

# 家族企业传承意愿与社会资本投资\*

李思飞 裘 泱

**〔摘 要〕**本文基于社会情感财富理论,以全国范围的民营家族企业为样本,实证检验了企业家传承意愿对家族企业社会资本投资的影响。研究发现,为了延续并保存家族的社会关系网络,企业家将企业传给子女的内部传承意愿对企业的社会资本投资有正向影响,其中创始人交班意愿对该项投资的影响比子女的接班意愿的影响更为显著。进一步的研究发现,地区社会资本会对传承意愿与企业社会资本投资的关系产生调节作用,基于特殊信任的以血缘为纽带的商帮文化思想会增强传承意愿对社会资本投资的影响,而基于普遍信任的良好的商业信用环境会削弱这种影响。

**关键词:**家族企业 传承意愿 社会资本投资

**JEL 分类号:**G34 M14 O17

## 一、引 言

民营经济在我国国民经济中发挥着重要作用,而家族企业是民营经济中最重要的组成部分,在吸纳就业人数、国民经济总量比重和税收贡献等关键指标方面都表现突出(中国民(私)营经济研究会家族企业研究课题组,2011)。因此,家族企业的持续健康发展是保持中国经济活力的重要源泉之一。我国第一代的企业家大部分在改革开放初期开始创业,众多家族企业已经开始进入到第一代创业者向第二代继承者传承的阶段(李维安,2013)。已有文献对于家族企业的传承问题已经进行了大量系统而深入的研究。目前大部分文献普遍关注于家族企业在传承之后业绩的变化(Perez-Gonzalez,2006;Fan et al.,2012;靳来群和李思飞,2015),部分文献关注家族企业完成传承之后相应决策的变化(Tsoutsoura,2015;Fan et al.,2012)。但是对于第一代企业家的传承意愿对于企业相关决策的影响的研究相对有限。由于传承对于家族企业来说是一项需要长期规划的重要事项,因此第一代企业家的传承计划会对相应的企业决策产生重要的影响。基于这样的理论和现实背景,本文将以家族企业创始人传承意愿为主要研究对象,研究家族企业传承意愿与家族企业构建社会关系网络的一项重要决策——社会资本投资之间的关系。

在我国目前的商业环境中,民营家族企业仍在一定程度上依赖于非市场体系来获得资源,很多企业的交易并非在公开市场进行而是依靠由亲缘或地缘等关系形成的关系网络(Peng and Heath,1996)。这些社会关系网络对于民营家族企业的发展非常重要,对于企业的采购、销售、投融资决策都有着重要的影响。因此,企业会将其一部分资源投入到构建社会关系网络,增强社会资本方

\* 李思飞,北京外国语大学国际商学院,硕士生导师,副教授,财务学博士;裘泱,北京外国语大学国际商学院,硕士研究生。本文得到北京外国语大学“中央高校基本科研业务费专项资金资助”(项目批准号:2017QZ002)的支持。

面。由于这些关系网络是相对隶属于企业家或其家族本身,因此,为了保存这些社会资本并最大化的实现其价值,当企业家在安排传承的过程中,也必然会做出相应的决策,从而尽可能地保证社会关系网络这种关系可以继续传承到下一代。余向前等(2013)以企业家调研数据为基础,发现了企业家社会关系网络对于家族企业的成功传承有着显著的正向影响。已有文献在研究民营家族企业的社会关系网络构建方面,大多从企业政治关联(陈凌和王昊,2013;徐业坤等,2013),企业与银行关系(陈爽英等,2010)以及企业进行慈善捐赠(高勇强等,2011)等路径进行研究。但是由于数据的局限,对于家族企业构建社会关系网络路径,即相关社会资本投资行为的研究相对有限。

在已有文献的基础上,本文采用第九次全国私营企业调查数据,将企业公关相关的支出作为家族企业长期投资导向构建社会关系网络进行社会资本投资的度量指标,从企业家传承意愿的维度讨论这一重要决策。具体而言,本文关心的是:中国家族企业进行社会资本投资的动因以及中国家族企业普遍面临的传承问题在其间发挥的作用。同时,本文从特有的解释家族企业相关决策的社会情感财富理论(Social Economic Wealth, SEW)出发,立足于当前中国的商业信用环境和传统商帮文化,将其引入相应地区社会资本背景下考察。

本文的主要贡献体现在以下方面。首先,区别于已有的对于企业传承的研究,本文主要从传承意愿(包括交班意愿与接班意愿两个维度)的角度出发,研究传承意愿对于企业决策的影响。这不仅补充了目前企业传承只关注传承结果而相对忽视传承前的具体规划的相关研究,也为我国家族企业进行传承安排和计划提供了有益的参考。其次,本文主要研究企业用于社会资本的投资,已有文献较少关注这一企业决策,而更多的是关注企业所具有的社会资本的经济后果。而这方面的投资是目前我国民营家族企业中需要大量现金流的一项重要决策,本文结论将有助于理解家族企业构建关系网络的动因与路径。最后,本文将地区社会资本这一非正式制度引入具体的分析框架中,进一步丰富了不同社会资本环境下家族企业进行决策的相关文献。

本文余下部分的结构安排如下:第二部分是理论分析与研究假设,第三部分是样本选取与研究设计,第四部分是实证检验结果与分析,最后是本文的研究结论与启示。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 传承意愿与社会资本投资

本文中的社会资本投资是指企业为了建立和维护与各个利益相关方的关系而付出的各种费用(黄玖立和李坤望,2013)。这类投资会减少公司的现金流量,增加企业的运营成本,降低企业短期绩效(魏下海等,2015),从短期来看是不经济的。但是在我国目前的商业环境中,家族企业仍将大量的资金投入增强社会资本上。

