

# 家族企业内部传承进程对贷款期限结构的影响研究

陈建林<sup>1,2</sup>

(1. 广东财经大学 会计学院, 广东 广州 510320;

2. 广东财经大学 会计与资本市场研究中心, 广东 广州 510320)

**摘要:** 从家族接班人的职位视角,按照家族内部传承的进程,可以把家族内部传承区分为三个阶段:传承前期,传承中期和传承后期。文章基于我国2007—2011年上市家族企业的数据,分析了家族内部传承进程对贷款期限结构的影响。研究结果表明:(1)家族内部传承进程与长期借款比率呈倒“U”型关系。(2)在传承前期,家族内部传承可以促进企业获得长期借款,此结论支持了家族声誉理论。相对于家族间接控制来说,家族直接控制会强化家族内部传承的促进作用。(3)在传承中期,家族内部传承与长期借款比率的关系不显著。(4)在传承后期,家族内部传承会阻碍企业获得长期借款,此结论支持了资产专有理论。与第一代家族成员同时担任董事长和总经理相比,第二代家族成员同时担任董事长和总经理对长期借款比率的负面效应更大。

**关键词:** 家族企业;内部传承进程;贷款期限结构;长期借款

**中图分类号:** F234.4      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1000-2154(2015)09-0057-10

## Study on the Impact of Internal Succession Process on the Loan Maturity Structure in Family Business

CHEN Jian-lin<sup>1,2</sup>

(1. School of Accounting, Guangdong University of Finance & Economics, Guangzhou 510320, China;

2. Research Center of Accounting and Capital Market, Guangdong University of Finance & Economics, Guangzhou 510320, China)

**Abstract:** From the perspective of the position of family successor, the internal family succession process is divided into three stages: the early succession stage, the middle succession stage and the late succession stage. The paper analyses the impact of family succession process on the loan maturity structure based on the data of Chinese listed family businesses from 2007 to 2011. The results show that: (1) there is inverted "U" - type relationship between family succession process and long-term loan ratio. (2) in the early succession stage, internal family succession can promote the enterprises to obtain long-term loans, which supports the family reputation theory. With respect to the indirect family control, direct family control will strengthen the promotion role of internal family succession. (3) in the middle succession stage, the relationship between internal family succession and long-term loan ratio is not significant. (4) in the late succession stage, family succession will hinder the enterprises to obtain long-term loans and the conclusion supports the asset specificity theory. Compared with the first generation of family members serving as both chairman of the board and general manager, the second generation has more negative effects on long-term loan ratio.

**Key words:** family business; internal succession process; the loan maturity structure; long term loans

**收稿日期:** 2015-03-31

**基金项目:** 国家自然科学基金项目“家族治理与中小企业私募股权融资:基于社会资本视角”(71202097);教育部人文社会科学研究青年基金项目“家族涉入与民营企业债务融资——基于代理成本视角”(12YJC630009);广东省自然科学基金项目“家族治理与中小企业私募股权融资的互动关系研究”(S2012010010844);广东省高校优秀青年教师培养计划项目“私募股权融资与家族企业成长:基于制度环境视角的分析”(Yqgdufe1401)

**作者简介:** 陈建林,男,副教授,管理学博士,主要从事家族企业财务管理研究。

## 一、引言

家族企业传承是当前我国家族企业面临的热点问题。王重鸣等(2007)指出:一个全国性的家族企业“交接时代”已悄然来临,我国家族企业在未来五至十年将迎来历史上规模最大的一次企业传承<sup>[1]</sup>。另一方面,融资难是民营企业面临的长期问题。近年来,因为国内外经济形势的变化,民营中小企业融资难的问题再次成为全社会关注的热点问题<sup>[2]</sup>。控制权传承是影响家族企业融资的一个因素,在家族企业传承过程中,融资问题将随着时间的推移而显得越来越重要<sup>[3]</sup>。因此,本文将同时关注家族企业的传承和融资这两个热点问题,探讨家族企业传承对融资的影响效应。

