

学校编码:10384

分类号_____密级_____

学号: 15620141152029

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

家族企业传承与投资行为分析

——基于上市家族企业的实证研究

Family Firm Succession and Investment Behavior

——**Evidence From Family Firm in China**

指导教师姓名:

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 年 月

论文答辩时间: 年 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2017 年 2 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

本文基于 2004-2015 年中国 A 股上市家族企业数据,定义家族二代成员接任企业 CEO 一职作为企业传承时点,接任前五年至接任后两年为传承期间,包括传承准备阶段与传承交接阶段,通过比较非家族二代成员和家族二代成员继任 CEO 等不同类型的 CEO 变更事件,实证考察传承过程中家族企业投资行为的变化,不仅包括企业投资规模,也考虑企业跨区域投资结构的变动,从而探讨企业投资行为与企业传承之间的内在联系。

实证结果显示,从投资规模角度来看,家族二代成员接任企业 CEO 一职前后,企业投资规模有显著变化,在传承准备阶段企业投资规模明显增加,但在传承交接阶段企业投资规模大幅下降;而这种投资变化显著的现象在 CEO 接任者为非家族二代成员时并不明显。结合有关文献指出的长期投资对家族业绩的正向激励效应,家族企业在传承准备阶段投资规模的扩张有可能是企业家为了家族二代成员顺利接班所做的铺垫和准备,而到传承交接阶段企业经营的不确定风险增大又迫使企业谨慎投资,缩减规模。从跨区域投资结构上看,由家族二代成员接任 CEO 的企业投资结构在传承准备阶段无明显变化,但传承交接阶段其投资结构变动显著,即本地投资比重增加,异地投资比重减少,这一现象与交接阶段企业投资规模下降相印证,表明传承期间出于规避风险的目的,家族企业更倾向于调整跨区域投资结构,更多地布局于自身资源更有优势的本地区域,收缩不确定性较大的异地投资。

从传承期间家族企业投资行为的跨期变化来看,传承前期企业的投资扩张应该是创一代企业家为避免家族财富消散而在交接班安排上的重点考虑,因此接下来本文主要关注传承准备阶段的企业投资扩张行为。本文从高管个人特征、企业特征、行业特征三个维度考察传承准备阶段企业社会关系、债务结构比例及行业景气状况对传承期企业投资扩张的影响。研究结果发现,社会关系资源较多或债务结构中有息负债比率较高的家族企业在传承准备阶段的投资扩张更不明显,行业景气程度则会显著促进传承准备阶段的投资扩张。

最后本文考察了传承准备阶段家族企业投资规模扩张的经济后果,相关结果表明,家族企业在传承准备阶段的投资扩张对企业绩效的表现具有显著的经济效

应。其一，传承准备阶段企业投资规模的扩张有利于家族企业二代成员接任 CEO 当期及后一期企业会计绩效如 ROE、利润增长率的提升；其二，传承准备阶段企业投资规模的扩张对企业市场绩效如托宾 Q、股票持有回报率有显著的正向效应，有助于提升投资者信心。总体上来看，传承期间企业投资政策的调整变化确实有助于二代顺利接班，实现权力的平稳过渡。

上述结论在相关内生性及稳健性检验下依然稳健。以上研究表明，家族企业传承过程中企业投资行为的跨期变动很有可能是家族企业创始人帮助二代接班人平稳顺利接班所做的一系列准备。本文从一个全新的视角论证了企业投资行为在家族企业传承中的特殊意义，是对家族企业传承以及企业投资行为研究的丰富和补充。

关键词：企业传承；长期投资；投资结构

Abstract

Choosing the A-share listed family enterprise in China during 2004-2015 as a study sample, we defined the second generation took over the firm's CEO as the point for family firm succession, and the period of inheritance was between the five years ago and two years after when the second generation took over the CEO, including the preparation stage and succession stage. Empirical studied the changes of the investment behavior in the inheritance period of the family firm, by comparing the different events between the second generation and other members who took over the CEO. We selected the investment scale and investment structure as a new angle of view and explored the internal relation between investment behavior and inheritance.

