

doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2022.12.002

家族命名与家族企业风险承担^①

罗进辉¹, 李雪^{2*}, 黄泽悦³

(1. 厦门大学管理学院, 厦门 361005; 2. 山东大学管理学院, 济南 250100;
3. 东南大学经济管理学院, 南京 211189)

摘要:企业的风险承担是企业家精神的微观反映. 搜集整理了控股家族创始人和重要家族成员的姓名等相关信息, 将企业划分为有较高声誉维护动机的家族命名的家族企业和有较低声誉维护动机的非家族命名的家族企业, 从社会情感财富视角研究家族命名会如何影响企业的风险承担水平. 结果发现, 家族命名显著降低了企业的风险承担水平, 且这一负面影响关系在存在家族成员涉入管理、家族股权中仅有核心家族成员参与时表现得更强. 此外, 家族命名的上述影响主要表现为抑制了企业的投资水平、股权质押、战略激进度等实际的风险行为, 家族命名对企业风险承担水平的抑制作用主要体现在成立时间较短的企业中, 家族命名也会显著提升企业的慈善捐赠水平. 最后, 还发现家族命名方式在子公司的使用范围也会负向影响企业的风险承担水平. 研究结论有助于加深对家族企业风险承担行为的认识与理解, 对如何更好地鼓励和发挥民营家族企业的企业家精神具有启发意义.

关键词: 家族命名; 家族企业; 风险承担; 家族管理涉入; 家族股权结构

中图分类号: F272 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2022)12-0021-30

0 引言

2017年9月8日, 中共中央、国务院发布了《中共中央国务院关于营造企业家健康成长环境弘扬企业家精神更好发挥企业家作用的意见》(简称“意见”). 作为中央层面首份明确针对企业家精神价值的专门文件, 该《意见》一经出台, 就在广大民营家族企业家中引起了巨大反响. 企业家精神对于创造和维持企业内部的“生成能力”至关重要^[1], 而风险承担作为企业家精神中的重要一环, 更是受到了广泛重视^[2-6]. 在宏观层面, 企业较高的风险承担水平可以加快整个社会的技术进步, 促进经济长期增长; 在微观层面, 企业较高的风险承担水平有助于推动企业创新, 增强企业长期竞争优势, 提升企业绩效和股东财

富^[3, 6-10]. 家族企业作为市场经济的重要组成部分, 是企业风险活动的重要承担者之一. 随着中国经济发展进入新常态, 如何提高广大民营家族企业的风险承担水平以实现整体经济的持续增长, 不仅是家族企业转型升级面临的重要问题, 而且也是当前政府部门和学术界特别关注的重要研究课题.

不同于其他类型的企业, 保护以家族为中心的社会情感财富是家族企业行为决策的主要目标, 深刻影响着家族企业的风险承担行为^[11-19]. 社会情感财富内涵丰富, 是有着多维度的宽泛概念, 然而以往大多数研究采用统一的代理变量, 例如家族所有权或家族管理涉入, 来探究社会情感财富的相关影响, 这种做法无疑掩盖了不同社会情感财富维度对家族企业行为影响的差异^[18, 20, 21]. 针

① 收稿日期: 2018-04-09; 修订日期: 2021-07-28.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71572160; 71790602).

通讯作者: 李雪(1991—), 女, 山东栖霞人, 博士, 助理研究员. Email: xueli@sdu.edu.cn

对这种情况,本研究通过聚焦于社会情感财富的具体维度——声誉维度,探究家族对社会情感财富的保护动机对企业风险承担水平之影响的关系。之所以重点探讨家族对声誉的重视给家族企业行为带来的影响,主要是考虑到在中国传统文化影响下,声誉对于家族企业主来说至关重要,良好的声誉在中国商业环境中发挥着重要作用,因而家族企业主非常珍惜和重视作为重要无形资产的个人以及家族的声誉,进而会对企业行为产生深远影响^[12, 17, 22, 23]。鉴于此,本研究尝试通过以家族企业的不同命名方式来衡量家族企业主对家族声誉保护动机的强弱差异,从社会情感财富视角出发考察中国家族企业主的家族声誉保护动机对企业风险承担水平之影响的关系。

家族命名的家族企业是指那些以控股家族成员姓名命名的家族企业。根据数据统计,截止至2012年,中国资本市场中采用家族命名的家族上市公司占比约为6.2%,而在美国采用家族命名的公司占比达到了25%左右^[24, 25],在西欧一些国家的家族上市公司中采用家族命名的公司占比也接近14%^[26, 27]。可见,中国上市家族企业采用家族命名策略的倾向明显低于西方国家的家族企业。深究其原因,除了与中国家族企业成立时间普遍较短有关,另一个重要原因在于中国社会长期以来存在“重农轻商”、商人地位低下和家族企业的合法性不足等制度文化因素。在现实中经常会观察到,中国的家族企业主会自觉或不自觉地回避宣称自己的企业是家族企业,而在美国、日本和德国等国家,大量家族企业主以自己的企业是家族长期传承下来的企业为荣。尽管如此,中国仍然有像克明面业、宗申动力等以家族命名的家族企业。在此背景下,与西方国家相比,中国家族企业的家族命名方式是更强烈的信号传递和控股家族对企业利益相关者的重要承诺,在企业的长期生存与发展中会形成非常宝贵的家族声誉等社会情感财富。因此,选择以家族企业名称的不同命名方式来衡量家族企业主对家族声誉保护动机的强弱差异。

利用2004年~2012年中国A股家族控股上市公司作为研究样本,通过手工收集整理关于控股家族创始人和重要家族成员的姓名等相关信息,根据企业名称中是否包含家族信息衡量家族

企业主保护家族声誉动机的强度,进而将家族企业划分为家族声誉保护动机较高的企业(即企业名称中包含家族信息的家族命名的家族企业)和家族声誉保护动机较低的企业(即企业名称中不包含家族信息的非家族命名的家族企业),实证检验两类家族企业在企业风险承担水平上的差异。研究发现:1)相比于非家族命名的家族企业,家族命名的家族企业的风险承担水平显著更低,说明家族命名强化了家族与企业之间的关联,任何对企业声誉的损害都会威胁到家族自身的存在和声誉,因而家族命名的家族企业会更加重视对声誉的维护,也即对声誉的维护动机更强,更不倾向于进行有可能威胁到家族声誉的风险承担活动;2)在家族成员担任高管以及家族股权中仅有核心家族成员参与的情境时,家族命名对家族企业风险承担水平的负向影响关系显著更强,反映了家族管理涉入和家族股权“家族化”对家族企业主声誉维护动机的重要影响。上述研究结论在经过内生性问题、主要变量度量方法等方面的稳健性测试后仍然显著成立。此外,通过进一步分析,还发现家族命名对家族企业风险承担水平的负向影响关系主要表现为抑制了家族企业的投资水平、股权质押和战略激进度等冒险活动,而且家族命名的相关影响在成立时间较短的家族企业中表现得更为明显,相对而言家族命名的家族企业也有着更多的慈善捐赠。最后,家族命名方式在子公司中的使用范围越广,家族命名对企业风险承担水平的抑制作用就越强。

研究的边际贡献在于:第一,扩展了家族企业社会情感财富的研究视角。区别于以往对家族企业社会情感财富的研究,聚焦于社会情感财富的具体维度——声誉维度,通过家族命名与否反映家族企业主声誉维护动机的强弱差异,深入分析家族企业主的社会情感财富对家族企业风险承担行为的影响关系,从而提供了社会情感财富影响家族企业经营行为的具体路径和表现形式,有效扩展了相关的研究文献。第二,补充了中国背景下家族企业命名策略经济后果的相关研究。不同于西方的很多家族企业,中国家族企业有着相对较短的发展时间和面临着迥异的制度文化背景,导致国内外家族企业在选择是否对企业进行家族命名的策略上有着明显的差异^[24-27]。在中国背景下

研究家族命名对家族企业经营决策的影响,便于理解和对比国内外家族企业命名策略的相关经济后果可能存在的差异原因。第三,丰富和补充了企业风险承担行为和企业精神的研究。风险承担倾向是企业家精神的微观反映,以往文献主要考察了众多制度环境因素和公司治理因素对企业风险承担水平的影响。侧重于企业家精神的重要实现载体——家族企业,研究指出家族命名等家族特征也是影响家族企业风险承担水平的重要因素,丰富了(家族)企业风险承担领域的研究文献。第四,由于家族所有权和家族管理涉入是控股家族在经营企业中产生社会情感财富的基础,进一步分析了上述两类因素对家族企业主声誉维护动机强度的重要影响,有助于加深对家族企业风险承担行为的理解与认识。最后,企业的风险承担水平,既是实现国家“大众创业、万众创新”和弘扬企业家精神等宏观战略的重要体现,也是当前广大民营家族企业实现战略转型升级的关键。

相关研究结论对于如何提高家族企业的风险承担水平具有重要的政策启示。

1 文献回顾与假设提出

1.1 相关文献回顾

1.1.1 家族企业风险承担的影响因素

关于家族企业风险承担的研究,大量学者主要从家族所有权结构和家族管理涉入两大方面的内部治理机制探讨了家族企业风险承担水平的决定因素。此外,也有部分学者探究了外部环境对家族企业风险承担水平的重要影响。

家族所有权和家族管理涉入是家族企业的独特内部治理特征^[15, 19, 28],大量文献研究了家族股权结构和家族管理涉入对企业风险承担的影响关系。首先,基于家族所有权结构的相关研究发现,由于家族所有权导致的家族财富与企业财富的高度重合,家族控股股东出于保护家族财富的目的而具有较低的风险倾向^[29, 30]。研究发现家族企业普遍采用金字塔结构等控制权增强机制来加强其对企业的控制^[31, 32]。在这种所有权结构安排之下,由于大部分风险可以被转嫁给中小投资者,家族控股股东会更倾向于承担风险^[29]。近年来,越

来越多研究则发现控股家族对于家族社会情感财富等非经济目标的追求在家族企业中有着比经济目标更为关键的影响,是决定家族企业战略行为的重要因素^[11, 12, 15, 17, 19, 21, 22]。由此相关研究发现,家族所有者存在着保护家族社会情感财富的强烈动机,为了避免社会情感财富遭受损失,家族所有者更倾向于保守和规避风险^[13, 14, 19, 22, 33, 34]。

其次,家族管理涉入,作为家族股东增强对企业控制的重要方式,也会显著影响家族企业的风险承担水平^[18, 22, 23]。随着家族成员在企业管理中涉入程度的增加,家族成员对于企业的依赖和认同程度也会随之提高,进而强化了家族成员对企业的心理所有权^[15, 18, 22]。例如,连燕玲等^[22]研究发现,家族管理涉入显著降低了家族企业的风险承担水平。

再者,部分学者还探究了管理层背景特征对家族企业风险承担行为的影响关系。例如,Kellermanns等^[35]研究发现,随着家族企业中CEO年龄的增加,CEO将会更关注企业的传承以及对家族财富的保护,从而更不倾向于风险承担行为。Jiang等^[36]研究发现家族企业主的宗教信仰会降低企业的风险承担水平。李晓溪等^[37]对家族创始人职业经历的研究则发现,创始人创办企业前在公共或企业部门的任职经历会降低其风险忍耐力,更倾向于保守的经营决策。与此同时,外部宏观环境也是影响家族企业风险承担水平的重要因素,这在中国转型经济背景下更是如此。何轩等^[38]以及朱沅等^[21]研究发现,正式制度和非正式制度中存在的确定性会显著抑制家族企业的风险承担行为。以往研究主要从内外部治理机制的角度为家族企业风险承担水平的决定因素提供了广泛证据,特别是近年来越来越多的学者发现了控股家族对社会情感财富等非经济目标的强烈偏好及其对家族企业决策的重要影响^[11, 12, 17, 19, 21, 22]。由于多数研究认为家族控制力和影响力是社会情感财富不可分割的组成部分,现有文献多以家族所有权或家族管理涉入等指标作为家族社会情感财富的代理变量,但是该度量方法并不能很好地反映出不同社会情感财富维度对家族企业行为的影响差异。

1.1.2 家族命名相关经济后果

关于家族命名如何影响企业行为,Belenzon

等^[26]基于信号传递的理论框架,认为企业主之所以会选择将自己的名字作为公司名称的一部分,是因为以自己的名字命名公司能够向外界表明他们的高能力,通过实证分析后发现,家族命名企业通常有着更好的业绩表现. Belenzon 等^[27]研究还发现,虽然家族命名企业的业绩表现更好,但与同类盈利公司相比,同名公司的增长速度却要慢得多. 宋丽红等^[39]从信号理论出发,通过对中国家族企业的研究发现,家族命名将家族与企业高度关联在一起,会导致企业主对企业声誉更加看重,同时也会提高消费者对家族企业长期承诺、顾客聚焦等形象的感知,最终导致家族命名企业具有显著的销售绩效优势. Kashmiri 和 Mahajan^[24,25]以美国家族企业为研究样本,通过研究后发现家族命名企业通常会展现出更多的企业社会责任,有着更好的公司业绩. 类似地, McDevitt^[40,41]也发现家族命名的企业有着更好的产品和服务质量. Minichilli 等^[42]从声誉视角出发,研究发现家族命名的企业出于对家族声誉的维护,有着更高的财报质量. 综观现有关于家族命名经济后果的研究,学者们主要集中于探讨家族命名对企业业绩的影响,但是家族命名作为具有长期意义的战略选择,会如何影响企业的经营管理行为? 目前还鲜有研究涉及.

综上所述,本研究选择家族声誉维护的具体视角,利用家族企业命名策略的差异区分家族企业主对家族声誉维护动机的强弱,实证检验控股家族对家族声誉的保有动机对企业风险承担水平的影响关系,从而加深对家族企业风险承担水平决定因素的认识,弥补和扩展相关文献. 与此同时,通过考察家族命名这一战略选择对企业经营管理行为的影响,能够对现有关于家族命名相关经济后果的研究进行一定补充.

1.2 研究假设提出

在中国,个体重视和维护家族姓氏的历史由来已久. 中国人的姓氏有着非常深厚的文化基础,姓氏作为区分血缘群体的重要标识,中国人对姓氏的关注实际上是源于对血脉传承的重视以及对家族的尊重之情. 在古代世袭社会中,社会中的各种资源,例如权、钱和名,主要是通过世袭这种渠道分配获取,个人也主要是通过世族而跻身统治阶层,姓氏将个人与家族紧密联系在一起,个人

荣辱与家族荣辱相伴而生. 对世族而言,姓氏所产生的社会意义与家族名望息息相关,家族声望越高,姓氏对家族有效获取社会资源的作用就越大,良好的家族声望在这种制度背景下对于家族而言意义非凡. 因此,为了强化家族对社会资源的控制和获取,例如获得仕进通道、掌握文教资源和财富等,门阀世族会十分注重对家族姓氏中所承载的家族名望的重视和维护. 这也就解释了在中国传统文化中,家族为何会如此重视提升和维护家族声誉.

