

上市家族企业控制权代际转移的资本市场反应研究

胡旭阳, 胡佳宝

(浙江财经大学金融学院, 浙江 杭州 310018)

摘 要: 以中国上市家族企业创始人子女出任总经理或董事长作为家族企业控制权代际转移的代理变量, 运用事件研究方法, 分析中国资本市场对家族企业控制权代际转移的短期和长期市场反应。短期事件研究结果表明, 在事件前一交易日和事件日, 家族企业控制权代际转移事件的平均累计异常回报率显著小于零, 但这种负面效应在事件发生后的第一个交易日开始不显著; 而长期事件研究结果表明, 在控制权代际转移后的10~11月开始, 由发生控制权代际转移的上市家族企业构成的投资组合其平均买进持有异常收益率(BHARs)显著低于参照组合。总体上, 中国资本市场对家族企业控制权代际转移的反应是负面的。

关键词: 上市家族企业; 事件研究; 控制权代际转移; 异常收益率

中图分类号: F813.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1004-4892(2017)01-0049-09

一、引 言

经过30多年的发展, 许多改革开放后成长起来的家族企业创始人步入退休年龄, 中国家族企业第一次代际传承高峰来临。然而国外研究表明, 代际传承是家族企业发展中的“一道坎”: 大约30%的家族企业能成功将事业传递给第二代, 10%~15%的家族企业能传承到第三代^[1]。鉴于家族企业在中国经济社会转型中的重要地位和中国家族企业第一次代际传承高峰的来临, 中国家族企业代际传承成为一个具有重要现实意义的研究问题。

对家族企业代际传承研究的重要视角之一就是“过程观”, 即将代际传承视为一个长期过程而非单个事件。从继承人进入企业到完全接班往往需要几年甚至十几年的时间, 家族企业代际传承是一个漫长、复杂的社会化过程, 这个过程是如何进行的自然成为研究关注的重点。Longenecker和Schoen(1978)以继承人全职进入企业和继任领导岗位为关键事件将家族企业代际传承过程划分为七个阶段^[2]; Churchill和Hatten(1987)则把家族企业代际传承划分为创始人管理企业、子女的学习和发展、父子共同管理、权力/职位传承四个阶段^[3]; 窦军生和邬爱其(2005)把中国家族企业代际传承过程划分为传承决策、继承人的培养、继承人的甄选和权杖最终交接四个阶段^[4]。尽管对家族企业代际传承过程具体阶段划分存在差异, 但国内外研究文献基本上都把继承人继任领导岗位(企业控制权代际转移)视为最重要的环节, 它标志着家族企业“权杖”的交接和传承过程进入尾声。因而, 家族企业控制权代际转移及其影响成为研究者最为关注的问题。然而由于历史原因, 中国家

收稿日期: 2016-05-20

基金项目: 浙江省哲学社会科学规划基金重点项目(15NDJC013Z); 国家自然科学基金面上项目(71572172)

作者简介: 胡旭阳(1969-), 男, 安徽休宁人, 浙江财经大学金融学院教授, 博士; 胡佳宝(1990-), 男, 浙江绍兴人, 浙江财经大学金融学院硕士生。

族企业的再发展起步于改革开放后,相关数据难以获得,制约了对中国家族企业控制权代际转移的研究。而在改革开放30多年后,随着中国家族企业第一次代际传承高峰的来临以及中国家族企业逐步成为中国资本市场的主力军,关于家族企业尤其是上市家族企业控制权代际转移的数据日益丰富。在这一背景下,本文以上市家族企业为研究对象,考察中国资本市场对家族企业控制权代际转移的反应,以丰富关于家族企业代际传承的研究文献。

二、文献回顾

尽管家族企业代际传承涉及多维度要素的代际传承和转移,但控制权或领导岗位的继承是家族企业代际传承的核心要素和关键环节。目前学界对家族企业控制权代际转移的研究主要围绕以下三个问题展开:第一,为什么家族企业所有权和控制权会呈现代际锁定,而不是公众持有?第二,创始人把什么要素转移给家族继承人有助于“家业长青”?第三,家族企业代际转移对家族企业绩效有何影响?