关于家族企业传承与融资的关系,基于家族声誉理论和资产专有理论可以得出完全相反的结论。家族声誉理论认为家族的长期经营有助于其在金融市场获得良好的声誉<sup>[4]266</sup>,因此家族传承有利于企业融资。资产专有理论认为在家族传承时,由于接班人无法继承创始人的专有资产,导致企业价值大幅降低<sup>[5]1</sup>,因此家族传承不利于企业融资。针对这两类完全相反的观点,本文试图从家族企业传承的进程视角整合这两种观点的争论,探讨在不同的传承阶段,家族传承对融资的不同影响。

本文对家族企业传承的研究对象是家族内部传承。依据接班人的身份,家族企业的接班人可以分为两类:职业经理人和家族成员。陈凌等(2003)指出,“子承父业”模式是中国家族企业的主流继任模式<sup>[6]</sup>。王呈斌等(2011)的调查也发现,有76.5%的家族企业选择家族成员内部传承,这说明中国传统文化深刻影响着家族企业代际传承<sup>[7]</sup>。因此,本文将关注家族企业传承的主流模式:家族内部传承。本文从家族接班人的接任职位视角出发,将家族企业内部传承进程分为三个阶段:传承前期、传承中期和传承后期。

本文对家族企业融资的研究对象是其贷款期限结构。长期债权债务关系可代表银行和企业的关系<sup>[8]</sup>,长期借款有助于企业合理安排企业的投资和经营。然而,不少研究发现,相对国有上市公司而言,民营上市公司的长期负债率更低<sup>[9-10]</sup>。相对于长期债务而言,银行更愿意提供短期债务融资来对上市公司进行监督和控制<sup>[11]</sup>,对民营上市公司来说更是如此。其原因有以下两点:首先,基于安全性的考虑,银行更倾向于将资金短期出借,因为短期债务比长期债务更易监控<sup>[12]101</sup>。短期债务融资使银行可以及时、经常地获得有关贷款企业生产和经营方面的信息,从而可对企业强化监督。其次,考虑到贷款人的道德风险问题,为了降低信用风险,银行对发放长期贷款更加谨慎<sup>[13]</sup>。尤其对我国来说,对债权人的法律保护较弱,公司治理结构也不完善<sup>[14]</sup>,民营企业获取长期债务显得尤为困难。因此,民营上市公司获取长期贷款的能力亟待加强。另一方面,在我国目前的融资环境下,企业家异质性特征是影响银行信贷融资可获性的重要因素<sup>[15]</sup>,并且公司规模对债务融资有显著的正向影响<sup>[16]</sup>。因此,很有必要探讨家族企业的交接班对企业长期融资能力的影响。

本文可能的创新之处体现在以下两个方面。首先,从研究视角来说,本文首次从家族传承进程的视角分析了家族传承对企业贷款期限结构的影响。本文基于家族传承进程区分了不同的传承阶段,研究结果证实了不同的传承阶段对企业贷款期限结构的不同效果。其次,从理论贡献来说,本文整合了家族声誉理论和资产专有理论的学术争论。关于家族传承对贷款期限结构的影响效应,基于家族声誉理论和资产专有理论可以得出完全不同的观点。本文的实证研究整合了这两个理论的不同观点:在传承前期支持家族声誉理论的观点,而在传承后期则支持资产专有理论的观点。

## 二、理论分析和研究假设

依据家族声誉理论和资产专有理论,家族内部传承对家族企业获取长期贷款的能力有双重的影响效果。

Anderson等(2003)提出了家族企业债务融资的家族声誉理论<sup>[4]263</sup>。依据家族声誉理论,家族内部传承有助于提高家族企业的长期债务融资能力。首先,对于金融机构来说,家族内部传承给企业利益相关者传

