

利好还是利空？

——家族企业“富二代”接班的股价异动研究

邹昆仑¹, 吴 榕²

(1. 山东财经大学 金融学院, 山东 济南 250014; 2. 新加坡管理大学 李光前商学院, 新加坡 178899)

摘 要:当前, 中国大部分家族企业面临“创一代”对“富二代”的权利交接问题。二代接班不仅关乎家族企业的兴衰起落, 也对家族企业上市公司的股价产生一定影响。采用事件研究法, 以 45 家已实现“富二代”接班的上市家族企业为样本探究“富二代接班”事件对上市公司股价异动是否存在影响, 并以“富二代”个体因子作为解释变量建立多因子模型探究其影响因素。研究结果表明: “富二代接班”对家族企业股价异动存在正向影响, 即上市家族企业的“富二代接班”事件属于利好消息, 且“富二代”个体因子中的学历因子对股票异常收益率的影响显著。

关键词:上市家族企业; 二代接班; 事件研究法; 多因子模型

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-929X(2018)05-0077-10

一、引 言

改革开放四十年来, 民营经济的发展规模日渐壮大, 家族企业逐渐成为我国 A 股上市公司的重要组成部分。有数据显示, 截至 2016 年 6 月底, 在 2 868 家 A 股上市的企业中, 有 912 家为家族企业, 占比超过 30%^①。透过家族企业过去十七年的上市数据^②, 我们可以看出, 家族企业在 2010—2013 年间经历了井喷式的上市潮。虽然在 2013 年家族企业的上市需求因 IPO 暂停而被明显抑制, 但在随后的 2014 年和 2015 年两年间, 上市家族企业的数量又经历了一次显著的增长。随着第一代企业家年龄的增长, 考虑接班换代的上市家族企业越来越多, 而且由于家族企业一般是由“创一代”一手建立, 他们普遍希望企业管理和经营能够稳定交接。相比于寻找职业经理人接任的接班模式, 让子女接班可以保证接班人对企业的忠诚度和专注度。在 2015 年, 两代交接班的家族企业比例明显提高, 实现代际传承的上市家族企业达到 165 家^①, 占比 18.1%, “富二代”接班的步伐加快。而 Astrachan^[1]的实证研究结果表明, 成功继承给第二代的家族企业仅占 30%, 这在一定程度上印证了“创业容易守业难”的传统观点。

家族企业传承的不仅是事业和金钱, 更是一种责任和精神。对二代接班人来说, 企业的代际传承也意味着进入二次创业的过程。随着原料、劳动力成本逐渐上升, 市场竞争日益激烈, 家族企业转型升级压力不断加

修回日期: 2018-05-07

基金项目:泰山学者工程专项经费资助; 国家自然科学基金青年项目“公司治理视角下的资本监管与商业银行风险承担”(71602101); 山东省社会科学规划一般项目“中小企业私募债融资效率与机制创新研究”(16BJRJ07)。

作者简介:邹昆仑, 男, 湖南衡阳人, 博士, 山东财经大学金融学院副教授, 研究方向: 资本市场。

①数据来源:《福布斯》中文版 2016 年度“中国现代家族企业调查报告”。

②20 世纪 90 年代上市的国企脱困、中小板股改之后才逐渐有民企登陆资本市场。

大,接手家族企业的“富二代”面临很大的挑战和风险。因此,家族企业接班的成功与否不仅关系着家族的利益,更关系着企业所在地方的利益,甚至关乎国家的竞争优势。另一方面,大众对上市家族企业接班的认可度也体现在上市公司的股价波动中。对投资者而言,他们更多关注的是如何通过“富二代接班”这一事件获得超额收益,即投资者会着眼于该事件是否会带来正向的股价异动、异动的程度如何以及各因素对股价异动幅度的影响,这一系列的问题影响着投资者的决策。

二、文献综述

从家族企业出现开始,家族企业传承的效果和影响就受到学者的广泛关注。早在 1989 年,西方学者 Handler^[2]就从两个方面考察家族企业传承的效果,即传承计划的质量和外界的综合评价。本文延续了这一思路,把股价的波动看作外界综合评价的体现,从而达到研究传承效果的目的。之所以将股价看作外界对接班企业的综合评价的体现,是因为接班企业的股价波动源于广大投资者对该企业在接班后经营状况的预期调整。Santiago^[3]认为,成功的传承需要满足传承过程及任职后,不对家庭关系及企业权力层造成不稳定。鉴于此,本文认为二代接班后,若股价出现大幅波动甚至是大幅下跌,则说明传承效果一般;若股票产生超额收益并实现股价的稳定增长,则被认为是成功的二代传承。邓涵章^[4]选用事件研究法来研究二代接班对股价异动的影响,研究结果显示:家族上市企业的二代接班事件属于利好消息。但该文的研究设计在两个方面需要进一步拓展:一是样本数量太少,仅有 28 家上市公司;二是在计算股票超额收益率时,此文选取上证指数收益率作为市场模型中的市场收益率,而未考虑到大部分家族上市公司来源于创业板和中小板,增大了计量误差。

