

# 代际传承、培养模式与私募股权投资

陈建林<sup>a,b</sup>, 李晓杰<sup>a</sup>

(广东财经大学 a. 会计学院, b. 粤港澳大湾区资本市场与审计治理研究院, 广东 广州 510320)

**[摘要]** 代际传承对家族企业的影响受到了各界的关注。以我国上市家族企业为研究样本, 基于资源观理论和资产专用性理论, 实证分析了代际传承对家族企业接受私募股权投资的影响。研究发现, 与未完成代际传承的家族企业相比, 已完成代际传承的家族企业接受私募股权投资显著减少。进一步研究发现, 代际传承中接班人的培养模式同样会对家族企业接受私募股权投资产生影响, 在代际传承后, 相对于内部培养, 外部培养接班人的家族企业更倾向于接受私募股权投资。研究结论可为资源观理论和资产专用性理论的争论提供实证证据, 为家族企业选择接班人培养模式提供参考。

**[关键词]** 家族企业; 代际传承; 培养模式; 私募股权投资; 创新投入; 社会情感财富

**[中图分类号]** F275; F830.593 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2020)04-0073-09

## 一、引言

经过改革开放四十年年的发展, 随着一代创始人的老去, 中国家族企业陆续步入代际传承阶段。21世纪10年代至20年代是中国家族企业代际传承的关键时期<sup>[1]</sup>。因此, 近年来家族企业代际传承问题成为学术界和实务界共同关注的热点话题。

不少学者关注家族企业代际传承的后果, 对于其对企业绩效、创新投入、战略变革等的影响进行了研究。Bennedson 等以东亚地区为样本, 发现家族企业在传承后市场价值大幅下降, 其原因是创始人的特殊资产很难传承<sup>[2]</sup>。严若森等研究发现, 中国家族企业在代际传承期由于更强的社会情感财富保护倾向, 创新投入明显下降<sup>[3]</sup>。赵晶等研究发现, 家族企业的战略在传承期具有显著变化, 环境和资源能力的双重变化致使家族企业进行战略变革<sup>[4]</sup>。这些研究都认为代际传承是家族企业发展过程中的一个关键事件, 即代际传承后家族企业的发展会到达全新的阶段, 将对家族企业的目标、行为造成重大改变, 从而影响到家族企业的各个方面。私募股权基金作为家族企业的重要利益相关者, 其与家族企业的关系理应会在代际传承后重塑, 因此其与企业代际传承的关系值得进一步深入探讨。

私募股权被视作缓解家族企业融资难的重要途径, 因此其与家族企业的关系一直以来也是家族企业研究中的重点问题。陈建林在梳理文献的基础上, 归纳总结了家族治理与私募股权融资的关系<sup>[5]</sup>, 并利用中国上市家族企业数据研究了私募股权对家族企业绩效的影响, 发现私募股权的参与能显著提升家族企业的绩效<sup>[6]</sup>。研究结论说明家族企业治理模式和私募股权并不冲突, 二者可以较好地合作。然而, 上述研究忽视了代际传承对家族企业接受私募股权投资的影响。鉴于代际传承是目前中国家族企业面临的重大挑战, 这个问题亟须探究, 因此, 本文将探讨私募股权基金对家族企业的投资是否会受到代际传承的影响, 同时研究接班人培养模式对私募股权投资的影响。

本文的研究具有以下价值: 首先, 从理论意义视角看, 关于代际传承对家族企业接受私募股权投资

**[收稿日期]** 2020-01-08

**[基金项目]** 国家社会科学基金项目(18BGL120)

**[作者简介]** 陈建林(1979—), 男, 广东始兴人, 广东财经大学会计学院、粤港澳大湾区资本市场与审计治理研究院教授, 博士, 主要研究方向为家族企业财务管理, 邮箱: 1979cjlstar@163.com; 李晓杰(1996—), 男, 广东湛江人, 广东财经大学会计学院硕士生, 主要研究方向为家族企业财务管理。

的影响问题,资源观理论和资产专用性理论有不同的推论,本文的研究可为上述理论争论提供实证证据;其次,从实践意义视角看,本文的结论可以为家族企业在代际传承中与私募股权基金保持合作关系提供对策建议。