具体到本研究,对家族企业主而言,在传统文化的影响下,也自然会十分重视对家族声誉的保护. 实际上,保护社会情感财富是家族企业的本质属性之一,其中对家族良好声誉的维护和重视是家族社会情感财富的重要维度^[11, 12, 13, 15, 22, 23, 43]. 企业名字作为概括企业历史业绩、识别经营特征的标签,是企业声誉的天然载体^[44, 45]. 以企业背后的家族名字命名企业则会家族与企业紧密联系在一起^[26, 27, 39],家族与企业之间的这种关联会让社会公众或企业的利益相关者对企业的家族身份有着更为清晰的感知,使家族声誉与企业声誉高度重合,任何对企业声誉的威胁都将会伤害家族自身的存在. 因此,家族命名的企业会更加看重对家族形象和声誉的维护,有着更强的责任感来保证企业行为不会损害家族声誉^[15, 18, 24, 39, 41].

风险承担是企业追逐市场高额利润的倾向之一,同时也代表了企业愿意为获取这种利润而付出相应的代价. 虽然高风险项目比低风险项目能够为企业带来更高的预期收益,但是高风险项目往往会使企业面临更大的失败风险^[47, 48]. 风险项目一旦失败,一方面会引发其他利益相关者对家族企业主能力的质疑,削弱外部利益相关者对企业经营能力和未来发展的认可度,对企业声誉进而对家族声誉产生不利影响;另一方面,高风险项目失败导致企业陷入财务困境的可能性大为增加,极端情况下将会严重危害企业的持续生存,造成家族企业传承的中断,给企业和家族的社会形象与声誉带来严重的负面影响,特别是在中国“胜者为王,败者为寇”的文化背景下,声誉是家族企业主十分重视的重要无形资产^[23, 49]. 因此,在面对高度不确定的高风险项目时,家族企业主的投资决策就会变得非常谨慎,以防止企业声誉

受损进而影响到家族声誉。

概而言之,以企业背后的家族名字命名企业将家族声誉与企业声誉更为紧密地联系在一起,会增加企业声誉受损的成本,强化家族企业主保护企业声誉的动机。为了防止企业经营风险而殃及家族声誉受损,以家族名字命名企业的家族企业主将更不倾向于进行高风险的投资项目,进而降低了企业的风险承担水平。基于此,提出如下假设。

假设 1 相比非家族命名的家族企业,家族命名的家族企业具有更低的风险承担水平。

家族企业并非是个无差异的同质群体^[7, 19, 22],每个家族与企业之间的关联强度难免存在差异,最终使得家族在企业经营决策中对家族声誉的保护意愿也将存在强弱差异。家族与企业之间的关联程度越高,家族自觉保护企业形象和声誉进而保护家族声誉的动机就越强。由于家族管理涉入是强化家族与企业之间关联强度的重要方式,家族管理涉入会调节家族命名家族企业风险承担水平间的影响关系。一方面,由家族成员担任公司高管是提高控股家族声誉的便捷途径^[23],家族声誉与企业声誉之间更加休戚相关,因而家族企业主会采取相应措施以确保企业的良好形象和声誉^[15, 46],企业更不可能冒险损害其良好的声誉。另一方面,家族成员涉入企业管理层有助于家族更好地实施有利于自身利益的决策以维护其家族声誉等家族非经济目标。家族管理人员的存在有助于家族获得更多更高的决策权力,家族成员参与管理可以使家族所有者与管理者利益保持更高的一致性,进而便利实施有利于家族利益的决策以及行为选择^[19, 22, 23, 50]。因此,家族成员的管理涉入能够增强家族成员保护家族声誉的意愿和能力。在以家族名字对企业进行命名的情境下,家族成员管理涉入不仅会强化其维护企业和家族声誉的动机,而且会增强其实现相关动机的决策干预能力,进而增强家族命名对家族企业风险承担水平的抑制作用。基于此,提出如下假设。

假设 2 家族管理涉入会强化家族命名与家族企业风险承担水平间的负向影响关系。

中国的改革开放史既是中国家族企业的成长史,也是中国家族企业的泛家族化过程。随着家族

企业的不断成长壮大,家族所有权由集中于创始人及其核心家族成员的模式逐渐转变为由核心与非核心家族成员共同分享的模式,呈现出家族股权的“家族化”发展^[51, 52]。家族股权的“家族化”特征也会调节家族命名与家族企业风险承担水平间的影响关系。一方面,不同于一直伴随着企业成立和发展的核心家族成员,非核心家族成员是在企业发展过程中逐渐参与到企业活动中^[51, 53]。这就意味着非核心家族成员与家族企业间建立的情感基础要明显弱于核心家族成员,导致非核心家族成员对家族企业的依赖较弱,因而其维护企业形象以及声誉的动机也会更弱;另一方面,由于非核心家族成员对家族企业的情感依赖要弱于核心家族成员,非核心家族成员相比核心家族成员会更倾向于关注自身的经济利益,更加关注企业的未来价值^[52, 56],因而更愿意企业进行能够增强长期竞争优势进而提升企业绩效和股东财富的风险承担活动。因此,相比仅由核心家族成员参股的家族企业,家族命名的声誉保护效应及其对企业风险承担水平的抑制作用在有非核心家族成员参股的家族企业中将被弱化。基于此,提出如下的假设。

假设 3 家族股权的“家族化”会弱化家族命名与家族企业风险承担水平间的负向影响关系。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

选取 2003 年~2015 年中国 A 股家族控股上市公司作为研究对象,样本区间为 2004 年~2012 年,这是因为中国 A 股上市公司从 2003 年开始被强制要求披露实际控制人信息,而本研究的自变量均采用了滞后 1 期处理,与此同时因变量——风险承担水平指标需要使用 t 期至 $t+4$ 期的数据,故而样本区间起始于 2004 年,截止至 2012 年。根据以往研究^[53-56],将符合以下条件的上市公司视为家族控股上市公司:1) 最终控制人可以追溯到个人或家族;2) 最终控制人持有上市公司 10% 以上的控制权,最终控制人的控制权比例等于最终控制人与上市公司股权关系链或者若干关系链中关系最弱或最弱一层的总和^[32, 57]。据此得到的公

司一年度初始观察样本共计 4 404 个,顺序依次剔除 25 个金融行业样本、116 个交叉上市公司样本、157 个资不抵债公司样本、363 个 ST 或 * ST

公司样本以及 716 个相关数据缺失样本后,最终使用的公司一年度观察样本共有 3 027 个. 样本的行业和年度分布情况如表 1 所示.

表 1 样本的行业和年度分布情况

Table 1 Sample distribution by industry and year

行业代码	会计年度									合计
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
A	2	4	6	7	8	8	9	9	16	69
B	2	4	2	3	6	6	6	8	12	49
C0	1	6	7	8	10	15	15	18	27	107
C1	5	6	11	13	15	17	20	24	33	144
C2	1	2	3	4	4	4	6	6	7	37
C3	1	1	3	4	9	10	13	18	21	80
C4	9	19	26	28	32	41	43	50	86	334
C5	4	9	12	13	15	26	29	32	57	197
C6	8	12	15	15	19	25	27	34	62	217
C7	12	20	32	36	47	65	71	101	178	562
C8	11	14	22	19	25	28	30	38	59	246
C9	1	1	1	2	3	5	6	7	10	36
D	2	7	7	5	4	4	5	6	6	46
E	3	5	5	5	7	8	10	13	20	76
F	0	0	1	1	1	1	2	2	4	12
G	3	7	8	9	14	20	23	40	61	185
H	4	13	18	20	21	24	31	35	45	211
J	15	23	25	22	24	30	31	38	43	251
K	4	7	8	5	5	8	9	13	21	80
L	2	2	2	3	5	5	5	6	10	40
M	3	4	5	7	7	5	5	5	7	48
合计	93	166	219	229	281	355	396	503	785	3 027

注: 行业代码 A ~ M 分别对应农林牧渔业(A)、采掘业(B)、制造业(C)、电力煤气及水的生产与供应业(D)、建筑业(E)、交通运输仓储业(F)、信息技术业(G)、批发与零售贸易业(H)、房地产业(J)、社会服务业(K)、传播与文化产业(L)、综合类(M).

关于实际控制人情况及其家族亲缘信息为作者根据上市公司披露于巨潮资讯网站 (<http://www.cninfo.com.cn>) 的年报以及互联网搜索引擎手工收集而来. 本研究关于家族命名数据系作者通过对公司年报中披露的家族企业名称与最终控制人及其家族成员的名字进行逐一对比搜集获得. 上市公司的财务数据和公司治理数据来自 CSMAR 数据库, 构建制度环境指数的原始数据来自于国家统计局网站 (<http://data.stats.gov.cn>).

2.2 变量定义与度量

2.2.1 因变量——企业风险承担水平

根据以往研究^[2, 5, 8, 9], 主要采用被最广泛应用的盈利波动性来衡量企业风险承担水平. 具体采用如下两种方法衡量: 1) 经行业 and 年度均值调整后的公司总资产收益率的波动性 (*RISK1*); 2) 观察时段内经行业 and 年度均值调整的总资产收益率最大值与最小值的差额 (*RISK2*). 具体计算方法如下

$$RISK1_{it} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left(Adj ROA_{ijt} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T Adj ROA_{ijt} \right)^2}, T=5 \tag{1}$$

$$RISK2_{it} = \text{Max}(\text{Adj } ROA_{ijt}, \text{Adj } ROA_{ijt+1}, \dots, \text{Adj } ROA_{ijt+T}) - \text{Min}(\text{Adj } ROA_{ijt}, \text{Adj } ROA_{ijt+1}, \dots, \text{Adj } ROA_{ijt+T}),$$

$$T = 5 \quad (2)$$

$$\text{Adj } ROA_{ijt} = \frac{EBIT_{ijt}}{Asset_{it}} - \frac{1}{n_{jt}} \left(\sum_{k=1}^{n_{jt}} \frac{EBIT_{ikt}}{Asset_{ikt}} \right) \quad (3)$$

式中 $\text{Adj } ROA_{ijt}$ 表示经行业 and 年度调整后的总资产收益率; $EBIT$ 表示息税前利润; $Asset$ 表示平均总资产; 下标 i 、 j 和 t 分别表示公司、行业与年度; n 表示第 t 年 j 行业的公司总数。在稳健性检验部分还使用了企业的研发投入水平来衡量其风险承担水平, 而且在进一步分析中从投资水平、股权质押倾向和战略激进度等 3 个具体维度刻画了公司的风险承担活动, 得到的相关结果都支持本研究主假设的理论预期。

2.2.2 自变量——家族命名

参考 Kashmiri 和 Mahajan^[24, 25]、Belenzon 等^[26, 27] 以及宋丽红等^[39] 的做法, 构建哑变量 $Name1$ 表示家族命名方式。通过翻阅巨潮资讯网站上所提供的公司招股说明书以及公司年报, 同时借助互联网搜索引擎, 收集整理有关家族企业创始人及其家族成员的姓名信息以及相互间亲缘关系的信息; 逐一对比样本企业名称与实际控制人及其家族成员姓名, 如果企业名称中包含实际控制人或(与)其家族成员姓名的全部或者部分信息, 则为家族命名企业样本, $Name1$ 取值为 1, 否则取值为 0。考虑到家族命名企业样本中既包括间接相关的家族命名企业, 主要表现形式为企业名称部分来源于创始人名字或其家族成员名字, 例如江苏宏宝(创始人朱玉宝)、灵康药业(创始人陶灵萍和陶灵刚兄妹)、天马股份(创始人马兴法)等, 也包括直接相关的家族命名企业, 主要表现为直接取创始人名字或其家族成员名字为企业名称, 例如宗申动力(创始人左宗申)、传化股份(创始人徐传化)、克明面业(创始人陈克明)等, 又进一步设置了家族命名有序类别变量 $Name2$ 来反映和衡量企业名称中所包含的家族信息的多少, 根据家族直接相关命名、家族间接相关命名以及家族不相关命名分别依次取值 2、1 和 0。

2.2.3 调节变量

调节变量分别为家族管理涉入以及家族股权

“家族化”。关于家族管理涉入, 借鉴 Gomez-Mejia 等^[58] 和严若森和叶云龙^[33] 等相关研究, 设置了两个哑变量指标对家族管理涉入进行度量—— $Involve$ 和 $Executive$ 。当有家族成员在公司管理层中任职时, $Involve$ 取值 1, 否则为 0; 当有家族成员担任公司的董事长或总经理时, $Executive$ 取值 1, 否则为 0。关于家族股权的“家族化”, 参考贺小刚等^[51, 53] 以及赵宜一和吕长江^[59] 的做法, 采用家族股权中是否存在非核心家族成员 ($Noncore$) 进行度量。 $Noncore$ 为哑变量, 当家族股权持有人中存在除了实际控制人配偶、父母子女、兄弟姐妹之外的亲缘关系时, 取值 1, 否则为 0。

2.2.4 控制变量

根据以往文献^[2, 8, 9, 60], 对如下可能影响企业风险承担行为的因素进行了控制: 企业规模 ($Size$), 定义为总资产自然对数; 企业负债水平 (Lev), 定义为总负债与总资产的比值; 盈利能力 (ROA), 定义为净利润与平均总资产的比值; 企业成长性 ($Growth$), 定义为营业收入的年增长率; 企业成立时间 (AGE), 定义为企业成立年限加 1 后的自然对数; 市场化水平 ($Market$), 定义为企业所在地国民生产总值与政府预算的比值^[62]; 家族两权分离度 ($Wedge$), 定义为家族控制权与家族所有权的比值。鉴于宏观因素和行业特征可能对公司风险承担行为产生系统影响, 还设置了年度虚拟变量 ($Year$) 和行业虚拟变量 ($Industry$) 作为控制变量。

2.3 计量模型设定

为了检验研究假设, 设计了如下的计量回归模型进行 OLS 多元回归分析

$$RISK = \alpha + \beta_1 Name + \gamma X + \varepsilon \quad (4)$$

其中 $RISK$ 表示企业风险承担水平, 包括 $RISK1$ 和 $RISK2$ 两种度量指标; $Name$ 表示家族命名方式, 包括 $Name1$ 和 $Name2$ 两个家族命名类别变量; X 是由多个控制变量构成的变量向量。主要考察家族企业的家族命名方式与家族企业风险承担水平间的影响关系, 若 $Name$ 的回归系数 β_1 显著为负, 则支持了假设 1, 即家族命名增强了家族企业主保护家族声誉的动机, 抑制了家族企业的风险承担水平。为了检验假设 2, 将样本公司按照是否存在家族管理涉入划分为两个子样本, 即家族管理涉入的子样本 ($Involve/Executive = 1$) 和非家族管

理涉入子样本 ($Involve/Executive = 0$), 据此进行分组回归分析. 类似地, 根据家族股权持有人中是否存在非核心家族成员, 将总样本划分为“家族化”子样本 (即存在非核心家族成员) ($Noncore = 1$) 和非“家族化”子样本 (即不存在非核心家族成员) ($Noncore = 0$), 据此进行分组回归分析以检验假设 3. 为了缓解因变量与自变量之间互为因果的内生性问题, 对所有自变量取值进行了滞后 1 期处理. 另外, 为了控制异常数据对检验结果的影响, 对所有连续型变量都进行了上下 1% 的 Winsorize 缩尾处理.