家族企业的相关研究表明,重视家族的非经济收益(如满足归属和情感需求、家族价值观的延续、家族王朝的保存和企业社会资本的保护等)是家族企业战略决策的关键特征。Gomez-Mejia et al.(2007)首次提出“社会情感财富(SEW)”的概念,将家族从企业取得的满足自身情感需要的非经济效用统称为SEW,保存和增强社会情感财富是家族企业战略决策的首要参照点。当有潜在社会情感财富损失或者收益时,家族企业会做出并非由经济逻辑驱动的决定,甚至愿意接受对企业经济效益具有一定风险的行为。企业的社会资本投资虽然在短期内减少了企业的现金流,不利于企业业绩,但从保存和增强社会情感财富的角度衡量,有利于通过构建社会关系网络的方式,保存企业的社会资本并实现其价值,有利于家族企业未来的长期经营。Miller and Breton-Miller(2014)提出延伸型社会情感财富(Extended SEW),认为这类SEW趋向长期导向,强调家族利益和外部相关者利益的兼容,重视维护家族声誉及与合作伙伴和社区的长久关系,会为了企业成长、家族和企业的

声誉而投资,从而使家族、企业与利益相关者共赢。家族代际传承是延伸型 SEW 的核心,因为延伸型 SEW 的满足需要企业的长期生存。与此同时,代际传承是家族未来导向和长期导向的清晰表达(Chrisman et al.,2012;Lumpkin and Brigham,2011;Chua et al.,2003),从而引导了决策者的长期导向。企业的长期生存往往需要家族平衡自身与企业内外部利益相关者的利益,与各类利益相关者保持长期合作关系(Miller and Breton-Miller,2006)。在中国情境下,跨代延续家族控制会有效激励决策者进行远期战略投资(何轩等,2014)。因此具有传承意愿的控制家族会更重视企业的长期生存与发展,会具有更长远的投资视野,为增强企业的长期竞争能力、保持企业各个利益相关方的关系资源加大社会资本投资。

家族为了实现保存和增强社会情感财富的动机,会影响企业的重要战略决策,传承意愿作为社会情感财富的一个关键维度,会影响企业社会资本投资。一方面,企业家的传承意愿意味着企业不仅仅是一项可以出售的资产,更是会向后代延续的家族遗产,因而企业决策者更可能会采取长期投资导向。同时,由于社会资本投资建立和维护的社会关系带来的收益可能并不能在短期内实现,社会资本的积累需要长久持续的投入,企业社会资本投资是长期投资导向的反应,而有传承意愿的家族企业战略决策的长期视野将有助于对构建社会关系网络行为的投入。另一方面,具有传承意愿表明企业更具有长期导向且没有短期绩效的压力,因此更可能积极响应各个利益相关者的诉求,与如供应商、客户、银行、社区等建立和保持长期的良好互信关系,以积累社会资本、储备商誉(Carney,2005),这种关系可以作为一种社会保险,在危机时保护企业资产。因此,企业家的传承意愿对家族企业的社会资本投资决策有正向影响。

传承意愿包括企业家的交班意愿与其子女的接班意愿。大量研究表明,家族企业的传承过程大都是在高层管理者尤其是在任企业家的控制下进行的(Brady et al.,1982;Davis and Tagiuri,1989;Lansberg,1988),他们决定未来企业管理权或所有权所属、传承过程启动时间以及传承过程中的相关决策等(Beckhard and Dyer,1983)。另一方面,家族企业接班问题是家族企业持续发展中薄弱的环节,如果继任企业家不愿意接手企业,即使勉强进行权力移交,由于继任过程是在违背继任企业家意愿的状态进行的,家族企业传承的过程不会那么顺利(Handler,1990),相关推动企业交接的决策也会受到负面影响。因此,一旦家族企业在任企业家决定继续使企业的领导权维持在家族内部,那么有着积极接班意愿的二代将获得合法的地位和权力,进而影响传承过程中的布局和决策。

基于以上分析,本文提出如下假设。

H1a:企业家交班意愿对家族企业社会资本投资决策有正向影响。

H1b:企业家子女接班意愿对家族企业社会资本投资决策有正向影响。

## (二)地区社会资本,传承意愿与社会资本投资

地区的社会资本(community's social capital)是社会组织特征,例如信任、规范和网络等,可以促进行动协调,提高社会的效率(Putnam,1993;Guiso et al.,2010)。研究发现基于信任的地区社会资本对商业交易,企业生存乃至地区经济发展都发挥着重要作用(Fukuyama,1995;Guiso et al.,2004)。本文主要引入两项地区层面的社会资本,即商业信用环境代表的地区信任和传统商帮文化代表的亲缘内部信任进行考察。

信任是嵌入社会结构和制度中的一种功能化机制。Uslaner(2000)将信任机制划分为特殊信任与普遍信任,特殊信任认为仅有血亲关系的群体才可以信任,而普遍信任则认为大多数人都可以相信;有学者从社会学视角出发进一步将信任机制区分为人际信任和制度信任,人际信任是基于人与人交往中建立情感关系形成的信任,而制度信任则通过在人与人交往中设立规范制度、法纪准则等约束形成的信任。在中国社会的情境下,中国传统的信任不是建立在信仰共同体基础上的普遍信任,而是建立在血缘关系共同体基础之上的特殊信任,这种基于血缘关系的特殊信任是建立在儒

家文化和农耕文化的交互作用基础之上的,而随着中国市场经济的发展,作为市场经济基础的信用经济必然会对中国传统的基于血缘关系的信任文化产生冲击。传统的仅存在于血缘关系的信任会逐渐扩散,社会信用环境从低信任度社会逐渐向高信任度社会过渡。

中国传统文化中的信任关系对地域商业文化有深远影响。以中国传统商帮文化为例,商帮文化以地域为中心,以血缘、地缘(乡谊)为纽带,以“相亲相邻”为宗旨,是中国传统文化与商业活动孕育出具有中国古典特色的商业文化。中国传统的十大商帮包括徽商、晋商、闽商、广商、宁波商、洞庭商、龙游商、江西商、山东商和陕西商。中国的商帮文化非常讲究血缘和宗族关系,如徽商强调在宗族子弟中选拔经理和伙计,依赖隐含契约、族规家法治理商帮内部的代理关系。因此受传统商帮文化影响的家族企业可能更重视家族的声誉与企业的传承,将家族企业视为实现家族愿景的载体,传承意愿更为强烈,能够提供更为长期的投资(Simon and Hitt, 2003)。由此可见,中国传统商业文化对于血缘和亲缘的强调会增强企业的传承意愿,使企业家更加关注社会情感财富的保持和增加,因而家族企业更有动力进行社会资本的长期投入。