(一)家族企业所有权和控制权代际锁定的原因

为什么许多家族企业创始人把企业所有权和控制权传承给后代而非职业经理人,从而避免家族企业转型为公众公司?对于这个问题目前主要有三种解释。

第一种解释认为与文化因素有关^[5]。家族企业是家文化规则和企业规则的结合体,具体到企业用人方面,更注重血缘亲情关系,企业创始人不希望自己的企业由外人接管,常常会在子女中挑选合适的人选并为其提供最好的教育机会和商业实践经验,进而实现企业所有权和控制权在家族内部的传承^{[6][7]}。

第二种解释认为,家族企业所有权与控制权的代际锁定是弱制度环境下企业次优的组织安排。Burkart等(2003)认为,如果法律制度不能为外部投资者提供充分保护,那么即使家族继承人的经营能力比职业经理人差,企业所有权和控制权的代际传承仍是次优的选择^[8]。Bhattacharya和Ravikumar(2001)则指出了资本市场发展对家族企业的影响,在资本市场越不发达的经济体,家族企业的规模更大,持续时间更长^[9]。

第三种解释认为这与家族的社会情感财富维护有关。社会情感财富(socioemotional wealth)是指家族凭借其所有者、决策者和管理者的身份从家族企业经营中获得的非经济利益^[10]。家族企业与非家族企业最大不同之处在于,社会情感财富的维系是家族保持企业所有权和控制权主要的非经济动因^[11]。

(二)家族企业代际传承要素

在家族企业倾向于把企业控制权传承给家族后代的情况下,哪些要素的代际传递有助于家族企业“家业长青”一直受家族企业领域理论研究者和实践者的关注。

早期研究主要关注家族企业资产所有权和控制权的代际传承,对其他要素(尤其是无形资源)的关注不够;而企业竞争优势源于稀缺、有价值、难以复制和替代的资源,这些资源往往以管理诀窍、默会知识等形式存在,因而后续文献更关注无形资源的代际转移对家族企业传承和持续成长的影响。第一,企业家精神的代际传承。Lambrecht(2005)认为企业家精神的传承是决定家族企业代际传承成功的关键^[12]。企业家精神包括多个维度,窦军生和贾生华(2008)对中国家族企业代际传承的研究表明,敬业精神、开拓精神和创新精神受到企业家及其子女的重视,这不同于西方国家强调的冒险精神^[13]。第二,默会知识的代际传承。家族企业的代际传承效果在很大程度上取决于继承人能否吸收前任的关键知识和技能,这些关键知识和技能往往是嵌入在组织惯例中的默会知识^[14],因而企业家默会知识是家族企业代际传承中需要传递的核心要素^[15]。第三,家族企业社会

资本的代际传承。Steier(2001)认为,家族企业代际传承成功与否在很大程度上取决于企业家关系网络在代际间的传承效果^[16]。Dou和Li(2012)通过案例研究分析了中国家族企业如何进行企业关系网络的代际传承^[17];胡旭阳和吴一平(2016)分析了中国家族企业政治资本代际转移的动机和时机选择问题^[18]。

尽管上述研究从不同角度指出了无形资源代际转移对传承后家族企业持续发展的重要性,然而Mehrotra等(2013)指出,企业家能力是不能够传承的,企业创始人后代的企业家才能因“均值回归”而趋于社会平均水平^[19]。因而控制权代际转移对家族企业绩效的影响到底如何自然成为研究者关注的另一重要问题。