3 实证结果检验与分析

3.1 描述性统计分析

表 2 列示了主要变量的描述性统计分析结果. 从表 2 的结果可以看到: 1) $RISK1$ 和 $RISK2$ 的均值分别为 0.064 和 0.157, 标准差分别为 0.091 和 0.229, 均值与标准差相差较大, 说明不同家族企业间的风险承担水平具有较大差异; 2) 家族命

名哑变量 $Name1$ 均值为 0.062, 表明仅有 6.20% 的家族企业样本采用了家族命名方式, 说明样本分布比较不均衡, 为了克服家族命名样本占比较小可能引发的样本选择偏差以及潜在的内生性问题, 后续将采用 Heckman 两阶段回归模型以及 PSM 倾向得分匹配法进行稳健性测试; 3) 家族管理涉入哑变量 $Involve$ 和 $Executive$ 的均值分别为 0.775 和 0.643, 表明在样本中, 家族成员在家族企业参与管理的现象非常普遍; 4) 家族所有权 $Ownership$ 的均值和中位数分别为 0.273 和 0.242, 家族两权分离度 $Wedge$ 的均值和中位数分别为 1.722 和 1.250, 表明中国家族上市公司股权集中度普遍较高, 同时普遍采用了两权分离的金字塔结构以加强控股家族对公司的控制权; 5) 非核心家族成员股权参与哑变量 $Noncore$ 的均值为 0.111, 表明 11.10% 的样本上市公司的家族股权中存在非核心家族成员的参与, 中国的家族企业逐渐开始出现了股权的家族化趋势. 此外, 其他变量经过缩尾后分布都比较合理, 不存在异常情况.

表 2 主要变量的描述性统计分析结果

Table 2 Results of descriptive statistical analysis of main variables

变量	样本量	均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
$RISK1$	3 027	0.064	0.091	0.006	0.018	0.032	0.058	0.511
$RISK2$	3 027	0.157	0.229	0.013	0.044	0.079	0.146	1.371
$Name1$	3 027	0.062	0.242	0	0	0	0	1
$Name2$	3 027	0.072	0.292	0	0	0	0	2
$Involve$	3 027	0.775	0.418	0	1	1	1	1
$Executive$	3 027	0.619	0.486	0	0	1	1	1
$Noncore$	3 027	0.111	0.314	0	0	0	0	1
$Ownership$	3 027	0.273	0.158	0.026	0.153	0.242	0.383	0.703
$Wedge$	3 027	1.722	1.173	1	1	1.250	1.911	8.223
$SIZE$	3 027	21.209	0.896	19.286	20.575	21.096	21.759	23.800
LEV	3 027	0.430	0.195	0.040	0.278	0.447	0.583	0.821
ROA	3 027	0.052	0.054	-0.142	0.021	0.047	0.080	0.223
$Growth$	3 027	0.258	0.507	-0.649	0.021	0.179	0.373	3.473
AGE	3 027	2.411	0.415	1.362	2.148	2.444	2.728	3.170
$Market$	3 027	7.556	2.201	2.718	5.727	7.927	9.109	11.437

3.2 Pearson 相关系数分析

表 3 是主要变量的 Pearson 相关系数分析结果. 由表 3 可知: 1) 企业风险承担水平变量 $RISK1$ 和 $RISK2$ 与 $Name1$ 和 $Name2$ 之间存在负的或者显著为负的相关系数, 初步表明家族命名

会抑制家族企业的风险承担水平, 与研究假设 1 的预期相吻合; 2) $Name1$ 和 $Name2$ 与家族管理涉入变量 $Involve$ 和 $Executive$ 均在 1% 统计水平下显著为正, 说明家族命名的家族企业更可能由控股家族的家族成员来管理; 3) $Name1$ 和 $Name2$ 与家

族所有权变量 *Ownership* 之间存在显著为正的相系数,表明控股家族通常对以其家族命名的上市公司持有更高的所有权,从外在命名和内在股权上一致地体现了鲜明的家族特征;4)企业规模 *SIZE*、成立年限 *AGE* 与家族企业的风险承担水平

均显著负相关,意味着家族企业的规模越大、成立时间越长,其风险承担意愿和水平就越低。此外,控制变量间的相关系数基本都小于 0.50,意味着将这些控制变量同时引入回归模型不会引起严重的多重共线性问题。

表 3 Pearson 相关系数分析结果

Table 3 Pearson correlation coefficient analysis results

变量	变量						
	1 <i>RISK1</i>	2 <i>RISK2</i>	3 <i>Name1</i>	4 <i>Name2</i>	5 <i>Involve</i>	6 <i>Executive</i>	7 <i>Noncore</i>
<i>RISK1</i>	1						
<i>RISK2</i>	0.997 ***	1					
<i>Name1</i>	-0.021	-0.021	1				
<i>Name2</i>	-0.030 *	-0.03	0.953 ***	1			
<i>Involve</i>	-0.034 *	-0.035 *	0.103 ***	0.097 ***	1		
<i>Executive</i>	-0.007	-0.007	0.098 ***	0.093 ***	0.655 ***	1	
<i>Noncore</i>	0.025	0.023	0.096 ***	0.076 ***	0.127 ***	0.121 ***	1
<i>Ownership</i>	-0.021	-0.022	0.064 ***	0.060 ***	0.226 ***	0.290 ***	0.179 ***
<i>Wedge</i>	-0.02	-0.018	-0.066 ***	-0.062 ***	-0.238 ***	-0.290 ***	-0.118 ***
<i>SIZE</i>	-0.129 ***	-0.130 ***	0.041 **	0.033 *	0.044 **	0.013	-0.037 **
<i>LEV</i>	0.039 **	0.038 **	-0.009	-0.022	-0.103 ***	-0.156 ***	-0.117 ***
<i>ROA</i>	-0.109 ***	-0.109 ***	0.064 ***	0.089 ***	0.144 ***	0.148 ***	0.053 ***
<i>Growth</i>	-0.030 *	-0.032 *	0.029	0.023	0.064 ***	0.057 ***	0.033 *
<i>AGE</i>	-0.059 ***	-0.061 ***	-0.038 **	-0.028	-0.234 ***	-0.238 ***	-0.120 ***
<i>Market</i>	0.080 ***	0.079 ***	0.085 ***	0.080 ***	0.119 ***	0.113 ***	0.066 ***
变量	变量						
	8 <i>Ownership</i>	9 <i>Wedge</i>	10 <i>SIZE</i>	11 <i>LEV</i>	12 <i>ROA</i>	13 <i>Growth</i>	14 <i>AGE</i>
<i>Ownership</i>	1						
<i>Wedge</i>	-0.576 ***	1					
<i>SIZE</i>	0.037 **	0.034 *	1				
<i>LEV</i>	-0.187 ***	0.140 ***	0.422 ***	1			
<i>ROA</i>	0.211 ***	-0.100 ***	0.110 ***	-0.333 ***	1		
<i>Growth</i>	0.091 ***	-0.058 ***	0.113 ***	0.086 ***	0.240 ***	1	
<i>AGE</i>	-0.269 ***	0.159 ***	0.168 ***	0.229 ***	-0.102 ***	-0.026	1
<i>Market</i>	-0.004	-0.004	0.016	0.082 ***	0.002	-0.012	-0.218 ***

注:***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%。

3.3 单变量差异分析结果

表 4 列示了不同家族命名方式下的单变量组间差异分析结果。根据家族企业命名方式将全样本划分为两个子样本——家族命名子样本 (*Name1* = 1) 和非家族命名子样本 (*Name1* = 0)。从表 4 可以看到:1) 虽然家族命名子样本的风险承担水平的均值低于非家族命名子样本,但是均值差异的 T 检验和中位数差的异 Z 检验都表明

相关差异不具有统计显著性,相关的影响还有待进一步的多元回归检验;2) 在家族管理涉入和家族股权结构方面,与非家族命名子样本相比,家族命名子样本有着更高概率的家族管理涉入、更高的家族所有权和更低的家族两权分离度等特征;3) 在公司特征方面,与非家族命名子样本相比,家族命名子样本具有更大的公司规模、更高的盈利能力和更短的经营年限等特征。

表 4 单变量的组间差异分析结果

Table 4 Univariate analysis results of differences between groups

变量	Name1 = 1 (样本量 = 189)			Name1 = 0 (样本量 = 2 838)			T	Z
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差		
RISK1	0.056	0.034	0.081	0.064	0.031	0.092	-1.178	0.627
RISK2	0.138	0.083	0.200	0.158	0.078	0.231	-1.175	0.659
Involve	0.942	1	0.235	0.764	1	0.425	5.708 ***	5.678 ***
Executive	0.804	1	0.398	0.607	1	0.489	5.438 ***	5.142 ***
Noncore	0.228	0	0.420	0.103	0	0.304	5.311 ***	5.287 ***
Ownership	0.313	0.302	0.149	0.271	0.239	0.159	3.528 ***	3.914 ***
Wedge	1.424	1.137	0.560	1.741	1.251	1.200	-3.611 ***	-3.805 ***
SIZE	21.352	21.241	0.906	21.199	21.091	0.895	2.270 **	1.792 *
LEV	0.423	0.431	0.169	0.430	0.448	0.197	-0.507	-0.700
ROA	0.066	0.056	0.059	0.052	0.047	0.054	3.507 ***	3.084 ***
Growth	0.314	0.232	0.570	0.254	0.176	0.502	1.580	2.014 **
AGE	2.350	2.375	0.400	2.415	2.454	0.415	-2.089 **	-2.490 **
Market	8.283	8.642	2.002	7.507	7.927	2.205	4.713 ***	4.767 ***

注: ***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%。

3.4 多元回归分析结果

为了对研究假设进行更加科学的检验,进行了 OLS 多元回归分析以控制其他因素可能会对

企业风险承担水平产生的系统影响. 表 5 汇报了假设 1 的多元回归分析结果,其中模型 1 和模型 2 的因变量为 RISK1, 模型 3 和模型 4 的因变量为

表 5 家族命名与家族企业风险承担水平的回归分析结果

Table 5 Regression analysis results of the relationship between eponymy and corporate risk-taking of family firms

变量	因变量			
	RISK1		RISK2	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
Name1	-0.010 * [-1.856]		-0.025 * [-1.932]	
Name2		-0.010 ** [-2.547]		-0.026 *** [-2.593]
SIZE	-0.004 ** [-2.219]	-0.004 ** [-2.221]	-0.011 ** [-2.201]	-0.011 ** [-2.204]
LEV	0.007 [0.683]	0.007 [0.680]	0.019 [0.788]	0.019 [0.785]
ROA	-0.097 *** [-3.313]	-0.095 *** [-3.229]	-0.249 *** [-3.393]	-0.243 *** [-3.309]
Growth	-0.005 * [-1.761]	-0.005 * [-1.778]	-0.013 * [-1.814]	-0.013 * [-1.832]
AGE	-0.003 [-0.757]	-0.003 [-0.730]	-0.008 [-0.877]	-0.008 [-0.850]
Ownership	0.001 [0.109]	0.001 [0.116]	0.004 [0.153]	0.005 [0.159]
Wedge	-0.004 *** [-2.860]	-0.004 *** [-2.874]	-0.009 *** [-2.639]	-0.009 *** [-2.651]
Market	0.000 [0.097]	0.000 [0.115]	0.000 [0.020]	0.000 [0.036]
截距项	0.186 *** [4.494]	0.185 *** [4.484]	0.459 *** [4.437]	0.458 *** [4.428]
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	3 027	3 027	3 027	3 027
F 值	13.860	13.873	13.404	13.415
调整 R ²	0.222	0.222	0.220	0.221

注: 1. ***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%; 2. 括号内为经异方差调整后的 T 检验值。

RISK2. 从表中结果可知,家族命名哑变量 *Name1* 对企业风险承担水平 *RISK1* 和 *RISK2* 的回归系数分别为 -0.010 和 -0.025,且均在 10% 的统计水平下显著;同样地,家族命名有序类别变量 *Name2* 对企业风险承担水平 *RISK1* 和 *RISK2* 的回归系数分别为 -0.010 和 -0.026,且分别在 5% 和 1% 的统计水平下显著. 这些检验结果说明,相比非家族命名的家族企业,家族命名的家族企业有着更低的风险承担水平,也即家族命名显著抑制了家族企业的风险承担水平,这主要是因为家族命名将家族与企业的形象和声誉紧密联系在一起,使控股家族股东对家族企业声誉有着更强的保护动机,因而更不愿意企业进行有可能对家族声誉带来威胁的风险活动,进而降低了企业的风险承担水平,从而证实了假设 1.

表 6 列示了检验假设 2 的 OLS 多元回归分析

结果,其中模型 1 ~ 模型 4 的因变量为 *RISK1*,模型 5 ~ 模型 8 的因变量为 *RISK2*. 从表 6 可知,无论是以 *RISK1* 还是 *RISK2* 作为因变量,在非家族成员管理涉入子样本中 (*Involve/Executive* = 0),家族命名变量 *Name1* 都没有得到显著一致的回归系数,意味着家族命名不会显著影响非家族成员管理涉入子样本中家族企业的风险承担行为. 而在家族管理涉入子样本中 (*Involve/Executive* = 1) 中,家族命名哑变量 *Name1* 均得到了 5% 统计显著的负回归系数,意味着家族命名对家族企业风险承担水平的抑制作用主要体现在存在家族成员管理涉入的家族企业子样本中. 该结果表明,由于家族成员的管理涉入强化了家族与企业之间的关联程度,特别是创造了家族干预企业的直接渠道,因而家族成员的管理涉入强化了家族命名与家族企业风险承担水平间的负向影响关系,假设 2 得以验证.

