

# 家族企业 CEO 来源、风险承担及经济后果

汪祥耀<sup>1</sup>, 迟殿洲<sup>1</sup>, 金一禾<sup>1,2</sup>

(1. 浙江财经大学会计学院, 浙江 杭州 310018; 2. 中南财经政法大学会计学院, 湖北 武汉 430073)

**摘 要:** 随着家族企业创业者年龄的增长, 继任人选择已经成为影响家族企业发展的一大障碍。本文将家族企业 CEO 来源分成创始人 CEO、继任者 CEO 和职业经理人 CEO 三个类别, 检验了不同来源 CEO 对企业风险承担及其经济后果的影响。研究发现, 家族创始人 CEO 和家族继任者 CEO 降低了家族企业的风险承担水平, 并且这种抑制效应在家族继任者担任 CEO 时更为明显, 而职业经理人 CEO 会提高家族企业的风险承担水平。进一步检验风险承担的经济后果发现, 家族企业风险承担行为能够提高企业价值, 并且这种提升效应不会因 CEO 来源的改变而发生改变。本文研究结论为我国家族企业继任者选择提供了新的参考标准, 有利于解决我国家族企业的传承难题, 也为家族企业的风险投资提供一定的参考。

**关键词:** 家族企业; CEO 来源; 风险承担; 经济后果

**中图分类号:** F272      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1004-4892(2017)11-0074-10

## 一、引 言

风险承担水平决定着企业在经济转型和产业升级的复杂环境中实现可持续发展和价值增值。企业投资决策中的风险选择对企业发展和经济增长具有重要的影响<sup>[1]</sup>, 风险越大收益越高, 企业可以通过接受高风险的项目获得更好的市场和盈利的机会<sup>[2]</sup>。除经济政策、政治环境、法律保护等宏观制度环境外, 企业风险承担水平还受到公司治理机制的多重影响<sup>[3]</sup>。尤其值得关注的是, 企业风险承担中存在管理者效应, 即管理者会影响企业风险承担, 管理者是企业投资行为的直接决策主体, 他们的决策行为受到个人特征的显著影响<sup>[1]</sup>, 因此高管个人、高管团队、董事长和 CEO 的异质性都会对企业风险承担产生一定影响。行为决策理论基于权利制衡的角度提出, 管理者权力越大, 公司风险承担水平越高, 其中 CEO 权力与风险承担水平之间存在显著相关性。

家族企业传承是当前我国家族企业面临的热点问题和重要阶段<sup>[4][5]</sup>, 随着创业者年龄的增长, 权力的交接问题已成为影响家族企业发展的主要障碍之一。家族企业 CEO 继任来源主要有两类<sup>[6][7]</sup>, 一类是家族成员的内部选拔, 在我国主要表现为“子承父业”<sup>[8]</sup>; 另一类是聘请职业经理人<sup>[9]</sup>。家族企业不同继任人的相关研究较多地集中于企业绩效<sup>[10][11]</sup>和投融资决策<sup>[12][13][14]</sup>的差异性, 但是对于不同继任人的风险偏好却鲜有提及。由于家族企业的特殊组织结构, 家族成员的财富

收稿日期: 2017-05-29

基金项目: 浙江省自然科学基金资助项目(Y17G020074); 浙江省自然科学基金青年项目(LQ16G030007); 财政部全国会计科研一般项目(2015KJJB022); 浙江省大学生科技成果推广项目(2016R414066)

作者简介: 汪祥耀(1957-), 男, 浙江杭州人, 浙江财经大学会计学院教授, 博士; 迟殿洲(1991-), 男, 黑龙江佳木斯人, 浙江财经大学会计学院硕士; 金一禾(1990-), 女, 浙江金华人, 中南财经政法大学会计学院博士生, 浙江财经大学会计学院助教。

很大程度上得益于家族所控制的公司<sup>[15]</sup>，所以其对风险则更为关注。因此，在家族企业权力交接的关键时期，研究不同 CEO 来源下的企业风险承担及其经济后果，具有理论和现实意义。

本文从风险承担的视角出发，以 2010~2014 年沪深 A 股的上市家族企业为样本，研究家族企业不同的 CEO 来源对企业风险承担及经济后果产生的影响。研究发现，家族创始人 CEO 和家族继任者 CEO 降低了家族企业的风险承担水平，而职业经理人 CEO 会提高家族企业的风险承担水平。继而比较家族创始人 CEO 和家族继任者 CEO 的风险承担水平发现，家族创始人担任 CEO 的企业风险承担水平一般高于家族继任者担任 CEO 的企业风险承担水平。进一步对家族企业风险承担经济后果的检验发现，家族企业风险承担行为能够提高企业的价值，并且这种提升效果不会因 CEO 来源的改变而发生改变。