(三)控制权代际转移后家族企业的绩效表现

在家族企业控制权代际传承与企业财务绩效的关系方面,经验研究并未取得一致的结果。早期的经验研究表明,家族企业控制权代际转移与企业绩效间呈正相关关系^{[20][21]}。然而近期的经验研究结果表明,家族企业控制权代际传承降低了企业绩效,这种关系在不同地区的结论基本一致。比如,Villalonga等(2006)对美国财富500强企业的研究发现,创始人担任CEO或董事会主席增加企业价值,然而创始人的后代担任CEO降低企业价值,这表明家族企业控制权代际转移降低企业价值^[22]。Perez-Gonzalez(2007)从CEO的继任角度考察了美国上市公司控制权继承对企业绩效的影响,按照与离任CEO、创始人或大股东是否有血缘、姻缘关系把继任CEO划分为关联CEO和非关联CEO,他发现前者所管理的公司业绩显著低于后者所管理的公司^[23]。而Bennedsen等(2015)通过对香港、台湾、新加坡三地217家华人家族企业传承的研究发现,家族企业控制权代际传递会造成企业价值损失^[24]。Bennedsen等(2007)对欧洲丹麦的家族企业代际传承研究提供了相似的结论^[25]。

除了Bennedsen等(2007)的研究外,在研究方法上,上述关于家族企业控制权传承与企业绩效关系的结论面临内生性问题。以离任CEO的第一个子女性别作为工具变量,Bennedsen等(2007)发现家族企业控制权代际传承(离任CEO后代担任CEO)显著降低企业绩效。这在一定程度上印证了企业创始人后代的企业家能力因“均值回归”而趋于社会平均水平的理论假说^[19]。

另外,现有大部分文献以ROA、Tobin'Q等指标来衡量企业价值或绩效,研究控制权代际传承前后企业绩效变化,然而很少有文献考察资本市场对家族企业控制权代际转移的反应,尤其是家族企业控制权代际传承后的长期市场反应。而近期经验研究证据表明,家族企业控制权代际传承与企业绩效之间是负相关的,并且这种关系很可能是因果性的^[25],那么一个比较有趣的问题是,资本市场是否会对此做出一致的反应呢?这个问题现有文献鲜有涉及。基于此,本文以中国上市家族企业为对象来考察控制权代际转移的短期和长期资本市场反应,以进一步丰富家族企业控制权代际转移的研究文献。

三、研究设计

(一)样本选择

尽管对家族企业的定义学界仍存在一定的分歧,但一般会涉及所有权、管理权和控制权三个维度中的至少一个。鉴于本文研究国内上市家族企业的控制权代际转移问题,对家族企业的定义如下:第一,创始人或创始人家族拥有企业的控制权;第二,创始人后代已进入企业参与经营、担任一定职位(部门经理、副总经理、总经理、董事等职务之一)或拥有公司股权。而家族企业控制权代际转移特指创始人的子女担任上市公司总经理或董事长^①。

① 创始人的子女包括儿子、女儿、女婿、儿媳。

关于家族企业及其代际传承的数据收集过程如下：第一，通过国泰君安数据库下载民营上市公司实际控制人数据，确定最终实际控制人为自然人且实际控制人拥有的最终投票权超过 15% 的民营企业为家族企业；第二，查询巨潮资讯网所有样本公司 2003 年以后的年报。确定家族企业的代际传承情况，最终有 289 家企业的继承人以某种形式介入企业。在剔除创始人子女仅为上市家族企业股东、创始人子女在管理层或董事会任职但未担任公司总经理或董事长、继承人在家族企业上市前已经担任公司总经理或董事长^①、借壳上市后 6 个月内继承人担任总经理或董事长^②几种情况外，本文最终的研究样本包括 61 家上市家族企业。表 1 为本文研究样本构成情况。

表 1 本文研究样本的筛选和构成情况

	总样本	289
剔除	创始人子女仅为股东,未在管理层或董事会任职	7
剔除	创始人子女在管理层或董事会任职,但未担任公司总经理或董事长	135
剔除	继承人在家族企业上市前已担任公司董事长或总经理	81
剔除	借壳上市后6个月内,继承人担任公司总经理或董事长	5
	满足事件研究要求的样本数	61