## 二、理论分析和研究假设

### (一) 代际传承对家族企业接受私募股权投资的影响

基于资源观理论,代际传承会增加私募股权对家族企业的投资。家族企业接受私募股权基金的投资主要取决于家族企业开展私募股权融资的主观意愿和客观能力。资源观理论认为,企业资源是核心竞争力的来源。接班人的上任可以给家族企业带来新的理念、管理方式和关系资源,因此,代际传承对家族企业私募股权融资的意愿和能力都有影响。首先,代际传承会提高家族企业私募股权融资的意愿。创始人对企业有强烈的社会情感财富需求。社会情感财富是指控制家族所追求的非财务效益,主要包括三个方面:家族成员互相之间的亲情需要,家族企业内部的企业文化和价值观念,以及利他主义的行为导向<sup>[7]</sup>。家族企业创始人为了保护家族的社会情感财富,需要对企业保持控制,因此进行私募股权融资的意愿不强。而 Gomez-Mejia 等指出,家族企业代际传承后,对社会情感财富的需求下降,其中的原因可能是接班人和创始人在教育背景、家族认同感、情感联系等方面存在明显差异<sup>[8]</sup>。这表明家族企业代际传承后,接班人在进行私募股权融资决策时,对于家族目标意愿的考虑将少于创始人,接班人更愿意引入私募股权基金。其次,代际传承会提高家族企业私募股权融资的能力。私募股权基金比较青睐财务透明度高、公司治理结构良好的公司。Fan 等指出,家族企业在创始人经营阶段,其会计信息存在质量差、透明度低等特征,代际传承后家族企业会计信息质量有明显改善<sup>[9]</sup>。因此,与代际传承前相比,家族企业在代际传承后更能获得私募股权投资基金的青睐。

基于资产专用性理论,代际传承会降低私募股权对家族企业的投资。在中国的文化背景下,家族企业的管理模式是“家长制”的,即公司经营决策一直由作为“父辈”的创始人亲力亲为。程霖等指出,这种家长制的管理模式使得“父辈”创始人的人力资本构成了企业的核心资源,也决定了中国家族企业代际传承的本质是企业家的传承<sup>[10]</sup>。“家长制”管理模式使得中国家族企业对创始人的特殊资产产生依赖。创始人的特殊资产主要包括个人能力、声誉、政治资本等等。然而,“父辈”创始人的特殊资产具有高度的专用性,即便是子女也难以继承<sup>[2,9]</sup>。特殊资产难以传承,导致家族企业代际传承后可能出现业绩下降及继承人遭到质疑等情况。汪祥耀等基于委托代理理论认为,家族企业代际传承后实际上是进入了新的生命周期,随之而来的是新的代理问题,新代理问题的出现增加了代理成本,最终导致家族企业业绩下滑<sup>[11]</sup>。而相关实证研究也验证了这一观点。朱晓文等以中国上市家族企业为样本研究发现,家族企业无论是会计业绩还是市场业绩都在代际传承后显著下降<sup>[12]</sup>。一代创始人自创业开始长期积累所形成的家族权威和个人魅力,无法完全传递到下一代。魏春燕等指出,从我国家族企业代际传承的情况来看,二代接班人的个人才能普遍不被投资者看好<sup>[13]</sup>。因此,代际传承会影响到投资者对家族企业的预期。而私募股权基金作为投资者,在家族企业业绩下降和不信任继承人能力的情况下,可能会减少对家族企业的投资。

基于以上分析,本文提出如下对立的假设:

假设 1a:代际传承后,家族企业接受的私募股权投资会增加。

假设 1b:代际传承后,家族企业接受的私募股权投资会减少。

### (二) 接班人培养模式的影响

中国家族企业培养接班人主要有企业内部培养和外部培养两种模式。相比于企业内部培养,外部培养的接班人在组织认同和个人权威方面存在明显差异。组织认同是指个体接受组织的远景、使命、目标并将其自身定义为组织一员的情感体验<sup>[14]</sup>。内部培养模式下,接班人长期工作于家族企业内,大量的实践经验会促使接班人意识到自己对家族的责任,产生强烈的组织认同。而外部培养的接班人长期

处于家族企业外部,很难理解父辈的创业理念和企业文化,因此组织认同度较低。显然,相对于组织认同度较高的内部培养接班人,外部培养的接班人在接手家族企业后,企业的社会情感财富需求的下降幅度更大,引入私募股权基金的意愿也更强。同时,权力不等同于权威,权力可以强制性地影响他人的行为,而权威则来自他人的自愿服从。家族企业接班人即使继承了权力,也不一定能在企业内部形成真正的权威<sup>[15]</sup>。二代接班人因为缺乏权威合法性,往往难以令企业内部各级员工“臣服”<sup>[16]</sup>。相对来说,内部培养的接班人在家族企业内部有较高的个人权威。Barach 等学者指出,职位晋升的过程有利于接班人自身信誉和合法性权威的构建<sup>[17]</sup>。而外部培养的接班人不熟悉家族企业内部人员,突然“空降”接管企业,个人权威自然不强。因此,外部培养的接班人会更积极与私募股权基金合作,引入新的管理团队,以求建立个人权威。基于以上分析,本文提出以下假设:

假设 2:相比于内部培养的接班人,外部培养的接班人更倾向于引入私募股权投资。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

本文选取以自然人或家族作为控制人的沪深两市上市公司 2008—2016 年的数据作为初始研究样本,在此基础上剔除金融行业、ST 和关键解释变量数据缺失的企业,最终得到 10021 个观测值。私募股权基金的数据参考吴超鹏<sup>[18]</sup>、王会娟等的做法<sup>[19-20]</sup>进行手工收集,查阅家族企业前十大股东的资料,若其经营范围包括“股权投资”,则可认定该股东为私募股权基金(PE)。我们将得到的数据与“私募通”数据库的私募股权投资机构库的数据进行比对,得到更为准确的数据。传承数据根据家族企业信息披露手工整理而成。其他数据均来自国泰安数据库。本文应用 Stata15 软件进行数据分析,为了减少极端值的影响,对主要连续变量进行了缩尾 2% 处理。