本文可能的贡献在于：第一，从风险承担的视角分析了不同 CEO 来源对风险项目决策的差异，进而对企业价值提升的影响，该研究视角更符合家族企业注重风险把控的特点，丰富了家族企业对 CEO 继任人选拔的参考标准；第二，本文主要针对家族企业特殊样本进行风险承担研究，基于我国家族企业权力交接的背景研究不同 CEO 来源对风险承担的影响，丰富了企业风险承担影响因素文献，同时为风险承担的经济后果提供了家族企业层面上的微观证据。

## 二、理论分析与研究假设

### （一）家族企业 CEO 来源与企业风险承担

家族社会情感财富保有视角是解释家族行为的一个常用视角。并不是所有家族企业都将经济利益最大化作为企业的唯一目标，大多家族企业还会关注能够使得家族延续发展的一些非经济目标<sup>[16]</sup>。家族企业已逐渐成为家族创始人及家族成员情感寄托和家族文化的重要载体，保持社会情感财富是家族企业治理决策的核心理念<sup>[17]</sup>。当家族成员担任 CEO 时，为了保护社会情感财富可能会避免风险较高的长期投资，如研发和多元化<sup>[18]</sup>，他们甘愿冒着企业失败或低绩效的风险而不愿意投入研发，并且对研发所带来的预期收益也缺乏足够的兴趣<sup>[19]</sup>。对于家族企业而言，家族财富与企业价值之间存在着明显的利益趋同特征<sup>[20]</sup>，家族企业为了保护家族财富会有意识地进行风险规避。家族成员在进行风险决策时会考虑家族股权稀释和家族权威系统破坏等问题<sup>[21]</sup>，从而会选择规避资金回报周期长、风险大而净现值为正的投资项目<sup>[22]</sup>。在家族成员担任 CEO 时的风险规避意识会更加强烈。基于上述分析，家族成员出于保护社会情感财富和规避风险，无论家族企业的 CEO 是创始人还是家族二代继任者，企业的风险承担水平都普遍较低，因此，本文提出如下假设：

H1a：家族成员担任 CEO 与风险承担呈负相关关系。

在家族企业 CEO 来源中还有一种较为普遍的情况就是聘请职业经理人。相比家族成员担任 CEO，由于家族企业的利他主义和裙带关系的影响，职业经理人担任 CEO 往往受到诸多限制，甚至出现排斥和不信任等问题<sup>[23][24]</sup>。因此，职业经理人也会出于自身发展的考虑进行相应的决策，而不单纯只是出于提高企业绩效的考虑。根据职业生涯关注理论的观点，由于职业经理人和企业股东存在着信息不对称，经理人的实际能力只能通过其投资项目的绩效被外界所知，并依据该绩效确定经理人的薪酬契约，加之家族企业“任人唯亲”观念的盛行，血缘关系成为家族企业晋升的首要考虑因素，股权激励和福利待遇上家族成员也明显优于职业经理人。因此，职业经理人有动机选择投资回报较大、风险较高的项目，以期提高企业业绩，从而提高其薪酬待遇以及获得更好的晋升机会，同时获得外界的认可为以后的职业生涯铺平道路。因此，职业经理人 CEO 在进行投资决策时会选择更高水平的风险投资，愿意承担更高的风险并可能出现短视投资的行为<sup>[25]</sup>。

另一方面，根据 Morck 等人(1988)提出的管理者防御观点，认为职业经理人如果觉得在其职

业生涯中存在被解聘、被接管的可能,那么为了维护自身的职位会采取一系列的防御行为<sup>[26]</sup>。由于家族企业的特殊性,在家族企业担任 CEO 的职业经理人被解聘和被接管的可能性更大,于是职业经理人更有动机采取一定的防御行为。因此,职业经理人 CEO 会进行大量投资,并且更愿意进行多元化投资,为了维护自身职位而采取的非效率投资都可能给企业带来风险,进而提高企业的风险承担水平。基于职业生涯关注理论和管理者防御理论,职业经理人担任 CEO 时的家族企业风险承担水平更高,因此,本文提出如下假设:

H1b: 家族企业职业经理人担任 CEO 与风险承担呈正相关关系。

## (二) 风险承担水平差异性

家族企业当前正面临代际传承的重要阶段,需要考虑权力交接前后,家族创始人 CEO 和家族继任者 CEO 的风险偏好差异;进一步地考虑,如果是将权力传递给职业经理人,内部继任的家族继任者 CEO 和外部继任的职业经理人 CEO 的风险选择是否也存在不同。因此,本文将进一步比较分析家族创始人 CEO、家族继任者 CEO 和职业经理人 CEO 之间的风险承担水平差异。

高层梯队理论认为,高管成员的认知能力、感知能力和价值观等心理特征,具体可通过高管成员的年龄、任期、职业、教育等背景特征来衡量,将会影响到企业战略选择,进而影响企业行为选择。考虑到家族创始人 CEO 和家族继任者 CEO 在年龄、任期、经验、资源、教育等方面的异质性,二者的风险决策及战略选择应当有所不同。家族创始人长期从事家族企业管理所积累的经验、技能、家族权威以及所具备的企业家精神都会弥补其在学历上的劣势,帮助其进行风险投资,从而提升家族企业风险承担水平。