(二) 研究方法

本文选择事件研究方法来考察中国上市家族企业控制权代际转移的短期和长期的资本市场反应。

1. 研究企业控制权代际转移短期市场反应的方法说明

第一，事件和事件日的确定。本文研究的事件为上市家族企业控制权代际转移(创始人的子女担任上市公司的董事长或总经理^③)，事件日以巨潮资讯网公布的继任公告日为标准，若继任公告日为双休日或节假日，则将下一个交易日作为事件日，并在数据周期上选择日收益率数据。

第二，事件估计窗口的长度。现有研究表明，事件估计窗口的长度对模型参数有重要影响，较长的窗口长度能提高模型参数的精度但降低了参数的稳定性。而在日收益率条件下，Mackinlay (1997)认为估计窗口合适的长度为 100 ~ 300 天、事件窗口合适的长度为 21 ~ 121 天^[26]。考虑研究数据的特性，本文选择估计窗口的长度为 132 天($[T_0, T_1] = [-150, -19]$)，事件窗口的长度为 24 天($[T_1, T_2] = [-18, 5]$)。

第三，本文选择市场模型来计算异常收益率，并采用 t 统计量来检验事件的异常收益率是否显著。具体而言，在时期 t 对每个样本企业 i，采用式(1)来计算异常收益率：

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}] \quad (1)$$

其中， AR_{it} 、 R_{it} 和 $E(R_{it})$ 分别代表时期 t 证券 i 的异常收益率、实际收益率和预期收益率。我们选择市场模型来计算 $E(R_{it})$ ，并以上证综合指数和深证综合指数的市值加权收益率作为市场指数的收益率。

CAR/CAAR 分别为证券 i 在 (t_1, t_2) 期间内的累计异常收益率和整个样本在 (t_1, t_2) 期间内的平均累计异常收益率，其计算公式分别为式(2)、(3)；并采用 t 统计量来检验上述平均累计异常收益率的显著性。

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (2)$$

① 控制权代际传承在上市前已经发生，无法确定事件的发生日。

② 考虑到 IPO 和资产重组事项会对上市公司带来非正常的收益，从而难以识别企业的控制权传承的市场效应，这部分样本被删除。

③ 如果家族企业在研究期间先后发生子女担任公司总经理和董事长事件，那么以先发生的作为本文的研究事件。

$$CAAR(t_1, t_2) = 1/N \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) \quad (3)$$

2. 研究家族企业控制权代际转移长期市场反应的方法说明

本文选择买进持有异常收益率(BHARs)指标来度量长期异常收益率。假设 R_{it} 为样本公司 i 在时期 t 的实际收益率, $E(R_{it})$ 表示样本公司 i 在时期 t 的预期收益率, $BHAR_{iT}$ 表示样本公司 i 在期限 T 内的买进持有异常收益率, 其计算公式为:

$$BHAR_{iT} = \prod_{t=1}^T [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^T [1 + E(R_{it})] \quad (4)$$

而在基准收益率 $E(R_{it})$ 的度量上, 现有研究主要采用参照组合和控制企业匹配两种方法, 并且两种方法的匹配标准主要基于企业规模和账面市值比两个维度。本文将选择参照组合匹配的 BHARs 方法来研究家族企业控制权代际传承的长期市场反应, 并采用三种构建参照组合匹配方法来计算预期收益率 $E(R_{it})$, 以考察实证分析结果是否对选取的参照组合敏感。借鉴 Barber 和 Lyon (1997) 的做法^[27], 相应的参照组合构建具体步骤如下:

第一, 基于规模(Size-based)的参照组合构建。首先, 根据样本中每个证券的事件月确定市值规模排序, 具体而言, 如果事件发生在每年的 7~12 月, 那么选择同年度的 6 月底市值进行排序, 如果事件发生在 1~6 月, 那么选择上一年度末的市值进行排序; 其次, 把按照市值排序后的所有证券划分成十组, 构造成十个子规模组合; 再次, 按照简单加权方式计算每个子规模组合的平均月收益率; 最后, 以样本中每个证券所在的子规模组合的平均月收益率来表示其预期月收益率。

