.001)		
两权分离程度	4.078** (2.062)		
是否直系血亲	-1.198* (1.753)		

6 结论

本研究将家族企业的继承问题视为一个实物期权,用期权定价模型研究中国家族企业继承过程中职业经理人能力对家族企业继承人选择的影响。以1998年至2016年上市的家族企业为研究样本,实证检验理论模型推导得到的结论。通过对期权定价模型的边际分析,研究结果表明,职业经理人能力越强,家族企业在外部聘任职业经理人继承企业的概率越大。董事会获得的关于经理人能力的信息越精确,家族企业在外部聘任职业经理人继任企业总经理的概率越大。实证研究结果表明,企业所在地的人才吸引力越大,职业经理人的能力越强,企业聘任职业经理人继任企业总经理的概率大。但是经理人市场储备与家族企业继承人选择之间关系并不显著。企业股票的非系统风险越高,其中包含经理人能力的信息越多,即资本市场信息甄别能力越强,企业选择职业经理人继任企业总经理的概率越大。

进一步研究发现,在家族企业继承过程中,二代性别不同时,企业的选择有所不同。分组回归结果表明,二代性别为男性时,实证结果支持理论模型的结论,即职业经理能力和资本市场信息甄别能力强时,家族企业聘任职业经理人继任企业总经理的概率大。然而,二代性别为女性时,上述结果并不成立。若二代为女性,企业更偏好聘任职业经理人继任企业总经理。按时间分组回归结果表明,2011年以前,中国绝大多数的家族企业选择家族内部成员继任企业总经理。2011年以后,家族企业开始考虑在外部聘任职业经理人,而且该决策与企业所在地的人才吸引力和资本市场信息甄别能力等因素显著正相关。

本研究的政策启示是,完善中国职业经理人市场,促进职业经理人的良性流动,提高经理人的商业能力,改善资本市场环境,提高资本市场信息甄别能力,有助于确立现代企业制度,促进企业控制权的良性演化,促进民营企业的健康持续发展。

本研究的不足之处是,①在第四次工业革命和产业升级的大背景下,新技术的周期因素、产业结构变迁和企业研发能力对于继承人选择产生何种作用,需要案例分析和实证研究进行检验;②由于中国股市的新兴市场特点,上市且经历过代际传承的家族企业数量有限,而且企业对家族二代的信息披露并不完整,关于二代是否是独生子女以及全部二代成员性别对企业继承问题的影响还需更深入的检验。

参考文献:

- CAO J, CUMMING D, WANG X M. One-child policy and family firms in China. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 33(4):317-329.
- LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1/2):3-27.
- ELLUL A, PAGANO M, PANUNZI F. Inheritance law and investment in family firms. *The American Economic Review*, 2010, 100(5):2414-2450.
- TSOUTSOURA M. The effect of succession taxes on family firm investment: evidence from a natural experiment. *The Journal of Finance*, 2015, 70(2):649-688.
- NENOVA T. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(3):325-351.
- 李善民, 刘英, 陈涛. 家族管理与企业生产率. *管理科学*, 2009, 22(2):24-31.
LI Shanmin, LIU Ying, CHEN Tao. Family management and enterprise productivity. *Journal of Management Science*, 2009, 22(2):24-31.
- MEHROTRA V, MORCK R, SHIM J, et al. Adoptive expectations: rising sons in Japanese family firms. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(3):840-854.
- ANSARI I F, GOERGEN M, MIRA S. The determinants of the CEO successor choice in family firms. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 28(5):6-25.
- GIULIANO P, SPILIMBERGO A. Growing up in a recession. *The Review of Economic Studies*, 2014, 81(2):787-817.
- 陈凌, 王昊. 家族涉入、政治联系与制度环境:以中国民营企业为例. *管理世界*, 2013(10):130-141.
CHEN Ling, WANG Hao. The family involvement, political connection and institutional environment: a study that takes China's private enterprises as an example. *Management World*, 2013(10):130-141.
- BENNESEN M, FAN J P H, JIAN M, et al. The family business map: framework, selective survey, and evidence from Chinese family firm succession. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 33(4):212-226.
- 吕鸿江, 吴亮, 周应堂. 家族企业治理模式的分类比较与演进规律. *中国工业经济*, 2016(12):123-139.
LYU Hongjiang, WU Liang, ZHOU Yingtang. Comparison and evolution of family enterprises governance mode. *China Industrial Economics*, 2016(12):123-139.
- 窦军生, 贾生华. “家业”何以长青? 企业家个体层面家族企业代际传承要素的识别. *管理世界*, 2008(9):105-117.
DOU Junsheng, JIA Shenghua. How can clannish enterprises live long? The identifying of the elements of clannish-business succession at the entrepreneurial level. *Management World*, 2008(9):105-117.
- 吴炯. 家族企业剩余控制权传承的地位、时机与路径:基于海鑫、谢瑞麟和方太的多案例研究. *中国工业经济*, 2016(4):110-126.
WU Jiong. Status, timing and path of the residual control rights succession of family business: a multi-case study based on Haixin, TSL and Fotile. *China Industrial Economics*, 2016(4):110-126.
- 胡旭阳, 吴一平. 中国家族企业政治资本代际转移研究:基于民营企业参议政的实证分析. *中国工业经济*, 2016(1):146-160.
HU Xuyang, WU Yiping. Study on transgenerational transfer of political capital of Chinese family firm: an empirical analysis.