在现代社会市场经济发展中,合同履行的可靠性与容易性是私有产权保障的主要方面(Acemoglu and Johnson, 2005),在公开市场中商业合同更多的是基于普遍信任的保障。在商业信用环境制度环境较差,社会信用水平较低的地区,企业更可能会将资源用于维系特殊信任关系下的私有交易(Banalieva et al., 2015)。因此,在社会资本比较高的社会里,企业家对于未来有相对稳定的心理预期,传承过程和传承决策中的不确定性相对较低,因此可以降低对于基于亲缘和地缘的社会关系网络的依赖,从而降低社会资本的投资。

基于上述理论推导,本文提出如下假设。

H2a: 传统商帮文化会增强传承意愿对家族企业社会资本投资决策的正向影响。

H2b: 良好的现代商业信用环境可以减弱传承意愿对家族企业社会资本投资决策的正向影响。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源及样本选择

本研究的数据来自我国私营企业研究课题组私营企业调查。该调查每两年进行一次,是由中共中央统战部、中华全国工商业联合会、国家工商行政管理总局、中国民(私)营经济研究会组成的《中国私营经济研究》课题组采用随机抽样的方式对全国的私营企业进行的调查。这一调查的数据被广泛应用于我国家族企业的相关研究中(Guo et al., 2014; 高勇强等, 2012; 何轩等, 2014)。在2010年的调查中,课题组特别关注了家族企业的传承问题,这也是目前关于家族企业传承相关的调研涉及企业最多、调查最为详尽的一组数据。因此本文以2010年进行的第九次调查为主要数据来源,在剔除缺失主要变量以及对数据异常进行处理后,共获得2250个观测样本。

#### (二)变量定义

##### 1. 社会资本投资变量定义

在社会资本投资的度量上,本文根据数据的可得性,主要考虑企业两个方面的投资。一方面是企业 and 供应商、客户等业务利益相关方的构建关系的支出,用企业用于“公关和招待活动”的费用来体现;另一个方面是企业 and 社区构建关系的支出,用企业用于“向社会组织支付”的相关费用来体现。基于此本文把被解释变量分为维护社区关系的相关投资(*Community Fee, CF*)、公关招待支出(*Entertainment Fee*)以及两项的总投资(*Total Fee*)三个方面进行度量。分别构建支出金额连续变量以及支出金额的虚拟变量。对于连续变量使用OLS回归模型,虚拟变量采用Logit模型。连续变量分别定义为 $CF$ 、 $EF$ 、 $TF$ ,表示企业实际支出的相应金额取自然对数。虚拟变量分别定义

为  $CF\_Dum$ 、 $EF\_Dum$ 、 $TF\_Dum$ , 如若企业发生了相关支出, 则取值为 1, 否则为 0。

## 2. 传承意愿

传承意愿包括企业家的交班意愿 (*Pass Intention, PI*) 和子女的接班意愿 (*Succeed Intention, SI*)。在对于交班意愿的度量上, 调查问卷要求被访企业家回答“您是否考虑过子女接班问题?”, 选项包括“让子女接班管理本企业; 子女不要在本企业工作; 让子女继承股权, 但不要在本企业工作; 只给子女留一笔生活费; 其他(请写明); 目前没有考虑这个问题”。如果受访企业家选择“让子女接班管理本企业”, 则认为有交班意愿,  $PI$  取值为 1, 选择其他选项取值为 0。在对于接班意愿的度量上, 调查问卷要求被访企业家回答“您的子女有没有接班的意愿?”, 选项包括“有; 没有; 不知道”。这里是从一代企业家的视角来评价其子女是否有接班意愿, 如果选择“是”, 则认为其认同子女有接班意愿,  $SI$  取值为 1, 否则取值为 0。

## 3. 地区社会资本

根据已有的文献 (Guiso et al., 2010), 本文主要采用两个指标来度量, 分别从普遍信任和特殊信任的角度来度量。第一个指标是地区商业信用环境, 这是基于社会总体信用水平的普遍信任, 采用城市商业信用环境指数课题组发布的《CEI 蓝皮书: 2012 中国城市商业信用环境指数》中各省份 (包括 31 个省、自治区和直辖市) 商业信用环境的七个方面的综合得分为衡量指标, 指数越大表示地区商业信用越高, 普遍信任状况越好。第二个指标采用商帮文化指标, 这一指标基于商业传统构建的关系网络所产生的特殊信任, 根据张海鹏 (1999) 《中国十大商帮》一书划分商帮所属地域, 若企业所占的省份、自治区和直辖市属于明清十大商帮文化的经济区域内则取值为 1; 反之则为 0。

## 4. 控制变量

根据已有的文献 (Seker and Yang, 2012; 何轩等, 2014), 企业家和企业层面的一些特征会影响企业的社会资本投资行为。本文设置了家族企业家的年龄 ( $CEOage$ )、教育背景 ( $CEOeducation$ )、性别 ( $Gender$ )、自信程度 ( $EV$ ) 等特征变量。这些指标反映了家族企业家进行社会资本投资的意愿和能力。一般来说, 年龄较大或自信程度越高的企业家积累的社会资本越多, 在企业传承过程中的不确定性越小, 进而减少在社会资本方面的投资。企业层面特征包括总资产回报率 ( $ROA$ )、企业规模 ( $Size$ )、资产负债率 ( $Dar$ )、企业创办至今的年份 ( $Age$ ) 等, 反映了企业自身进行社会资本投资的能力和意愿。根据调查问卷对于行业的分类, 加入行业 ( $Industry$ ) 虚拟变量以控制行业的影响。主要变量定义具体见表 1。