在研究控制权转移这类突发事件对股价异动的影响上,学者们普遍采用事件研究法。李阳、肖淑芳^[5]用事件研究法,对披露控制权发生转移和净利润同比增长超过 100%和 30%这两类重大事件信息的上市公司进行股价异动研究,得出上市公司重大信息披露与股价异动存在明显相关性的结论。国内外学者 Schwert^[6]、邹高峰^[7]、姚燕^[8]等人关于控制权转移的研究普遍认为在宣告日附近投资者能获得显著的累积超额收益,而孙健^[9]、王化成^[10]等人认为控制权转移宣告前还存在着信息的提前泄露,知情交易者利用私有信息获取超额收益,同时由于学习效应的存在,流动性交易者也会参与到交易中来。因此,本文选择事件研究法探究“富二代”接班是否对股价异动产生显著的正向影响,即投资者是否可以在上市家族企业“富二代”接班宣告日附近获得显著的累计超额收益,同时将二代接班公告发出日的前十天也纳入事件窗口进行研究。

从现有文献来看,虽有不少研究家族企业代际传承效果和控制权转移对股价异动影响的文献,但鲜有文献聚焦于上市家族企业“富二代”接班对股价异常波动的影响,亦未能考察影响股价异动差异的因素。基于此,本文试图在现有文献基础上对这两个方面进行探索。本文的主要贡献有:第一,在前人的研究基础上对样本量进行拓展,手动收集了更多已发生二代接班的上市家族企业,将样本量扩充至 45 家企业;第二,在计算股票异常收益率时选择所属板块作为参照标准,提高股价异动度量的准确性;第三,运用事件研究法探究二代接班对股价异动的影响后,继续深入研究影响不同上市公司之间股价异动差异的因素。

三、影响机制分析

当今社会,“富二代”是一群颇受争议的群体。一方面,媒体的负面报道让很多人认为“富二代”们过于热衷享受、物质至上、不思进取、责任缺失;另一方面,“富二代”普遍接受了良好的教育,并在父辈的影响下,具备一定的管理才能,并在成长过程早期就跟随父辈了解商业社会的精神和规则,积攒了经验和人脉。“富二代”接班对股票市场的影响主要通过两种渠道:

1.业绩渠道。“富二代”在接替创一代成为董事长的过程大多为平稳的,即接班人事前在家族企业中担任

一定的职位,如部门经理、总经理或董事。在工作过程中,“富二代”对公司的运营模式、盈利模式都有一定了解,而且使得“富二代”在正式接班前得以跟家族企业的上游供货商及下游经销商逐渐熟络,不仅传承了家族信用,而且得以从公司内部发现公司存在的问题,为正式接班积蓄力量。周燕、葛建华^[11]的研究表明,在代际传承过程中,继承者的平稳接班有助于企业员工的情感、态度和行为的平稳过渡,企业员工的组织认同会强化继承者的领导权威,有助于企业健康发展。魏春燕、陈磊^[12]的实证研究表明,创一代在离任前通过多计提减值准备的方式为接班人制造“秘密储备”,即通过会计手段美化接班年度利润表中的利润。利他主义对家族企业的影响体现在可以通过利益捆绑、非正式契约和风险共担等途径减少代理成本。首先,家族成员把家庭中的利他主义带入企业,可以通过非正式契约降低彼此之间的信息不对称,降低代理成本。其次,利他主义可以使家族成员感觉到自己对家族财富拥有剩余索取权,从而愿意为家族共同的长远利益调整自身的偏好和承担更多的风险。因此,相比于职业经理人接任家族企业的模式,代际传承的利他主义效果会更明显。赵宜一、吕长江^[13]的研究也表明,亲缘在家族企业中起到的特殊作用是影响契约关系,使得家族企业有别于其他企业,亲缘降低了对薪酬契约的需求,同时亲缘自身实现了有效激励,因此与一代有亲缘关系的“富二代”在接班家族企业时会对公司业绩有积极作用,从而可能对股票异常收益率有正向影响。

2.心理渠道。De Long^[14]、Baker^[15]等人认为投资者情绪是股票价格的重要影响因素。Miller^[16]认为在没有做空机制或有限制的市场中,当投资者针对某股票存在观点分歧时,股票价格只反映最乐观投资者的预期。故倘若有一定数量的投资者对某公司“富二代”接班事件持有乐观的预期,则该上市公司股价极有可能会产生正向异动。王化成^[17]等人以控制权转移事件为对象,研究控制权转移事件中投资者是否存在过度乐观的情绪,发现控制权转移事件首次宣告的累积超额收益(CAR)与并购市场动能正相关,同时自宣告日后180个交易日开始股价发生反转,因此认为在控制权转移过程中投资者确实存在过度乐观的情绪。“富二代”接班属于控制权转移的一种类型,投资者的乐观情绪促使投资者纷纷买入该家族企业的股票,从而导致股票价格走高,正向影响股票异常收益率。