表 6 家族管理涉入的调节效应回归分析结果

Table 6 Regression analysis results of the moderating effect of family involvement in management

变量	因变量							
	<i>RISK1</i>				<i>RISK2</i>			
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	<i>Involve</i> = 0	<i>Involve</i> = 1	<i>Executive</i> = 0	<i>Executive</i> = 1	<i>Involve</i> = 0	<i>Involve</i> = 1	<i>Executive</i> = 0	<i>Executive</i> = 1
<i>Name1</i>	0.031 [1.390]	-0.013 ** [-2.399]	-0.001 [-0.116]	-0.013 ** [-2.133]	0.076 [1.395]	-0.033 ** [-2.463]	-0.002 [-0.083]	-0.034 ** [-2.209]
<i>SIZE</i>	-0.009 ** [-2.572]	-0.003 [-1.145]	-0.011 *** [-4.796]	0.001 [0.369]	-0.021 ** [-2.501]	-0.007 [-1.181]	-0.028 *** [-4.860]	0.003 [0.342]
<i>LEV</i>	0.002 [0.109]	0.007 [0.604]	0.015 [0.980]	0.003 [0.200]	0.007 [0.119]	0.02 [0.713]	0.037 [0.972]	0.01 [0.311]
<i>ROA</i>	-0.124 * [-1.738]	-0.093 *** [-2.954]	-0.083 * [-1.652]	-0.134 *** [-3.678]	-0.303 * [-1.678]	-0.239 *** [-3.077]	-0.203 [-1.618]	-0.349 *** [-3.834]
<i>Growth</i>	-0.008 [-1.458]	-0.003 [-0.892]	-0.006 [-1.148]	-0.002 [-0.634]	-0.022 [-1.528]	-0.007 [-0.878]	-0.015 [-1.201]	-0.006 [-0.632]
<i>AGE</i>	0.014 [1.195]	-0.004 [-0.996]	0.003 [0.377]	-0.005 [-1.051]	0.035 [1.181]	-0.012 [-1.143]	0.007 [0.449]	-0.015 [-1.279]
<i>Ownership</i>	-0.054 * [-1.694]	0.018 [1.375]	-0.055 *** [-2.606]	0.028 * [1.953]	-0.142 * [-1.791]	0.048 [1.492]	-0.138 *** [-2.618]	0.073 ** [2.022]
<i>Wedge</i>	-0.007 ** [-2.567]	-0.002 [-1.225]	-0.006 *** [-3.035]	0.001 [0.205]	-0.017 ** [-2.577]	-0.005 [-0.978]	-0.015 *** [-2.959]	0.003 [0.415]
<i>Market</i>	-0.000 [-0.134]	0.000 [0.514]	-0.001 [-0.677]	0.001 [0.477]	-0.000 [-0.077]	0.001 [0.438]	-0.002 [-0.691]	0.001 [0.400]
截距项	0.310 *** [4.137]	0.146 *** [3.165]	0.338 *** [6.142]	0.063 [1.080]	0.743 *** [3.983]	0.365 *** [3.146]	0.832 *** [6.175]	0.156 [1.061]
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	682	2 345	1 153	1 874	682	2 345	1 153	1 874
<i>F</i> 值	5.200	11.386	7.056	9.14	4.661	11.172	6.741	8.982
调整 <i>R</i> ²	0.239	0.234	0.274	0.221	0.233	0.235	0.269	0.222

注: 1. 由于家族命名分类变量 *Name2* 的回归结果与 *Name1* 的结果高度类似,故而省略汇报了相关结果; 2. **、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%; 3. 括号内为经异方差调整后的 T 检验值.

表7报告了关于假设3的多元回归分析结果。从表7可知,无论是以RISK1还是RISK2作为因变量,在家族股权中仅有核心家族成员参与(也即不存在家族股权“家族化”)的子样本($Noncore = 0$),家族命名哑变量Name1的回归系数在5%的统计水平下显著为负,而在家族股权中存在非核心家族成员参与(也即存在家族股权“家族

化”)的子样本($Noncore = 1$),家族命名哑变量没有得到统计显著的回归系数,意味着由于非核心家族成员对家族利益的认同感和对家族声誉的维护动机较弱,他们会更加关心企业而家族的利益,因而他们的持股参与能够在一定程度上减弱家族命名对家族企业风险承担水平的抑制效应。

表7 家族股权“家族化”的调节效应回归分析结果

Table 7 Regression analysis results of the moderating effect of the pan-familization of family ownership

变量	因变量			
	RISK1		RISK2	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	$Noncore = 1$	$Noncore = 0$	$Noncore = 1$	$Noncore = 0$
Name1	0.002 [0.123]	-0.012 ** [-2.218]	0.004 [0.096]	-0.031 ** [-2.267]
SIZE	-0.006 [-0.957]	-0.004 ** [-2.062]	-0.013 [-0.936]	-0.011 ** [-2.032]
LEV	-0.016 [-0.505]	0.008 [0.793]	-0.029 [-0.391]	0.023 [0.855]
ROA	-0.138 [-1.386]	-0.093 *** [-3.053]	-0.377 [-1.530]	-0.235 *** [-3.087]
Growth	-0.009 [-1.033]	-0.005 [-1.610]	-0.024 [-1.076]	-0.013 [-1.645]
AGE	-0.016 [-1.407]	-0.002 [-0.362]	-0.043 [-1.604]	-0.005 [-0.440]
Ownership	-0.055 [-1.402]	0.007 [0.524]	-0.139 [-1.473]	0.019 [0.590]
Wedge	-0.005 [-0.496]	-0.003 ** [-2.467]	-0.012 [-0.500]	-0.008 ** [-2.239]
Market	-0.000 [-0.135]	-0.000 [-0.001]	-0.002 [-0.328]	-0.000 [-0.026]
截距项	0.307 *** [2.931]	0.387 *** [6.577]	0.760 *** [3.012]	0.983 *** [6.563]
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	335	2 692	335	2 692
F 值	8.932	11.323	9.247	10.896
调整 R ²	0.447	0.191	0.456	0.189

注:1. 由于家族命名分类变量Name2的回归结果与Name1的结果高度类似,故而省略汇报了相关结果;2. **、*、*分别代表双尾检验的统计显著水平为1%、5%、10%;3. 括号内为经异方差调整后的T检验值。

4 稳健性检验

4.1 风险承担水平度量方法的稳健性测试

企业的风险承担水平是研究的核心被解释变量,其度量方法在文献中还没有统一的观点。为此,还借鉴了John等^[8]、Faccio等^[2]和余明桂等^[9]等的做法,采用如下指标衡量企业的风险承担水平:1)经行业和年度均值调整后5年期的净资产收益率的波动性(RISK3);2)观察时段内经

行业和年度均值调整的净资产收益率的最大值与最小值的差额(RISK4);3)研发支出强度(RD_SALE),取值为研发支出与营业收入的比值。表8给出了风险承担水平变量替代指标的稳健性检验结果,从表中结果可以看到,无论是以RISK3、RISK4还是RD_SALE作为风险承担水平的度量指标,两个家族命名变量Name1和Name2均得到了至少10%统计显著的负回归系数,这与上文基于RISK1和RISK2得到的回归结果高度一致,表明风险承担水平的度量方法不会影响相关研究结论的成立。

表 8 风险承担水平度量方法的稳健性检验结果

Table 8 Robust test results of the measurement of risk-taking

变量	因变量					
	RISK3		RISK4		RD_SALE	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
Name1	-0.019 ** [-2.198]		-0.048 ** [-2.152]		-0.281 * [-1.926]	
Name2		-0.013 * [-1.835]		-0.032 * [-1.789]		-0.254 ** [-2.246]
SIZE	-0.015 ** [-2.489]	-0.015 ** [-2.507]	-0.039 ** [-2.550]	-0.040 ** [-2.567]	0.111 * [1.678]	0.111 * [1.683]
LEV	0.218 *** [6.489]	0.218 *** [6.482]	0.562 *** [6.436]	0.562 *** [6.430]	-5.381 *** [-14.684]	-5.383 *** [-14.685]
ROA	-0.387 *** [-5.376]	-0.387 *** [-5.358]	-1.003 *** [-5.192]	-1.001 *** [-5.175]	3.836 *** [3.231]	3.871 *** [3.259]
Growth	-0.021 ** [-2.562]	-0.021 ** [-2.576]	-0.056 *** [-2.600]	-0.056 *** [-2.614]	-0.385 *** [-3.063]	-0.386 *** [-3.072]
AGE	0.019 [1.522]	0.019 [1.527]	0.054 [1.619]	0.054 [1.624]	-0.960 *** [-7.506]	-0.956 *** [-7.465]
Ownership	-0.034 [-1.011]	-0.034 [-1.015]	-0.096 [-1.086]	-0.096 [-1.090]	-1.308 *** [-3.441]	-1.298 *** [-3.417]
Wedge	-0.008 [-1.183]	-0.008 [-1.177]	-0.020 [-1.074]	-0.020 [-1.068]	-0.254 *** [-3.040]	-0.254 *** [-3.036]
Market	-0.001 [-0.328]	-0.001 [-0.342]	-0.002 [-0.256]	-0.002 [-0.269]	0.078 *** [2.687]	0.078 *** [2.695]
截距项	0.744 *** [4.954]	0.745 *** [4.960]	1.923 *** [4.861]	1.926 *** [4.866]	3.735 ** [2.544]	3.713 ** [2.529]
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	3 027	3 027	3 027	3 027	5 812	5 812
F 值	12.696	12.749	12.541	12.590	81.001	80.929
调整 R ² /对数似然函数值	0.199	0.199	0.192	0.192	-12 269.107	-12 268.8

注：1. 由于有不少公司的研发支出强度变量取值为 0，故而本研究使用 Tobit 模型来估计家族命名方式对其的相关影响；

2. ***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%；3. 括号内为经异方差调整后的 T 检验值。

4.2 内生性问题的稳健性检验

由于家族命名样本占比较小，为了克服可能存在的样本选择偏差以及潜在的内生性问题，采用倾向得分匹配法 (PSM) 和 Heckman 两阶段回归模型对研究结论进行稳健性测试。

4.2.1 PSM 倾向得分匹配法

倾向得分匹配法是解决内生性问题的常用方法之一^[23]。本研究考察的是家族命名对企业风险承担的影响，然而采用家族命名的家族企业很可能与不采用家族命名的家族企业之间本身就存在着很明显的特征差异，从而使上文发现的结果可

能是由这些有差异的企业特征因素导致的。因此，为了缓解上述问题的影响，采用 PSM 倾向得分匹配后的样本重新进行回归分析。首先，对家族命名方式与可能影响家族命名方式的因素进行 Probit 回归，计算出样本企业的倾向得分，然后根据一比一匹配的原则，构建与家族命名企业具有相近特征的非家族命名的家族企业作为控制样本，通过比较两组样本的差异，就可以更为清楚地检验家族命名方式对家族企业风险承担水平的影响。在 PSM 第一阶段回归中，采用以下的回归模型 (5) 计算倾向得分进行匹配

$$Probit(Name) = \lambda_0 + \lambda_1 SIZE + \lambda_2 LEV + \lambda_3 AGE + \sum Industry + \sum Year \quad (5)$$

式中 *SIZE* 代表企业规模; *LEV* 代表企业负债水平; *AGE* 代表企业成立时间; *Industry* 和 *Year* 分别为行业和年度虚拟变量。

表 9 列示了 PSM 倾向得分匹配后的回归分析结果,其中栏目 A 列示了家族命名对家族企业风险承担水平影响的回归分析结果,栏目 B 列示了关于家族管理涉入的分组回归分析结果,栏目 C 列示了关于家族股权结构的分组回归分析结果。从栏目 A

的结果可知,两个家族命名变量 *Name1* 和 *Name2* 均得到了显著为负的相关系数;栏目 B 中,家族命名哑变量 *Name1* 在家族管理涉入子样本 (*Involve/Executive* = 1) 得到了显著为负的回归系数,而在非家族管理涉入子样本 (*Involve/Executive* = 0) 没有得到统计显著的回归系数;栏目 C 中,家族命名哑变量 *Name1* 仅在不存在家族股权“家族化”的子样本 (*Noncore* = 0) 得到了统计显著的负回归系数。这些回归分析结果同样与上文的结果保持高度一致,仍然为研究假设提供了经验证据的支持。

表 9 PSM 倾向得分匹配后的回归分析结果

Table 9 Regression analysis results after PSM propensity score matching

栏目 A: 家族命名对企业风险承担水平的影响关系								
变量	因变量							
	RISK1				RISK2			
	模型 1	模型 2			模型 3	模型 4		
<i>Name1</i>	-0.020** [-2.365]				-0.051** [-2.352]			
<i>Name2</i>				-0.023*** [-3.373]				-0.059*** [-3.359]
截距项	0.162 [1.263]	0.183 [1.374]			0.389 [1.175]	0.438 [1.274]		
控制变量	控制							
年度固定效应	控制							
行业固定效应	控制							
样本量	362		338		362		338	
<i>F</i> 值	2.864		2.603		2.760		2.532	
调整 <i>R</i> ²	0.300		0.289		0.301		0.293	
栏目 B: 家族成员管理涉入的调节效应								
变量	因变量							
	RISK1				RISK2			
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	<i>Involve</i> = 0	<i>Involve</i> = 1	<i>Executive</i> = 0	<i>Executive</i> = 1	<i>Involve</i> = 0	<i>Involve</i> = 1	<i>Executive</i> = 0	<i>Executive</i> = 1
<i>Name1</i>	-0.002 [-0.053]	-0.026*** [-2.651]	0.000 [0.015]	-0.028** [-2.278]	0.005 [0.062]	-0.064*** [-2.629]	0.000 [0.018]	-0.063** [-2.287]
截距项	0.675 [1.430]	-0.035 [-0.276]	0.448*** [3.113]	-0.092 [-0.562]	1.649 [1.316]	-0.116 [-0.354]	1.141*** [3.140]	-0.257 [-0.610]
控制变量	控制							
年度固定效应	控制							
行业固定效应	控制							
样本量	40	322	96	266	40	322	96	266
<i>F</i>	2.599	5.902	14.183	4.026	2.217	5.942	13.020	4.089
调整 <i>R</i> ²	0.534	0.328	0.806	0.268	0.466	0.330	0.791	0.272

续表 9

Table 9 Continues

栏目 C: 家族股权“家族化”的调节效应				
变量	因变量			
	RISK1		RISK2	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	Noncore = 1	Noncore = 0	Noncore = 1	Noncore = 0
Name1	0.030 [0.849]	-0.028 *** [-3.068]	0.067 [0.801]	-0.069 *** [-3.004]
截距项	0.978 [1.409]	0.027 [0.155]	2.289 [1.415]	0.045 [0.097]
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	55	307	55	307
F	3.125	6.085	3.323	6.042
调整 R ²	0.506	0.347	0.528	0.345