#### (二) 变量定义与模型设定

因变量“家族企业接受私募股权的投资”:采用私募股权持股比例来衡量,持股比例越高说明家族企业接受私募股权基金的投资越多,反之则说明家族企业接受私募股权基金的投资越少。

解释变量“代际传承”:所有样本划分为两类,一类已完成代际传承,一类未完成代际传承。完成代际传承的标志为二代接收管理,即接班人担任董事长或者总经理。是否完成代际传承作为虚拟变量,家族企业已完成代际传承赋值为 1,未完成代际传承则赋值为 0。

解释变量“培养模式”:外部培养接班人表示为 1,内部培养接班人为 0。

控制变量:参考以往研究,控制变量包括公司规模、资产负债率、投入资本回报率、托宾 Q 值等等。同时控制年度和行业。

各变量的具体含义及衡量方法如表 1 所示。

为了验证假设 1a 和假设 1b,参考相关研究,本文构建模型(1):

$$PER = \beta_0 + \beta_1 TRANSFER + \beta_2 DA + \beta_3 LA + \beta_4 LTV + \beta_5 ROE + \beta_6 ROIC + \beta_7 TBQ + \varepsilon \quad (1)$$

其中私募股权持股比例(PER)用于衡量家族企业接受私募股权的投资。关键解释变量 TRANSFER 表示家族企业是否完成代际传承,若该变量与 PER 的回归系数显著为正,表明代际传承后家族企业接

表 1 变量定义表

变量名称	变量符号	描述或计算方法
私募股权持股比例	PER	十大股东中 PE 股东持股比例总和
代际传承	TRANSFER	虚拟变量,表示家族企业是否完成代际传承,已完成表示为 1,未完成的为 0
培养模式	OUTSIDE	虚拟变量,表示接班人是否外部培养,外部培养为 1,内部培养为 0
资产负债率	DA	总负债除以总资产
公司规模	LA	公司总资产的自然对数
公司市值	LTV	公司总市值的自然对数
净资产收益率	ROE	净利润除以净资产
投入资本回报率	ROIC	息税前利润除以投入资本
托宾 Q 值	TBQ	衡量企业成长性,托宾 Q 值越高,成长性越好,反之成长性越差
年度	YR	控制变量
行业	IND	控制变量

受私募股权投资增加, 若回归系数显著为负, 则说明代际传承减少了家族企业来自私募股权投资的投资。

为验证假设 2, 以传承后的家族企业为样本, 本文构建模型(2):

$$PER = \beta_0 + \beta_1 OUTSIDE + \beta_2 DA + \beta_3 LA + \beta_4 LTV + \beta_5 ROE + \beta_6 ROIC + \beta_7 TBQ + \varepsilon \quad (2)$$

其中, 关键解释变量 *OUTSIDE* 表示家族企业接班人的培养模式。若该项系数显著为正, 表明外部培养模式会增加私募股权投资对家族企业的投资, 反之说明外部培养模式会减少私募股权投资对家族企业的投资。假设 2 预期该项系数显著为正。

#### 四、实证分析

##### (一) 描述性统计

表 2 报告了各主要变量的描述性统计结果。Panel A 是总体样本的描述性统计。私募股权投资比例(*PER*)均值为 3.086%, 最大值和最小值分别为 32.390% 和 0, 标准差为 6.557, 说明分布比较分散, 反映了不同家族企业对私募股权的接受程度存在较大差异。代际传承(*TRANSFER*)的均值为 0.164, 说明报告期内 16.4% 的观测值已完成了代际传承。培养方式方面, 内部培养和外部培养基本持平, 外部培养模式占 52.9%。Panel B 报告了按代际传承(*TRANSFER*)分组的描述性统计, 未完成代际传承组(*TRANSFER* = 0)私募股权投资比例(*PER*)均值为 3.153%, 已完成代际传承组(*TRANSFER* = 1)私募股权投资比例(*PER*)均值为 2.744%。Panel C 报告了按培养模式(*OUTSIDE*)分组的描述性统计, 内部培养组私募股权投资比例(*PER*)均值为 2.161%, 外部培养组私募股权投资比例(*PER*)均值为 2.983%。

同时我们对因变量进行了方差分析, 结果如表 3 所示。在表 3 中, Panel A 报告了按代际传承分组的均值检验结果, 可以看到未完成代际传承组和已完成代际传承

表 2 描述性统计表

变量	Panel A 总样本描述			
	均值	标准差	最小值	最大值
<i>PER</i>	3.086	6.557	0.000	32.390
<i>TRANSFER</i>	0.164	0.370	0.000	1.000
<i>OUTSIDE</i>	0.529	0.499	0.000	1.000
<i>LA</i>	21.420	1.016	19.290	23.930
<i>DA</i>	0.369	0.203	0.050	0.820
<i>LTV</i>	22.280	0.868	20.630	24.260
<i>ROE</i>	0.079	0.080	-0.180	0.290
<i>ROIC</i>	0.068	0.059	-0.100	0.240
<i>TBQ</i>	2.958	2.349	0.420	11.500