四、研究方法及研究设计

(一) 事件研究法

事件研究法由 Fama 和 Fisher^[18]提出,用于研究某重大事件对股价异动的影响。其基本逻辑是通过某一事件或某一信息披露前后证券市场股价的反应,检验是否存在异常收益率。所谓异常收益率,是事件窗口内的实际收益率减去正常收益率。正常收益率指根据估计窗口的股票收益率拟合形成的事件窗口内的预计收益率,代表倘若未发生该事件预计可得的收益率。事件研究法的一大优势在于它不需要涉及联合假设检验,并且不需要考虑超额收益的存在,而主要是评估股票价格对市场获取信息后的反应程度。但不可否认的是,在实际中可能会面临两个问题。首先,公开信息的公开形式是复杂的,有些信息的公开是难以察觉的,有些信息存在提前泄露或投资者早有预期;其次,市场或投资者对不同信息在获取效率和反应程度上有所差异。

(二) 事件及窗口的确定

据《福布斯》中文版发布的 2016 年度“中国现代家族企业调查报告”,在 2 868 家上市公司中,有 912 家为家族企业,实现了二代接任董事长的家族企业共有 79 家。本文收集了自 2002 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日在上海证券交易所和深圳证券交易所实现二代接班的上市家族企业的股价数据,在剔除了部分不符合条件的企业后,最终选择 45 家上市家族企业作为研究样本。剔除的不符合条件的上市企业包括:第一,在二代接班事件发生时,企业股票处于停牌状态的股票,停牌可能明显影响收益趋势估计的精确性;第二,在上市前就已经完成了二代接班的股票;第三,在研究区间内即估计窗口和事件窗口内存在其他重大事项或发出其他重

要公告的股票,其他事件对股价异动的影响可能会影响到实验结果的准确性;第四,在上市后不足 60 天就已完成二代接班工作的股票,因不符合本文窗口所需故予以剔除。

此外,本文选取二代接替一代成为董事长的公告日作为事件发生日,把事件发生日前十天至后二十天作为事件窗口。之所以将事件发生日前十天纳入事件窗口,是由于冯素玲^[19]的研究表明在金融市场中存在着显著的信息不对称现象,上市公司内部人和外部人之间、机构投资者和中小投资者之间、金融从业人员和非从业人员之间等等都存在着或多或少的信息不对称。因此公开信息在释放前,往往不可避免地被少数投资者提前知晓。且部分家族“富二代”在接任董事长之前已在公司担任董事、总经理等重要职务,接班事件已经属于计划内的事件,市场已有一定程度的预期并体现在股价中,这种预期会使市场在公告日到来之前就做出反应。因此,本文的事件窗口用区间表示即为 $[-10,20]$ 共计 31 天,其中事件日当天记为第 0 日,估计窗口用区间表示为 $[-60,-11]$,共计 50 天。

(三) 正常收益模型的选择

由于本文所涉及的 45 家上市企业二代接班时间点不一致,属于非平衡面板数据,故本文选择市场模型作为正常收益模型,并作平稳性分析。一是为了屏蔽市场环境对异常收益的重大影响,去除个股股价变化中的市场因素,过滤掉与市场组合的收益变化相关的收益部分;二是因为这不仅可以缩小异常收益的方差,还增强了考察事件影响的能力。市场模型是将标的证券收益与组合市场证券收益相关联的统计模型:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

其中, R_{it} 表示第 t 时间点上第 i 家企业其股票的实际收益率; R_{mt} 表示与相对应的第 t 个时间点上对应的市场指数收益率; ε_{it} 是扰动项,其均值为 0,方差为 $\sigma_{\varepsilon_{it}}^2$ 。

(四) 多因子模型的设定

在选股过程中不仅只考虑单一因子对股价走势的影响,而且选出尽量多的影响因子,经过显著性检验和冗余剔除,最终得出最优因子,并可以使用最优因子构建选股模型进行选股。

1. 候选因子的选择

(1) “富二代”个体因子

吴炯、朱贵芳^[20]以完成传承的上市企业为研究对象,从经营权、所有权和控制权三个角度实证研究了价值企业代际传承中权力过渡对家族企业绩效的影响。研究发现,家族企业权力代际传承中权力过渡、循序渐进有益于企业绩效,其中经营权、控制权过渡对企业绩效的积极效果更显著。因此,本文将“富二代”是否平滑接班,即“富二代”在接班日前是否在上市家族企业中有任职作为解释变量之一。