- sis based on entrepreneurs' membership of PC and CPPCC. *China Industrial Economics*, 2016(1):146-160.
- [16] 李新春,韩剑,李炜文. 传承还是另创领地? 家族企业二代继承的权威合法性建构. *管理世界*, 2015(6):110-124.
LI Xinchun, HAN Jian, LI Weiwen. Is it succession of the family business or creating other field? The construction of the authority legitimacy of the second generation succession of the family business. *Management World*, 2015(6):110-124.
- [17] 李新春,张鹏翔,叶文平. 家族企业跨代资源整合与组合创业. *管理科学学报*, 2016,19(11):1-17.
LI Xinchun, ZHANG Pengxiang, YE Wenping. Trans-generational resource orchestration and portfolio entrepreneurship in family businesses. *Journal of Management Sciences in China*, 2016,19(11):1-17.
- [18] 陈德球,杨佳欣,董志勇. 家族控制、职业化经营与公司治理效率:来自CEO变更的经验证据. *南开管理评论*, 2013,16(4):55-67.
CHEN Deqiu, YANG Jiaxin, DONG Zhiyong. Family control, professional management and corporate governance efficiency: evidence from CEO turnover in Chinese listed companies. *Nankai Business Review*, 2013,16(4):55-67.
- [19] 李欢,郑杲娉,徐永新. 家族企业“去家族化”与公司价值:来自我国上市公司的经验证据. *金融研究*, 2014(11):127-141.
LI Huan, ZHENG Gaoping, XU Yongxin. Professionalization in family firms and firm value: evidence from Chinese listed family firms. *Journal of Financial Research*, 2014(11):127-141.
- [20] 刘白璐,吕长江. 中国家族企业家族所有权配置效应研究. *经济研究*, 2016,51(11):140-152.
LIU Bailu, LYU Changjiang. The effect of ownership structure among family members in Chinese family firms. *Economic Research Journal*, 2016,51(11):140-152.
- [21] ACHARYA V, XU Z X. Financial dependence and innovation: the case of public versus private firms. *Journal of Financial Economics*, 2017,124(2):223-243.
- [22] 赵晶,张书博,祝丽敏. 传承人合法性对家族企业战略变革的影响. *中国工业经济*, 2015(8):130-144.
ZHAO Jing, ZHANG Shubo, ZHU Limin. Impact of predecessor's legitimacy on strategy change on family business. *China Industrial Economics*, 2015(8):130-144.
- [23] MULLINS W, SCHOAR A. How do CEOs see their roles? Management philosophies and styles in family and non-family firms. *Journal of Financial Economics*, 2016,119(1):24-43.
- [24] 李新春. 经理人市场失灵与家族企业治理. *管理世界*, 2003(4):87-95.
LI Xinchun. The dysfunction of markets of managing agents, and the control of clannish enterprises. *Management World*, 2003(4):87-95.
- [25] 吴应军,蔡洪滨. 策略性模糊在信息甄别中的作用:以企业接班人计划为例. *经济研究*, 2011,46(3):108-118.
WU Yingjun, CAI Hongbin. The role of strategic ambiguity in screening: using firms' succession planning as an example. *Economic Research Journal*, 2011,46(3):108-118.