企业家理论指出企业家凭借自身的素质,诸如知识、阅历、判断力和洞察力等来对企业未来进行规划,并依靠他们的价值观、权力和意志来确保企业按照规划的轨道发展。企业家个人素质集中体现为企业家精神,即精神和冒险精神,如果没有甘冒风险和承担风险的魄力,就不可能成为企业家。Chandler 和 Jansen(1992)认为家族创始人具备一定的冒险精神和对成功强烈的诉求<sup>[27]</sup>。而家族继任者却缺少了父辈们艰苦创业的宝贵经历和在这一过程中所积累的社会人脉和商场经验以及遇到危机和困难时的应变能力。因此,家族继任者对于冒险的投资决策会比较慎重。张远飞等(2013)研究也指出家族二代具有更强烈的“守业情结”,在企业获得满意绩效时更倾向于采取安稳的战略<sup>[28]</sup>。基于高管梯队理论和企业家理论,本文认为相比家族继任者,家族创始人担任 CEO 时,更倾向于选择有利于企业发展的高风险项目,因此,本文提出如下假设:

H2a: 家族创始人担任 CEO 的风险承担水平高于家族继任者担任 CEO 的风险承担水平。

企业行为理论和前景理论通常用于分析决策行为和风险偏好,其基本观点认为如果企业的经营业绩低于期望水平则管理者会倾向于通过冒险的方式以解决问题。在前景理论下,绝大多数决策者对待损失和收益的敏感度是不同的,且决策者对待损失的敏感性强于对待收益的敏感性。管理者在决策时会参考企业绩效进行风险选择,当企业绩效偏低时,企业 CEO 倾向于风险寻求;而当企业绩效偏高时,企业 CEO 则更倾向于风险规避<sup>[29]</sup>。家族企业代际传承时,家族创始人一般会选择企业发展稳定且绩效较好的情况下交给家族继任者,因此家族继任者可能会产生“富则思安”的守业情结。而家族创始人往往在企业绩效较差、需要变革时才会选择富有经验的职业经理人接任,因此职业经理人更倾向于风险寻求。另一方面,家族继任者肩负着传承家族财富和保护家族基业长青的重任,一旦失败会影响到整个家族的命运,失败的代价较为惨重。相反,职业经理人一次的失败一般只是短暂影响其个人的职业生涯,并不会给其生活带来实质性的改变,失败的代价相对较轻。因此,从对待损失的态度来看,家族继任者为了避免成为外界人眼中的“败家子”以及维护家族的名誉,其对损失的敏感性要强于职业经理人,从而导致其倾向于风险规避。基于企业行为理论和前景理论可以认为,职业经理人 CEO 比家族继任者 CEO 的风险偏好更强,因此,本文提出如下



假设:

H2b: 家族继任者担任 CEO 的风险承担水平低于职业经理人担任 CEO 的风险承担水平。

### (三) 家族企业风险承担的经济后果

风险承担本身是企业追逐市场高额利润的一种倾向, 具有较高风险承担性的企业更有可能获取较大利润和企业绩效。国内外研究普遍表明, 风险承担对经济的发展具有重要影响, 并且这种影响主要表现为促进性<sup>[1][2][30][31]</sup>。风险承担的经济后果有多种表现形式, 本文选取了风险承担较为直接的经济后果, 即风险承担对企业价值的影响。李文贵和余明桂(2012)证实了风险承担行为可以显著提高国有企业和民营企业当期的市场价值<sup>[32]</sup>。本文试图运用我国家族企业的样本来验证该影响的存在, 并进一步检验家族企业不同 CEO 来源对风险承担效应的影响差异。基于以上分析, 本文提出如下假设:

H3: 家族企业的风险承担行为能够显著提高家族企业的市场价值。

## 三、研究设计

### (一) 样本和数据

本文选取 2010 ~ 2014 年沪、深两市 A 股民营上市公司作为初始研究样本, 参照苏启林和朱文(2003)<sup>[33]</sup>提出的家族企业定义进行家族企业样本筛选, 并剔除金融类、ST、\*ST 类以及在 2010 ~ 2014 年实际控制权转移给家族以外的研究样本。根据现有文献对风险承担的度量<sup>[32][34]</sup>, 考虑到家族继任者担任 CEO 的时间可能较短, 本文以每 3 年为一个观测时段, 采取滚动的方式计算企业的风险承担水平, 按此方式处理后的样本期间为 2010 ~ 2012 年。最后, 在剔除财务数据缺失或异常的上市家族企业样本后, 本文共得到 443 家上市家族企业的面板数据, 共计 1329 个观测值。

本文研究所需要的财务数据主要来自于国泰安数据库和 CCER 数据库, CEO 来源的数据是通过上市公司披露的年报及招股说明书手工收集, 并借助巨潮咨询网以及百度、Google 等搜索引擎加以佐证。数据的分析和处理采用 Stata12.0 软件。