Hambrick^[21]、Tihanyi^[22]等人的研究显示,由于性别、年龄、学习工作经历和信仰等背景特征方面的差异,管理者的行为选择具有较大的差异性;刘鹏程^[23]等人也利用全球创业观察数据通过 Probit 分析得到企业家精神具有性别差异的结论。故本文还选择了性别、年龄、学历作为“富二代”个体因子。

(2) 其他因子

丁鹏^[24]在其书中对量化选股的思路和步骤进行了详细阐述,他认为在多因子选股模型候选因子的选择在量化投资中没有统一的规定,主要是根据投资者的经验和市场规律来决定的。他建议从价值、成长、资本结构、技术面等四个角度进行选择,并对每种角度包含的候选因子进行了罗列。本文从数据可得性和科学性角度考虑,在以上 30 个指标中保留了 17 个指标作为公司层面的候选因子,候选因子的选取如表 1 所示。

由于本文主要研究上市公司发布二代接班公告对股票市场超额收益的影响,故在候选因子数据的选取上,选择各因子的前置数据:对于有实时数据的候选因子,选取公告日前一天收盘时刻的数值;对于年度数据的候选因子,选公告日前一年年底的数值。相应地,在因变量的选择上,选取公告日至其后 20 天的异常收益率的均值(AR_{20})。

表 1 候选因子的选取

因子类型		因子名称	计算方法和说明
个体因子		AGE(年龄)	接班人公告日时刻的年龄
		D ₁ (性别)	当接班人为男性时, D ₁ = 1; 为女性时, D ₁ = 0
		D ₂ (学历)	D ₂ = 1 时, 接班人为本科以上学历; D ₂ = 0 时, 为本科及以下学历
		D ₃ (是否平滑接班)	当接班人在公告日前在家族企业内有任职, 则 D ₃ = 1; 若接班人在公告日“空降”家族企业, 则 D ₃ = 0
其他因子	估值因子	BM(账面市值比)	股票公告日前一天净资产/总市值
		EPS(每股收益)	公告日前一天归属于普通股股东的当期净利润/发行在外普通股的加权平均数
		PEG(市盈率相对盈利增长比率)	股票公告日前一天市盈率/(公司的盈利增长速度×100)
		DYR(股息率)	股票公告日前一天近 12 个月派息额/公告日市值
	成长因子	ROE(净资产收益率)	公告日前一年年底税后利润/所有者权益
		ROA(总资产收益率)	公告日前一年年底税后利润/总资产
		OPG(主营收入增长率)	(公告日前一年底主营业务收入-公告日前两年底主营业务收入)/公告日前两年底主营业务收入×100%
		GPM(销售毛利率)	(公告日前一年底销售净收入-公告日前一年底产品成本)/公告日前一年底销售净收入×100%
		GPMC(销售毛利率变动)	(公告日前一年底销售毛利率-公告日前两年底毛利率)/公告日前两年底毛利率×100%
	资本结构因子	DAR(资产负债率)	公告日前一年底负债总额/公告日前一年底资产总额×100%
		MV(流通市值)	公告日前一天流通市值
	技术面因子	M3(三个月动量)	公告日前一天的近三个月的累计收益率
		M6(六个月动量)	公告日前一天的近六个月的累计收益率
		M9(九个月动量)	公告日前一天的近九个月的累计收益率
		M12(十二个月动量)	公告日前一天的近十二个月的累计收益率
		TM(换手率)	公告日前一天股票成交量/公告日前一天自由流通股本
		TMC(换手率变动)	(公告日前一天换手率-公告日前两天换手率)/公告日前两天换手率×100%

数据来源：各候选因子的数据均来源于 Wind 数据库。

2. 多因子模型的构建

本文采取逐步回归法从候选因子中挖掘有效因子。逐步回归法的基本思想是:对全部因子按其对因变量影响程度大小(偏回归平方的大小), 从大到小地依次逐个地引入回归方程, 并随时对回归方程当时所含的全部变量进行检验, 看其是否仍然显著, 如不显著就将其剔除, 直到回归方程中所含的所有变量对因变量的作用都显著时, 才考虑引入新的变量。再在剩下的未选因子中, 选出对因变量作用最大者, 检验其显著性, 显著者引入方程, 不显著则不引入。直到最后再没有显著因子可以引入, 也没有不显著的变量需要剔除为止。

逐步回归后, 得到 10 个有效因子, 包括“富二代”个体因子中的学历因子和 9 个其他因子。构建多因子选股模型如下:

$$AR_{20} = \alpha_i + \beta_{1i}D_{2i} + \beta_{2i}BM_i + \beta_{3i}EPS_i + \beta_{4i}DYR_i + \beta_{5i}ROE_i + \beta_{6i}OPG_i + \beta_{7i}DAR_i + \beta_{8i}TMC_i + \beta_{9i}M3_i + \beta_{10i}M6_i + \varepsilon$$