表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
社区投资额度	$CF$	2009 年企业向社会组织支付的费用金额 (万元) 取自然对数
社区投资行为	$CF\_Dum$	虚拟变量, 企业有向社会组织的相关支出则取值为 1, 否则取 0
公关支出额度	$EF$	2009 年企业公关招待支出金额 (万元) 取自然对数
公关支出行为	$EF\_Dum$	虚拟变量, 企业有公关招待支出则取值为 1, 否则取 0
社会资本投资总额	$TF$	2009 年企业社会资本投资总额 (万元) 取自然对数
社会资本投资行为	$TF\_Dum$	虚拟变量, 企业有社会资本投资则取值为 1, 否则取 0
企业家交班意愿	$PI$	虚拟变量, 如果企业家考虑交班让子女管理本企业则取 1, 否则取 0
子女接班意愿	$SI$	虚拟变量, 如果企业家子女考虑接班管理本企业则取 1, 否则取 0
商帮文化	$Group$	若该地区属于明清十大商帮文化的经济区域内则设为 1, 否则为 0
城市商业信用环境指数	$CEI$	《CEI 蓝皮书: 2012 中国商业信用环境指数》中各省得分
企业家性别	$Gender$	企业家性别男取 1, 女取 0
企业家年龄	$CEOage$	企业家在 2009 年的年龄

续表

变量名称	变量符号	变量定义
企业家教育背景	<i>CEOeducation</i>	本科及以上取1,本科以下取0
企业家自信程度	<i>EV</i>	经济、社会、政治地位自我评价均分高于整体均值取1,否则取0
企业年龄	<i>Age</i>	企业自成立起到样本期间的年份
企业规模	<i>Size</i>	企业总资产的自然对数
资产负债率	<i>Dar</i>	企业2009年底资产负债率
总资产回报率	<i>ROA</i>	净利润总额除以资产总额
行业	<i>Industry</i>	按照《国民经济行业分类》标准,设置18个行业虚拟变量

### (三)描述性统计

表2列示了上述主要变量的描述性统计结果。从表中可以看出,目前社会资本投资在家族企业中较为普遍,2009年度有54.7%和64.6%的企业在构建社会关系网络方面有投入。从传承意愿的变量来看,我国家族企业中还是有过半数的一代企业家希望可以将企业交给子女继承。但是企业家们对于子女接班意愿的评价和他们的交班意愿有较大出入,只有17.2%的企业家认为他们的子女有接班意愿。商业信用环境描述性统计显示,不同地区制度环境和传统文化环境存在较大差异,表现为商帮文化变量和城市商业信用环境指数标准差较大。从描述性统计中也可以看出,我国的家族企业在企业规模、投资回报和公司年龄等指标上都显示了较大的差异性。

表2 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>CF_Dum</i>	2250	0.547	0.497	0	1
<i>EF_Dum</i>	2250	0.646	0.424	0	1
<i>TF_Dum</i>	2250	0.772	0.420	0	1
<i>CF</i>	2250	0.512	1.068	1.609	4.605
<i>EF</i>	2250	1.360	1.455	1.204	5.298
<i>TF</i>	2250	1.586	1.531	1.204	5.666
<i>PI</i>	2250	0.551	0.497	0	1
<i>SI</i>	2250	0.172	0.378	0	1
<i>Group</i>	2250	2.386	12.07	0	72.30
<i>CEI</i>	2250	72.24	12.90	0.692	85.19
<i>Gender</i>	2250	0.842	0.365	0	1
<i>CEOage</i>	2250	45.11	9.060	24	76
<i>CEOeducation</i>	2250	0.275	0.446	0	1
<i>EV</i>	2250	0.495	0.500	0	1
<i>Dar</i>	2250	0.159	0.248	0	0.940
<i>Size</i>	2250	6.534	2.230	1.335	11.52
<i>ROA</i>	2250	0.313	2.713	-0.370	4.987
<i>Age</i>	2250	2.134	1.403	0	7.605

### (四)研究方法与研究模型

基于上文分析,本文对所做假设分别采用不同维度的变量进行实证检验。其中,采用 Logistic 回

归方法检验影响社会资本投资行为的因素;采用 OLS 回归方法检验影响社会资本投资额度的因素。

为了检验假设 1,本文设定待检验回归方程(1)如下:

$$Investment = \alpha_0 + \alpha_1 PI/SI + \alpha_i Control + \varepsilon \quad (1)$$

其中,  $PI/SI$  为上文界定的传承意愿的虚拟变量,在实证检验中分为交班意愿和接班意愿两个维度进行检验; $Investment$  为上文界定的社会资本投资的度量。其他控制变量定义参见表 1。根据假设 1,预计  $\alpha_1$  显著为正。

在考察社会资本投资与传承意愿的关系基础上,本文引入地区社会资本与传承意愿的交互项,来检验地区社会资本是否会增加企业家传承意愿对企业社会资本投资的影响。本文将采用如下回归方程(2)进行检验:

$$Investment = \beta_1 PI + \beta_2 Trust + \beta_3 PI * Trust + \beta_i Control + \varepsilon \quad (2)$$

在模型(2)中,各主要变量与模型(1)相同。 $Trust$  包括以商帮文化为代表的传统商业信用环境和现代商业信用环境两个维度。根据文中假设,如果机制均有效的话,预计商帮文化( $Group$ )与交班意愿交互项的系数显著为正,城市商业信用环境( $CEI$ )与交班意愿交互项的系数显著为负。

#### 四、实证结果分析

##### (一)传承意愿与企业社会资本投资

表 3 列示了企业家交班意愿与企业社会资本投资的回归结果,Model 1 以虚拟变量——家族企业的社会资本投资行为为被解释变量,采用 Logit 模型回归。实证结果显示,企业家交班意愿  $PI$  的估计系数在 1% 或 5% 的水平下显著为正,与本文预期一致,说明企业家有交班意愿的企业由于更重视社会情感财富的积累,更有可能进行社会资本投资,从而构建对于企业长久发展有利的社会关系网络,支持了假设 H1a。为了保证研究结论的稳健性,Model 2 使用连续变量家族企业 2009 年社会资本投资的金额取对数作为因变量进行回归,同样显示企业家交班意愿与企业社会资本投资之间有显著的正相关关系,进一步增强了假设 H1a 的结论。控制变量企业家个人特征中,年龄( $CEOage$ )和自信程度( $EV$ )的系数显著为负,说明企业家年龄越大、自信程度越高,社会资本积累越丰富,越可能减少对企业社会资本投资的依赖。控制变量企业特征中,企业资产回报率( $ROA$ )、企业规模( $Size$ )和企业经营时间( $Age$ )的系数与企业社会资本投资呈现显著正相关性,即企业业绩越好、规模越大、经营持续时间越长,发生社会资本投资的可能性越高、金额越大。