We have found that the corporates' investment behavior had changed when the second generation took over the CEO during the period inheritance. From the perspective of investment scale, the investment scale had increased in preparation stage, but decreased in succession stage for the specific performance. However, the investment scale had no significantly changed when the other people as the CEO. Considering the long-term investment had positive incentive effect for the family firm, it was possible that the found of firm increased the investment scale in preparation stage in order to help the second generation smooth succession. From the perspective of investment structure, there was no obviously changed in preparation stage when the second generation took over CEO. But in the succession stage, the local investment proportion had increased while the foreign investment proportion had decreased, which was supported the declined scale in succession stage. It showed that the family firm was inclined to adjust the investment structure for the purpose of avoiding risk during the inheritance stage.

From the inter-temporal changes of the investment behavior for the period of succession, we thought the investment expansion before succession should be the generation entrepreneurs' arrangement to avoid family wealth dissipation. Therefore, we focused on the investment expansion in preparation stage and analyzed the influence in detail from the personal characteristics of executives (social relations),

enterprise characteristic (debt structure) and characteristics of industry (industry cycle). We have found that the investment expansion would be no obvious if the family firm had more social relation sources or more liability with interest, but the investment expansion would be more significantly if industry was in good station.

After a further examination, we have found that the investment expansion in preparation stage could improvement the family firms' performance. First, it can improvement the performance of ROE or the profit growth rate. Second, it can boost the investor's confidence. The research shows that the inter-temporal changes of the investment behavior during the period of inheritance should be the gen generation entrepreneurs' arrangement. We selected a new angle of view and analyzed the special meaning of investment behavior during the succession, which enriched the research of family firm succession and investment behavior.

Key words: Firm succession; Long-term investment; investment structure.

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与问题的提出	1
第二节 研究思路、主要内容与研究框架	5
第三节 研究意义与研究贡献	8
第二章 文献综述	11
第一节 家族企业传承文献综述	11
第二节 企业投资文献综述	13
第三节 家族企业与投资行为文献综述	16
第三章 研究设计	18
第一节 理论分析与研究假设	18
第二节 研究样本与数据来源	27
第三节 计量模型与变量说明	22
第四章 实证结果分析	28
第一节 描述性统计与单变量分析	28
第二节 多元回归模型	33
第三节 内生性处理和稳健性检验	39
第五章 进一步研究	42
第一节 调节变量对投资扩张的影响	42
第二节 投资扩张与企业绩效	50
第六章 主要结论与启示	55
第一节 主要研究结论	55
第二节 启示	56
附录	58
参考文献	85
致谢	88

CONTENTS

Chapter 1	introduction	1
Section 1	Research Background and The Problem	1
Section 2	Research Idea and Content and Structure	5
Section 3	Research Significance and Contributions of Research	8
Chapter 2	Literature Review	11
Section 1	The Succession of Family Firm	11
Section 2	Enterprise Investment	13
Section 3	Family Firm and Investment Behavior	16
Chapter 3	Research Design	18
Section 1	Theoretical Analysis and Research Hypotheses	18
Section 2	Sample Selection and Data Sources	27
Section 3	Model Specification and Variable-definition	22
Chapter 4	Empirical Analysis	28
Section 1	Descriptive Statistics and Mean Comparative Analysis	28
Section 2	Multiple Regression Model	33
Section 3	Endogenous processing and Robustness Test	39
Chapter 5	Further Analysis	42
Section 1	Investment Scale and other variables	42
Section 2	Investment Expansion and Firm Performance	50
Chapter 6	Conclusion and Enlightenment	55
Section 1	Research Conclusion	55
Section 2	Research Implications	56