(2)

(五) 数据来源

本文所用股票价格、“富二代”个人信息、家族企业财务指标等数据均来源于 Wind 数据库, 采用手动收集得到, 时间段为 2002 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日。本文的原始数据主要为: 45 只上市家族企业股票在事件发生日前 60 天到后 20 天的日收盘价及与其相对应的上市板块的指数。但是股价和指数在数值上的差

别太大,所以本文选择将上市家族企业的股价数据转换为股票收益率,将各版块指数转换为指数收益率。

$$r_{it} = [P_{it} - P_{i(t-1)}] / P_{i(t-1)} \tag{3}$$

其中, r_{it} 表示第*i*家企业第*t*时期的实际收益率,区别于市场模型中的正常收益率 R_{it} ; P_{it} 表示第*i*家企业第*t*时期的收盘价, $P_{i(t-1)}$ 表示第*i*家企业第*t*-1时期的收盘价;因而 r_{it} 即为标的股票股价的变化率,亦即收益率。相应地,还有:

$$R_{mt} = [P_{mt} - P_{m(t-1)}] / P_{m(t-1)} \tag{4}$$

其中, R_{mt} 表示第*i*家企业第*t*时期所对应的上市板块指数的实际收益率,与市场模型式中意义相同; P_{mt} 表示第*i*家企业第*t*时期所对应的上市板块指数, $P_{m(t-1)}$ 表示第*i*家企业第*t*时期所对应的上市公司板块指数。具体采用哪个板块的指数^①,视个股属于哪一上市板块的公司而定,本文统一标记为 P_{mt} 。因而 R_{mt} 即为不同板块指数的收益率。

五、实证分析

(一) 参数估计

本文使用软件 Stata/MP 13.1 对原始数据进行平滑性处理,用事件发生的前 60 天到前 11 天的股票收益率数据作为估计窗口,对 45 只股票进行模型(1)的批量回归,输出每只上市公司的估计参数。全部公司的市场模型批量回归结果如表 2 所示:

表 2 批量回归结果

	平均值	中位数	最大值	最小值
R^2	0.414	0.422	0.959	0.026
系数	1.082	1.142	1.641	0.322
系数标准误差	0.229	0.195	0.659	0.029
系数 <i>T</i> 值	6.752	5.856	33.216	1.128

数据来源:原始数据均来源于 Wind 数据库。

结合 45 家上市公司的全部参数估计发现,45 家公司模型拟合度 R^2 值基本介于 0.2~0.7 附近,由于不存在多重共线问题,表明模型拟合度良好; R_m 系数绝大多数在置信水平为 95% 时显著,且基本介于 0.75~1.4 之间。这表明,若无个股重大事件影响,市场组合收益率在交易日这个时点上对个股的收益率有决定性影响。因为本文剔除了在研究窗口中有非二代接班的其他重大事项发生的股票,又因为短时期内市场是稳定的,短期内个股正常收益率应该于股指收益率之间存在稳定的函数关系。故可以认为,事件窗口的正常收益率与股票真实收益率之间的偏离可以归结为二代接班重大事件对股价产生的影响。依照这一思路,以下将进行正常收益、平均异常收益和累计异常收益的测算。

(二) 异常收益和累计异常收益的测定

异常收益率基于正常收益率,异常收益率的计算目的是考察实际收益率偏离于正常收益率的方向和程度,即异常收益等于实际收益率减去正常收益率:

$$AR_{it} = r_{it} - R_{it} \tag{5}$$

其中, AR_{it} 表示个股*i*在事件窗口的第*t*时期的异常收益率; r_{it} 为实际收益率, R_{it} 为正常收益率。

^①这里板块指数具体分为上证指数主板、深圳成指、创业板指数和中小板指数。

每一个时点 t 上,所有个股(本文共 45 只股票)的异常收益的算术平均值,得到平均异常收益率 AAR_t :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{45} AR_{it} \tag{6}$$

AAR_t 可以较直观地体现二代接班事件对每一日股票价格和收益率的影响方向和大小,若想继续了解连续几日股价受到二代接班事件影响的程度,则应计算累计异常收益率 CAR_t 。累计异常收益率是在平均异常收益率的基础上,将每一个时点及这一时点之前的平均异常收益率进行加总:

$$CAR_t = \sum_{i=-10}^{t_2} AAR_i \tag{7}$$

若得到的 CAR_t 显著为正且有上扬趋势,则说明存在正向的异常收益率,也就是特定事件对股价有利好的影响;若得到的 CAR_t 在 0 上下浮动,则说明特定事件对股价没有影响;若 CAR_t 为负且有下降趋势,则特定事件属于利空消息。