递家族将长期持有企业的信号,而家族长期持有企业有助于家族与企业利益相关者建立长期的关系。家族的长期导向可以给企业利益相关者信誉保障,对债权人而言也是如此。尤其是当企业遭遇危机冲击时,家族大股东会全力支持企业度过难关<sup>[17]</sup>。当家族控股具有长期性时,银行等外部金融机构更愿意与上市家族企业建立私人的和友好的联系,因为它们预期这种关系将会在家族内部传递下去。在华人家族企业中,当家族企业和社会财务资本进行融合时,华人社会特有的社会关系网络起着特别重要的作用<sup>[18]</sup>。因此,控制性家族长期经营而获得的声誉和社会网络有助于华人家族企业进行债务融资。其次,对于家族企业来说,家族内部传承意味着企业必须维护家族在金融市场的声誉。当家族实施内部传承时,说明家族和金融机构将会继续开展长时间的交易。因此,家族声誉将会给企业带来长久的经济影响,家族必然会追求良好的声誉,从而可以获得更多的长期贷款。最后,对于家族企业和金融机构两者的关系来说,家族内部传承有助于降低两者的债务代理成本。当家族大股东希望企业可以在家族不断传承下去时,家族大股东更关注企业价值而不仅仅是股东价值。陈建林(2013)的实证研究也显示,家族控制股东有利于降低债务融资代理成本,提高债务融资可得性和改善银企关系<sup>[19]</sup>。因此,家族传承可以减小家族股东和债权人的利益冲突和分歧,降低债务代理成本,有助于家族企业获得更多的长期贷款。

Fan等(2008)提出了家族企业传承的资产专有理论<sup>[51]</sup>。依据资产专有理论,家族内部传承会削弱家族企业的长期债务融资能力。在家族传承的进程中,需要传承的三大类企业家专有资产:企业家默会知识、企业家关系网络和企业家精神<sup>[20]</sup>。上述三类家族企业主独特的资源是企业竞争优势的重要来源,然而,家族传承却很难将企业主的专有资产传递下去,从而使企业获取长期借款的能力下降。首先,家族接班人无法继承创始人专有资产会导致企业价值下降,从而削弱了家族企业获得长期借款的物资基础。企业家很难转移对企业利润很重要的专有资产,例如声誉、社会关系和政治关系等,即使是创始人的子女也很难完全继承专有资产的价值<sup>[21]</sup>。Fan等(2008)以东亚地区的家族企业传承样本作为分析对象进行实证研究<sup>[514]</sup>,研究结果发现,在家族企业传承后的5年内,其市场价值下降了56%,其主要原因是专有资产很难在个人和企业之间传递。随着企业价值和绩效的下降,银行会收紧对企业的长期贷款。其次,家族接班人无法完全继承创始人与银行的社会关系,削弱了家族企业获得长期借款的关系基础。在法制不健全的背景下,基于社会、家族和政治联系的关系契约比市场契约更加流行<sup>[22]</sup>。基于我国数据的研究证实了此观点,于斌斌(2012)发现家族企业接班人的社会网络对企业有正面影响<sup>[23]</sup>,戴亦一等(2009)发现社会资本可帮助企业获得长期债务<sup>[12]99</sup>。因此,当家族接班人无法保持与银行的良好关系时,其获得长期借款的难度将会加大。最后,家族接班人无法完全继承创始人的创业精神,削弱了家族企业获得长期借款的精神基础。李新春等(2008)通过对李锦记集团的案例分析,认为创业精神的传承是百年老字号李锦记长盛不衰的根本原因<sup>[24]</sup>。当金融机构预期家族接班人将无法完全继承创始人的创业精神时,金融机构将对企业未来的发展前景产生怀疑,从而削减对企业的长期贷款。

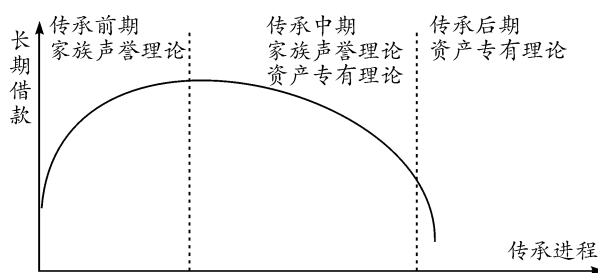


图1 家族企业传承进程与长期借款的关系

基于职业生涯周期理论,Griffeth等(2006)提出了家族接班人的接班进程模型<sup>[25]</sup>,该模型把家族接班人的接班进程分为三个阶段。参考此模型,为了整合家族声誉理论和资产专有理论的争论,本文同样把家族接班人的接班进程分为三个阶段:传承前期、传承中期和传承后期(如图1所示)。在传承前期,家族接班人刚进入企业的管理层,企业的管理权依然掌握在创始人手中。此时,家族内部传承有助于向金融机构传