  

变量	Panel B 按代际传承分组描述							
	未完成代际传承组				已完成代际传承组			
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>PER</i>	3.153	6.682	0.000	32.390	2.744	5.867	0.000	32.390
<i>LA</i>	21.390	1.032	19.290	23.930	21.600	0.911	19.290	23.930
<i>DA</i>	0.370	0.205	0.050	0.820	0.362	0.191	0.050	0.820
<i>LTV</i>	22.260	0.878	20.630	24.260	22.400	0.802	20.630	24.260
<i>ROE</i>	0.079	0.082	-0.180	0.290	0.081	0.069	-0.180	0.290
<i>ROIC</i>	0.068	0.061	-0.100	0.240	0.069	0.051	-0.100	0.240
<i>TBQ</i>	2.992	2.390	0.420	11.500	2.788	2.122	0.420	11.500

  

变量	Panel C 按培养模式分组描述							
	内部培养模式组				外部培养模式组			
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>PER</i>	2.161	4.527	0.000	32.390	2.983	6.148	0.000	32.390
<i>LA</i>	21.740	1.014	19.290	23.930	21.490	0.807	19.780	23.930
<i>DA</i>	0.379	0.198	0.050	0.820	0.347	0.183	0.050	0.820
<i>LTV</i>	22.460	0.794	20.630	24.260	22.340	0.806	20.630	24.260
<i>ROE</i>	0.080	0.069	-0.180	0.290	0.081	0.069	-0.180	0.290
<i>ROIC</i>	0.068	0.051	-0.100	0.240	0.069	0.051	-0.100	0.240
<i>TBQ</i>	2.720	2.217	0.420	11.500	2.827	2.036	0.420	11.500

表 3 因变量方差分析结果

	Panel A 因变量均值检验(按代际传承分组)			
	全样本	未完成代际传承组	已完成代际传承组	Diff
样本数	10804	9035	1769	
<i>PER</i> 均值	3.086	3.153	2.744	0.410 ** (2.40)

  

	Panel B 因变量均值检验(按培养模式分组)			
	全样本	内部培养组	外部培养组	Diff
样本数	1771	834	937	
<i>PER</i> 均值	2.596	2.161	2.983	-0.822 *** (-3.17)

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 0.10、0.05 和 0.01 的水平上显著; 括号中为 t 值。下同。



组在 *PER* 均值上的差异为 0.410,且在 5% 的水平上显著,说明在不考虑其他因素的情况下,代际传承后家族企业接受私募股权投资减少。Panel B 报告了按培养模式分组的均值检验结果,可以看到内部培养组和外部培养组在 *PER* 均值上的差异为 -0.822,且在 1% 的水平上显著,说明在不考虑其他因素的情况下,相对于内部培养,外部培养的接班人更倾向于引进私募股权投资。分析结果初步支持了假设 1b 和假设 2。

## (二) 多元回归分析

表 4 报告了模型(1)的回归结果。从回归结果来看,解释变量代际传承(*TRANSFER*)的回归系数为 -0.594,且在 1% 的水平上显著。这说明完成代际传承后,家族企业来自私募股权的投资显著减少,支持了假设 1b。家族企业在完成代际传承后,公司业绩下降以及对接班人的能力存疑,都会降低私募股权对家族企业的预期从而减少投资。这一实证结果支持了资产专用性理论。

家族企业对创始人的特殊资产具有高度依赖性,家族企业的高效运转离不开创始人特殊资产的支持,但是创始人的特殊资产具有专用性,接班人难以完全继承。因此,代际传承后家族企业往往会陷入经营困境,接班人则会遭遇信任危机。代际传承是家族企业生命周期里特有的阶段,关系到家族企业的长远发展,可以说是家族企业发展的关键阶段,自然也备受私募股权基金的关注。代际传承后企业业绩的下降以及接班人表现出的与创始人的差距,都让私募股权基金认为代际传承是家族企业发展过程中的不良信号,从而在家族企业代际传承后减少对其投资。

表 4 报告了模型(2)的回归结果。从回归结果来看,关键解释变量接班人培养模式(*OUTSIDE*)的回归系数为 0.612,且在 5% 的水平上显著,这说明代际传承中接班人的培养模式对家族企业接受私募股权投资有影响。具体来说,在已经完成代际传承的家族企业中,相对于内部培养接班人的家族企业,外部培养接班人的家族企业接受来自私募股权基金的投资更多。假设 2 得到支持。

培养模式是家族企业代际传承计划中的重要组成部分。不同的培养模式会使接班人形成不同的价值观和不同的个人权威,从而影响其接班后的决策。从本文的实证结果来看,接班人的培养模式会影响家族企业在代际传承后对私募股权投资的接受程度。外部培养使接班人主观上对家族的认同感更低,保护家族企业社会情感财富的动机也更弱。在外部培养模式下成长起来的接班人,并不像内部培养的接班人那么看重家族所有权、家族控制权和家族管理权,反而更乐于引进外部资本改善企业管理。客观上,外部培养的接班人虽然通过继承家族资产取得了管理企业的权力,但是他们并没有像内部培养的接班人一样在组织内部形成较强的个人权威。个人权威的缺失迫使外部培养的接班人积极引进私募股权投资以树立个人威望。