### (二) 模型设定与变量定义

本文通过模型(1)、模型(2)和模型(3)分别检验家族企业三种 CEO 来源与风险承担的相关性, 验证假说 H1。为了进一步比较家族创始人担任 CEO 和家族继任者担任 CEO 的风险承担水平差异, 将模型(1)中的家族创始人 CEO 变量加入模型(2)中回归检验, 同理将模型(2)中的家族继任者 CEO 变量加入模型(3)中回归来验证假说 H2。家族企业风险承担的经济后果则是采用分样本通过模型(4)来进行验证。

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Fou - CEO_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Gsales_{i,t} + \beta_5 Roa + \beta_6 Fage + \beta_7 Ownership + \beta_8 YearD + \beta_9 IndustryD + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Suc - CEO_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Gsales_{i,t} + \beta_5 Roa + \beta_6 Fage + \beta_7 Ownership + \beta_8 YearD + \beta_9 IndustryD + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pro - CEO_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Gsales_{i,t} + \beta_5 Roa + \beta_6 Fage + \beta_7 Ownership + \beta_8 YearD + \beta_9 IndustryD + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$TobinQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Risk_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Gsales_{i,t} + \beta_5 Roa + \beta_6 Fage + \beta_7 Ownership + \beta_8 TQ + \beta_9 YearD + \beta_{10} IndustryD + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

借鉴已有文献, 企业盈利的波动性是投资高风险项目最直接的反映, 并且该指标也较适合检验不同截面之间的差异。因此, 本文采用企业 3 年(t, t+2)期间的 ROA 波动性来衡量企业风险承担水平。同时, 为了剔除行业差异带来的影响, 本文先对企业每一年的 ROA 采用行业平均值进行调

整,然后再计算企业 3 年内经行业调整的 ROA 的标准差。具体的计算公式为:

$$Risk_i = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N (ADJ\_ROA_{in} - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N ADJ\_ROA_{in})^2 | N = 3}$$

$$ADJ\_ROA_{in} = \frac{EBITDA_{in}}{ASSETS_{in}} - \frac{1}{X_n} \sum_{k=1}^x \frac{EBITDA_{kn}}{ASSETS_{kn}}$$

本文主要变量的定义如表 1 所示:

表 1 变量定义汇总表

名称	符号	说明
企业风险承担	Risk	企业 3 年内(t, t+2)经行业调整的资产报酬率(ROA)的标准差
企业价值	Tobin Q	企业 3 年内(t, t+2)托宾 Q 的平均值
家族创始人 CEO	Fou-CEO	虚拟变量,创始人当任家族企业的 CEO 赋值为 1, 否则赋值为 0
家族继任者 CEO	Suc-CEO	虚拟变量,家族继任者担任家族企业的 CEO 赋值为 1, 否则赋值为 0
职业经理人 CEO	Pro-CEO	虚拟变量,职业经理人当任家族企业的 CEO 赋值为 1, 否则赋值为 0
企业规模	Size	企业总资产的自然对数
资本结构	Lev	期末总负债/期末总资产
销售增长	Gsales	(期末营业收入-期初营业收入)/期初营业收入
期初绩效	Roa	企业年度息税前利润(EBIT)/当年年末资产总额
上市年限	Fage	企业成立年限加 1 的自然对数
家族持股比例	Ownership	家族持有的股份占公司总股份的比例
年度	YearD	2010~2012 共三年,设置 2 个年度哑变量
行业	IndustryD	参照中国证监会行业分类标准(2012 年版),设置 20 个行业哑变量

### (三) 变量的描述性统计

本文描述性统计结果如表 2 所示。样本企业风险承担水平的均值为 0.0165, 中位数 0.0112, 李文贵和余明桂(2012)研究我国沪深 A 股上市公司的风险承担水平的均值为 0.0611, 中位数为 0.0335。两者相比不难发现,我国家族企业的风险承担水平明显低于我国上市公司的风险承担水平,这也说明了我国家族企业确实存在着风险规避的倾向。对于家族企业的发展情况可以通过托宾 Q 值看出,托宾 Q 值的平均值为 1.8609, 均值 1.6444, 表明我国家族企业发展态势良好,同时最小值和最大值分别为 0.2955 和 6.1381, 标准差为 1.1010, 也表明了家族企业的发展速度存在着明显的差异。

表 2 主要变量的描述性统计(N=1329)

变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
Risk	0.0165	0.0112	0.0006	0.1032	0.0167
Fou-CEO	0.7043	1	0	1	0.4565
Suc-CEO	0.0790	0	0	1	0.2699
Pro-CEO	0.2167	0	0	1	0.4122
Size	21.5721	21.4665	19.8465	24.1423	0.8837
Lev	0.3825	0.3744	0.0298	0.8252	0.1916
Gsales	0.1853	0.1634	-0.8787	1.6072	0.3935
Roa	0.0604	0.0557	-0.0459	0.1994	0.0388
Fage	2.3957	2.3026	1.9459	3.1781	0.4090
Ownership	0.3205	0.2975	0.0293	0.7396	0.1744
Tobin Q	1.8609	1.6444	0.2955	6.1381	1.1010