递家族对企业的长期承诺,而创始人的专有资产也没有流失,因此,家族内部传承有利于获得长期借款,家族声誉理论此时发挥了作用。在传承中期,家族接班人和企业创始人共同掌管企业。此时,一方面家族依然对外传递将长期持有企业的信号,另一方面,企业创始人的部分管理权已经传递给家族接班人,因此创始人的专有资产发生了部分的流失。因此,在上述两股方向相反的力量作用下,家族内部传承与长期借款比率的关系不确定。在传承后期,家族接班人完全掌握了企业的经营决策权,企业创始人交出了管理权。此时,创始人的专有资产发生了大部分的流失,另一方面,金融机构对家族接班人的经营理念和运作方式并不熟悉,金融机构无法确定家族接班人是否会长期持有企业,降低了家族声誉的信号传递作用。因此,家族内部传承不利于企业获得长期借款,此时资产专有理论发挥了作用。总的来说,在传承前期,家族内部传承有利于企业和金融机构保持长期的合作关系,从而更容易得到长期借款;随着传承的进一步深入,创始人的专有资产不断流失,而家族声誉的信号传递效应不断减弱;到了传承后期,家族内部传承反而不利于获得长期借款。综上所述,本文提出以下研究假设:

假设1:家族内部传承进程与长期借款比率呈倒“U”型关系。

假设2:在传承前期,家族内部传承有助于家族企业获得长期借款。

假设3:在传承后期,家族内部传承不利于家族企业获得长期借款。

### 三、研究设计

本文采用多元回归分析方法展开研究。变量定义如表1所示。

参考余明桂等(2008)的方法,因变量表示贷款期限结构的长期借款比率<sup>[26]</sup>。为了提高研究结论的稳健性,本文定义了两类长期借款比率。第一类长期借款比率( $LD_1$ )的定义为长期借款除以负债总额,第二类长期借款比率( $LD_2$ )的定义为长期借款除以贷款总额。

自变量是家族内部传承进程。传承前期是一个哑变量,当第二代家族接班人只参与高管团队,不担任董事长或总经理时为1,其余为0。传承中期是一个哑变量,当第二代家族接班人只担任董事长或总经理的其中一个职位时为1,其余为0。传承后期也是一个哑变量,当第二代家族接班人同时担任董事长和总经理时为1,其余为0。依据第二代家族接班人的接任职位,家族内部传承进程的定义如下:没有家族传承为0,家族传承前期为1,家族传承中期为2,家族传承后期为3。

控制变量包括反映企业资产结构的固定资产比率,反映企业偿债能力的资产负债率,反映企业成长能力的总资产增长率,反映企业营运能力的管理费用率。同时,本文在多元回归模型中控制了企业规模、行业和年份。

表1 变量的操作性定义

	名称	符号	定义
因变量	长期借款比率1	$LD_1$	长期借款/负债总额
	长期借款比率2	$LD_2$	长期借款/(长期借款+短期借款)
自变量	传承前期	IP	第二代只参与高管团队,不担任董事长或总经理为1,其余为0
	传承中期	MP	第二代只担任董事长或总经理的其中一个职位为1,其余为0
	传承后期	RP	第二代同时担任董事长和总经理为1,其余为0
	家族内部传承进程	PD	没有家族传承为0,传承前期为1,传承中期为2,传承后期为3
控制变量	固定资产比率	MG	企业固定资产净值/总资产
	资产负债率	AD	总负债/总资产
	总资产增长率	TI	(年末资产总额-年初资产总额)/年初资产总额
	管理费用率	MC	管理费用/主营业务收入
	规模	AT	公司总资产的自然对数
	行业	IU	行业代码
	年份	YR	年份代码