第二, 基于账面市值比(BM-based)的参照组合构建。由于上市公司财务报表公布存在延时性, 因此对于每家上市家族企业的控制权代际转移事件, 均选择上年度末的数据来计算账面市值比(净资产/总市值); 其次, 对所有证券的账面市值比进行排序, 并将所有证券划分成十组, 构成十个账面市值比子组合; 再次, 按照简单加权方式计算每个账面市值比子组合的平均月收益率; 最后, 以样本中每个证券所在的账面市值比子组合的平均月收益率来表示其预期月收益率。

第三, 基于规模/账面市值比(Size/BM-based)的参照组合构建。首先, 根据前两种参照组合排序月的选择标准确定规模/账面市值比排序月, 其次, 根据样本中每个证券排序月对应的所有证券的市值规模进行排序, 并将所有证券划分成十组, 然后对这十个组合按账面市值比进一步分成 5 个子组合, 共形成 50 个子组合; 再次, 按照简单加权的方式计算每个规模/账面市值比子组合的平均月收益率; 最后, 以样本中每个证券所在的规模/账面市值比子组合的平均月收益率来表示其预期月收益率。

四、实证结果

(一)上市家族企业控制权代际转移的短期市场反应实证结果

由于其中一个样本(600556, 北生药业)在继任前企业有重大资产重组事项导致事件窗的正常收益率估计可能存在一定偏差, 属于特殊情况, 因此予以剔除。对于剩余 60 个样本的短期事件研究结果如表 2 所示, 图 1 为示意图。

从表 2 可知, 对样本平均累计异常收益率(CAAR)的统计检验表明, 事件日前一天和当天的平均累计异常收益率(CAAR)分别为 -2.11%、-2.28%, 均在 5% 水平显著。另外, 样本的 CAAR 整体上处于负值水平, 并且在 $[-13, -12]$ 和 $[-1, 0]$ 区间内出现较大的下滑。由此可见, 资本市场对家族企业控制权代际转移的短期市场反应是负面的。另外, 从事件发生后第一个交易日开始(在 $[1, 5]$ 区间内), 尽管 CAAR 的值为负, 但统计上并不显著, 这说明家族企业控制权代际转移的负面市场反应并未持续。

表 2 上市家族企业控制权代际转移的短期市场反应

事件窗口期	CAAR	T 值	P 值
-18	-0.0020777	-0.7419841	0.458097
-17	-0.0055465	-1.329376	0.1837239
-16	-0.0068454 *	-1.704814	0.0882291
-15	-0.0064876	-1.442661	0.1491159
-14	-0.006973	-1.174305	0.2402728
-13	-0.0114298 *	-1.897824	0.0577193
-12	-0.0125032 *	-1.90676	0.0565517
-11	-0.010871	-1.387415	0.1653152
-10	-0.0068866	-0.8388178	0.4015715
-9	-0.0092013	-1.110158	0.266931
-8	-0.0072463	-0.8155005	0.4147859
-7	-0.0065495	-0.6720762	0.5015352
-6	-0.0090701	-0.9194599	0.3578551
-5	-0.0124619	-1.209011	0.2266585
-4	-0.0156321	-1.480117	0.1388419
-3	-0.013800	-1.307291	0.1911139
-2	-0.0176335	-1.612505	0.1068522
-1	-0.021091 **	-2.055636	0.0398176
0	-0.0227635 **	-1.988115	0.046799
1	-0.0168649	-1.352788	0.1761235
2	-0.0168439	-1.27844	0.2010944
3	-0.0130448	-0.9390406	0.3477099
4	-0.0128722	-0.8840941	0.3766454
5	-0.0101394	-0.6596946	0.5094498