资料来源:表中的数据来源于国泰安数据库和手工搜集,所有连续的变量均经过了 1% 和 99% 的缩尾处理。

## 四、实证结果与分析

### (一) 家族企业 CEO 来源与企业风险承担

表 3 针对模型(1)、(2)、(3)进行了多元回归分析,实证检验了家族企业不同 CEO 来源对企业风险承担水平的影响。

表 3 家族企业 CEO 来源与企业风险承担 ( $N=1329$ )

变量	风险承担					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	0.0421 *** (3.42)	0.0550 *** (4.25)	0.0414 *** (3.37)	0.0552 *** (4.26)	0.0409 *** (3.34)	0.0539 *** (4.19)
Fou-CEO	-0.0022 ** (-2.16)	-0.0022 ** (-2.13)				
Suc-CEO			-0.0035 ** (-2.13)	-0.0037 ** (-2.25)		
Pro-CEO					0.0043 *** (3.62)	0.0045 *** (3.69)
Size	-0.0020 *** (-3.31)	-0.0022 *** (-3.53)	-0.0021 *** (-3.50)	-0.0023 *** (-3.78)	-0.0019 *** (-3.27)	-0.0021 *** (-3.49)
Lev	-0.0159 *** (-5.21)	-0.0151 *** (-4.72)	-0.0152 *** (-4.99)	-0.0144 *** (-4.50)	-0.0157 *** (-5.17)	-0.0150 *** (-4.69)
Gsales	-0.0007 (-0.60)	-0.0007 (-0.55)	-0.0007 (-0.56)	-0.0006 (-0.52)	-0.0007 (-0.57)	-0.0006 (-0.52)
Roa	0.0545 *** (4.39)	0.0543 *** (4.25)	0.0516 *** (4.17)	0.0520 *** (4.07)	0.0552 *** (4.46)	0.0549 *** (4.32)
Fage	0.0079 *** (5.59)	0.0067 *** (4.44)	0.0086 *** (6.29)	0.0073 *** (4.99)	0.0069 *** (4.82)	0.0058 *** (3.79)
Ownership	0.0075 *** (2.59)	0.0068 ** (2.28)	0.0076 *** (2.64)	0.0069 ** (2.31)	0.0081 *** (2.81)	0.0076 ** (2.55)
YearD/IndustryD	No	Yes	No	Yes	No	Yes
R <sup>2</sup> /调整的 R <sup>2</sup>	0.0839/0.0791	0.1018/0.0846	0.0839/0.0790	0.1021/0.0849	0.0897/0.0849	0.1080/0.0909
F 值	17.2916 ***	5.9068 ***	17.2725 ***	5.9295 ***	18.6035 ***	6.3105 ***

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。下同。

表 3 的第(1)列回归结果显示,家族创始人 CEO(Fou-CEO)与企业风险承担(Risk)的回归系数为 -0.0022,在 5% 的水平上显著负相关。第(2)列中进一步加入相关控制变量,Fou-CEO 的系数仍为 -0.0022,显著性水平也没有发生改变。在控制了行业和年度的影响下,表 3 的第(4)列回归结果显示,家族继任者 CEO(Suc-CEO)与企业风险承担(Risk)的回归系数为 -0.0037,在 5% 的水平上显著负相关。根据第(2)列和(4)列的回归结果,假说 H1a 得以验证,表明家族企业成员担任 CEO 降低了企业的风险承担水平,这也证实了家族企业确实存在着风险规避和保护家族情感财富的动机。表 3 的第(6)列的回归结果显示,职业经理人 CEO(Pro-CEO)与企业风险承担(Risk)的回归系数为 0.0045,在 1% 的水平上显正相关。该结果论证了假说 H1b 的成立,表明职业经理人担任 CEO 会提高家族企业的风险承担水平。

表 4 进一步检验了家族企业不同 CEO 来源的风险承担差异。表 4 第(1)列显示了家族创始人 CEO 与家族继任者 CEO 风险承担水平差异的比较结果,家族创始人 CEO 与企业风险承担(Risk)的回归系数为 -0.0047,家族继任者 CEO 与企业风险承担(Risk)的回归系数为 -0.0076,两者都在

1%水平下显著。由此可见,家族继任者担任 CEO 降低风险承担水平的效果更加明显,也就是说,家族继任者担任 CEO 的风险承担水平小于家族创始人 CEO 的风险承担水平,假说 H2a 得到验证。表 4 第(2)列显示,职业经理人 CEO 与企业风险承担(Risk)的回归系数为 0.0042,在 1%水平下显著。家族继任者 CEO 与企业风险承担(Risk)的回归系数为 -0.0029,在 10%水平下显著。两者系数的符号存在明显差异,得出职业经理人 CEO 的风险承担水平要高于家族继任者 CEO 的结论,因此验证了假说 H2b。