本文收集了2007年—2011年五年共2855个上市家族企业样本。参考贺小刚等(2009)的方法<sup>[27]</sup>,本文对上市家族企业的判定标准是:首先,最终控制者能追踪到自然人或家族;其次,最终控制者直接或间接持有的公司必须是被投资上市公司第一大股东。企业层面的因变量数据和控制变量数据来自 Csmar 数据库。自变量家族内部传承进程的数据参阅公司年报手工收集而得,同时通过公司网站和网络搜索加以验证。

## 四、实证研究

### (一) 描述性统计分析

如表2所示,上市家族企业的长期借款比率偏低,LD<sub>1</sub>的平均值为6.9%,LD<sub>2</sub>的平均值为20.8%。在上市家族企业中,当前采用家族内部传承模式的企业占全体上市家族企业的比例为14.7%,家族传承激进度的平均值为0.262,这说明上市家族企业的家族传承还处在刚刚起步的阶段。其中,在传承前期的企业比例为5.3%,在传承中期的企业比例为7.3%,在传承后期的企业比例为2.1%。这说明在当前启动家族内部传承模式的企业中,让第二代家族接班人同时担任董事长和总经理的比例最低。

表2 全样本的描述性统计

	平均值	中位数	标准差	最大值	最小值
LD <sub>1</sub>	0.069	0	0.128	1	0
LD <sub>2</sub>	0.208	0.033	0.301	1	0
IP	0.053	0	0.224	1	0
MP	0.073	0	0.260	1	0
RP	0.021	0	0.143	1	0
PD	0.262	0	0.382	3	0

如表3所示,采用家族内部传承模式的样本数总共为419个,其中,在传承前期的样本数为151个,在传承中期的样本数为208个,在传承后期的样本数为60个。从长期借款比率来看,传承前期的公司明显高于传承中期的公司,而传承中期的公司明显高于传承后期的公司。以LD<sub>1</sub>为例,传承前期的公司为12.8%,传承中期的公司为8.9%,传承后期的公司为3.6%。以LD<sub>2</sub>为例,传承前期的公司为31.6%,传承中期的公司为24.2%,传承后期的公司为8.3%。从描述性统计可以看出,在家族传承的前期,企业的长期借款比率较高;在家族传承的后期,企业的长期借款比率反而较低。

表3 不同家族内部传承阶段的描述性统计

	传承前期		传承中期		传承后期	
	平均值	标准差	平均值	标准差	平均值	标准差
LD <sub>1</sub>	0.128	0.191	0.089	0.115	0.036	0.067
LD <sub>2</sub>	0.316	0.337	0.242	0.251	0.083	0.125
样本数	151		208		60	

### (二) 回归分析

为了验证假设1,本文分析了家族传承进程与长期借款比率的关系,研究结果如表4所示。

首先,为了判断家族传承进程与长期借款比率是否呈现线性关系,本文以长期借款比率为因变量,以家族传承进程(PD)为自变量进行回归分析。从表4中的(1)列和(3)列可以看出,家族传承进程和长期借款比率的关系没有通过显著性检验,这表明家族传承进程和长期借款比率并不是简单的线性关系。

其次,为了判断家族传承进程与长期借款比率是否呈现二次曲线关系,本文在模型中加入一个自变量:家族传承进程的平方(PD<sup>2</sup>)。从表4中的(2)列和(4)列可以看出,家族传承进程与长期借款比率呈现显著的二次曲线关系,并且PD<sup>2</sup>前面的系数是负数,这说明家族传承进程和长期借款比率的关系是倒“U”

型关系,研究假设1得到了证实。研究结果表明,在家族传承进程前期,家族内部传承有助于企业和金融机构保持长期合作关系,企业可以获得较多的长期借款;但是,当家族传承进程到了后期,新的家族接班人不能完全继承企业和金融机构的合作关系,不利于企业获取长期借款。