注：* 表示在10%水平显著，** 表示在5%水平显著。

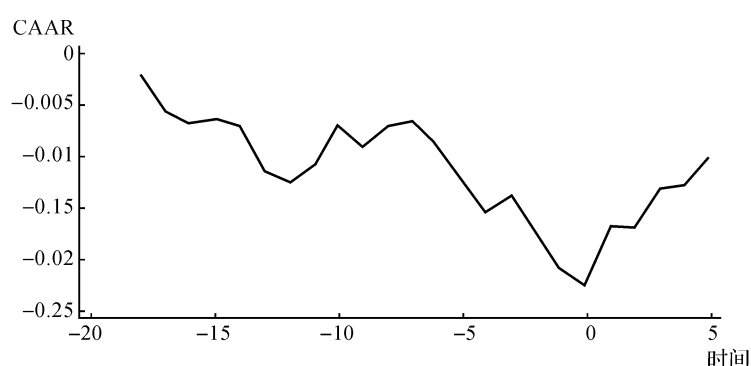


图 1 家族企业控制权代际转移的短期市场效应

(二)上市家族企业控制权代际转移的长期市场反应实证结果

表 3 给出了三种不同方法(规模参照组合(Size)、账面市值比参照组合(BM)、规模/账面市值比参照组合(Size/BM))计算基准收益率情况下,发生控制权代际转移的上市家族企业构成的投资组合相对于参照组合的平均买进持有异常收益率(BHARs),图 2 是相关结果的示意图。由于部分家族企控制权代际转移的时间不长,因而随着长期事件研究月份的增加,研究样本数会减少。

表 3 上市家族企业控制权代际转移的长期市场反应

距事件月的月份数	基于规模参照组合的 BHARs	基于账面市值比 参照组合的 BHARs	基于规模/账面市值比 参照组合的 BHARs
0	-0.0342992	-0.0414366	-0.0048885
1	-0.0125956	-0.0191264	0.0073460
2	-0.0113897	-0.0122946	-0.0043118
3	-0.0270586	-0.0189611	-0.0269824
4	-0.0587317	-0.0535245	-0.0741901
5	-0.0777711	-0.0625892	-0.0616456
6	-0.0719616	-0.0742745	-0.061967
7	-0.1639134	-0.1812197	-0.1593415
8	-0.1841745	-0.2006905	-0.1846051
9	-0.1507163	-0.1764057	-0.1530764
10	-0.1899938	-0.2168379 *	-0.1927168 *
11	-0.2316215 *	-0.2477282 **	-0.2312684 *
12	-0.270009 **	-0.2865629 **	-0.2537061 **
13	-0.276073 **	-0.3039117 **	-0.2694336 **
14	-0.2877213 **	-0.3293118 ***	-0.2770988 **
15	-0.2712943 **	-0.3170086 **	-0.2565662 **
16	-0.271814 **	-0.3362109 **	-0.2600532 **
17	-0.2924964 **	-0.3590852 **	-0.2893475 **
18	-0.3243164 **	-0.3995400 **	-0.3212408 **
19	-0.388055 ***	-0.4451503 ***	-0.3766512 ***
20	-0.4324973 ***	-0.4901386 ***	-0.4154888 ***
21	-0.4712185 ***	-0.5263427 ***	-0.4443316 ***
22	-0.4984667 ***	-0.5732902 ***	-0.4820192 ***
23	-0.542689 ***	-0.5964232 ***	-0.5113937 ***
24	-0.5368704 ***	-0.5738911 ***	-0.5186378 ***

注：* 表示在10%水平显著，** 表示在5%水平显著，*** 表示在1%水平显著。

结合三种参照组合下 BHARs 分布示意图(图 2)可以发现,三种分析方法的实证结果基本一致:第一,资本市场对家族企业控制权代际转移的长期反应是负面的,各种不同方法计算的控制权代际转移发生后的 24 个月 BHARs 均为负值。比如,对于基于规模参照组合的 BHARs,发生控制权代际转移的上市家族企业构成的投资组合,其 1、6、12、24 个月的 BHARs 分别为 -1.259% (不显著)、-7.196% (不显著)、-27.00% (5% 水平显著)、-53.69% (1% 水平显著)。第二,资本市场对家族企业控制权代际转移的长期市场反应存在时滞。BHARs 在控制权代际传承后的 10~11 月开始在统计上显著为负,并且一直持续到控制权代际传承后的 24 个月。这也与现有文献观察到的现象一致,控制权代际转移后家族企业的业绩会下降^{[22][23]},也在一定程度上支持企业家能力不能传承的理论假说^[19]。