第一章 导论

第一节 研究背景与问题的提出

我国民营经济起步于 20 世纪 70 年代末的改革开放,并在短暂的三十多年间逐渐成长为中国经济举足轻重的经济增长点;在民营经济中,家族企业更是占据着半壁江山。自改革开放至今,大部分家族企业的一代企业家们频频步入花甲之年,在迎来自己一手创办的企业的阶段性高峰的同时也面临着家族企业未来传承的种种选择。可以预见,在未来的十年间,中国家族企业的传承问题将第一次集中式的爆发;企业传承的问题日渐突出,二代接班人不愿意接班亦或者接班后不受肯定等都使得企业传承举步维艰。曹德旺大儿子曹晖,此前被动上位福耀玻璃总经理,后来因为诸多因素,比如父亲光环太大,担心自己做不好,心里没有多大的底,便于 15 年 7 月辞去总经理一职开始创业,但在接班福耀玻璃的问题上,曹德旺先生又相当的执着,试图动员身边的人劝服曹晖接手;无独有偶,大午集团创始人孙大午 03 年 5 月因故被收押,企业临危,当时 25 岁的长子孙萌,接替父亲董事长一职,但纯粹成了一个维持会长,并受到企业元老的反反对,使得出狱后的孙大午不得不重视企业接班人选的选择。事实上,这些棘手的接班问题并不是个例,而是一个普遍存在的现象。如何妥善解决家族企业的交接班问题,顺利完成企业权力交接的平稳过渡、实现传承,不仅仅是家族企业能否持续发展的关键,更关系到中国经济的转型成功与否。因此,对我国家族企业的传承问题的相关研究也具有特殊的历史意义和现实意义。

诚然,在中国传统“家文化”的熏陶下,家族企业的创一代们有着强烈的愿望与动机将其毕生心血交由子女后代继承,借以更好的实现自己的梦想与希望的延续。但是不同于世界其他国家存有的百年家族企业般有着完善的传承体系及经验学习,我国家族企业追溯至今最多也不足四十年的历史,并没有足够多的家族企业成功传承的经验借以学习,加之国内外制度环境、人文理念的较大差异,国外现有的家族企业成功传承的例子依样画瓢至国内家族企业很可能并不适合;因而,国内家族企业寻求与制定符合自身特质的传承计划显得尤为迫切。传承的成功交接很大的原因依靠于家族企业创一代在传承交接阶段对企业传承计划的安

排,包括诸如财务安排、经营战略的安排等。但不可忽视的,纵使传承计划天衣无缝,家族企业也面临着经济不确定性、传承不确定性等诸多因素影响,致使企业价值受损。香港中文大学范博宏教授(2012)曾针对香港、台湾、新加坡 250 家华商上市家族企业在 1987 至 2005 年间进行跟踪调查,发现这些家族上市公司的市值在家族二代成员接任的企业的前后八年间(即家族二代成员继任年度的前五年至接任之后的三年)平均蒸发约为 60%,“富不过三代”的现实直击家族企业交接班所面临的严峻挑战。因此,家族企业应如何进行传承,以实现家族财富与权力的有效交接,已不止是家族企业主们关心的现实,更是学术界与实务界共同关注的重要话题。

然而,以往关于家族企业传承的研究大多集中在企业传承意愿及模式选择,探讨影响家族企业传承倾向“任人唯亲”或“任人唯贤”的因素、“传亲”或“传贤”不同对企业经营、企业经济后果的影响等方面(Sharma et al., 2003; Schulze et al., 2003; Lambrecht, 2005; Xu et al., 2015; 周任重, 2013),或是针对家族企业的效率问题、代理问题和信息披露等问题进行探讨(Schulze et al., 2001; Lins, 2003; Anderson and Reeb, 2003; Wang, 2006; Ali et al., 2007; Chen et al., 2008),而对家族企业权力交接过程中的投资行为变化的研究寥寥可数。