表 4 是子女接班意愿与企业社会资本投资的回归结果。与表 3 相似,被解释变量也从投资行为和投资额度两个方面衡量。实证结果显示,子女接班意愿  $SI$  与社会资本投资行为( $CF\_Dum$ 、 $EF\_Dum$ 、 $TF\_Dum$ )和社区投资金额( $CF$ )的系数在 10% 的水平下显著为正。表明子女接班意愿对企业决策也有一定影响,有积极接班意愿继承人的企业可能在社会资本投资方面投入更多,为企业的顺利交接进行长远的谋划和布局。因此假设 H1b 得到了部分验证。但是并不是所有回归方程的子女接班意愿  $SI$  都有显著为正的系数,且显著性水平明显低于企业家交班意愿。这与前文的描述性统计结论一致。一方面相比较交班意愿,一代企业家在评价子女接班意愿时更少地认为子女准备进行接班。另一方面,由于通过问卷反映的数据只是一代企业家对于子女行为的评价,在一定程度上可能与子女的真实意愿有所偏差,因此在解释企业行为时解释力度相对较弱。

综合表 3 和表 4 的回归结果可以发现,被解释变量“投资行为”和“投资额度”的分析结果一致,都证明了传承意愿与企业社会资本投资正相关。我国家族企业中,传承意愿会影响企业的决策,当家族内部传承的意愿越强,则企业越会投入资金到增强企业资本中,从而构建对企业长期发展有利的关系网络,进一步保持控制家族对于企业实现的社会情感财富。

表3 企业家交班意愿与企业社会资本投资回归结果

	Model 1			Model 2		
	<i>CF_Dum</i>	<i>EF_Dum</i>	<i>TF_Dum</i>	<i>CF</i>	<i>EF</i>	<i>TF</i>
<i>PI</i>	0.567*** (0.105)	0.295** (0.128)	0.271** (0.130)	0.187*** (0.048)	0.120** (0.057)	0.174*** (0.060)
<i>Gender</i>	-0.072 (0.150)	0.133 (0.175)	0.158 (0.176)	-0.019 (0.069)	0.029 (0.082)	-0.020 (0.086)
<i>CEOage</i>	-0.021*** (0.006)	-0.017** (0.008)	-0.018** (0.008)	-0.002 (0.003)	-0.006 (0.003)	-0.007* (0.004)
<i>CEOeducation</i>	0.110 (0.120)	-0.079 (0.150)	-0.051 (0.152)	0.162*** (0.055)	0.136** (0.066)	0.169** (0.069)
<i>EV</i>	-0.432*** (0.109)	-0.196 (0.136)	-0.204 (0.138)	-0.145*** (0.050)	-0.161*** (0.060)	-0.232*** (0.063)
<i>Dar</i>	-0.572*** (0.221)	0.014 (0.273)	0.054 (0.277)	-0.180* (0.100)	0.095 (0.119)	0.017 (0.125)
<i>Size</i>	0.134*** (0.028)	0.218*** (0.035)	0.206*** (0.035)	0.153*** (0.013)	0.355*** (0.015)	0.362*** (0.016)
<i>ROA</i>	0.115 (0.075)	0.423*** (0.140)	0.458*** (0.147)	0.131*** (0.034)	0.134*** (0.040)	0.162*** (0.042)
<i>Age</i>	0.133*** (0.040)	0.068 (0.051)	0.087* (0.052)	0.040** (0.018)	0.033 (0.022)	0.053** (0.023)
<i>Industry</i>	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Constant	-0.402 (0.398)	0.538 (0.488)	0.677 (0.496)	-0.553*** (0.182)	-0.793*** (0.219)	-0.579** (0.229)
Observations	2250	2250	2250	2250	2250	2250
Adj/Pseudo R <sup>2</sup>	0.059	0.087	0.088	0.162	0.368	0.364

注:括号内为标准误,\*、\*\*、\*\*\*分别表示相应系数在10%、5%、1%水平下显著。

表4 子女接班意愿与企业社会资本投资回归结果

	Model 1			Model 2		
	<i>CF_Dum</i>	<i>EF_Dum</i>	<i>TF_Dum</i>	<i>CF</i>	<i>EF</i>	<i>TF</i>
<i>SI</i>	0.266* (0.138)	0.060* (0.077)	0.059* (0.180)	0.111* (0.064)	-0.009 (0.077)	0.030 (0.081)
<i>Gender</i>	-0.067 (0.148)	0.130 (0.175)	0.155 (0.176)	-0.018 (0.069)	0.030 (0.082)	-0.018 (0.087)
<i>CEOage</i>	-0.020*** (0.006)	-0.016** (0.008)	-0.017** (0.008)	-0.002 (0.003)	-0.005 (0.003)	-0.006* (0.004)
<i>CEOeducation</i>	0.104 (0.119)	-0.090 (0.150)	-0.062 (0.152)	0.162*** (0.055)	0.130* (0.066)	0.163** (0.070)
<i>EV</i>	-0.401*** (0.108)	-0.187 (0.136)	-0.196 (0.138)	-0.137*** (0.050)	-0.158*** (0.060)	-0.226*** (0.063)
<i>Dar</i>	-0.517** (0.219)	0.054 (0.273)	0.092 (0.277)	-0.162 (0.100)	0.104 (0.120)	0.031 (0.125)
<i>Size</i>	0.126*** (0.028)	0.213*** (0.035)	0.203*** (0.035)	0.151*** (0.013)	0.354*** (0.015)	0.361*** (0.016)
<i>ROA</i>	0.128* (0.074)	0.438*** (0.141)	0.473*** (0.147)	0.135*** (0.034)	0.138*** (0.040)	0.167*** (0.042)