## 五、稳健性检验

### (一) 倾向得分匹配法(PSM)解决内生性问题

我们运用最小二乘法验证了代际传承对私募股权投资的影响,但一般来说私募股权投资不会影响

表 4 代际传承和培养模式对私募股权投资的影响

变量	模型(1)	模型(2)
	<i>PER</i>	<i>PER</i>
<i>TRANSFER</i>	-0.594 *** (-3.38)	
<i>OUTSIDE</i>		0.612 ** (2.31)
<i>LA</i>	-0.541 ** (-2.37)	0.096 (0.19)
<i>DA</i>	-0.910 ** (-2.20)	-3.031 *** (-3.25)
<i>LTV</i>	0.874 *** (3.47)	-0.010 (-0.02)
<i>ROE</i>	5.530 ** (2.13)	-3.518 (-0.55)
<i>ROIC</i>	-12.505 *** (-3.48)	4.357 (0.50)
<i>TBQ</i>	-0.156 ** (-2.35)	-0.065 (-0.43)
<i>IND</i>	控制	控制
<i>YR</i>	控制	控制
截距项	-4.487 ** (-1.99)	0.424 (0.09)
样本数	10021	1670
<i>R-squared</i>	0.023	0.031

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 0.10、0.05 和 0.01 的水平上显著;括号中为 t 值。

到家族企业的代际传承, 所以代际传承和私募股权投资存在互为因果关系的可能性比较小, 但是可能存在自选择偏差问题。同理, 接班人培养模式对私募股权投资的影响存在相似的问题。这一部分我们采用倾向得分匹配法 (PSM) 控制样本自选择偏差后重新考察代际传承及接班人培养模式对私募股权投资的影响。首先, 以模型(1)的自变量代际传承 (*TRANSFER*) 为被解释变量对所有控制变量进行回归, 根据回归结果给每个样本打分; 其次, 基于样本的得分, 对已发生代际传承的家族企业和未发生代际传承的家族企业进行匹配; 最后, 把匹配好的样本重新利用模型(1)进行多元回归分析。对于模型(2)的自变量培养模式 (*OUTSIDE*) 也做了同样的处理。

首先我们做了平衡性检验, 用于检验匹配效果。表 5 和表 6 分别报告了模型(1)和模型(2)的倾向得分匹配平衡性检验结果。从表 5 可以看到, 进行匹配后, 实验组和控制组的标准偏差大幅下降, 且都降到了 10% 以下, 而 T 检验结果也表明实验组和控制组没有显著差异, 这说明匹配效果较好。由表 6 的结果来看, 虽然有两个变量 (*ROE* 和 *ROIC*) 在匹配后实验组和控制组的标准偏差增大, 但是也没有大于 10%, 而 T 检验结果表明匹配后实验组和控制组所有控制变量都不存在显著差异, 因此这一匹配结果是可以接受的。

我们利用匹配好的样本重新进行回归分析。表 7 第二列报告了匹配后模型(1)的回归结果, 自变量代际传承 (*TRANSFER*) 的回归系数为 -0.830, 且在 1% 的水平上显著, 与前文的回归结果一致。表 7 第三列报告了匹配后模型(2)的回归结果, 自变量培养模式 (*OUTSIDE*) 的回归系数在 5% 的水平上显著为正。匹配后的回归结果表明, 在控制了样本自选择偏差后, 本文结论依然成立。

(二) 工具变量法解决内生性问题

除了样本自选择偏差带来的内生性问题外, 由于某些变量难以观测以及某些数据难以获得, 本文还可能存在遗漏变量带来的内生性问题, 因此这一部分我们采用工具变量法来加以控制。对于模型(1), 我们选取公司所在地老年人口抚养比 (*OSR*) 作为工具变量, 这是一个衡量当地人口老龄化的指标。该数据来自国家统计局。一般来说, 人口老龄化越严重的地方, 公司越可能发生代际传承, 而对私募股权投资则几乎没有影响。对于模型(2), 我们采用公司中家族成员数量 (*FM*) 作为工具变量。一般来说, 公司中家族成员越多, 表明企业主越具有“任人唯亲”倾向, 同时他们希望维系家族成员之间的情感, 因此越不可能采用外部培养模式

表 5 倾向得分匹配平衡性检验[模型(1)]

变量		均值		标准偏差 (%)	标准偏差减少幅度 (%)	T 检验	
		实验组	控制组			T	p >  t
LA	匹配前	21.629	21.460	17.7	83.6	6.39	0.000
	匹配后	21.629	21.602	2.9			
DA	匹配前	0.360	0.367	-3.4	69.6	-1.23	0.218
	匹配后	0.360	0.358	1.0			
LTV	匹配前	22.398	22.277	14.5	92.4	5.25	0.000
	匹配后	22.398	22.408	-1.1			
ROE	匹配前	0.078	0.076	1.6	54.7	0.55	0.579
	匹配后	0.078	0.078	-0.7			
ROIC	匹配前	0.067	0.066	1.2	75.0	0.43	0.664
	匹配后	0.067	0.067	0.3			
TBQ	匹配前	2.788	2.948	-7.2	46.5	-2.59	0.010
	匹配后	2.788	2.874	-3.8			