表4 家族传承进程对债务期限结构的影响

因变量	长期借款比率1(LD <sub>1</sub> )		长期借款比率2(LD <sub>2</sub> )	
	(1)	(2)	(3)	(4)
截距项	-0.662 *** (-11.660)	-0.656 *** (-11.629)	-1.611 *** (-11.034)	-1.603 *** (-11.038)
PD	0.000 (0.014)	0.067 *** (5.228)	0.001 (0.087)	0.143 *** (4.514)
PD <sup>2</sup>		-0.030 *** (-5.448)		-0.063 *** (-4.683)
MG	0.110 *** (6.297)	0.115 *** (6.577)	-0.132 *** (-3.026)	-0.119 *** (-2.740)
AD	0.002 (1.254)	0.002 (1.095)	0.007 * (1.728)	0.007 (1.602)
TI	0.000 *** (3.055)	0.000 *** (3.127)	0.000 *** (2.969)	0.000 *** (3.040)
MC	0.000 (1.122)	0.000 (1.130)	0.001 *** (4.206)	0.001 *** (4.231)
AT	0.034 *** (12.731)	0.034 *** (12.572)	0.087 *** (12.607)	0.086 *** (12.510)
IU	控制	控制	控制	控制
YR	控制	控制	控制	控制
调整后 R <sup>2</sup>	0.091	0.102	0.103	0.112
F 值	31.346 ***	31.492 ***	29.087 ***	28.569 ***

注:括号内为 *t* 检验值,\*\*\*表示在1%置信水平显著,\*\*表示在5%置信水平显著,\*表示在10%置信水平显著。

为了验证假设2和假设3,本文进一步以长期借款比率为因变量,以家族内部传承阶段为自变量进行回归分析。

表5是回归分析的研究结果。首先,如表5的(1)列和(4)列所示,传承前期(IP)与长期借款比率显著正相关,这说明在传承前期,家族内部传承有助于企业获取长期借款,研究假设2得到了证实。其次,如表5的(2)列和(5)列所示,传承中期(MP)和长期借款比率的关系没有通过显著性检验,这表明在传承中期,家族内部传承对企业长期借款没有显著影响。最后,如表5的(3)列和(6)列所示,传承后期(RP)与长期借款比率显著负相关,这说明在传承后期,家族内部传承不利于企业获取长期借款,研究假设3得到了证实。因此,实证分析结果显示,从保持家族企业与金融机构的长期关系的视角出发,在这三个家族内部传承阶段中,传承前期是最有利的传承阶段,而传承后期是最不利的传承阶段。

### (三) 稳健性检验

本文的实证研究结果显示,在传承后期,家族企业内部传承会阻碍企业获得长期债务融资,当第二代家族成员同时担任董事长和总经理时,新的家族接班人无法完全继承企业和银行的长期合作关系。但是,不少研究也显示,将管理权集中于个别家族成员可显著地降低家族上市公司的财务绩效<sup>[27]</sup>,过于集中的家族管理权不利于家族企业绩效的改进<sup>[28]</sup>。因此,家族成员集中参与管理会增加企业的债务代理成本,从而阻碍企业获得债务融资。这意味着,在传承后期,家族企业内部传承对长期债务融资的阻碍作用有可能不是由于家族传承导致的,还有可能仅仅是因为家族成员的集中管理导致的。为了排除这种可能性,保证本文实证研究结果的稳健性,本文需要进一步比较第一代家族成员两职合一和第二代家族成员两职合一一对长期债务融资的影响效果。