- [26] 徐细雄,淦未宇. 制度环境与技术能力对家族企业治理转型的影响研究. *科研管理*, 2018,39(12):131-140.
XU Xixiong, GAN Weiyu. Impact of institutional environment and technological capability on governance transformation of family firms. *Science Research Management*, 2018,39(12):131-140.
- [27] 魏春燕,陈磊. 家族企业CEO更换过程中的利他主义行为:基于资产减值的研究. *管理世界*, 2015(3):137-150.
WEI Chunyan, CHEN Lei. The altruistic behavior in the process of the change in the CEO of the family firms: a study based on decreasing value of assets. *Management World*, 2015(3):137-150.
- [28] 蔡地,陈振龙,陈志军. 创业投资的治理作用:基于代理成本视角的实证分析. *管理科学*, 2014,27(3):50-60.
CAI Di, CHEN Zhenlong, CHEN Zhijun. The governance effect of venture capital: an empirical analysis from the perspective of agency cost. *Journal of Management Science*, 2014,27(3):50-60.
- [29] 彭涛,黄福广,李少育. 风险资本对企业代理成本的影响:公司治理的视角. *管理科学*, 2018,31(4):62-78.
PENG Tao, HUANG Fuguang, LI Shaoyu. Impact of venture capital on agency cost of firms: a corporate governance perspective. *Journal of Management Science*, 2018,31(4):62-78.
- [30] HERMALIN B E. Trends in corporate governance. *The Journal of Finance*, 2005,60(5):2351-2384.
- [31] 王哲兵,韩立岩. 民主还是集权:创业者治理结构的选择. *经济学(季刊)*, 2013,12(2):475-492.
WANG Zhebing, HAN Liyan. The founder's choice between democracy and autocracy in corporate governance. *China Economic Quarterly*, 2013,12(2):475-492.
- [32] DE GROOT M H. *Optimal statistical decisions*. New York: McGraw-Hill, 1970:167-169.
- [33] JOHNSON S A, TIAN Y S. Indexed executive stock options. *Journal of Financial Economics*, 2000,57(1):35-64.
- [34] PETERS F S, WAGNER A F. The executive turnover risk premium. *The Journal of Finance*, 2014,69(4):1529-1563.
- [35] BUSHMAN R, DAI Z L, WANG X. Risk and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 2010,96(3):381-398.
- [36] 苏启林,朱文. 上市公司家族控制与企业价值. *经济研究*, 2003,38(8):36-45,91.
SU Qilin, ZHU Wen. Family control and firm value: evidence from China listed companies. *Economic Research Journal*, 2003,38(8):36-45,91.
- [37] 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. *经济研究*, 2009,44(4):90-102.
HE Xiaogang, LIAN Yanling. Family authority and family-owned firm value: an empirical study in China. *Economic Research Journal*, 2009,44(4):90-102.
- [38] YONKER S E. Geography and the market for CEOs. *Management Science*, 2017,63(3):587-900.