表 6 倾向得分匹配平衡性检验[模型(2)]

变量		均值		标准偏差 (%)	标准偏差减少幅度 (%)	T 检验	
		实验组	控制组			T	p >  t
LA	匹配前	21.526	21.766	-26.5	94.2	-5.41	0.000
	匹配后	21.527	21.541	-1.5			
DA	匹配前	0.344	0.377	-17.4	82.4	-3.54	0.000
	匹配后	0.344	0.338	3.1			
LTV	匹配前	22.345	22.457	-14.1	78.1	-2.87	0.004
	匹配后	22.346	22.371	-3.1			
ROE	匹配前	0.077	0.077	-1.1	-202.5	-0.23	0.822
	匹配后	0.077	0.075	3.4			
ROIC	匹配前	0.066	0.066	-0.2	-1618.8	-0.04	0.972
	匹配后	0.066	0.065	3.0			
TBQ	匹配前	2.798	2.725	3.4	58.4	0.70	0.485
	匹配后	2.798	2.768	1.4			

表 7 倾向得分匹配后回归结果

变量	模型(1)	模型(2)
<i>TRANSFER</i>	-0.830*** (-3.24)	
<i>OUTSIDE</i>		1.369** (2.48)
LA	-0.159 (-0.33)	0.001 (0.00)
DA	-1.242 (-1.40)	-3.849* (-1.91)
LTV	0.469 (0.89)	0.085 (0.07)
ROE	10.323* (1.75)	25.877* (1.89)
ROIC	-17.795** (-2.21)	-39.982** (-2.11)
TBQ	0.003 (0.02)	-0.206 (-0.65)
YR	控制	控制
IND	控制	控制
截距项	-2.426 (-0.52)	-1.043 (-0.10)
样本数	2268	388
R-squared	0.026	0.087

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 0.10、0.05 和 0.01 的水平上显著; 括号中为 t 值。

培养接班人。而家族成员人数对私募股权投资则几乎没有影响。

工具变量 2SLS 回归结果如表 8 所示。对于模型 (1),在第一阶段回归中,以代际传承 (*TRANSFER*) 为因变量,以老龄人口抚养比 (*OSR*) 和其他控制变量为自变量进行回归。结果显示,*OSR* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,意味着公司所在地的人口老龄化程度对代际传承有正向影响,说明此工具变量比较合适。第二阶段回归结果显示 *TRANSFER* 的回归系数在 5% 的水平上显著为负,说明控制了遗漏变量问题后,假设 1b 依然成立。对于模型 (2),第一阶段的回归结果显示 *FM* 的回归系数在 1% 的水平上显著为负,意味着家族成员越多越不可能外部培养接班人,说明此工具变量是合适的。第二阶段回归结果显示 *OUTSIDE* 的回归系数在 10% 的水平上显著为正,说明控制了遗漏变量内生性问题后,假设 2 依然成立。

(三) 更换因变量

模型 (1) 和模型 (2) 用私募股权持股比例作为代理变量衡量私募股权投资。家族企业接受私募股权投资除了体现在私募股权持股比例上,还可体现在私募股权股东的数量上。家族企业前十大股东中,私募股权股东的数量越多,间接说明家族企业接受私募股权的投资越多。因此,本节用家族企业前十大股东中私募股权股东的数量作为因变量进行稳健性检验,并构建模型 (3) 和模型 (4)。

$$NPE = \beta_0 + \beta_1 TRANSFER + \beta_2 DA + \beta_3 LA + \beta_4 LTV + \beta_5 ROE + \beta_6 ROIC + \beta_7 TBQ + \varepsilon \quad (3)$$

$$NPE = \beta_0 + \beta_1 OUTSIDE + \beta_2 DA + \beta_3 LA + \beta_4 LTV + \beta_5 ROE + \beta_6 ROIC + \beta_7 TBQ + \varepsilon \quad (4)$$

其中因变量 *NPE* 表示家族企业十大股东中属于私募股权的股东数量,其余变量如前文所述。表 9 报告了模型 (3) 和模型 (4) 的回归结果。模型 (3) 的回归结果显示,关键解释变代际传承 (*TRANSFER*) 的回归系数依然在 1% 的水平上显著为负,说明代际传承会减少家族企业前十大股东中的私募股权股东数。这一结果与模型 (1) 的回归结果高度一致。模型 (4) 的回归结果显示,关键解释变量接班人培养模式 (*OUTSIDE*) 的回归系数依然在 1% 的水平上显著为正,说明在已完成代际传承的家族企业中,外部培养的接班人相较于内部培养显著增加了十大股东中 PE 股东的数目。这一结果与模型 (2) 回归结果高度一致。稳健性检验回归结果表明在更换因变量后本文结论依然成立。