续表

	Model 1			Model 2		
	<i>CF_Dum</i>	<i>EF_Dum</i>	<i>TF_Dum</i>	<i>CF</i>	<i>EF</i>	<i>TF</i>
<i>Age</i>	0.143*** (0.040)	0.076 (0.051)	0.095* (0.052)	0.043** (0.018)	0.037* (0.022)	0.058** (0.023)
<i>Industry</i>	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Constant	-0.228 (0.395)	0.612 (0.487)	0.746 (0.495)	-0.492*** (0.183)	-0.768*** (0.219)	-0.535** (0.230)
Observations	2250	2250	2250	2250	2250	2250
Adj/Pseudo R <sup>2</sup>	0.068	0.084	0.086	0.155	0.366	0.361

注:括号内为标准误,\*、\*\*、\*\*\*分别表示相应系数在10%、5%、1%水平下显著。

## (二) 传承意愿、地区社会资本与企业社会资本投资

传承意愿会影响家族企业社会资本投资决策,但是地区社会资本也会发挥外部的诱导或制约作用,对用于建立社会资本关系的投入产生影响。因为中国社会文化环境下,在任企业家在家族企业决策和传承过程中占主导地位,上文回归结果也验证了这一现象,因此主要考察企业家的传承意愿与地区社会资本的交互作用。本文将利用模型(2)设置交互项  $PI \times Trust$ , 检验在商帮文化为代表的基于亲缘的特殊信任和现代商业信用的普遍信任下,传承意愿对企业社会资本投资的影响是否有差异。

表5是企业家交班意愿、传统商帮文化与企业社会资本投资回归结果。实证结果显示,企业家交班意愿与传统商帮文化交互项系数为正,这一结果支持了假设H2a。与已有的研究结论一致,结果说明传统商帮文化基于血缘和亲缘的特殊信任促使有传承意愿的企业更多地在中国社会资本投资方面投入,通过积累社会资本减少传承过程中的不信任 and 不确定性(陈凌和陈华丽,2014)。

表5 企业家交班意愿、传统商帮文化与企业社会资本投资回归结果

	Model 1			Model 2		
	<i>CF_Dum</i>	<i>EF_Dum</i>	<i>TF_Dum</i>	<i>CF</i>	<i>EF</i>	<i>TF</i>
<i>PI</i>	0.564*** (0.106)	0.228* (0.131)	0.212 (0.132)	0.186*** (0.049)	0.091 (0.058)	0.149** (0.061)
<i>Gender</i>	0.006 (0.006)	-0.025*** (0.007)	-0.022*** (0.007)	0.001 (0.003)	-0.012*** (0.004)	-0.011*** (0.004)
<i>PI * Group</i>	0.003* (0.109)	0.028*** (0.011)	0.025** (0.011)	0.001 (0.054)	0.013*** (0.005)	0.012** (0.005)
<i>Gender</i>	-0.073 (0.150)	0.120 (0.176)	0.146 (0.178)	-0.019 (0.069)	0.024 (0.082)	-0.023 (0.086)
<i>CEOage</i>	-0.022*** (0.006)	-0.017** (0.008)	-0.018** (0.008)	-0.002 (0.003)	-0.006 (0.003)	-0.007* (0.004)
<i>CEOeducation</i>	0.113 (0.120)	-0.072 (0.151)	-0.044 (0.153)	0.163*** (0.055)	0.137** (0.066)	0.170** (0.069)
<i>EV</i>	-0.435*** (0.109)	-0.180 (0.137)	-0.189 (0.139)	-0.146*** (0.050)	-0.156*** (0.060)	-0.228*** (0.063)
<i>Dar</i>	-0.554** (0.221)	-0.045 (0.274)	0.003 (0.278)	-0.176* (0.100)	0.069 (0.119)	-0.008 (0.125)

续表

	Model 1			Model 2		
	<i>CF_Dum</i>	<i>EF_Dum</i>	<i>TF_Dum</i>	<i>CF</i>	<i>EF</i>	<i>TF</i>
<i>Size</i>	0.133*** (0.028)	0.230*** (0.035)	0.217*** (0.036)	0.153*** (0.013)	0.359*** (0.015)	0.367*** (0.016)
<i>ROA</i>	0.113 (0.074)	0.456*** (0.146)	0.490*** (0.152)	0.131*** (0.034)	0.137*** (0.040)	0.164*** (0.042)
<i>Age</i>	0.133*** (0.040)	0.067 (0.051)	0.086* (0.052)	0.040** (0.018)	0.033 (0.022)	0.053** (0.023)
<i>Industry</i>	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Constant	-0.380 (0.399)	0.551 (0.490)	0.688 (0.498)	-0.549*** (0.182)	-0.786*** (0.218)	-0.574** (0.229)
Observations	2250	2250	2250	2250	2250	2250
Adj/Pseudo R <sup>2</sup>	0.060	0.094	0.093	0.162	0.372	0.367

注:括号内为标准误,\*、\*\*、\*\*\*分别表示相应系数在10%、5%、1%水平下显著。

表6引入市场商业信用环境,以现代商业信用环境与传承意愿的交互项作为解释变量。根据上文假说,企业家为了把家族控制传递下去的长期导向会加大社会资本投资,但是良好的市场商业信用环境可以缓解传承过程和未来经营的不确定性,进而减少企业用于建立社会资本的投入,因此预期交互项系数显著为负。表6结果显示企业家交班意愿系数显著为正,城市商业信用环境指数的系数总体显著为负,与分析一致,而两者交互项的系数也显著为负,表明有较好的市场信用环境时,可以弱化传承意愿对企业社会资本投资的影响,证明了假设H2b。