注: 1. 栏目 B 和栏目 C 中, 由于家族命名分类变量 Name2 的回归结果与 Name1 的回归结果高度类似, 故而省略汇报了相关结果;

2. ***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%; 3. 括号内为经异方差调整后的 T 检验值。

4.2.2 Heckman 两阶段选择模型

为了控制样本选择性偏差对研究结果可能产生的不利影响, 即由于企业是否采用家族命名方式会受到一些不可观测因素的影响, 导致家族命名与否存在非随机性, 而这些因素可能也影响企业的风险承担行为, 采用 Heckman 两阶段模型进行稳健性测试。在第一阶段回归中, 通过构建家族命名的影响因素模型, 估计出家族企业采用家族命名的概率, 计算得到逆米尔斯比率 (*Inmratio*), 然后将计算得到的逆米尔斯比率加入到回归模型 (4) 中作为控制变量进行回归分析。在计算逆米尔斯比率时, 采用的是 Probit 模型, 选取的变量包括公司注册所在省份的重男轻女文化氛围 *Sexratio*、各地区各行业上市公司家族命名的年度中位数 *RIName*、企业规模 *SIZE*、企业负债水平 *LEV*、企业成立年限 *AGE*、行业变量 *Industry* 和年份变量 *Year*。其中, *Sexratio* 和 *RIName* 是工具变量, 因为家族企业的家族命名策略在一定程度上与家族企业主的家族观念存在着密切的联系, 用家族符号或信息来命名家族企业是家族企业主家族观念和家族传承意识的重要体现。而在中国传统文化中, 家族观念、家族意识以及家族族谱都是由男性主

导的, 家族族谱中仅登记男丁的信息即是证明。因此, 家族观念越浓的地方, 重男轻女的文化氛围就越浓。由此, 选择以地区的重男轻女文化氛围作为家族企业家族命名策略的工具变量, 用地区的男女性别比来衡量地区的重男轻女氛围 (*Sexratio*)。同时, 由于市场中的同群效应 (*peer effect*), 同一地区同一行业的企业之间在相互竞争中存在相互学习模仿的普遍现象, 因此选择各地区各行业上市公司家族命名的年度中位数 (*RIName*) 作为另一个工具变量, 以便缓解工具变量回归可能存在的识别不足问题。具体模型如下

$$\begin{aligned} \text{Probit}(\text{Name}) = & \lambda_0 + \lambda_1 \text{RIName} + \lambda_2 \text{Sexratio} + \\ & \lambda_3 \text{SIZE} + \lambda_4 \text{LEV} + \lambda_5 \text{AGE} + \\ & \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} \quad (6) \end{aligned}$$

表 10 汇报了基于 Heckman 两阶段的稳健性检验结果, 其中栏目 A 是对假设 1 的检验结果, 栏目 B 是对假设 2 的检验结果, 栏目 C 是对假设 3 的检验结果。从表 10 的结果可知: 1) 栏目 A 中, 无论是以 *RISK1* 还是 *RISK2* 作为因变量, 两个家族命名变量 *Name1* 和 *Name2* 均得到

了显著为负的回归系数;2) 栏目 B 中, 家族命名变量 *Name1* 仅在存在家族管理涉入的家族企业子样本 (*Involve/Executive* = 1) 得到了统计显著的负回归系数;3) 栏目 C 中, 家族命名变量 *Name1* 则仅在家族股权中不存在非核心家

族成员的子样本 (*Noncore* = 0) 得到了统计显著的负回归系数. 这些结果同样很好地支持了本研究的 3 个假设, 说明在使用 Heckman 两阶段回归模型控制样本的选择性偏差问题后, 研究结论仍然稳健成立.

表 10 Heckman 两阶段回归分析结果

Table 10 Regression analysis results of Heckman two-stage model

栏目 A: 家族命名对企业风险承担水平的影响关系								
变量	因变量							
	RISK1				RISK2			
	模型 1	模型 2			模型 3	模型 4		
<i>Name1</i>	-0.013 *				-0.033 *			
	[-1.854]				[-1.944]			
<i>Name2</i>		-0.012 **				-0.031 **		
		[-2.313]				[-2.377]		
<i>Inmratio</i>	-0.003	-0.003			-0.008	-0.008		
	[-0.728]	[-0.709]			[-0.747]	[-0.718]		
截距项	0.433 ***	0.260 ***			1.095 ***	0.646 ***		
	[6.627]	[4.040]			[6.610]	[3.989]		
控制变量	控制	控制			控制	控制		
年度固定效应	控制	控制			控制	控制		
行业固定效应	控制	控制			控制	控制		
样本量	2 396	2 396			2 396	2396		
<i>F</i>	14.011	14.028			13.568	13.582		
调整 <i>R</i> ²	0.235	0.236			0.234	0.234		
栏目 B: 家族成员管理涉入的调节效应								
变量	因变量							
	RISK1				RISK2			
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
	<i>Involve</i> = 0	<i>Involve</i> = 1	<i>Executive</i> = 0	<i>Executive</i> = 1	<i>Involve</i> = 0	<i>Involve</i> = 1	<i>Executive</i> = 0	<i>Executive</i> = 1
<i>Name1</i>	-0.005	-0.014 **	-0.018	-0.015 *	-0.013	-0.037 **	-0.046	-0.038 *
	[-0.170]	[-1.982]	[-1.420]	[-1.840]	[-0.184]	[-2.069]	[-1.415]	[-1.920]
<i>Inmratio</i>	-0.034 ***	-0.001	-0.016 **	-0.001	-0.085 ***	-0.004	-0.041 **	-0.002
	[-2.795]	[-0.300]	[-2.113]	[-0.166]	[-2.778]	[-0.318]	[-2.142]	[-0.176]
截距项	0.495 ***	0.163 **	0.723 ***	0.113	1.202 ***	0.405 **	1.819 ***	0.271
	[3.622]	[2.354]	[5.429]	[1.342]	[3.472]	[2.347]	[5.336]	[1.297]
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	476	1 920	846	1 550	476	1 920	846	1 550
<i>F</i>	5.468	11.632	7.173	9.160	4.804	11.468	6.835	9.044
调整 <i>R</i> ²	0.246	0.248	0.293	0.236	0.238	0.250	0.288	0.238

续表 10

Table 10 Continues

栏目 C：家族股权“家族化”的调节效应				
变量	因变量： <i>RISK1</i>		因变量： <i>RISK2</i>	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	<i>Noncore</i> = 1	<i>Noncore</i> = 0	<i>Noncore</i> = 1	<i>Noncore</i> = 0
<i>Name1</i>	0.005 [0.290]	-0.016 * [-1.820]	0.014 [0.331]	-0.043 * [-1.902]
<i>Inumratio</i>	0.005 [0.491]	-0.005 [-0.911]	0.015 [0.590]	-0.014 [-0.980]
截距项	0.204 [1.248]	0.432 *** [6.682]	0.52 [1.289]	1.095 *** [6.749]
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	294	2 102	294	2 102
<i>F</i>	9.168	16.997	9.371	16.848
调整 <i>R</i> ²	0.472	0.201	0.478	0.199

注：1. 栏目 B 和栏目 C 中，由于家族命名分类变量 *Name2* 的回归结果与 *Name1* 回归的结果高度类似，故而省略汇报了相关结果；2. ***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%；3. 括号内为经异方差调整后的 T 检验值。

4.2.3 Placebo 安慰剂检验

为了较好地解决遗漏变量可能导致的内生性问题，还进行了 Placebo 安慰剂检验。安慰剂检验的做法是：人为地随机指定采用家族命名的家族企业，指定的数量与实际发生的数量保持一致，再采用计量模型(4)进行多元回归分析。为了增强安慰剂检验的可信度，重复进行了 500 次的安慰剂检验。图 1 和图 2 展示了安慰剂检验的结果。可以看到，针对因变量 *RISK1* 的安慰剂检验结果显示，随机指定家族命名企业后家族命名变量 *Name1* 得到

的回归系数集中在 0 附近，并且 500 次结果的标准差为 0.006 3，说明人为随机指定家族命名企业并不会对家族企业风险承担水平产生显著影响。类似地，针对因变量 *RISK2* 的安慰剂检验结果显示，随着指定家族命名企业样本后家族命名变量 *Name1* 得到的回归系数集中在 0 附近，并且 500 次结果的标注差为 0.006 1，也说明人为随机指定家族命名企业样本不会对家族企业风险承担水平产生显著影响。综上所述，本研究的回归结果并不是由不可观测因素所导致的，结论具有较好的稳健性。

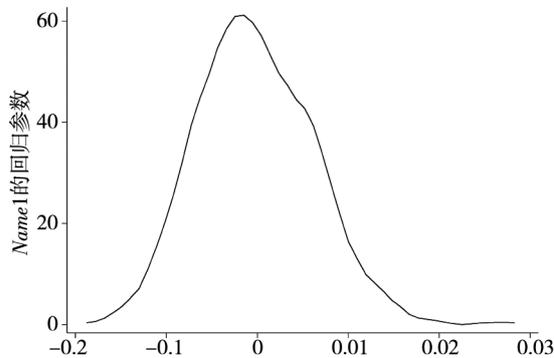


图 1 *RISK1* 的安慰剂检验结果

Fig. 1 Placebo test result about *RISK1*

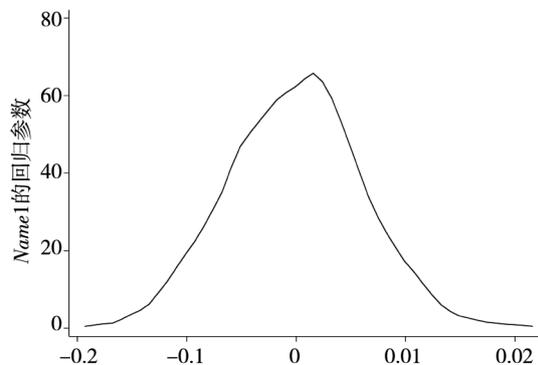


图 2 *RISK2* 的安慰剂检验结果

Fig. 2 Placebo test result about *RISK2*

4.3 进一步分析

4.3.1 家族命名影响企业风险承担水平的具体表现

研究发现家族命名会抑制家族企业的风险承担水平,关键问题是家族命名具体抑制了家族企业的哪些风险承担行为呢?为此,进一步分析家族命名对家族企业投资行为、股权质押行为和公司战略激进度等 3 个具体行为的经验影响关系,相关结果分别如表 11、表 12 以及表 13 所示。

表 11 汇报了关于家族命名与家族企业投资水平间影响关系的回归分析结果,其中因变量 *Investment* 为公司投资水平,取值为(购建固定资产、无形资产和长期资产支出的现金-处置所得现金)/总资产,同时参考现有相关研究的做法^[23, 30, 61],还控制了公司规模 *SIZE*、负债水平

LEV、公司市场价值 *MTB*、盈利能力 *ROA*、货币资金 *Cash*、自由现金流 *CFO*、公司年龄 *AGE*、家族所有权比例 *Ownership*、两权分离度 *Wedge*、地区经济增长率 *GDP*、以及第一类代理成本 *Agency1* 和第二类代理成本 *Agency2* 等相关因素影响,并且在回归过程中对所有自变量均取滞后 1 期的数值。

从表 11 的结果可知,家族命名哑变量 *Name1* 对企业投资水平 *Investment* 的回归系数显著为负(模型 1:系数 = -0.008, *T* = -2.221);同样地,家族命名分类变量 *Name2* 的回归系数也显著为负(模型 2:系数 = -0.006, *T* = -2.220)。这些结果说明,相比非家族命名的家族企业,家族命名的家族企业有着显著更低的投资水平,支持了研究假设的理论预期。

表 11 家族命名与家族企业投资水平的回归分析结果

Table 11 Regression analysis results of the relationship between eponymy and investment of family firms

变量	<i>Investment</i>		变量	<i>Investment</i>	
	模型 1	模型 2		模型 1	模型 2
<i>Name1</i>	-0.008 ** [-2.221]		<i>Ownership</i>	0.016 ** [2.371]	0.016 ** [2.393]
<i>Name2</i>		-0.006 ** [-2.220]	<i>Wedge</i>	-0.002 [-1.368]	-0.002 [-1.357]
<i>SIZE</i>	0.001 [1.019]	0.001 [1.017]	<i>GDP</i>	0.058 [1.544]	0.057 [1.537]
<i>LEV</i>	-0.013 * [-1.907]	-0.013 * [-1.909]	<i>Agency1</i>	-0.041 *** [-5.703]	-0.041 *** [-5.683]
<i>MTB</i>	0.003 *** [3.601]	0.003 *** [3.600]	<i>Agency2</i>	-0.200 *** [-6.681]	-0.200 *** [-6.680]
<i>ROA</i>	0.122 *** [5.919]	0.123 *** [5.957]	截距项	0.121 *** [4.191]	0.120 *** [4.176]
<i>CFO</i>	0.080 *** [7.054]	0.080 *** [7.051]	年度固定效应	控制	控制
<i>Cash</i>	-0.018 ** [-2.323]	-0.017 ** [-2.317]	行业固定效应	控制	控制
<i>AGE</i>	-0.015 *** [-6.312]	-0.015 *** [-6.272]	样本量	6 172	6 172
			<i>F</i>	29.968	29.967
			调整 <i>R</i> ²	0.149	0.149

注: 1. ***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%; 2. 括号内为经异方差调整后的 T 检验值。

表 12 是关于家族命名与家族企业控股股东股权质押间影响关系的回归分析结果。借鉴现有文献对公司股权质押的度量方法^[63-65],分别采用公司第一大股东是否存在股权质押 (*Pledge_dum*)、股权质押次数 (*Pledge_times*) 和累计质押

比例 (*Pledge_ratio*) 作为被解释变量,度量家族企业控股股东股权质押的意愿和规模。与此同时,还控制了公司规模 *SIZE*、负债水平 *LEV*、公司成长性 *Growth*、盈利能力 *ROA*、自由现金流 *CFO*、公司年龄 *AGE*、实际控制人所有权比例 *Ownership*、两

权分离度 *Wedge*、董事会规模 *Board*、董事会独立性 *Indep* 以及两职合一 *Duality* 等相关因素的影响,并且在回归过程中对所有自变量取滞后 1 期的数值.从表 12 的结果可知,无论是以公司股权质押哑变量 *Pledge_dum* 还是股权质押次数

Pledge_times 和质押比例 *Pledge_ratio* 作为因变量,家族命名哑变量 *Name1* 和家族命名分类变量 *Name2* 均得到了显著为负的回归系数,即家族命名的家族企业控股股东有着显著更低的股权质押意愿和规模,也支持了研究主假设的理论预期.