将平均异常收益与累计异常收益合并得到图 1。图 1 横轴为事件窗口的时间轴,区间为 $[-10, 20]$,事件公告日为 0 时点,负值代表事件公告日之前的天数,正值代表事件公告日之后的天数;纵轴为收益率,包括平均异常收益和累计异常收益。实线代表 AAR 曲线,其绕横轴上下波动,并在横轴附近出现正值居多负值居少的情况。在事件日当天为正值,且在事件前后多日连续出现正值。虚线是 CAR 曲线,其从公告日前十天开始向上攀升,且明显看出,在公告发出后股价异动的趋势较公告发出前更为陡峭,且一直保持增长态势,在公告日发出后的第 20 天,累计异常收益率已达到 10%。因此,我们可以得到结论:“富二代”接班事件会造成股价异动,且表现为正效应,属于利好消息。对于投资者来说,可以根据二代接班的公告发布来获得超额收益。

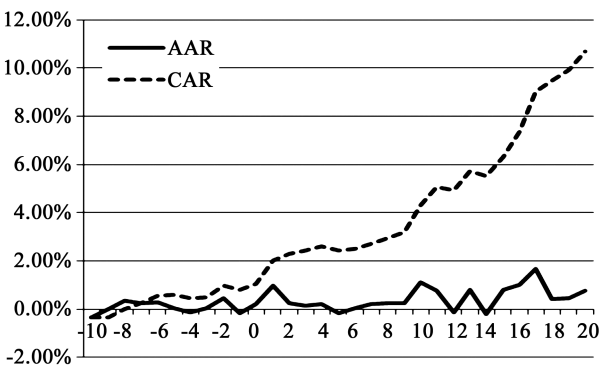


图 1 平均异常收益与累计异常收益的折线图

用 Stata 对 CAR 和事件窗口进行回归,回归模型为:

$$CAR_t = \alpha_t + \beta_t t + \varepsilon_t \tag{8}$$

回归结果如表 3 所示:

表 3 CAR 和事件窗口的回归结果

CAR	Coef	Std.Err	t	P > t	R ²	F
t	0.336	0.021	15.986	0.000	0.898	255.543 ***
α	-1.958	0.385	-5.083	0.000		

数据来源:原始数据均来源于 Wind 数据库。其中,*** $p<0.01$ 。

从系数显著为正、 R^2 接近 0.9,我们得以巩固先前的结论:“富二代”接班事件对股价异动产生正向效应,属于利好消息,并且二代接班事件对总体样本股价异动的幅度显著。

(三) 股价异动的影响因素分析

用 Stata 对模型(2)进行回归,“富二代”个体因子作为解释变量,其他因子作为控制变量,超额收益作为被解释变量,逐步回归结果如表 4 所示。

表 4 回归结果

D_2	BM	EPS	DYR	ROE	OPG	DAR
0.257 *** (4.15)	0.00004 *** (3.00)	-0.544 *** (-3.85)	-0.067 ** (-2.54)	0.137 ** (3.23)	0.025 *** (2.20)	-0.005 *** (-2.93)
TMC	$M3$	$M6$	常数项	Ad_R^2	F	样本量
-0.004 *** (-2.93)	-0.005 ** (-2.61)	-0.004 *** (-3.08)	0.0560 (0.64)	0.5537	6.34 ***	45

注：* $p<0.1$, ** $p<0.05$, *** $p<0.01$;括号内为回归系数的 t 统计量。下同。

结果显示,逐步回归法保留了 10 个有效因子,包括“富二代”学历(D_2),以及账面市值比(BM)、每股收益(EPS)、股息收益率(DYR)、净资产收益率(ROE)、主营收入增长率(OPG)、资产负债率(DAR)、换手率变动(TMC)、三个月动量($M3$)、六个月动量($M6$)。其中,“富二代”学历(D_2)的系数为正值且对股价异动呈现出显著影响,说明投资者普遍认为接手家族企业的“富二代”的学历越高越有利于企业未来的发展。随着 Hambrick 和 Mason^[21]提出“高层梯队理论”以来,管理者背景特征如学历对企业绩效的重要作用也被越来越多的文献所强调。另外,该回归下有效因子和 F 值均呈显著,且调整后的 R^2 较高,说明自变量对因变量的解释程度较高,多因子选股模型的拟合度较好。