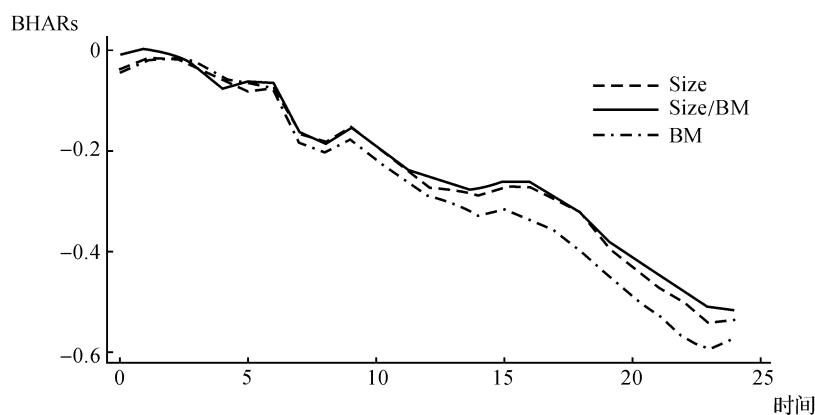


图 2 上市家族企业控制权代际转移的长期市场效应

五、结 论

以创始人子女担任企业总经理或董事长的上市家族企业为研究对象,运用事件研究法,本文考察了中国资本市场对家族企业控制权代际转移的市场反应。研究结果显示:不论是短期市场反应还是长期市场反应,资本市场总体上对家族企业控制权代际转移作出了负面反应;家族企业控制权代际转移的长期市场反应结果与现有文献观察到的家族企业控制权传承后财务绩效显著下降的事实相一致。

本文仅仅给出了家族企业控制权代际转移的短期和长期市场资本反应的结果,从总体上看,资本市场反应是负面的,但不同家族企业的短期和长期异常收益率存在差异,具有异质性,这种异质性与什么因素有关是未来需要研究的问题。

参考文献:

- [1] Beckhard, R. & Dyer, W. G. Management continuity in the family-owned business [J]. *Organizational Dynamics*, 1983, 12(1): 5-12.
- [2] Longencker, J., Schoen, J. Management succession in the family business [J]. *Journal of Small Business Management*, 1978, 16(3): 1-6.
- [3] Churchill, N. C., Hatten, K. J. Non-market-based transfer of wealth and power: A research framework for family business [J]. *American Journal of Small Business*, 1987, 11: 51-64.
- [4] 窦军生, 邬爱其. 家族企业传承过程演进: 国外经典模型评介与创新 [J]. *外国经济与管理*, 2005, (9): 52-60.
- [5] Bertrand, M. & Schoar, A. The role of family in family firms [J]. *Journal of Economic Perspective*, 2006, 20: 73-96.
- [6] 陈凌, 应丽芬. 代际传承: 家族企业继任管理和创新 [J]. *管理世界*, 2003, (6): 89-97.
- [7] 储小平, 李怀祖. 信任与家族企业的成长 [J]. *管理世界*, 2003, (6): 98-104.
- [8] Burkart, M., F. Panunzi & Shleifer, A. Family firms [J]. *Journal of Finance*, 2003, 58 (5): 2167-2201.
- [9] Bhattacharya, U., Ravikumar, B. Capital market and the evolution of the family businesses [J]. *Journal of Business*, 2001, 74(2): 187-220.
- [10] Gomez-Mejia, L. R., Haynes, K. T., Nunez-Nickel, M., Jacobson, K. J., Moyano-Fuentes, L. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills [J]. *Administrative Science Quarterly*, 2007, 25(1): 106-137.
- [11] Gomez-Mejia, L., C. Cruz & Berrone, P. The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms [J]. *Academy of Management Annals*, 2011, 5: 653-707.
- [12] Lambrecht, J. Multigenerational transition in family business: A new explanatory model [J]. *Family Business Review*, 2005, 18(4): 26-282.
- [13] 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 [J]. *管理世界*, 2008, (9): 105-117.
- [14] Cabrea-Suarez, K., P. De Saa-Perez, Garca-Almeida, D. The succession process from a resource-based and knowledge-based view of the family firms [J]. *Family Business Review*, 2001, 14(1): 37-47.
- [15] 许永斌, 惠男男, 郑秀田. 家族企业代际传承与债务特征 [J]. *商业经济与管理*, 2014, (12): 56-65.
- [16] Steier, L. Next-generation entrepreneurs and succession: An exploratory study of modes and means of managing social capital [J]. *Family Business Review*, 2001, 14(3): 259-276.
- [17] Dou, J. S., Li, S. The succession process in Chinese family firms: A guanxi perspective [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2013, 30: 893-917.
- [18] 胡旭阳, 吴一平. 中国家族企业政治资本代际转移研究——基于民营企业参政议政的实证分析 [J]. *中国工业经济*, 2016, (1): 146-160.
- [19] Mehrotra, V., R. Morck, & Shim, Y. Adoptive expectations: Rising sons in Japanese family firms [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108: 840-854.
- [20] Johnson, W. B., R. P. Magee, N. J. Nagarajan, Newman, H. A. An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive

- Deaths; Implications for the Managerial Labor Market [J]. Journal of Accounting and Economics, 1985, 7(1-3): 151 - 74.
- [21] McConaughy, D. L. , Walker, M. C. , Henderson, G. V. , Mishra, C. S. Founding family controlled firms: Efficiency and value [J]. Review of Financial Economics, 1998, 7: 1 - 19.
- [22] Villalonga, B. , Amit, R. How do family ownership, control and management affect firm value? [J]. Journal of financial economics, 2006, 80: 385 - 417.
- [23] Perez - Gonzalez, F. Inherited control and firm performance [J]. American Economic Review, 2006, 96(5): 1559 - 1585.
- [24] Bennedsen, M. , Fan, J. P. H. , Jian, M. , Yeh, Y. The family business map: Framework, selective survey, and evidence from Chinese family firm succession [J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 33: 212 - 226.
- [25] Bennedsen, M. , K. M. Nielsen, F. Perez-Gonzalez & Wolfenzon, D. Inside the family firm: The role of families in succession decision and performance [J]. Quarterly Journal of Econoimcics, 2007, 122(2): 647 - 691.
- [26] Mackinlay, A. C. Event studies in economics and finance [J]. Journal of Economic Literature, 1997, 35: 13 - 39.
- [27] Barber, B. and J. Lyon. Detecting long abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics [J]. Journal of Financial Economics, 1997, 43: 341 - 372.

A Study on the Reaction of the Capital Market to the Transgenerational Transfer of the Control of Publicly Listed Family Firms

HU Xuyang, HU Jiabiao

(School of Finance, Zhejiang University of Finance and Economic, Hangzhou 310018, China)

Abstract: Taking founder's descendant being the CEO or the Chairman of the board of directors as proxy for the transgenerational transfer of control, this paper uses event study method to investigate the short-term and long-term capital market reaction to the transgenerational transfer of control in Chinese publicly listed family firms. The results are as follows: Firstly, cumulative average abnormal return (CAAR) of the day before the event day and on the event day is significantly negative, but the CAAR is not significantly different from zero after the event day; secondly, the 10 - 24 month buy and hold abnormal returns (BHARs) of portfolio consisting of the family firm whose transgenerational transfer of control has taken place is significantly lower than that of reference portfolio. As a whole, the capital market reaction to the transgenerational transfer of control in Chinese publicly listed family firms is significantly negative.

Key words: publicly listed family firm; event study; transgenerational transfer of control; abnormal return

(责任编辑: 原 蕴)