对家族企业代际传承的行为研究首先需要明确的是家族企业权力交接的完整传承过程,传统上认为完整的传承过程包括家族二代成员进入企业基层任职、进入企业管理层和正式接任企业董事长(Stavrou, 1998),这些阶段往往需耗费数年的时间。局限于目前我国家族企业真正意义上的三个阶段均已经完成的企业数目较少的现实情况,学术界往往以家族企业 CEO 更换作为企业代际传承的一个契机。现有的关于家族企业代际传承行为研究的相关文献一般也是将家族二代成员继任企业 CEO 一职作为企业传承开始的标志,研究家族企业创一代们为确保权力平稳交接所做的经营政策和财务政策(如增提资产减值)上的铺垫(Liu et al., 2015; 魏春燕、陈磊, 2015),为后代继任者创造便利。因此,本文将借鉴现有文献经验,以家族企业 CEO 变更作为企业传承开始的一个关键时点,实证考察在权力交接过程中家族企业家是否存有投资安排的前后差异。

投资(Investment)是企业经营与扩张的基石,更是企业维持竞争优势、获取新的竞争优势的关键动因所在;企业的重大投资不单对企业的当期经营绩效产

生直接影响,更会对企业的未来业绩形成持续性影响(Stein, 2003; 卞江等, 2009)。企业投资是当前企业以确定性的资金投入换取未来不确定的收益,本质上表现为资本对利润的追逐,这一本质也决定了投资的风险特性。投资决策者——企业管理层决定企业投资的变动,一旦有优质的投资机会,管理层将及时抓住时机,采取相应措施扩大企业投资规模;相反,在投资机会并不理想的情况下,企业投资规模将缩减,以避免损失的持续扩大。然而,由于企业所有权与经营权的两权分离引致的企业代理问题,一定程度上削弱了企业管理层依据投资机会变化对投资决策做出及时的动态调整(资本逐利)的动机,使得企业管理层对投资的决策并不是完全以股东价值的最大化为目的,往往因为个人私利(Jensen & Mecking, 1976; Jensen, 1986; 詹雷、王瑶瑶, 2013)、短视行为(Poterba & Summers, 1995; Carlson & Fisher, 2006; Bolton et al., 2006)等扭曲投资机会与投资行为之间的关系,从而造成企业投资的非效率化(Shin & Kim, 2002)。一方面,一般企业(指非家族企业)管理者在对新的投资做出决策时所花费的时间、付出的努力及承担的风险往往是不可观测的,当管理者所耗损的时间与精力无法从契约关系中得到足够的补偿(Holmstrom & Weiss, 1985),管理者进行投资所带来的私人成本较高,使得管理者通常选择维持低水平的投资规模;另一方面,一般企业管理者并不认为资本市场能够对长期投资的价值做出有效的反应,且一般企业管理者的任期通常是有限的,在相对较短的任期内更可能因为长期投资回报时间较晚享受不到而放弃优质长期投资机会,并基于自身利益最大化角度考虑,选择短期项目,损害企业价值。

这种因企业经营权与所有权分离产生的代理问题导致的非效率投资在非家族企业中表现得较为普遍,但对于家族企业来说,这种代理问题并不明显。其一,家族企业的所有权与经营权并不是完全分离的,企业的股权高度集中于家族,企业的最终控制权也掌握于家族成员手中——往往家族企业的实际控制人就是企业经营者,较少可能性出现因两权分离带来的严重的代理问题;其二,家族企业与家族休戚相关,不同于非家族企业管理者追逐的短期个人利益,家族追求家业长青,以实现企业控制在后代的延续;这种长期控制的强烈意愿也使得家族成为众所周知的拥有长远目光的股东,在企业投资行为中可防止短视行为的发生,更多的考虑企业的投资机会,减少了企业的非效率投资。