[39] 陈德球,魏刚,肖泽忠. 法律制度效率、金融深化与家族控制权偏好. *经济研究*, 2013, 48(10): 55-68.
CHEN Deqiu, WEI Gang, XIAO Zezhong. Law efficiency, financial deepening and family control preferences. *Economic*

Research Journal, 2013, 48(10): 55-68.

[40] CRONQVIST H, YU F. Shaped by their daughters: executives, female socialization, and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 2017, 126(3): 543-562.

附录 A:

$$\frac{\partial V}{\partial s_1} = \frac{1}{2} H^{-\frac{3}{2}} \{1 - N[(\mu_0 - \mu_1) \sqrt{H}]\} \left[\frac{s_0}{\tau_0(\tau_0 + s_0)} + \frac{s_1}{\tau_1(\tau_1 + s_1)} \right]^2 \frac{1}{(\tau_1 + s_1)^2}$$

证明:

$$\frac{\partial(\hat{\mu}_1 - \hat{\mu}_0)}{\partial H} = -\frac{1}{2} H^{-\frac{3}{2}} z$$

$$I = \begin{cases} 1, & \text{如果 } \hat{\mu}_1 > \hat{\mu}_0 \\ 0, & \text{如果 } \hat{\mu}_1 \leq \hat{\mu}_0 \end{cases}$$

$$\frac{\partial V}{\partial H} = \frac{\partial}{\partial H} E[I(\hat{\mu}_1 - \hat{\mu}_0)] = E\left[I \frac{\partial}{\partial H} (\hat{\mu}_1 - \hat{\mu}_0) \right] = E\left[I \left(-\frac{1}{2} H^{-\frac{3}{2}} z \right) \right] = -\frac{1}{2} E(I H^{-\frac{3}{2}} z)$$

$$I = \begin{cases} 1, & \text{如果 } z > (\mu_0 - \mu_1) H^{\frac{1}{2}} \\ 0, & \text{如果 } z \leq (\mu_0 - \mu_1) H^{\frac{1}{2}} \end{cases}$$

$$\frac{\partial V}{\partial H} = -\frac{1}{2} \int_{(\mu_0 - \mu_1) H^{\frac{1}{2}}}^{+\infty} \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{z^2}{2}} dz = -\frac{1}{2} H^{-\frac{3}{2}} \int_{(\mu_0 - \mu_1) H^{\frac{1}{2}}}^{+\infty} \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{z^2}{2}} dz = -\frac{1}{2} H^{-\frac{3}{2}} \{1 - N[(\mu_0 - \mu_1) H^{\frac{1}{2}}]\}$$

$$\begin{aligned} \frac{\partial H}{\partial s_1} &= -\left[\frac{s_0}{\tau_0(\tau_0 + s_0)} + \frac{s_1}{\tau_1(\tau_1 + s_1)} \right]^2 \left[\frac{1}{\tau_1(\tau_1 + s_1)} - \frac{s_1}{\tau_1(\tau_1 + s_1)^2} \right] \\ &= -\left[\frac{s_0}{\tau_0(\tau_0 + s_0)} + \frac{s_1}{\tau_1(\tau_1 + s_1)} \right]^2 \frac{1}{(\tau_1 + s_1)^2} \end{aligned}$$

$$\frac{\partial V}{\partial s_1} = \frac{\partial V}{\partial H} \cdot \frac{\partial H}{\partial s_1} = \frac{1}{2} H^{-\frac{3}{2}} \{1 - N[(\mu_0 - \mu_1) \sqrt{H}]\} \left[\frac{s_0}{\tau_0(\tau_0 + s_0)} + \frac{s_1}{\tau_1(\tau_1 + s_1)} \right]^2 \frac{1}{(\tau_1 + s_1)^2}$$

附录 B:

(1) 超一线城市为1类, 取值为5, 包括北京、上海、广州、深圳;

(2) 一线城市为第2类, 取值为4, 包括重庆、天津、沈阳、南京、武汉、成都、大连、杭州、无锡、青岛、济南、厦门、福州、西安、长沙共15个;

(3) 二线城市为第3类, 取值为3, 包括宁波、合肥、南宁、太原、扬州、大庆、淮安、桂林、包头、昆明、哈尔滨、温州、珠海、贵阳、佛山、呼和浩特、中山、嘉兴、郑州、常州、南昌、苏州、东莞、威海、镇江、临沂、长春、烟台、石家庄、南通、徐州、洛阳、潍坊、咸阳、泉州、惠州共36个;