表 4 家族企业不同 CEO 来源的风险承担差异比较(N=1329)

变量	风险承担	
	(1)	(2)
Constant	0.0597 *** (4.62)	0.0552 *** (4.28)
Fou-CEO	-0.0047 *** (-3.87)	
Suc-CEO	-0.0076 *** (-3.93)	-0.0029 * (-1.76)
Pro-CEO		0.0042 *** (3.42)
Size	-0.0022 *** (-3.52)	-0.0022 *** (-3.56)
Lev	-0.0147 *** (-4.62)	-0.0147 *** (-4.59)
Gsales	-0.0006 (-0.49)	-0.0006 (-0.50)
Roa	0.0546 *** (4.30)	0.0542 *** (4.26)
Fage	0.0056 *** (3.67)	0.0058 *** (3.80)
Ownership	0.0079 *** (2.66)	0.0078 *** (2.63)
YearD/IndustryD	Yes	Yes
R <sup>2</sup> /调整的 R <sup>2</sup>	0.1123/0.0946	0.1101/0.0924
F 值	6.3377 ***	6.1975 ***

## (二) 家族企业风险承担的经济后果

上文的实证结果验证了家族企业不同的 CEO 来源存在着明显的风险承担水平差异。进一步地,本文通过模型(4)来研究家族企业不同风险承担水平对企业价值的影响,即研究家族企业风险承担的经济后果。表 5 列示了企业风险承担与企业价值的回归结果。

表 5 家族企业风险承担与企业价值

变量	总样本	创始人 CEO	家族继任者 CEO	职业经理人 CEO
	(1) (N=1329)	(2) (N=936)	(3) (N=105)	(4) (N=288)
Constant	3.7786 *** (9.35)	3.2830 *** (6.84)	4.7704 *** (3.55)	5.4553 *** (6.91)
Risk	3.1467 *** (4.10)	2.7712 *** (2.75)	8.8964 ** (2.39)	3.0764 ** (2.21)
Size	-0.1978 *** (-10.69)	-0.1811 *** (-7.97)	-0.2478 *** (-3.62)	-0.2285 *** (-6.32)
Lev	-0.2624 *** (-2.84)	-0.5230 *** (-4.71)	0.0017 (0.01)	-0.1581 (-0.85)
Gsales	0.0475 (1.43)	0.0747 * (1.88)	-0.0531 (-0.49)	-0.1036 (-1.32)
Roa	0.5445 (1.41)	0.8201 * (1.72)	3.3143 ** (2.59)	-0.1728 (-0.21)
Fage	0.1780 *** (4.35)	0.2455 *** (4.89)	0.1218 (0.78)	0.0056 (0.07)
Ownership	0.2511 *** (3.03)	0.2446 ** (2.43)	0.6132 ** (2.29)	0.0694 (0.40)
TQ	0.6743 *** (48.37)	0.6795 *** (40.92)	0.5692 *** (12.85)	0.6447 *** (23.64)
YearD/IndustryD	Yes	Yes	Yes	Yes
R <sup>2</sup> /调整的 R <sup>2</sup>	0.8417/0.8386	0.8178/0.8158	0.8776/0.8646	0.8666/0.8628
F 值	266.3036 ***	415.0941 ***	67.4219 ***	226.6018 ***

表 5 的第(1)分析了家族企业全样本的风险承担对与企业价值的影响。回归结果显示,企业风险承担(Risk)与企业价值(Tobin Q)的回归系数为 3.1467,在 1%的水平上显著正相关,拟合程度

较高。本文进一步按照家族企业不同的 CEO 来源进行分组验证,在表的第(2)列、第(3)列和第(4)列依次检验了家族创始人担任 CEO、家族继任者担任 CEO 和职业经理人担任 CEO 的风险承担效应。检验结果发现,三个子样本的风险承担均与企业价值呈显著正相关关系,但是其显著性水平存在差异,故不能简单地运用回归系数来比较家族企业 CEO 来源对企业风险承担经济后果的影响。综合表 5 的各列回归结果,不难发现家族企业的风险承担行为确实有助于企业价值的提升,支持了本文的假设 H3。

### (三) 稳健性检验

#### 1. 内生性问题

针对风险承担和企业价值之间可能存在的内生性问题,本文参考李文贵和余明桂(2012)的做法,将企业的观测时段滞后一期进行回归,即被解释变量为企业下一个观测时段的托宾 Q 值( $TobinQ_{it+1}$ ),其他变量与回归模型(4)定义的相同。此外,由于 2015 年样本数据的缺失,滞后一期的回归样本年份改为 2010 和 2011 年,样本观测值减少为 886 个。回归结果显示,总样本的企业风险承担(Risk)与企业价值(Tobin Q)仍显著正相关,显著性水平为 1%。家族创始人 CEO 和职业经理人 CEO 两个子样本中企业风险承担(Risk)与企业价值(Tobin Q)也在 1% 水平上显著正相关,而家族继任者 CEO 样本中仍表现正相关,只是显著性水平降为 10%,这可能与样本量减少有关。回归结果与上文相比未发现实质性改变。