表6 企业家交班意愿、城市商业信用环境与企业社会资本投资回归结果

	Model 1			Model 2		
	<i>CF_Dum</i>	<i>EF_Dum</i>	<i>TF_Dum</i>	<i>CF</i>	<i>EF</i>	<i>TF</i>
<i>PI</i>	0.566** (0.143)	2.041*** (0.736)	1.810** (0.738)	0.169* (0.078)	1.071*** (0.334)	0.999*** (0.351)
<i>CEI</i>	-0.013** (0.006)	-0.021*** (0.006)	-0.019*** (0.006)	-0.004 (0.003)	-0.012*** (0.003)	-0.010*** (0.003)
<i>PI * CEI</i>	-0.016* (0.109)	-0.024** (0.010)	-0.021** (0.010)	0.000 (0.004)	-0.013*** (0.005)	-0.011** (0.005)
<i>Gender</i>	-0.073 (0.150)	0.119 (0.176)	0.144 (0.177)	-0.021 (0.068)	0.023 (0.082)	-0.025 (0.086)
<i>CEOage</i>	-0.022*** (0.006)	-0.017** (0.008)	-0.017** (0.008)	-0.002 (0.003)	-0.005 (0.003)	-0.007* (0.004)
<i>CEOeducation</i>	0.130 (0.120)	-0.087 (0.151)	-0.058 (0.153)	0.167*** (0.055)	0.124* (0.066)	0.161** (0.069)
<i>EV</i>	-0.429*** (0.109)	-0.176 (0.137)	-0.185 (0.139)	-0.138*** (0.050)	-0.155** (0.060)	-0.222*** (0.063)
<i>Dar</i>	-0.537** (0.223)	-0.054 (0.275)	-0.007 (0.279)	-0.181* (0.100)	0.067 (0.120)	-0.020 (0.126)
<i>Size</i>	0.135*** (0.028)	0.228*** (0.035)	0.216*** (0.036)	0.154*** (0.013)	0.358*** (0.015)	0.366*** (0.016)

续表

	Model 1			Model 2		
	<i>CF_Dum</i>	<i>EF_Dum</i>	<i>TF_Dum</i>	<i>CF</i>	<i>EF</i>	<i>TF</i>
<i>ROA</i>	0.111 (0.074)	0.454*** (0.145)	0.488*** (0.151)	0.130*** (0.034)	0.139*** (0.040)	0.165*** (0.042)
<i>Age</i>	0.134*** (0.040)	0.069 (0.051)	0.089* (0.053)	0.042** (0.018)	0.033 (0.022)	0.054** (0.023)
<i>Industry</i>	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
Constant	0.546 (0.611)	-1.032 (0.682)	-0.741 (0.691)	-0.278 (0.272)	-1.685*** (0.326)	-1.319*** (0.342)
Observations	2250	2250	2250	2250	2250	2250
Adj/Pseudo $R^2$	0.063	0.093	0.093	0.165	0.372	0.367

注:括号内为标准误,\*、\*\*、\*\*\*分别表示相应系数在10%、5%、1%水平下显著。

综上,表5和表6的回归结果验证了本文假设2,即地区社会资本会影响传承意愿对企业社会资本投资的作用。具体而言,传统商帮文化增强了传承意愿对家族企业社会资本投资决策的正向影响;现代社会中良好的市场商业信用环境可以减弱传承意愿对家族企业社会资本投资决策的正向影响。

## 五、研究结论

本文以我国私营企业研究课题组2010年进行的第九次私营企业调查数据为样本,实证检验了传承意愿与家族企业社会资本投资的关系。实证结果证实了企业家及其子女的传承意愿可以显著地影响企业社会资本投资决策。当跨代延续家族控制成为重要目标时,家族会更重视企业的长期生存与发展,为增强企业的长期竞争能力、积累社会关系资源从而加大社会资本投资,构建对企业有长期价值的社会关系网络。但外部的地区社会资本也可以对企业社会资本投资行为产生诱导或制约作用,传统以血缘为纽带的商帮文化更重视家族企业内部控制,因而增强传承意愿对社会资本投资的影响。而现代市场经济中,良好的商业信用环境会减缓这种影响。

本文研究的主要意义在于,从企业具体决策制定的角度解释了传承意愿对企业社会资本投资的影响机制,有助于为家族企业在传承阶段进行相关支出决策时提供一定的理论参考。同时,为了促进家族企业的顺利交接和持续发展,应该进一步完善市场信用环境,降低企业家感觉到的不确定性,防止过多的资金用于社会资本投资而影响企业经营业绩。

## 参考文献

- 陈凌、陈华丽(2014):《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》,《管理世界》,第8期。
- 陈凌、王昊(2013):《家族涉入、政治联系与制度环境——以中国民营企业为例》,《管理世界》,第10期。
- 陈爽英、井润田、龙小宁、邵云飞(2010):《民营企业家社会关系资本对研发投资决策影响的实证研究》,《管理世界》,第1期。
- 高勇强、陈亚静、张云均(2012):《“红领巾”还是“绿领巾”:民营企业慈善捐赠动机研究》,《管理世界》,第8期。
- 高勇强、何晓斌、李路路(2011):《民营企业家社会身份、经济条件与企业慈善捐赠》,《经济研究》,第12期。
- 何轩、宋丽红、朱沆、李新春(2014):《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》,《管理世界》,第2期。
- 黄玖立、李坤望(2013):《吃喝、腐败与企业订单》,《经济研究》,第6期。
- 靳来群、李思飞(2015):《家族第二代参与管理与企业业绩下降:来自中国上市公司的经验证据》,《江西社会科学》,第8期。
- 李维安(2013):《民营企业传承与治理机制构建》,《南开管理评论》,第6期。