表 12 家族命名与家族企业股权质押的回归分析结果

Table 12 Regression analysis results of the relationship between eponymy and stock pledge of family firms

变量	被解释变量					
	<i>Pledge_dum</i>		<i>Pledge_times</i>		<i>Pledge_ratio</i>	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
<i>Name1</i>	-0.457*** [-3.730]		-0.366*** [-3.477]		-0.129*** [-3.264]	
<i>Name2</i>		-0.352*** [-3.565]		-0.284*** [-3.394]		-0.096*** [-3.090]
<i>SIZE</i>	-0.014 [-0.312]	-0.015 [-0.327]	-0.025 [-0.752]	-0.025 [-0.757]	-0.020 [-1.574]	-0.020 [-1.581]
<i>LEV</i>	2.508*** [10.866]	2.501*** [10.836]	1.855*** [11.152]	1.850*** [11.117]	0.816*** [12.792]	0.815*** [12.758]
<i>ROA</i>	-2.661*** [-3.561]	-2.630*** [-3.515]	-2.361*** [-4.075]	-2.333*** [-4.024]	-1.285*** [-5.680]	-1.276*** [-5.636]
<i>Growth</i>	0.230** [2.497]	0.229** [2.489]	0.192*** [3.147]	0.192*** [3.141]	0.066*** [2.721]	0.066*** [2.719]
<i>AGE</i>	0.244*** [3.000]	0.249*** [3.056]	0.206*** [3.161]	0.209*** [3.220]	0.149*** [6.032]	0.151*** [6.084]
<i>CFO</i>	-1.912*** [-4.567]	-1.916*** [-4.577]	-1.353*** [-4.359]	-1.359*** [-4.377]	-0.583*** [-4.886]	-0.586*** [-4.903]
<i>Ownership</i>	-0.579** [-2.454]	-0.569** [-2.409]	-0.533*** [-2.903]	-0.527*** [-2.869]	-0.342*** [-5.002]	-0.341*** [-4.975]
<i>Wedge</i>	-0.036 [-0.720]	-0.034 [-0.691]	-0.022 [-0.561]	-0.021 [-0.535]	-0.010 [-0.667]	-0.010 [-0.638]
<i>Board</i>	-0.439** [-2.187]	-0.433** [-2.154]	-0.284* [-1.846]	-0.280* [-1.817]	-0.134** [-2.227]	-0.133** [-2.206]
<i>Indep</i>	-0.257 [-0.366]	-0.275 [-0.390]	-0.132 [-0.241]	-0.144 [-0.265]	-0.074 [-0.355]	-0.080 [-0.382]
<i>Duality</i>	-0.004 [-0.065]	-0.004 [-0.061]	0.000 [0.001]	0.001 [0.013]	0.017 [0.866]	0.017 [0.869]
截距项	2.252* [1.836]	2.245* [1.829]	2.040** [2.401]	2.027** [2.384]	0.815** [2.480]	0.812** [2.472]
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	5 366	5 366	5 366	5 366	5 366	5 366
F/χ^2	727.163	726.613	28.202	28.183	34.855	34.820
对数似然函数值	-3 203.293	-3 204.074	-7 117.303	-7 117.86	-4 224.44	-4 225.31

注: 1. **、*、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%; 2. 括号内为经异方差调整后的 T 检验值.

表 13 汇报了关于家族命名与家族企业战略激进度之间影响关系的回归分析结果. 严格参照 Bentley 等^[66]、孙健等^[67] 以及 Yuan 等^[68] 的度量方法, 构建了一个离散变量 *Strategy* 来度量公司战略, 该变量主要关注公司 6 个方面的特征, 包括研发支出占销售收入的比重、员工人数占销售收入的比值、销售收入的历史增长率、销售费用和管理费用占销售收入的比重、员工人数波动性和固定资产占总资产的比重等. *Strategy* 的数值越小表示公司战略越保守. 同时, 还控制了公司规模 *SIZE*、负债水平 *LEV*、盈利能力 *ROA*、公司成长性 *Growth*、自由现金流 *CFO*、公司年龄 *AGE*、家族所

有权比例 *Ownership*、两权分离度 *Wedge*、董事会规模 *Board*、董事会独立性 *Indep* 和两职合一 *Duality* 等相关因素可能对公司战略激进度的影响, 并且在回归过程中对所有自变量取值均进行了滞后 1 期处理. 从表中结果可以发现, 家族命名变量均得到了显著为负的回归系数(模型 1: 系数 = -0.532, $T = -2.718$; 模型 2: 系数 = -0.417, $T = -2.657$), 说明家族命名企业的战略要比非家族命名企业的战略更为保守, 因为较为激进的公司战略会给公司带来较大的不确定性^[67-69], 因而与研究主假设的理论预期相符, 家族命名的家族企业在战略选择上会倾向更保守.

表 13 家族命名与家族企业战略的回归分析结果

Table 13 Regression analysis results of the relationship between eponymy and corporate strategy of family firms

变量	<i>Strategy</i>		变量	<i>Strategy</i>	
	模型 1	模型 2		模型 1	模型 2
<i>Name1</i>	-0.532 *** [-2.718]		<i>Wedge</i>	-0.147 * [-1.948]	-0.146 * [-1.932]
<i>Name2</i>		-0.417 *** [-2.657]	<i>Board</i>	1.152 *** [3.670]	1.159 *** [3.688]
<i>SIZE</i>	-0.819 *** [-12.148]	-0.820 *** [-12.164]	<i>Indep</i>	1.620 [1.442]	1.597 [1.422]
<i>LEV</i>	-4.119 *** [-11.913]	-4.124 *** [-11.923]	<i>Duality</i>	-0.361 *** [-3.436]	-0.360 *** [-3.430]
<i>ROA</i>	10.308 *** [8.563]	10.353 *** [8.608]	截距项	34.420 *** [20.685]	34.388 *** [20.660]
<i>Growth</i>	0.954 *** [8.593]	0.953 *** [8.585]	年度固定效应	控制	控制
<i>CFO</i>	-5.478 *** [-8.259]	-5.482 *** [-8.268]	行业固定效应	控制	控制
<i>AGE</i>	-2.804 *** [-24.054]	-2.798 *** [-23.997]	样本量	5 998	5 998
<i>Ownership</i>	5.662 *** [15.120]	5.673 *** [15.144]	<i>F</i>	132.754	132.834
			调整 R^2	0.413	0.413

注: 1. ***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%; 2. 括号内为经异方差调整后的 T 检验值.

因此, 表 11 ~ 表 13 的回归分析结果表明, 相比非家族命名的家族企业, 家族命名的家族企业有着显著更低的投资水平、更低的股权质押倾向和规模以及更低的战略激进度, 从而使家族命名的家族企业表现出更低的风险承担水平, 进而为研究主假设的理论预期提供了更丰富具体的经验证据, 即家族命名由于将家族声誉和企业声誉较为紧密地绑定在一起, 导致这些家族企业在经营决策上会更为谨慎小心, 因为控股家族决策导致

的公司经营不善以及由此而产生的对控股家族能力的质疑会在一定程度上损害家族声誉, 因而家族命名会抑制家族企业的风险承担行为.

4.3.2 企业年龄的相关影响

家族命名通过在企业名称中显示出控股家族相关信息的方式将家族声誉与企业声誉紧密联系在一起, 这种命名方式对家族企业行为的影响程度通常会受到情景因素的影响. 除了前文中已经涉及的家族内部治理因素, 企业年龄也是一个重

要因素,因为时间有助于增进市场对企业的了解,也反映了家族企业的泛家族化过程和程度.首先,随着经营年限的不断增长,企业的知名度逐渐提高,家族企业会在市场上建立起一定的声誉,家族与企业之间的关联也会渐渐被市场所熟知,因而无论是否对企业进行家族命名,市场都会了解到企业与控股家族间的关系,导致家族命名所带来的声誉效应可能会变弱,进而减弱家族企业命名方式对企业风险承担水平的相关影响.其次,正如表 3 的相关系数结果和表 4 的单变量差异分析结果,家族企业的经营年限越长,其家族命名的概率越低,因为家族企业的成长过程是个泛家族化的过程,随着家族企业的成长,基于血缘、姻缘、地缘的家族成员不断加入企业,家族企业面临的家族利益日益多元化而不可调和,控股家族对企业的

股权和控制权也将日益被摊薄稀释,家族对家族企业的影响逐步降低,因而泛家族化也会减弱家族命名对家族企业风险承担水平的负面影响.但是另一方面,控股家族也可能更加重视和保护通过长期努力所建立的声誉,特别是当家族命名方式把企业声誉和家族声誉联系在一起时,家族股东会承担更多的声誉损失成本,从而增强家族命名的声誉效应,进而可能强化家族命名对企业风险承担水平的相关影响.因此,基于上述相互竞争的理论预期,进一步检验了经营年限可能对家族命名与企业风险承担水平间关系的影响.根据样本公司经营年限是否大于样本中位数,将其划分为经营时间较长组(*High_age*)和经营时间较短组(*Low_age*),据此得到的回归分析结果如表 14 所示.

表 14 关于家族企业经营年限调节效应的回归分析结果

Table 14 Regression analysis results of the moderating effect of the family firm operating term

变量	因变量			
	RISK1		RISK2	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	<i>Low_age</i>	<i>High_age</i>	<i>Low_age</i>	<i>High_age</i>
<i>Name1</i>	-0.018 ** [-2.536]	-0.004 [-0.680]	-0.047 *** [-2.596]	-0.012 [-0.744]
<i>SIZE</i>	-0.000 [-0.116]	-0.005 ** [-2.245]	-0.002 [-0.158]	-0.012 ** [-2.220]
<i>LEV</i>	0.003 [0.199]	0.001 [0.091]	0.012 [0.284]	0.003 [0.111]
<i>ROA</i>	-0.153 *** [-3.339]	-0.063 [-1.614]	-0.406 *** [-3.530]	-0.152 [-1.572]
<i>Growth</i>	-0.008 [-1.618]	-0.002 [-0.638]	-0.020 * [-1.656]	-0.006 [-0.669]
<i>Ownership</i>	0.023 [1.346]	-0.027 [-1.641]	0.059 [1.394]	-0.064 [-1.588]
<i>Wedge</i>	-0.006 *** [-2.920]	-0.004 ** [-2.187]	-0.014 *** [-2.790]	-0.009 ** [-2.013]
<i>Market</i>	0.001 [0.531]	-0.000 [-0.090]	0.002 [0.507]	-0.000 [-0.184]
截距项	0.103 [1.456]	0.261 *** [5.189]	0.261 [1.443]	0.639 *** [5.255]
样本量	1 511	1 516	1 511	1 516
<i>F</i>	9.889	7.431	9.566	7.197
调整 <i>R</i> ²	0.275	0.187	0.274	0.185

注: 1. 由于家族命名分类变量 *Name2* 的回归结果与 *Name1* 的回归结果高度类似,故而省略汇报了相关结果; 2. **、*、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%; 3. 括号内为经异方差调整后的 T 检验值。

从表 14 的回归结果可知,在模型 2 和模型 4 对应的企业经营时间较长的子样本(*High_age*)中,家族命名哑变量 *Name1* 虽然得到了负回归系数但统计上不显著,而在模型 1 和模型 3 对应的企业成立时间较短的子样本(*Low_age*)中,家族命名哑变量 *Name1* 均得到了至少 5% 统计显著水平的负回归系数. 这些结果表明,家族命名对家族企业风险承担水平的抑制作用主要表现在经营年限时间较短的家族企业中,主要可能是因为家族企业随着时间的不断成长,其家族命名的信号声誉机制逐渐减弱,而不断提高的泛家族化程度则会减弱家族对企业的控制和利益诉求,进而降低企业家族命名方式的相关影响.

4.3.3 家族命名对家族企业慈善捐赠的影响关系

研究的核心逻辑在于家族命名将企业与家族更加紧密地联系在一起,因而家族命名企业有着更加强烈的声誉保护动机. 为了进一步验证上述逻辑,分析了家族命名与企业慈善捐赠之间的影响关系,这主要是因为慈善捐赠作为企业重要的战略决策行为,能够在较大程度上起到提升和改善企业声誉和家族声誉的作用.

借鉴现有文献的衡量做法^[15, 70-72],以慈善捐

赠总额占总资产的比例(*Donation*)作为被解释变量,度量企业的慈善捐赠水平,同时控制公司规模 *SIZE*、负债水平 *LEV*、盈利能力 *ROA*、成长机会 *Growth*、经营活动现金流 *CFO*、公司成立时间 *AGE*、家族所有权比例 *Ownership*、家族两权分离度 *Wedge*、家族成员管理涉入 *Executive*、政治联系 *PC*、行业 *Industry* 和年度 *Year* 等可能对企业慈善捐赠行为产生系统影响的因素. 据此得到的回归分析结果如表 15 所示.

从表中结果可知,家族命名哑变量 *Name1* 得到了 15% 边际显著为正的回归系数(模型 1: 系数为 0.005, $T = 1.601$),家族命名有序类别变量 *Name2* 得到了 5% 统计水平下显著为正的回归系数(模型 2: 系数为 0.006, $T = 2.329$). 这些结果说明,相比非家族命名的企业,家族命名的企业有着显著更高的慈善捐赠水平,意味着家族命名将家族与企业的形象和声誉紧密联系在一起,使控股家族股东对家族企业声誉有着更强的保护动机,因而更愿意支持企业进行慈善捐赠等有助于提升家族声誉的活动,从而为验证研究的核心逻辑提供了更直接的长期化行为证据.

表 15 家族命名与家族企业慈善捐赠的回归分析结果

Table 15 Regression analysis results of the relationship between eponymy and corporate philanthropy of family firms

变量	因变量: <i>Donation</i>		变量	因变量: <i>Donation</i>	
	模型 1	模型 2		模型 1	模型 2
<i>Name1</i>	0.005 [1.601]		<i>Ownership</i>	0.005 [0.913]	0.005 [0.850]
<i>Name2</i>		0.006 ** [2.329]	<i>Wedge</i>	-0.003 *** [-3.086]	-0.003 *** [-3.086]
<i>SIZE</i>	0.008 *** [8.105]	0.008 *** [8.089]	<i>Executive</i>	0.005 ** [2.538]	0.005 ** [2.513]
<i>LEV</i>	-0.005 [-1.049]	-0.005 [-1.040]	<i>PC</i>	0.006 *** [3.792]	0.006 *** [3.720]
<i>ROA</i>	0.168 *** [7.726]	0.167 *** [7.680]	截距项	-0.205 *** [-9.017]	-0.204 *** [-8.983]
<i>Growth</i>	-0.006 *** [-3.457]	-0.006 *** [-3.440]	年度固定效应	控制	控制
<i>CFO</i>	0.035 *** [3.417]	0.035 *** [3.423]	行业固定效应	控制	控制
<i>AGE</i>	0.003 [1.492]	0.003 [1.437]	样本量	6 290	6 290
			<i>F</i> 值	15.213	15.247
			似然函数值	5 451.002	5 452.946

注: 1. ***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%; 2. 括号内为经异方差调整后的 T 检验值.