(4) 三线城市为第4类, 取值为2, 包括三亚、金华、泰安、榆林、舟山、赣州、慈溪、南阳、聊城、海口、东营、淄博、漳州、保定、沧州、丹东、宜兴、绍兴、唐山、潮州、襄阳、江阴、营口、衡阳、郴州、鄂尔多斯、泰州、义乌、宜昌、汕头、大同、鞍山、湘潭、盐城、马鞍山、襄樊、长治、日照、常熟、安庆、吉林、乌鲁木齐、兰州、秦皇岛、德阳、新乡、肇庆、西宁、滨州、台州、廊坊、邢台、株洲、绵阳、双流、平顶山、龙岩、银川、芜湖、晋江、连云港、张家港、锦州、岳阳、长沙县、济宁、邯郸、江门、昆山、柳州、九江、绍兴县、运城共73个;

(5) 其他城市为第5类, 取值为1。

Succession of Family Firms: from the View of CEO's Capacity and Information Identification

WANG Zhebing¹, HAN Liyan², SUN Jing¹

1 Accounting School, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China

2 School of Economics and Management, Beihang University, Beijing 100191, China

Abstract: Forty years after the opening and reform of China, family firms in China will face the coming peak of intergenerational inheritance. Family succession or market agency is a dilemma. In the view of corporate governance, it depends on agency cost as

well as long-term value of the company. The uncertainty of the business environment and the possibility of the loss of corporate control right must be considered as well. While from the perspective of microeconomics, this problem also depends on the perfection of market information and factor pricing.

Therefore, an analytical framework considering uncertainty is needed. An option pricing model is constructed to reflect the relationship between the family firms' successor choice and the influence factors, such as CEO's capacity and information identification. The location of listed companies is used to reflect the talent attractiveness, and the number of companies in the industry is used to reflect the talent reservation. These two indexes are used to reflect the capability of CEOs. However the information identification ability is measured by the idiosyncratic risk of a firm. Data of listed family firms from 1998 to 2016 is used to test the results deduced by the model.

The empirical results show that as the location of family firms are more attractive for managers and the competition in the industry is fiercer, the capital market's information identification capacity is stronger, and the probability of family firms to employ professional manager is higher. Further results show that there is a substitution relationship between information identification capacity and the CEOs' reservation. However, our data show that the succession choice of family firms in China has changed since 2011. Before 2011, most firms were inherited by their family members. Yet after 2011, professional managers were considered to be candidates. During the succession process, there is gender gap. If the second generation is male, the results remain constant while if the second generation is female, professional managers are preferred.

The managerial labor market is an indispensable element for the business environment theoretically and it can provide the market price of agency costs. The following results and enlightenments are gained: key elements which are helpful to establish the modern enterprise system are developing the managerial labor market, promoting the reasonable movement of professional managers, enhancing the capability of professional managers, improving the environment and the information identity capacity of capital market. These elements are also helpful to promote the evolution of enterprises' control right, as well as the healthy and sustained development of private enterprises.

Keywords: CEO's capacity; capital market; information identification; family firm; firm succession

Received Date: August 11th, 2018 **Accepted Date:** May 30th, 2019

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(71673020,71690244)

Biography: WANG Zhebing, doctor in management, is a lecturer in the Accounting School at Capital University of Economics and Business. Her research interests include corporate finance and financial development. Her representative paper titled "The founder's choice between democracy and autocracy in corporate governance" was published in the *China Economic Quarterly*(Issue 2, 2013). E-mail:wzb626@163.com

HAN Liyan, doctor in sciences, is a professor in the School of Economics and Management at Beihang University. His research interests include financial engineering and knowledge management. His representative paper titled "Macroeconomic uncertainty: does it matter for commodity prices?" was published in the *Applied Economics Letters*(Issue 10, 2014). E-mail:hanly@buaa.edu.cn

SUN Jing, doctor in management, is a lecturer in the Accounting School at Capital University of Economics and Business. Her research interests include carbon finance and behavior finance. E-mail:sunjing@cueb.edu.cn □