- 魏下海、董志强、金钊(2015):《腐败与企业生命力:寻租和抽租影响开工率的经验研究》,《世界经济》,第1期。
- 徐业坤、钱先航、李维安(2013):《政治不确定性、政治关联与民营企业投资——来自市委书记更替的证据》,《管理世界》,第5期。
- 余向前、张正堂、张一力(2013):《企业家隐性知识、交接班意愿与家族企业代际传承》,《管理世界》,第11期。
- 中国民(私)营经济研究会家族企业研究课题组(2011):《中国家族企业发展报告(2011)》,中信出版社。
- Acemoglu, D. and S. Johnson(2005):“Unbundling Institutions”, *Journal of Political Economy*, 113, 949-995.
- Banalieva, E., K. Eddleston and T. Zellweger(2015):“When Do Family Firms Have an Advantage in Transitioning Economies? Toward a Dynamic Institution-Based View”, *Strategic Management Journal*, 36, 1358-1377.
- Beckhard, R. and G. Dyer(1983):“Managing Change in the Family Firm-issues and Strategies”, *Sloan Management Review*, 24, 221-226.
- Brady, G., R. Fulmer and D. Helmich(1982):“Planning Executive Succession: The Effect of Recruitment Source and Organizational Problems on Anticipated Tenure”, *Strategic Management Journal*, 3, 269-275.
- Carney, W.(2005): *Corporate Finance: Principles and Practice*, New York, NY: Foundation Press.
- Chrisman, J., J. Chua, A. Pearson and T. Barnett(2012):“Family Involvement, Family Influence, and Family-Centered Non-Economic Goals in Small Firms”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36, 267-293.
- Chua, J., J. Chrisman and P. Sharma(2003):“Succession and Nonsuccession Concerns of Family Firms and Agency Relationship with Nonfamily Managers”, *Family Business Review*, 16, 89-107.
- Davis, J. and R. Tagiuri(1989):“The Influence of Life Stage on Father-son Work Relationships in Family Companies”, *Family Business Review*, 2, 47-74.
- Fan, J., T. Wong and T. Zhang(2012):“Founder Succession and Accounting Properties”, *Contemporary Accounting Research*, 29, 283-311.
- Fukuyama, F.(1995): *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, New York: Free Press.
- Gomez-Mejia, L., K. Haynes, M. Nunez-Nickel, K. Jacobson and J. Moyano-Fuentes(2007):“Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills”, *Administrative Science Quarterly*, 52, 106-137.
- Guiso, L., P. Sapienza and L. Zingales(2004):“The Role of Social Capital in Financial Development”, *American Economic Review*, 94, 526-556.
- Guiso, L., P. Sapienza and L. Zingales(2010):“Civic Capital as the Missing Link”, in: Benhabib, J., A. Bisin and M. Jackson (eds.), *Social Economics Handbook*, Cambridge Massachussets.
- Guo, D., K. Jiang, B. Y. Kim and C. Xu(2014):“Political Economy of Private Firms in China”, *Journal of Comparative Economics*, 42, 286-303.
- Handler, W.(1990):“Succession in Family Firms: A Mutual Role Adjustment between Entrepreneur and Next-Generation Family Members”, *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 15, 37-51.
- Lansberg, I.(1988):“The Succession Conspiracy”, *Family Business Review*, 1, 119-143.
- Lumpkin, G. and K. Brigham(2011):“Long-Term Orientation and Intertemporal Choice in Family Firms”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 35, 1149-1169.
- Miller, D. and L. Breton-Miller(2006):“Priorities, Practices and Strategies in Successful and Failing Family Businesses: An Elaboration and Test of the Configuration Perspective”, *Strategic Organization*, 4, 379-407.
- Miller, D. and L. Breton-Miller(2014):“Deconstructing Socioemotional Wealth”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38, 713-720.
- Peng, M. and P. Heath(1996):“The Growth of the Firm in Planned Economies in Transition: Trusts Organizations and Strategic Choice”, *Academy of Management Review*, 21, 492-528.
- Perez-Gonzalez, F.(2006):“Inherited Control and Firm Performance”, *American Economic Review*, 96, 1559-1588.
- Putnam, R.(1993): *Making Democracy Work Civic Traditions in Modern Italy*, Princeton, Princeton University Press.
- Seker, M. and J. Yang(2012):“How Bribery Distorts Firm Growth: Differences by Firm Attributes”, Working Paper, World Bank Policy Research, No. 6046.
- Simon, D. and M. Hitt(2003):“Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms”, *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27, 339-358.
- Tsoutsoura, M.(2015):“The Effect of Succession Taxes on Family Firm Investment: Evidence from a Natural Experiment”, *Journal of Finance*, 70, 649-688.
- Usaner, E.(2000):“Producing and Consuming Trust”, *Political Science Quarterly*, 115, 569-590.

**Key Words:** Energy Biased Technical Progress; Energy Efficiency; Manufacturing Industries

**JEL Classification:** E23; O12; O13

## Executive Compensation Incentive in Loss-making Companies: Cash or Stock Ownership

YAN Bo DU Yong

(College of Economics & Management, Guangdong Ocean University of Finance and Economics, Zhanjiang, 524088, China;

College of Economics and Management, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074, China)

**Abstract:** In solving the agency problem between management and owner of listed company, management shareholding and compensation incentive plays a critical role. Previous research mostly focused on the effects of executive compensation incentive on the earnings of listed companies. However, it is also worth considering whether the compensation incentive system still plays a role in the loss-making or financial distress of companies. In this paper, we test the impact on corporate value with the different form of executive compensation incentive in loss-making listed companies. It finds that the management shareholding has no significant incentive effect on the companies' loss reversal, and reduces the value of the loss-making companies, but the incentive effect of cash pay is significant. By further distinguishing property ownership types, it is found that the management cash compensation can promote the growth of company value of state-owned enterprises, while it doesn't play a corresponding role in non-state-owned enterprises. This study further clarifies the role of compensation incentive in loss-making listed companies, and provides empirical evidence for the designing of management compensation contracts in loss-making listed companies.

**Key Words:** Executive Compensation Incentive; Loss Reversals; Company Value

**JEL Classification:** G30; G32; G34

## Succession Intention of Family Firms and the Investment in Social Capital

LI Sifei QIU Yang

(International Business School, Beijing Foreign Studies University, Beijing, 100089, China)

**Abstract:** Based on the social economic wealth theory and employing the nationwide family firms as samples, this study empirically examines the impact of the owners' succession intention on family firm's investment on social capital. The results