#### 2. 风险承担的替代变量

本文为了保证家族 CEO 来源与风险承担研究结论的稳健性,进一步借鉴余明桂等(2013)<sup>[1]</sup>的做法,采用了企业在每一观测时期内营业收入(Sales)与企业当年资产(Assets)比值的波动性(Risk-S)来衡量企业风险承担水平。回归结果表明,家族创始人 CEO(Fou-CEO)与风险承担替代变量(Risk-S)呈负相关关系,可惜不具有统计意义上的显著性。家族继任者(Suc-CEO)与风险承担替代变量(Risk-S)的回归系数为 -0.0134,在 1% 水平上显著。职业经理人(Pro-CEO)与风险承担替代变量(Risk-S)的回归系数为 0.0100,在 1% 水平上显著。这些检验结果与上文研究结果基本一致,说明本文实证结果具有一定的稳健性。

## 五、研究结论及启示

本文以 2010~2014 年沪深两市 A 股上市的家族企业为初始研究样本,结合我国家族企业权力交接的时代背景,分别研究了家族创始人、家族继任者和职业经理人三种 CEO 来源对企业风险承担的影响,继而对三者的风险承担水平进行了比较,并进一步分析了家族企业风险承担行为对企业价值的影响。本文的主要研究结论及启示如下:

第一,家族企业 CEO 的不同来源会对企业的风险承担水平产生影响。家族创始人担任 CEO 和家族继任者担任 CEO 均降低了企业的风险承担水平,而职业经理人担任 CEO 会提高企业的风险承担水平。进一步比较三者的风险承担水平差异发现,职业经理人担任 CEO 的企业风险承担水平最高,家族创始人没有想象的那么保守,反而风险承担水平高于家族继任者。其原因在于,出于保护社会情感财富和风险规避,家族成员的风险承担水平普遍较低,而职业经理人更加关注自身职业生涯、并且会采取防御行为从而具有较高的风险承担水平,其中创业者、守业者与经理人不同的个人特质和风险偏好导致了风险承担水平的差异性。这说明在进行风险投资时,CEO 长期积累的社会经验及人脉资源要比其所学的知识发挥的作用更大。因此,在家族继任者培养上需要尽早地将其带入家族企业使其熟悉企业的经营运作,并将自己长期积累的经验 and 人脉资源传授给继任者。另一方面,政府应进一步完善市场雇佣机制,积极发展职业经理人市场,培育职业化、可流动的职业经理



人, 丰富职业经理人的来源, 满足家族企业对职业经理人的特有需求。

第二, 研究家族企业风险承担的经济后果发现, 风险承担与企业价值显著正相关, 也就是说风险承担行为能够显著提高企业的价值, 这表明风险承担的积极效应在家族企业 and 非家族企业之间不存在差异。进一步分样本研究发现, 无论家族企业的 CEO 由谁担任, 风险承担对企业价值提升的效应也不会发生改变。因此, 家族企业应该正视风险, 认识到风险投资的积极意义, 建立健全风险项目的管控机制, 适当的增加一些风险项目的投资。