诚然，长期投资伴随着高风险性，当企业面临的不确定性增强时，长期投资的支出也将受到影响。对处于企业传承交接之际的家族企业，其面临的不仅是外部环境所带来的不确定性，更多来源于企业传承所带来的不确定性增强。当家族二代成员在接任企业 CEO 时往往面临企业业绩大幅下滑，投资者信心受挫，企业价值受损，严重的话，可能导致传承的失败。家族企业创一代们有可能在传承前期对企业的投资做出相应的安排以应对这种传承的不确定性对企业造成的冲击。从投资规模角度出发，一方面，长期投资能显著促进家族企业未来经营业绩 (Connely, 2016)，而业绩的表现对于刚刚接手家族企业的家族二代继任者而言，是其获得少主权威、赢取投资者信心的重要考核因素；另一方面，家族企业在传承交接时期，二代家族成员往往受制于内外部环境压力及矛盾而对相关投资决策抱以谨慎为之的态度，从而可能使得企业错失好的投资机会；家族企业家在为传承做计划安排过程中，有可能考虑到这一情形，便在二代接班前将一些自认为是优质的投资一一实行，这也表现为家族企业家在传承前后期为规避传承不确定性带来的风险冲击，对企业投资行为所做的跨期选择。也就是说家族企业家存在为确保二代继任者顺利度过传承交接期，传承前期维持甚至扩大一定的长期投资规模，以防止二代继任者继任初期企业业绩陡然下降的极强动机。

从企业的投资结构角度出发，异地投资决策是企业经营战略决策的重大内容 (Kang et al., 2012)，对企业拓展所在行业市场范围、扩大企业市场占有率、提升企业市场地位具有重要作用。但由于异地投资所面临的地域、文化、制度之间的现实差异，致使企业在涉足尚浅的异地实施投资的同时往往需要承担巨大的风险与经营成本。家族在做大做强家族企业的动机下，家族成员介入企业将对企业投资区域的空间结构选择产生影响 (Huang et al., 2014)。在家族企业代际传承过程中，传承本身所具备的不确定性往往会影响到企业经营业绩的表现，在不确定性环境下，家族企业往往以最小化风险为抉择标准，对于跨区域投资活动这样高风险项目而言，创一代们有可能出于规避风险的考量，转而增加在本地的投资，而减少跨区域投资比重。

综上，本文试图探究这样几个问题：1) 在家族企业传承过程中，从企业投资规模及投资结构角度考量的企业投资行为变动在不同类型继任者中是否显著差异？2) 在家族企业传承过程中，个人特征、企业特征、行业特征等是否会影

响到传承期间企业的投资行为变动？3）企业传承期间的投资行为变动是否能够产生显著的经济后果，以实现顺利交接？

为解答上述问题，本文选取 2004-2015 年沪深两市 A 股家族上市企业为研究对象，以家族二代成员接任 CEO 为传承开始的标志，实证检验家族企业传承与企业投资行为变动之间的关系；进一步地探讨企业社会关系、债务结构比例、行业景气状况对企业投资变动的影响；并在此基础上检验这种传承期间的投资安排对企业业绩等的影响。

第二节 研究思路、主要内容与研究框架

一、研究思路

通过对现有文献的研读，笔者发现虽然国外学者在研究家族企业传承、投资支出问题等方面已经积累了一定的成果，但是由于我国特殊的人文环境、政治体制、习俗特征，国外的经验成果并不一定能够完全适应于我国的基本国情；而国内学者早期对家族企业传承的研究大部分集中在探讨传承因素、模式选择、继承人选择上面，且大部分通过论述分析或者问卷调查等形式完成；随着家族企业传承问题的关注度提升，创始人特征、传承计划安排、接班人特征等对家族企业的成功传承成为学术界研究方向；现在，更多的文献开始以家族企业 CEO 变更为契机，研究家族企业创始人或后代成员顺利接班所实施的相关利他行为，诸如财务政策的铺垫与准备；但尚未发现相关文献从投资规模及投资结构角度出发，以家族企业 CEO 变更为契机，实证考察家族企业传承与企业投资行为的变动的联系。为此，本文通过研究家族企业在传承交接之际是否存在投资安排的问题，探讨企业投资规模及投资结构的投资行为变动动机及这种行为的有效性。

本文的研究思路如图 1 所示，笔者先梳理了家族企业传承、企业投资行为、企业跨区域投资等相关文献综述，通过比较分析，本文提出主要研究假设并以 2004-2015 年我国上市家族企业为研究样本建立相关的实证模型；通过对主要假设的实证检验结果分析，检验家族企业代际传承过程中不同继任者类型对企业投资规模及区域投资结构的变动的影响，在此基础上，本文深入探讨家族二代接任企业 CEO 时，高管个人特质、企业特征、行业特征等对传承期间企业投资变动的影响；进一步地，本文立足于家族企业传承期间投资变动情况，研究这种投资