本文对涉及各变量的主要统计特征和相关性系数做了统计分析^[25]。其结果如表 5 所示。

表 5 研究变量之间的相关系数和描述性统计

	<i>AR20</i>	<i>BM</i>	<i>EPS</i>	<i>DYR</i>	<i>ROE</i>	<i>OPG</i>	<i>DAR</i>	<i>TMC</i>	<i>M3</i>	<i>M6</i>	
<i>AR20</i>	1.000										
<i>BM</i>	0.318	1.000									
<i>EPS</i>	-0.078	-0.052	1.000								
<i>DYR</i>	-0.108	0.454 ***	0.259 *	1.000							
<i>ROE</i>	0.028	0.002	0.875 ***	0.238	1.000						
<i>OPG</i>	0.030	-0.129	0.301 **	-0.087	0.187	1.000					
<i>DAR</i>	-0.095	0.007	-0.327 **	-0.139	-0.184	-0.235	1.000				
<i>TMC</i>	0.441 ***	0.081	0.025	-0.063	-0.017	-0.050	-0.086	1.000			
<i>M3</i>	-0.099	-0.000	-0.237	0.040	-0.059	-0.007	-0.015	-0.027	1.000		
<i>M6</i>	-0.154	-0.012	0.017	0.069	0.002	0.049	-0.212	0.034	0.001	1.000	
<i>D₂</i>	0.260 *	0.122	0.273 *	0.346 **	0.262 *	-0.165	0.029	0.164	0.035	0.258 *	1.000

从表 5 相关性分析的结果得知:有效因子间的相关性偏小且多不显著,说明模型几乎没有共线性问题。进一步用方差膨胀因子(VIF)和条件数检验模型是否存在多重共线性。方差膨胀因子是解释变量之间存在多重共线性时的方差与不存在多重共线性时的方差之比。VIF 越大,显示共线性越严重。条件数是衡量输入参数的微小变化对输出值的影响,小于 30 被认为不存多重共线性。用 Stata 对模型(2)中自变量进行 VIF 检验,检验结果如表 6 所示。

表 6 VIF 检验

	D_2	BM	EPS	DYR	ROE	OPG	DAR	TMC	$M3$	$M6$	平均值
VIF	1.50	1.38	7.19	1.63	5.42	1.29	1.38	1.10	1.30	1.18	2.34

多因子模型中各自变量的 VIF 均小于 10,模型不存在多重共线性。加之 Stata 输出的模型条件数为 10.03,巩固了模型不存在多重共线性的结论。

六、结 论

本文运用事件研究法和多因子模型对我国家族企业上市公司“富二代”接班的股价异动及其影响因素进行探究,旨在研究分析上市家族企业代际传承问题,并指导投资者如何利用二代接班信息获取超额收益。

本文将 45 家在上市期间实现二代接班的家族企业股票数据放入市场模型进行参数估计,发现模型的拟合度较好,说明本文的样本数据与研究方法之间相适合的程度是妥当的。经过对正常收益、异常收益、平均异常收益和累计异常收益的测算,最终得到的实证结果表明,家族企业二代接班事件对股票价格有显著的正向影响,即上市家族企业的二代接班事件属于利好消息。因此,本文对家族企业的内部传承传统持支持态度。家族企业作为社会经济独特的一员,本身就有着更高的忠诚度与专注度;而家族的二代接班人,接受了现代化的教育,拥有更创新性的思维;二代接班前通常在企业有所任职,为正式接班积蓄了经验和人脉。

在引入多因子模型探究股价异动的影响因素时,经过显著性检验和冗余剔除,本文最终得到 10 个最优因子。变量相关性系数统计分析和 VIF 检验结果显示模型不存在多重共线性。在 10 个最优因子中,“富二代”学历因子在接班事件公布后对上市家族企业股票异常收益率影响显著,说明投资者更看好学历背景较好的“富二代”接手家族企业。学历一定程度上衡量了二代接班人是否具备较强的学习能力、较丰厚的知识积累、持之以恒的耐心和毅力等。因此,本文倡导家族企业“创一代”应尽可能地丰富二代接班人的学识、提高其学习能力并注重逻辑思维能力的培养。另一方面,该多因子模型为投资者提供了一种量化选股方案,当上市家族企业公布二代接班公告时,投资者可通过上市家族企业二代接班人个体因子和家族企业的估值因子、成长因子、资本结构因子、技术面因子等 10 个有效因子的数据,套入多因子模型中进行选股并做出收益率预测。

当然,在当前的经济环境下,家族企业面临市场转型、技术转型、产业转型的挑战,内部外部的各种矛盾、困难相交织,对于年轻稚嫩、缺乏经验的接班者来说,不仅困难重重,稍有不慎甚至因此危及企业的存续。但是,民营企业相较于国有企业的优点是机制灵活,且一把手的视野、思维和学习能力是民营企业命运的决定性力量。因此,本文认为,倘若家族企业把接班人计划当作一项长期安排,积极完善接班人培养计划、专注于二代接班人在家族企业代际传承中的培养和锻炼,使二代接班水到渠成,则二代接班人可以在专业技能和管理能力上不输甚至超越职业经理人。

参考文献:

[1] ASTRACHAN J H, DEAN K L. Arthur mass mutual American family business survey 1995 and 1997 [J]. Advances in Entrepreneurship Firm Emergence & Growth,2009,4:289-304.