(四) 更换回归模型

私募股权投资持股比例是以 0 为下限的截断数据,且取最小值的样本较多。因此,我们采用 Tobit 模型重新回归进行稳健性检验。回归结果如表 10 所示,由回归结果可知,在更换更稳健的回归模型后本文结论依然成立。

表 8 工具变量 2SLS 回归结果

变量	模型 (1)		模型 (2)	
	<i>TRANSFER</i>	<i>PER</i>	<i>OUTSIDE</i>	<i>PER</i>
<i>OSR</i>	0.010 *** (6.55)			
<i>TRANSFER</i>		-7.099 ** (-2.50)		
<i>FM</i>			-0.036 *** (-4.77)	
<i>OUTSIDE</i>				3.979 * (1.69)
<i>LA</i>	0.042 *** (3.07)	-0.115 (-0.41)	-0.240 *** (-4.98)	0.919 (1.18)
<i>DA</i>	-0.094 *** (-3.78)	-1.387 *** (-2.61)	0.091 (0.99)	-3.029 *** (-2.83)
<i>LTV</i>	-0.046 *** (-3.08)	0.407 (1.29)	0.171 *** (3.30)	-0.654 (-0.94)
<i>ROE</i>	0.084 (0.54)	6.714 ** (2.31)	0.406 (0.65)	-5.587 (-0.80)
<i>ROIC</i>	0.116 (0.54)	-12.193 *** (-3.02)	-0.690 (-0.83)	9.419 (1.00)
<i>TBQ</i>	-0.000 (-0.05)	-0.106 (-1.43)	-0.065 *** (-4.59)	0.160 (0.73)
<i>YR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
截距项	0.137 (0.99)	-2.540 (-0.95)	2.439 *** (5.33)	-6.871 (-0.89)
样本数	9173	9173	1589	1589
R-squared	0.051	—	0.100	—

表 9 更换因变量后回归结果

变量	模型 (3)	模型 (4)
	<i>NPE</i>	<i>NPE</i>
<i>TRANSFER</i>	-0.072 *** (-2.60)	
<i>OUTSIDE</i>		0.185 *** (3.77)
<i>LA</i>	-0.003 (-0.08)	-0.024 (-0.26)
<i>DA</i>	-0.294 *** (-4.49)	-0.572 *** (-3.33)
<i>LTV</i>	0.116 *** (2.90)	0.094 (0.95)
<i>ROE</i>	-0.264 (-0.64)	-0.412 (-0.35)
<i>ROIC</i>	-0.504 (-0.89)	0.238 (0.15)
<i>TBQ</i>	-0.023 ** (-2.15)	-0.047 * (-1.71)
<i>IND</i>	控制	控制
<i>YR</i>	控制	控制
截距项	-1.807 *** (-5.05)	-0.635 (-0.71)
样本数	10021	1670
R-squared	0.042	0.067

## 六、结论性评述

本文梳理了家族企业代际传承及家族企业与私募股权关系的相关文献,在此基础上利用2008—2016年10021个上市家族企业样本,考察代际传承及接班人培养模式如何影响私募股权对家族企业的投资。研究发现:第一,家族企业代际传承后,由于企业存在业绩下滑和接班人被质疑等问题,私募股权基金对家族企业的投资减少,即代际传承减少了家族企业来自私募股权的投资。第二,代际传承中接班人培养模式会影响到代际传承后家族企业对私募股权投资的接受程度。相对于内部培养的接班人,外部培养的接班人因为对家族企业的认同感更弱和建立权威的需求更大,其接班后更乐于引进私募股权投资,具体表现为私募股权持股比例更高和私募股权股东数量更多。

基于以上研究结论,本文得到如下启示:第一,代际传承会重塑家族企业和利益相关者的关系,其中就包括和私募股权基金的关系,本文的研究结果表明,代际传承会减少私募股权对家族企业的投资。私募股权基金作为投资者,不仅会给家族企业带来资金,还会引入先进的管理。已有不少研究都证明了私募股权能提升家族企业的业绩。维护好家族企业和私募股权基金的关系,对家族企业的发展具有重要意义。因此,家族企业应制定完善的传承计划,详尽规划创始人特殊资产的传承,防止企业业绩出现大幅下滑,着重培养接班人的能力,以提升私募股权基金对家族企业的预期。第二,接班人培养模式会影响接班人的价值观及其在组织内部的地位,进而影响其接班后的决策。从引进私募股权投资的角度看,外部培养模式效果更好。

本文的研究存在一定局限性,主要表现在两个方面。首先,囿于数据的可得性,本文是以上市家族企业为研究样本。私募股权投资一般是在家族企业IPO前进入,IPO后选择退出。显然家族企业IPO前私募股权基金的参投情况更具研究价值。其次,代际传承是一个时段而不是一个时点,本文只是根据代际传承完成的标志对代际传承做了简单的划分。基于本文的研究局限,我们认为后续研究可以考察家族企业IPO前代际传承是否影响私募股权投资的进入,也可以把代际传承细分成不同的阶段进行更为细致的研究。