#### 参考文献:

- [1] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担 [J]. 经济研究, 2013, (9): 112-124.
- [2] John K., Litov L., Yeung B. Corporate Governance and Risk-Taking [J]. Journal of Finance, 2008, 63(4): 1679-1728.
- [3] 石大林, 何晓峰, 李天慧. 公司治理机制、替代效应与风险承担 [J]. 贵州财经大学学报, 2015, (1): 77-88.
- [4] 汪祥耀, 金一禾, 毕伟. 家族企业代际传承推动还是抑制了创新 [J]. 商业经济与管理, 2016, (12): 73-82.
- [5] 陈建林. 家族企业内部传承进程对贷款期限结构的影响研究 [J]. 商业经济与管理, 2015, (9): 57-66.
- [6] Lansberg I. The Succession Conspiracy [J]. Family Business Review, 1988, (2): 119-143.
- [7] Kanter R. M. Work and Family in the United States: A Critical Review and Agenda for Research and Policy [J]. Family Business Review, 1989, 2(1): 77-114.
- [8] 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.
- [9] Davidson W., Worrell D., Cheng L. Key Executive Succession and Stockholder Wealth: The Influence of Successor's Origin, Position, and Age [J]. Journal of Management, 1990, 16(3): 647-664.
- [10] Schulze W. S., Lubatkin M. H., Dino R. N., et al. Agency Relationships in Family Firms [J]. Theory and Evidence Organization Science, 2001, 12: 99-116.
- [11] Villalona B., Amit R. How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 80(2): 385-417.
- [12] Holmstrom B. Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective [J]. Review of Economic Studies, 1999, 66(1): 169-182.
- [13] 陈德球, 钟昀珈. 制度效率、家族化途径与家族投资偏好 [J]. 财经研究, 2011, (12): 107-117.
- [14] 陈建林. 家族管理对民营企业债务融资的影响: 基于代理成本理论 [J]. 广东财经大学学报, 2016, 31(1): 70-77.
- [15] Anderson R. C., Reeb D. M. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 [J]. The Journal of Finance, 2003, 58(3): 1301-1327.
- [16] Chua J. H., Chrisman J. J., Sharma P. Succession and Nonsuccession Concerns of Family Firms and Agency Relationship with Nonfamily Managers [J]. Family Business Review, 2003, 16(2): 89-107.
- [17] Gómez-Mejía L. R., Haynes K. T., Núñez-Nickel M., et al. Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills [J]. Administrative Science Quarterly, 2007, 52(1): 106-137.
- [18] Gómez-Mejía L. R., Cruz C., Berrone P., et al. The Bind That Ties: Socioemotional Wealth Preservation in Family Firms [J]. Academy of Management Annals, 2011, 5(1): 653-707.
- [19] 吴炳德, 陈凌. 社会情感财富与研发投入组合: 家族治理的影响 [J]. 科学学研究, 2014, 32(8): 1233-1241.
- [20] Kellermanns F. W., Eddleston K. A. Feuding Families: When Conflict does a Family Firm Good [J]. Entrepreneurship Practice, 2004, 28(3): 209-228.
- [21] Block J. H. R&D Investments in Family and Founder Firms: An Agency Perspective [J]. Journal of Business Venturing, 2012, 27(2): 248-265.
- [22] Patel P. C., Chrisman J. J. Risk Abatement as a Strategy for R&D Investments in Family Firms [J]. Strategic Management Journal, 2014, 35(4): 617-627.
- [23] Mustakallio M., Autio E., Zahra S. A. Relational and Contractual Governance in Family Firms: Effects on Strategic Decision Making [J]. Family Business Review, 2002, 15(3): 205-222.
- [24] 储小平. 职业经理与家族企业的成长 [J]. 管理世界, 2002, (4): 100-108.
- [25] Lundström L. L. Corporate Investment Myopia: A Horseshoe of the Theories [J]. Journal of Corporate Finance, 2002, 8(4): 353-371.
- [26] Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis [J]. Journal of Finan-

- cial Economics, 1988, 20(88): 293-315.
- [27] Chandler G. N., Jansen E. The Founder's Self-assessed Competence and Venture Performance [J]. Journal of Business Venturing, 1992, 7(3): 223-236.
- [28] 张远飞, 贺小刚, 连燕玲. “富则思安”吗? ——基于中国民营上市公司的实证分析 [J]. 管理世界, 2013, (7): 130-144.
- [29] 曾进. 企业风险倾向的跨国比较——基于前景理论视角 [J]. 科学学与科学技术管理, 2009, 30(5): 151-157.
- [30] Durnev A., Morck R., Yeung B. Value-enhancing Capital Budgeting and Firm-specific Stock Return Variation [J]. The Journal of Finance, 2004, 59(1): 65-105.
- [31] 苏坤. 管理层股权激励、风险承担与资本配置效率 [J]. 管理科学, 2015, (3): 14-25.
- [32] 李文贵, 余明桂. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担 [J]. 中国工业经济, 2012, (12): 115-127.
- [33] 苏启林, 朱文. 上市公司家族控制与企业价值 [J]. 经济研究, 2003, (8): 36-45.
- [34] Faccio M., Marchica M. T., Mura R. CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation [J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 39: 193-209.

## The Sources of Family Business CEOs, Risk-taking and Economic Consequences

WANG Xiangyao<sup>1</sup>, CHI Dianzhou<sup>1</sup>, JIN Yihe<sup>1,2</sup>

(1. School of Accounting, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou 310018, China;

2. School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

**Abstract:** With the aging of the family business entrepreneurs, the successor choice has become one of the major obstacles in the development of family business. This paper divides the family business CEOs into three categories, the founder CEO, the successor CEO and the professional manager CEO. We test the impact of different sources of CEOs on corporate risk-taking, as well as the economic consequences. It's found that the family founder CEO and the family successor CEO will significantly reduce the risk of family business commitment level, and this inhibition effect in the family successor as CEO is more obvious. Professional manager CEOs will significantly improve the level of risk borne by the family business. Further examination of the economic consequences of risk-taking finds that family business risk-taking behavior can significantly enhance the value of the enterprise, and this effect will not change with the change of the CEO source. The results of this study provide a new reference standard for the successor choice of family business in our country and is conducive to the solution of the inheritance problem faced by family enterprises in china. Besides, it also provides some reference for the venture investment of family business.

**Key words:** Family Business; the Source of CEO; Risk-taking; Economic Consequences

(责任编辑: 赵 婧)