[2] HANDLER W C. Managing the family firm succession process: the next-generation family member's experience [C]. Unpublished doctoral thesis, Boston University, Boston, MA. 1989.

[3] SANTIAGO A L. Succession experiences in philippine family businesses [J]. Family Business Review, 2000, 13(1):15-35.

[4] 邓涵章.家族企业二代接班的股价异动研究[D].成都:西南财经大学,2013.

[5] 肖淑芳,李阳.上市公司重大信息披露与股价异动的相关性研究[J].北京理工大学学报(社会科学版),2004(6):43-56.

[6] JENSEN M C, SCHWERT G W. Changes in the management structure of the JFE [J]. Journal of Financial Economics, 1996, 42 (3):868-880.

[7] 邹高峰. 深市上市公司控制权转移的市场反应[J]. 系统工程, 2004 (12):86-90.

[8] 姚燕,王化成,卢闯. 主并公司股权结构与控制权转移短期市场反应[J]. 中国会计评论, 2007(3):327-342.

[9] 孙健. 控制权转移中的市场反应——基于投资者情绪的分析视角[D]. 北京:中国人民大学, 2009.

[10] 王化成,孙健,卢闯. 控制权转移的微观市场反应——基于丹东化纤(000498)的实证分析[J]. 管理世界, 2008(8):138-144.

[11] 周燕,葛建华.权威、认同与家族企业代际传承问题[J].当代财经, 2011(3):73-79.

[12]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[J].管理世界, 2015(3):137-150.

[13]赵宜一,吕长江.亲缘还是利益? ——家族企业亲缘关系对薪酬契约的影响[J].会计研究, 2015(8):32-40.

[14]LONG J B D, SHLEIFER A, SUMMERS L H, et al. Noise trader risk in financial markets[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(4):703-738.

[15]BAKER M, TALIAFERRO R, WURGLER J. Predicting returns with managerial decision variables:is there a small-sample bias? [J]. Journal of Finance, 2006, 61(4):1711-1730.

[16]MILLER E M. Risk,uncertainty,and divergence of opinion [J]. Journal of Finance, 1977, 32(4):1151-1168.

[17]王化成,孙健,邓路,等.控制权转移中投资者过度乐观了吗? [J]. 管理世界, 2010(2):38-45.

[18]FAMA E F, FISHER L, JENSEN M C, et al. The adjustment of stock prices to new information[J]. International Economic Review, 1969, 10(1):1-21.

[19]冯素玲.上市公司违规处罚信息市场反应研究[M].济南:山东人民出版社,2014:49.

[20]吴炯,朱贵芳.家族企业代际传承中的权力过渡与绩效影响[J].现代财经;天津财经大学学报,2016(2):16-26.

[21]HAMBRICK D C,MASON P A. Upper echelons;the organization as a reflection of its top managers[J]. Academy of Management Review, 1984, 9(2):193-206.

[22]TIHANYI L, ELLSTRAND A E, DAILY C M, et al. Composition of the top management team and firm international diversification [J]. Journal of Management, 2000, 26(6):1157-1177.

[23]刘鹏程,李磊,王小洁.企业家精神的性别差异——基于创业动机视角的研究[J]. 管理世界, 2013(8):126-135.

[24]丁鹏.量化投资——策略与技术[M].北京:电子工业出版社,2012:25-34.

[25]GERBING D W, ANDERSON J C. An updated paradigm for scale development incorporating unidimensionality and its assessment [J]. Journal of Marketing Research, 1988, 25(2):186-192.

Good or Bad: A Study on Stock Price Movement in Family Enterprise Inter-generational Succession

ZOU Kunlun¹, WU Rong²

(1.School of Finance, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China;
2.Lee Kong Chian School of Business, Singapore Management University, 178899, Singapore)

Abstract:Most of China family businesses are now faced with the right transfer from the "first entrepreneurial generation" to the "rich second generation", and the second generation succession is not only related to the rise and fall of the family businesses, but also has a certain impact on the share price of the listed family companies. By using event study method and with 45 listed family enterprises which have already realized the "rich second generation" succession as samples, this paper investigates whether the "rich second generation" succession event has an impact on the stock price movement of the listed companies and establishes a multi-factor model with the "rich second generation" individual factors as explanatory variables so as to explore the influencing factors. The research results indicate that the "rich second generation" succession has a positive effect on the stock price movement of family enterprises, i.e., the "rich second generation" succession of the listed family companies is good news, and the educational factor among the "rich second generation" individual factors influences abnormal stock returns significantly.

Key words:listed family enterprise; inter-generational succession; event study method; multi-factor model

(责任编辑 高 琼)