4.3.4 家族命名使用范围对企业风险承担的影响关系

对于家族命名企业而言,通常对家族名称有着较强的尊崇之情^[73],这种尊敬推崇之情会让企业更愿意向利益相关者传递其独特的家族信号.因此,认为家族命名公司会倾向于扩大家庭命名的使用范围,在子公司的命名方式上也会更多地选择家族命名的方式,也即子公司中家族命名出现的频率会比较高.

为了检验上述推论,从国泰安数据库(CSMAR)中获取了家族命名上市公司的所有子公司的名称数据,并整理了子公司名称中是否包含家族信息的相关数据指标.根据对家族命名上市公司子公司命名情况的统计发现,在子公司名称中采用家族命名方式的上市公司占全部家族命名上市公司的比例高达 90.69%,说明几乎所有家族命名公司会选择在子公司名称中体现家族信息,扩展家族命名的使用范围.鉴于研究分析的家族命名样本中存在家族直接相关命名和间接相关命名两种情况,这两种不同的家族命名方式所体现

的对家族的尊崇程度存在明显的强弱差异,因此根据家族企业命名方式将家族命名样本划分为家族直接相关命名子样本($Name2 = 2$)和家族间接相关命名子样本($Name2 = 1$).比较了两组样本的子公司名称中家族命名方式出现的频率($Frequency$),分析家族命名使用范围的组间差异情况,其中, $Frequency$ 取值为上市公司子公司中采用家族命名方式的子公司数量占全部子公司数量的比值.表 16 展示了子公司名称中家族命名方式出现频率的组间差异分析结果,从表 16 中可以清楚看到,无论是组间均值差异的 T 检验结果还是中位数差异的 Z 检验结果,都表明家族直接相关命名子样本中子公司名称中家族命名方式出现频率显著高于家族间接相关命名子样本.上述分析结果表明,家族命名方式确实会影响家族名称的使用领域,一个直接的体现就是家族命名上市公司的子公司名称中普遍会包含家族信息,且家族上市公司名称中包含的家族信息越多,其子公司名称采用家族命名方式的频率也越高,即家族命名的使用范围越广.

表 16 子公司名称中家族命名方式出现频率的组间差异分析结果

Table 16 The difference of eponymy frequency in subsidiaries between groups

变量	$Name2 = 1 (N = 481)$			$Name2 = 2 (N = 110)$			T	Z
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差		
$Frequency$	0.625	0.667	0.310	0.703	0.833	0.352	-2.327***	-2.999***

注:***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%.

由于家族命名方式在子公司中的频繁使用会将企业形象与家族声誉更加密切地联系在一起,也即家族命名使用范围越广,企业的声誉维护动机也会越强,根据研究主假设的理论逻辑,此时家族企业的风险承担水平也就会越低.为此,根据上市公司及其子公司家族命名方式出现频率指标构建家族命名使用范围变量 $NameRang$,回归分析其对家族企业风险承担水平的影响关系.当家族上市公司与其子公司中家族命名使用频率大于该年度所有家族命名上市公司及其子公司家族命名使用频率的均值时,认为家族命名使用范围较大, $NameRang$ 取值 2,当小于年度均值时, $NameRang$ 取值 1,而当家族上市公司未采用家族命名方式

时, $NameRang$ 取值 0.其中,家族上市公司与其子公司家族命名使用频率等于 $(1 + \text{家族命名上市公司的子公司中采用家族命名方式的数量}) / (1 + \text{家族命名上市公司的子公司数量})$ 的比值.据此得到的回归分析结果如表 17 所示.

从表 17 可知,家族命名使用范围变量 $NameRang$ 的系数在模型 1 和模型 2 中均显著为负(模型 1:系数为 -0.008, $T = -2.120$;模型 2:系数为 -0.021, $T = -2.120$),说明家族命名使用范围会负向影响家族企业的风险承担水平,从而支持了关于家族命名会抑制家族企业风险承担行为的研究结论,为研究的相关理论逻辑提供了增量的经验证据.

表 17 家族命名使用范围的回归分析结果

Table 17 Regression analysis results regarding the scope of eponymy

变量	因变量		变量	因变量	
	RISK1	RISK2		RISK1	RISK2
	模型 1	模型 2		模型 1	模型 2
<i>NameRang</i>	-0.008 ** [-2.120]	-0.021 ** [-2.120]	<i>Wedge</i>	-0.004 ** [-2.436]	-0.009 ** [-2.271]
<i>SIZE</i>	-0.004 ** [-2.104]	-0.011 ** [-2.102]	<i>Market</i>	0.000 [0.120]	0.000 [0.039]
<i>LEV</i>	0.007 [0.655]	0.020 [0.749]	截距项	0.419 *** [9.742]	1.067 *** [9.876]
<i>ROA</i>	-0.096 *** [-2.993]	-0.246 *** [-3.051]	年度固定效应	控制	控制
<i>Growth</i>	-0.005 * [-1.665]	-0.013 * [-1.684]	行业固定效应	控制	控制
<i>AGE</i>	-0.003 [-0.627]	-0.008 [-0.737]	样本量	3 027	3 027
<i>Ownership</i>	0.001 [0.118]	0.005 [0.158]	<i>F</i>	24.401	24.172
			调整 <i>R</i> ²	0.222	0.221

注：1. ***、**、* 分别代表双尾检验的统计显著水平为 1%、5%、10%；2. 括号内为经异方差调整后的 T 检验值。

5 结束语

社会情感财富是家族企业行为决策的重要参考依据,尽管已有大量研究探讨了社会情感财富对家族企业行为的影响,但是社会情感财富涵盖了作用不同的多个维度,因而需要在研究中对社会情感财富的构成维度进行独立检验.鉴于此,本研究从家族企业主重视的家族声誉出发,根据家族企业名称中是否包含控股家族创始人和重要家族成员的姓名等相关信息来反映控股家族保护家族声誉动机的强弱差异,从社会情感财富视角实证分析了家族命名对企业风险承担水平的影响关系,并进一步考察了家族管理涉入以及家族股权“家族化”等内部治理因素对上述影响关系的调节效应.利用中国 A 股家族控股上市公司 2004 年~2012 年间 3 027 个年度观察样本,研究发现:1)家族命名显著降低了家族企业的风险承担水平,即相比于非家族命名的家族企业,家族命名的家族企业有着更低的风险承担水平;2)家族成员的管理涉入增强了家族命名对企业风险承担水平的负向影响关系,因为家族管理涉入会增强

家族声誉与企业声誉之间的关联,同时创造了家族干预企业的直接渠道,从而强化了家族所有者对家族声誉的保护动机;3)家族命名对企业风险承担水平的负向影响关系主要存在于家族股权中没有非核心家族成员参与的家族企业中,因为家族股权的泛家族化会稀释或弱化家族命名的声誉激励效应.为了增强研究结论的可靠性,分别对变量度量方法、样本选择偏差以及内生性问题进行了稳健性检验,得到的分析结果同样支持本研究的结论.此外,进一步分析发现,家族命名对家族企业风险承担水平的抑制作用主要反映在降低了家族企业的投资水平、股权质押倾向和规模、以及战略激进度等多个具体的风险活动,而且家族命名的相关影响在经营年限较短的家族企业中表现得更为明显,家族命名企业还具有显著更高的慈善捐赠水平.最后还发现,家族命名方式在子公司中的使用范围越广,家族企业的风险承担水平就越低.

本研究结论具有重要的实践启示.首先,在中国当前经济发展新常态的宏观背景下,提高广大民营家族企业的风险承担水平以及激励企业家的企业家精神,对于促进微观企业和宏观经济的持

续发展都有着十分重要的意义。研究结论表明,为了激励和提高家族企业的风险承担水平,家族企业可以采取改变企业的家族命名方式等积极措施淡化企业的家族色彩,在企业与家族间建立有效的防火墙,从而弱化社会情感财富等家族非经济目标对家族企业发展的负面影响与干预。其次,中国的家族企业经过近 40 年的发展已经到了家族代际传承的高峰期,家族企业应该聘请职业经理人还是由二代接班经营,这是目前社会各界关注和讨论的热点问题。研究的结论表明,家族管理涉入会强化家族的非经济动机并便利其在中

的实现,从而影响家族企业经济目标的实现,启示家族企业在当前面临代际传承和战略转型升级的双重挑战的背景下,应该考虑聘请职业经理人来打理企业以弱化企业的家族管理烙印,从而促进企业的风险承担等经济决策行为。最后,虽然家族企业的家族化过程不可避免地带来了更多的家族矛盾与利益争斗问题,但是研究表明非核心家族成员的参与及其导致的股权家族化也有其积极的一面,即能够弱化家族企业中关于家族社会情感财富等非经济目标的考虑,从而便利家族企业实施风险承担等经济行为。

参 考 文 献:

- [1] Zahra S A. Entrepreneurial risk taking in family firms[J]. *Family Business Review*, 2005, 18(1): 23 - 40.
- [2] Faccio M, Marchica M T, Mura R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(11): 3601 - 3641.
- [3] Koirala S, Marshall A, Neupane S, et al. Corporate governance reform and risk-taking: Evidence from quasi-natural experiment in an emerging market[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, (61): 1 - 22.
- [4] 周方召, 刘文革. 宏观视角下的企业家精神差异化配置与经济增长——一个文献述评[J]. *金融研究*, 2013, 35(12): 127 - 139.
- Zhou Fangzhao, Liu Wenge. Differentiated allocation of entrepreneurship and economic growth in macro perspective: A survey[J]. *Journal of Financial Research*, 2013, 35(12): 127 - 139. (in Chinese)
- [5] 李小荣, 张瑞君. 股权激励影响风险承担: 代理成本还是风险规避? [J]. *会计研究*, 2014, 36(1): 57 - 63.
- Li Xiaorong, Zhang Ruijun. Equity incentives influence risk-taking: Agency cost or risk averse? [J]. *Accounting Research*, 2014, 36(1): 57 - 63. (in Chinese)
- [6] 杨瑞龙, 章逸然, 杨继东. 制度能缓解社会冲突对企业风险承担的冲击吗? [J]. *经济研究*, 2017, 52(8): 140 - 154.
- Yang Ruilong, Zhang Yiran, Yang Jidong. Do institutions mitigate the negative effect of social conflict on enterprises' risk-taking? [J]. *Economic Research Journal*, 2017, 52(8): 140 - 154. (in Chinese)
- [7] Zahra S A, Hayton J C, Salvato C. Entrepreneurship in family vs. non-family firms: A resource-based analysis of the effect of organizational culture[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2004, 28(4): 363 - 381.
- [8] John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679 - 1728.
- [9] 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, 48(9): 112 - 124.
- Yu Minggui, Li Wengui, Pan Hongbo. Privatization, property rights protection and corporate risk-taking[J]. *Economic Research Journal*, 2013, 48(9): 112 - 124. (in Chinese)
- [10] 张 敏, 童丽静, 许浩然. 社会网络与企业风险承担——基于我国上市公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2015, 31(11): 161 - 175.
- Zhang Min, Tong Lijing, Xu Haoran. Social network and corporate risk-taking: Empirical evidence from Chinese listed firms[J]. *Management World*, 2015, 31(11): 161 - 175. (in Chinese)
- [11] 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.
- [12] Berrone P, Cruz C, Gomez-Mejia L R, et al. Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less? [J]. *Administrative Science Quarterly*, 2010, 55(1): 82 – 113.
- [13] Chrisman J J, Patel P C. Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: Behavioral agency and myopic loss aversion perspectives[J]. *Academy of Management Journal*, 2012, 55(4): 976 – 997.
- [14] Gomez-Mejia L R, Campbell J T, Martin G, et al. Socioemotional wealth as a mixed gamble: Revisiting family firm R&D investments with the behavioral agency model[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2014, 38(6): 1351 – 1374.
- [15] 陈 凌, 陈华丽. 家族涉入、社会情感财富与企业慈善捐赠行为——基于全国私营企业调查的实证研究[J]. *管理世界*, 2014, 30(8): 90 – 101.
- Chen Ling, Chen Huali. The clan involvement, and socio-emotional wealth and the corporate charitable contribution: A case study based on the survey of private enterprises all over China[J]. *Management World*, 2014, 30(8): 90 – 101. (in Chinese)
- [16] 吴炳德, 王志玮, 陈士慧, 等. 目标兼容性、投资视野与家族控制: 以研发资金配置为例[J]. *管理世界*, 2017, 33(2): 109 – 119.
- Wu Bingde, Wang Zhiwei, Chen Shihui, et al. Compatibility goal, investment horizon, and family control: Evidence from R&D fund allocation[J]. *Management World*, 2017, 33(2): 109 – 119. (in Chinese)
- [17] 马 骏, 朱 斌, 何 轩. 家族企业何以成为更积极的绿色创新推动者? ——基于社会情感财富和制度合法性的解释[J]. *管理科学学报*, 2020, 23(9): 31 – 60.
- Ma Jun, Zhu Bin, He Xuan. How can family businesses become more active promoters of green innovation? From the perspective of socioemotional wealth and institutional legitimacy[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2020, 23(9): 31 – 60. (in Chinese)
- [18] Berrone P, Cruz C, Gomez-Mejia L R. Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research[J]. *Family Business Review*, 2012, 25(3): 258 – 279.
- [19] Baixauli-Soler J S, Belda-Ruiz M, Sánchez-Marín G. Socioemotional wealth and financial decisions in private family SMEs [J]. *Journal of Business Research*, 2021, (123): 657 – 668.
- [20] 窦军生, 张玲丽, 王 宁. 社会情感财富框架的理论溯源与应用前沿追踪——基于家族企业研究视角[J]. *外国经济与管理*, 2014, (12): 64 – 71.
- Dou Junsheng, Zhang Lingli, Wang Ning. Theoretical origin and application frontier of socioemotional wealth framework: A family firm perspective[J]. *Foreign Economics & Management*, 2014, (12): 64 – 71. (in Chinese)
- [21] 朱 沅, Eric Kushins, 周影辉. 社会情感财富抑制了中国家族企业的创新投入吗? [J]. *管理世界*, 2016, 32(3): 99 – 114.
- Zhu Hang, Eric Kushins, Zhou Yinghui. Does socioemotional wealth inhibit the R&D investment of Chinese family firms? [J]. *Management World*, 2016, 32(3): 99 – 114. (in Chinese)
- [22] 连燕玲, 高 皓, 王东晓. 家族控制、社会情感财富与 IPO 折价决策——基于中国家族上市公司的实证研究[J]. *经济管理*, 2016, (8): 120 – 134.
- Lian Yanling, Gao Hao, Wang Dongxiao. Family control, socioemotional wealth (SEW) and IPO underpricing: An empirical study based on Chinese family listed companies[J]. *Economic Management*, 2016, (8): 120 – 134. (in Chinese)
- [23] 姜付秀, 郑晓佳, 蔡文婧. 控股家族的“垂帘听政”与公司财务决策[J]. *管理世界*, 2017, 33(3): 125 – 145.
- Jiang Fuxiu, Zheng Xiaojia, Cai Wenjing. Acting behind the scene of controlling shareholders and corporate financial decisions[J]. *Management World*, 2017, 33(3): 125 – 145. (in Chinese)
- [24] Kashmiri S, Mahajan V. A rose by any other name: Are family firms named after their founding families rewarded more for their new product introductions? [J]. *Journal of Business Ethics*, 2014, 124(1): 81 – 99.