### 参考文献:

- [1] 范博宏. 关键世代:走出华人家族企业传承之困[M]. 北京:东方出版社,2012:5-10.
- [2] Bennedsen M, Fan J P H, Jian M, et al. The family business map: Ramework, selective survey, and evidence from Chinese family firm succession[J]. Journal of Corporate Finance,2015,33:212-226.
- [3] 严若森,杜帅. 代际传承对家族企业创新投入的影响——社会情感财富理论视角[J]. 科技进步与对策,2018(8):84-91.
- [4] 赵晶,张书博,祝丽敏. 传承人合法性对家族企业战略变革的影响[J]. 中国工业经济,2015(8):130-144.
- [5] 陈建林. 家族治理与中小企业私募股权融资的互动关系研究述评[J]. 软科学,2014(6):117-120.
- [6] 陈建林,李瑞琴,冯昕珺. 私募股权与家族企业治理模式:合作还是冲突[J]. 产业经济研究,2018(2):116-126.
- [7] Gomez-Mejia L R, Katalin T H, Manuel N, et al. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills[J]. Administrative Science Quarterly 2007,52(1):106-37.
- [8] Gomez-Mejia L R, Cristina C, Pascual B, et al. The bind that ties: Ocioemotional wealth preservation in family firms[J]. The Academy of Management Annals,2011,5(1):653-707.

表 10 Tobit 模型回归结果

变量	模型(1)	模型(2)
	PER	PER
TRANSFER	-1.112*** (-2.84)	
OUTSIDE		1.642*** (2.82)
LA	-1.061** (-2.03)	0.623 (0.55)
DA	-2.836*** (-3.05)	-7.461*** (-3.57)
LTV	2.334*** (4.05)	0.059 (0.05)
ROE	8.472 (1.43)	-9.873 (-0.69)
ROIC	-26.431*** (-3.22)	10.377 (0.53)
TBQ	-0.440*** (-2.92)	-0.217 (-0.65)
YR	控制	控制
IND	控制	控制
截距项	-33.156*** (-6.51)	-21.171* (-1.94)
样本数	10021	1670
Pseudo R <sup>2</sup>	0.008	0.014



- [9] Fan J P, Wong T J, Zhang T. Founder succession and accounting properties[J]. Contemporary Accounting Research, 2012, 29(1): 283-311.
- [10] 程霖, 周艳. 近代中国家族企业代际传承与“泛家族化”股权融资思想[J]. 财经研究, 2018(11): 61-73.
- [11] 汪祥耀, 金一禾. 家族企业代际传承及二代推动战略转型的绩效研究[J]. 财经论丛, 2015(11): 61-70.
- [12] 朱晓文, 吕长江. 家族企业代际传承: 海外培养还是国内培养? [J]. 经济研究, 2019(1): 68-84.
- [13] 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.
- [14] Kelman H C. Compliance, identification, and internalization: Three processes of attitude change[J]. Journal of Conflict Resolution, 1958, 2(1): 51-60.
- [15] 吴炯, 刘阳, 邢修帅. 家族企业传承的权威基础与权威冲突——合法性的中介作用[J]. 经济管理, 2017(2): 52-65.
- [16] 李新春, 韩剑, 李炜文. 传承还是另创领地? ——家族企业二代继承的权威合法性建构[J]. 管理世界, 2015(6): 110-124.
- [17] Barach J A, Ganitsky J B. Successful succession in family business[J]. Family Business Review, 1995, 8(2): 131-155
- [18] 吴超鹏, 吴世农, 程静雅, 等. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究[J]. 经济研究, 2012(1): 105-119.
- [19] 王会娟, 魏春燕, 张然. 私募股权投资对被投资企业债务契约的影响研究[J]. 山西财经大学学报, 2014(10): 24-34.
- [20] 王会娟, 张然, 胡诗阳. 私募股权投资与现金股利政策[J]. 会计研究, 2014(10): 51-58.

[责任编辑: 黄 燕]

## Intergenerational Succession, Training Mode and Private Equity Investment

CHEN Jianlin<sup>a, b</sup>, LI Xiaojie<sup>a</sup>

(a. School of Accounting; b. Institute of Capital Market and Audit Governance Studies for the Great Bay Area

(Guangdong, Hong Kong, Macao), Guangdong University of Finance and Economics, Guangzhou 510320, China)

**Abstract:** The influence of intergenerational succession on family business has attracted attention from all walks of life. Taking the listed family enterprises in China as the research samples, based on Resource-Based View and Asset Specificity Theory, this paper empirically analyzes the influence of intergenerational succession on family enterprises' acceptance of private equity investment. It is found that compared with the family enterprises that have not completed intergenerational succession, the family enterprises that have completed intergenerational succession receive significantly less private equity investment. Further research shows that the training mode of successors in intergenerational succession also has an impact on family enterprises' acceptance of private equity investment. After intergenerational succession, compared with family enterprises whose successors receive internal training, family enterprises that cultivate successors with external training are more likely to accept private equity investment. The conclusion of the paper can provide empirical evidence for the arguments of the Resource-Based View and Asset Specificity Theory, and provide suggestions for the family business on the training mode for their successors.

**Key Words:** family enterprises; intergenerational succession; training mode; private equity investment; innovation investment; social emotional wealth