变动是否会对企业未来业绩产生积极或消极的影响。

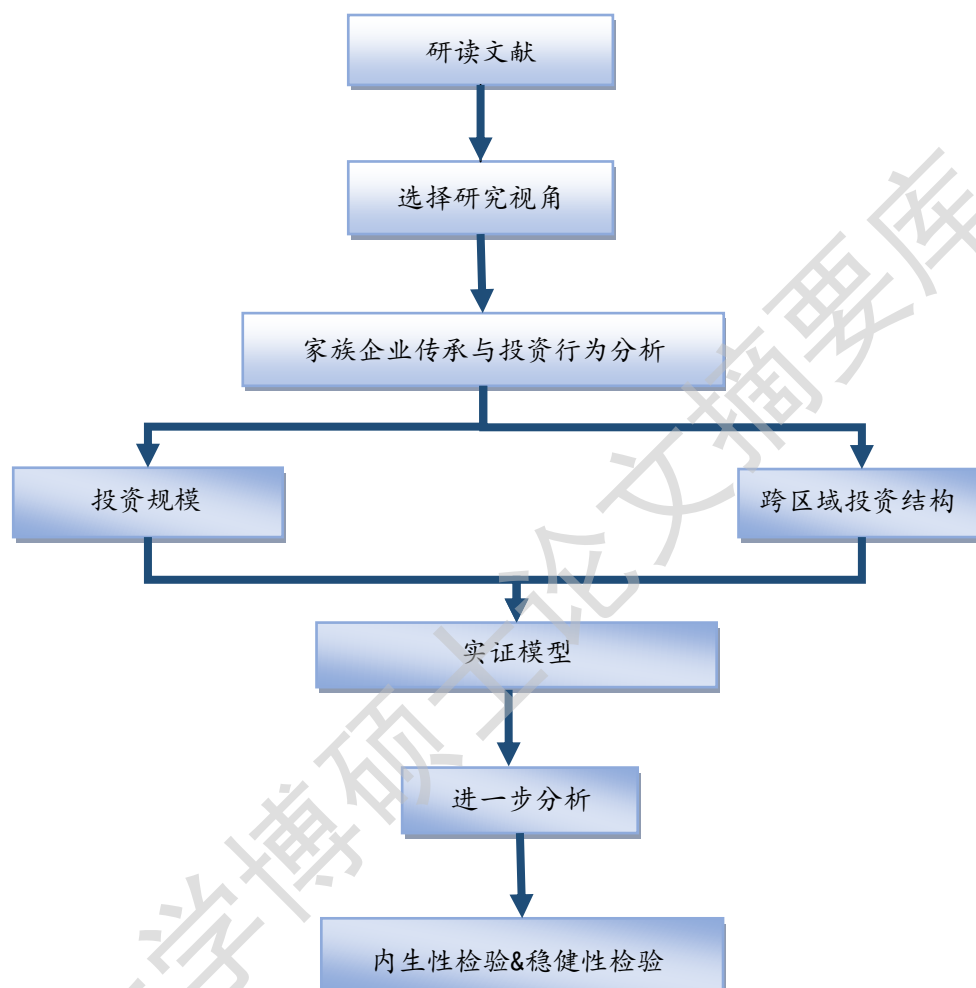


图 1：研究思路

二、研究的主要内容与框架

全文分六大章节，每一章的主要内容的扼要概况如下：

第一章为导论，是对全文框架的一个简单认识，首先根据家族企业传承与企业投资变动的研究背景的阐述发现问题，提出问题；紧接着介绍本文的研究思路、研究意义与贡献。

第二章为文献综述，对国内外关于家族企业传承、企业投资、跨区域投资结构等方面的相关文献进行梳理与回顾。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库