- [25] Kashmiri S, Mahajan V. What's in a name?: An analysis of the strategic behavior of family firms[J]. *International Journal of Research in Marketing*, 2010, 27(3): 271–280.
- [26] Belenzon S, Chatterji A K, Daley B. Eponymous entrepreneurs[J]. *American Economic Review*, 2017, 107(6): 1638–1655.
- [27] Belenzon S, Chatterji A K, Daley B. Choosing between growth and glory[J]. *Management Science*, 2020, 66(5): 2050–2074.
- [28] Chua J H, Chrisman J J, Sharma P. Defining the family business by behavior[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 1999, 23(4): 19–39.
- [29] 陈文婷, 李新春. 上市家族企业股权集中度与风险倾向、市场价值研究——基于市场化程度分组的实证[J]. *中国工业经济*, 2008, 29(10): 139–149.
Chen Wenting, Li Xinchun. Ownership concentration, risk propensity and market value of listed family firms: An empirical study based on market development degree[J]. *China Industrial Economics*, 2008, 29(10): 139–149. (in Chinese)
- [30] 陈德球, 钟响珈. 制度效率、家族化途径与家族投资偏好[J]. *财经研究*, 2011, 37(12): 107–117.
Chen Deqiu, Zhong Yunjia. Institutional efficiency, family-based routes and family investment preference[J]. *Journal of Finance and Economics*, 2011, 37(12): 107–117. (in Chinese)
- [31] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(2): 471–517.
- [32] Claessens S, Djankov S, Lang L H. The separation of ownership and control in east Asian corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1): 81–112.
- [33] 严若森, 叶云龙. 家族所有权、家族管理涉入与企业 R&D 投入水平——基于社会情感财富的分析视角[J]. *经济管理*, 2014, (12): 51–61.
Yan Ruosen, Ye Yunlong. Family ownership, family involvement in management and the level of enterprise R&D investment: From the perspective of socioemotional wealth[J]. *Economic Management*, 2014, (12): 51–61. (in Chinese)
- [34] Duran P, Kammerlander N, Van Essen M, et al. Doing more with less: Innovation input and output in family firms[J]. *Academy of Management Journal*, 2016, 59(4): 1224–1264.
- [35] Kellermanns F W, Eddleston K A, Barnett T, et al. An exploratory study of family member characteristics and involvement: Effects on entrepreneurial behavior in the family firm[J]. *Family Business Review*, 2008, 21(1): 1–14.
- [36] Jiang F, Jiang Z, Kim K A, et al. Family-firm risk-taking: Does religion matter? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 33: 260–278.
- [37] 李晓溪, 刘静, 王克敏. 家族创始人职业经历与企业财务保守行为研究[J]. *财经研究*, 2016, 42(4): 92–101.
Li Xiaoxi, Liu Jing, Wang Kemin. On family firm founders' work experiences and corporate financial conservatism[J]. *Journal of Finance and Economics*, 2016, 42(4): 92–101. (in Chinese)
- [38] 何轩, 宋丽红, 朱沆, 等. 家族为何意欲放手? ——制度环境感知、政治地位与中国家族企业家的传承意愿[J]. *管理世界*, 2014, 30(2): 90–101.
He Xuan, Song Lihong, Zhu Hang, et al. Why does the family firm want to let go? The protection of the system environment, the political status, and the succession intention of China's family firms' entrepreneurs[J]. *Management World*, 2014, 30(2): 90–101. (in Chinese)
- [39] 宋丽红, 梁强, 王博, 等. 显示还是隐藏家族? 家族企业命名与企业绩效关系研究[J]. *管理学季刊*, 2017, (4): 59–83.
Song Lihong, Liang Qiang, Wang Bo, et al. Showing or hiding the family? The research on the relationship between eponymous family firms and their performance[J]. *Quarterly Journal of Management*, 2017, (4): 59–83. (in Chinese)
- [40] McDevitt R. A business by any other fame: Firm name choice as a signal of firm quality[J]. *Journal of Political Economy*,

- 2014, 122(4): 909 – 944.
- [41] McDevitt R. Names and reputations: An empirical analysis[J]. *American Economic Journal: Microeconomics*, 2011, 3(3): 193 – 209.
- [42] Minichilli A, Prencipe A, Radhakrishnan S, et al. What's in a name? Eponymous private firms and financial reporting quality[J]. *Management Science*, 2022, 68(3): 2330 – 2348.
- [43] Miller D, Le Breton-Miller I. Deconstructing socioemotional wealth[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2014, 38(4): 713 – 720.
- [44] Wang T. The dynamics of names: A model of reputation[J]. *International Economic Review*, 2011, 52(4): 1039 – 1058.
- [45] 谢红军, 蒋殿春, 包群. 官司、声誉与上市企业更名[J]. *经济研究*, 2017, 52(1): 165 – 180.
Xie Hongjun, Jiang Dianchun, Bao Qun. Lawsuits, reputation and the name change behavior of Chinese listed companies[J]. *Economic Research Journal*, 2017, 52(1): 165 – 180. (in Chinese)
- [46] Zellweger T M, Nason R S, Nordqvist M, et al. Why do family firms strive for nonfinancial goals? An organizational identity perspective[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2013, 37(2): 229 – 248.
- [47] 董保宝. 风险需要平衡吗: 新企业风险承担与绩效倒 U 型关系及创业能力的中介作用[J]. *管理世界*, 2014, 30(1): 120 – 131.
Dong Baobao. Does risk need to be balanced: The inverted U-shaped relationship between new firms' risk-taking and performance and the mediating role of the entrepreneurial ability[J]. *Management World*, 2014, 30(1): 120 – 131. (in Chinese)
- [48] Acemoglu D, Zilibotti F. Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth[J]. *Journal of Political Economy*, 1997, 105(4): 709 – 751.
- [49] Xu J. Social darwinism in modern China[J]. *Journal of Modern Chinese History*, 2012, 6(2): 182 – 197.
- [50] Jones C D, Makri M, Gomez-Mejia L R. Affiliate directors and perceived risk bearing in publicly traded, family-controlled firms: The case of diversification[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2008, 32(6): 1007 – 1026.
- [51] 贺小刚, 李婧, 陈蕾. 家族成员组合与公司治理效率: 基于家族上市公司的实证研究[J]. *南开管理评论*, 2010, (6): 149 – 160.
He Xiaogang, Li Jing, Chen Lei. Family member composition and its effect on corporate governance: An empirical study in China[J]. *Nankai Business Review*, 2010, (6): 149 – 160. (in Chinese)
- [52] 罗进辉, 李雪. 股权的家族化、家族高管与家族企业业绩[J]. *南方经济*, 2017, (9): 1 – 20.
Luo Jinhui, Li Xue. Ownership familization, family executives and family firm performance[J]. *South China Journal of Economics*, 2017, (9): 1 – 20. (in Chinese)
- [53] 贺小刚, 连燕玲, 李婧, 等. 家族控制中的亲缘效应分析与检验[J]. *中国工业经济*, 2010, (1): 135 – 146.
He Xiaogang, Lian Yanling, Li Jing, et al. Kinship's effect on family firms' growth: An empirical study in China[J]. *China Industrial Economics*, 2010, (1): 135 – 146. (in Chinese)
- [54] Le Breton-Miller I, Miller D. Agency vs. stewardship in public family firms: A social embeddedness reconciliation[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2009, 33(6): 1169 – 1191.
- [55] Luo J, Wan D, Cai D, et al. Multiple large shareholder structure and governance: The role of shareholder numbers, contest for control, and formal institutions in Chinese family firms[J]. *Management and Organization Review*, 2013, 9(2): 265 – 294.
- [56] 刘白璐, 吕长江. 中国家族企业家族所有权配置效应研究[J]. *经济研究*, 2016, 51(11): 140 – 152.
Liu Bailu, Lü Changjiang. The effect of ownership structure among family members in Chinese family firms[J]. *Economic Research Journal*, 2016, 51(11): 140 – 152. (in Chinese)
- [57] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Vishny R. Investor protection and corporate valuation[J]. *The Journal of Finance*, 2002,

- 57(3): 1147 – 1170.
- [58] Gomez-Mejia 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.
- [59] 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, 37(8): 32 – 40.
- Zhao Yiyi, Lü Changjiang. Family or money?: The impact of family relationship on compensation contract in family firms [J]. *Accounting Research*, 2015, 37(8): 32 – 40. (in Chinese)
- [60] 夏子航, 马 忠, 陈登彪. 债务分布与企业风险承担——基于投资效率的中介效应检验[J]. *南开管理评论*, 2015, (6): 90 – 100.
- Xia Zihang, Ma Zhong, Chen Dengbiao. Debt distribution and corporate risk taking: The test of mediated effect based on investment efficiency[J]. *Nankai Business Review*, 2015, (6): 90 – 100. (in Chinese)
- [61] 连立帅, 朱 松, 陈关亭. 资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据 [J]. *管理世界*, 2019, 35(8): 136 – 154.
- Lian Lishuai, Zhu Song, Chen Guanting. Stock market liberalization, pricing of non-financial information and corporate investment: Evidence from Hong Kong-Shanghai Stock Connect[J]. *Management World*, 2019, 35(8): 136 – 154. (in Chinese)
- [62] Wang H, Qian C. Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access[J]. *Academy of Management Journal*, 2011, 54(6): 1159 – 1181.
- [63] 谢德仁, 郑登津, 崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗? ——基于股价崩盘风险视角的研究[J]. *管理世界*, 2016, 32(5): 128 – 140.
- Xie Deren, Zheng Dengjin, Cui Chenyu. Is controlling shareholder's share pledge a potential “mine”? [J]. *Management World*, 2016, 32(5): 128 – 140. (in Chinese)
- [64] 郑国坚, 林东杰, 林 斌. 大股东股权质押、占款与企业价值[J]. *管理科学学报*, 2014, 17(9): 72 – 87.
- Zheng Guojian, Lin Dongjie, Lin Bin. Controlling shareholders' financial constraints, tunneling and firm value from the perspective of stock pledge[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2014, 17(9): 72 – 87. (in Chinese)
- [65] 黄登仕, 黄禹舜, 周嘉南. 控股股东股权质押影响上市公司“高送转”吗? [J]. *管理科学学报*, 2018, 21(12): 18 – 36.
- Huang Dengshi, Huang Yushun, Zhou Jianan. Does controlling shareholder's share pledge affect the firms' decision on large stock dividends? [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2018, 21(12): 18 – 36. (in Chinese)
- [66] Bentley K A, Omer T C, Sharp N Y. Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30(2): 780 – 817.
- [67] 孙 健, 王百强, 曹 丰, 等. 公司战略影响盈余管理吗? [J]. *管理世界*, 2016, 32(3): 160 – 169.
- Sun Jian, Wang Baiqiang, Cao Feng, et al. Does corporate strategy impact earning management? [J]. *Management World*, 2016, 32(3): 160 – 169. (in Chinese)
- [68] Yuan Y, Lu L Y, Tian G, et al. Business strategy and corporate social responsibility[J]. *Journal of Business Ethics*, 2020, 162(2): 359 – 377.
- [69] Rajagopalan N. Strategic orientations, incentive plan adoptions, and firm performance: Evidence from electric utility firms [J]. *Strategic Management Journal*, 1997, 18(10): 761 – 785.
- [70] Brown W O, Helland E, Smith J K. Corporate philanthropic practices[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(5): 855 – 877.
- [71] 杜兴强, 郭剑花, 雷 宇. 政治联系方式与民营企业捐赠: 度量方法与经验证据[J]. *财贸研究*, 2010, (1): 89 – 99.

- Du Xingqiang, Guo Jianhua, Lei Yu. Political connections and donation of private listed companies: Measurement methods and empirical evidence[J]. Finance and Trade Research, 2010, (1): 89–99. (in Chinese)
- [72] Luo J, Xiang Y, Zhu R. Militarytop executives and corporate philanthropy: Evidence from China[J]. Asia Pacific Journal of Management, 2017, 34(1): 1–31.
- [73] Rubenstein C. Power and priorities[J]. Family Business Magazine, 1990, 2: 37.

Eponymous family firms and corporate risk-taking

*LUO Jin-hui*¹, *LI Xue*^{2*}, *HUANG Ze-yue*³

1. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China;
2. School of Management, Shandong University, Jinan 250100, China;
3. School of Economics Management, Southeast University, Nanjing 211189, China

Abstract: Corporate risk-taking is the micro-reflection of entrepreneurial spirit. Drawing on the socioemotional wealth perspective, this paper investigates how family owners' motivation for protecting family reputation affects risk-taking behavior in family firms. By splitting family firms into eponymous firms with stronger motivation for protecting family reputation and non-eponymous firms with weaker motivation for protecting family reputation, this paper finds that compared with non-eponymous firms, eponymous firms have significant lower levels of risk-taking. This negative association is found to be stronger when family members involve in management and when only core family members involve in family ownership. In addition, this paper further finds that the negative effect of eponymy on corporate risk-taking is specifically reflected in reducing family firms' investment level, propensity and intensity of stock pledge, and strategic aggressiveness. The negative effect of eponymy is more pronounced in younger family firms. Eponymous firms also have significant higher levels of charitable giving. Finally, this paper also finds that there is a negative relationship between the use range of eponymy in focal firms' subsidiaries and their risk taking. In conclusion, those findings can deepen the understanding of risk-taking behaviors and inspire how to better encourage risk-taking behavior and entrepreneurial spirit in family firms.

Key words: eponymy; family firms; risk-taking; family involvement in management; family ownership structure