表5 家族内部传承阶段对债务期限结构的影响

因变量	长期借款比率1(LD <sub>1</sub> )			长期借款比率2(LD <sub>2</sub> )		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距项	-0.664*** (-11.793)	-0.663*** (-11.662)	-0.662*** (-11.700)	-1.623*** (-11.173)	-1.606*** (-10.986)	-1.609*** (-11.056)
IP	0.059*** (5.567)			0.105*** (4.009)		
MP		-0.002 (-0.209)			0.012 (0.533)	
RP			-0.049*** (-2.784)			-0.124*** (-2.800)
MG	0.114*** (6.615)	0.111*** (6.330)	0.114*** (6.558)	-0.123*** (-2.855)	-0.134*** (-3.081)	-0.120*** (-2.764)
AD	0.002 (0.985)	0.002 (1.262)	0.002 (1.302)	0.006 (1.561)	0.007* (1.718)	0.007* (1.775)
TI	0.000*** (3.148)	0.000*** (3.053)	0.000*** (3.052)	0.000*** (3.040)	0.000*** (2.974)	0.000*** (2.969)
MC	0.000 (1.161)	0.000 (1.122)	0.000 (1.113)	0.001*** (4.252)	0.001*** (4.205)	0.001*** (4.201)
AT	0.034*** (12.745)	0.034*** (12.736)	0.034*** (12.785)	0.087*** (12.680)	0.086*** (12.547)	0.086*** (12.633)
IU	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后 R <sup>2</sup>	0.103	0.091	0.094	0.110	0.103	0.106
F 值	35.623***	31.352***	32.416***	31.334***	29.126***	30.183***

注:括号内为 t 检验值,\*\*\*表示在1%置信水平显著,\*\*表示在5%置信水平显著,\*表示在10%置信水平显著。

表6 不同世代的家族两职合一债务期限结构的影响

因变量	长期借款比率1(LD <sub>1</sub> )				长期借款比率2(LD <sub>2</sub> )			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
截距项	-0.632*** (-11.044)	-0.639*** (-11.146)	-0.662*** (-11.700)	-0.637*** (-11.121)	-1.513*** (-10.290)	-1.531*** (-10.394)	-1.609*** (-11.056)	-1.522*** (-10.352)
FA	-0.018*** (-3.271)				-0.061*** (-4.233)			
FG(( <sub>1</sub> ))		-0.014** (-2.452)		-0.015*** (-2.723)		-0.050*** (-3.393)		-0.055*** (-3.674)
RP(( <sub>2</sub> ))			-0.049*** (-2.784)	-0.054*** (-3.026)			-0.124*** (-2.800)	-0.139*** (-3.135)
MG	0.109*** (6.299)	0.108*** (6.240)	0.114*** (6.558)	0.112*** (6.461)	-0.131*** (-3.053)	-0.136*** (-3.156)	-0.120*** (-2.764)	-0.123*** (-2.857)
AD	0.002 (1.055)	0.002 (1.089)	0.002 (1.302)	0.002 (1.119)	0.006 (1.475)	0.006 (1.503)	0.007* (1.775)	0.006 (1.529)
TI	0.000*** (3.077)	0.000*** (3.027)	0.000*** (3.052)	0.000*** (3.020)	0.000*** (2.922)	0.000*** (2.930)	0.000*** (2.969)	0.000*** (2.927)
MC	0.000 (1.176)	0.000 (1.166)	0.000 (1.113)	0.000 (1.161)	0.001*** (4.304)	0.001*** (4.288)	0.001*** (4.201)	0.001*** (4.289)
AT	0.033*** (12.189)	0.033*** (12.284)	0.034*** (12.785)	0.033*** (12.257)	0.082*** (11.938)	0.083*** (12.039)	0.086*** (12.633)	0.083*** (11.989)
IU	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后 R <sup>2</sup>	0.095	0.094	0.094	0.097	0.111	0.108	0.106	0.112
F 值	32.823***	32.175***	32.416***	29.715***	31.592***	30.696***	30.183***	28.500***
系数差异检验(β <sub>2</sub> -β <sub>1</sub> )				-0.039** (-2.161)			-0.084** (-2.086)	

注:括号内为 t 检验值,\*\*\*表示在1%置信水平显著,\*\*表示在5%置信水平显著,\*表示在10%置信水平显著。

实证分析结果如表6所示。首先,家族成员两职合一(FA)与长期借款比率显著负相关,这说明家族管理权的集中确实会给企业长期融资带来负面影响。其次,第一代家族成员两职合一(FG)和第二代家族成员两职合一(RP)均与长期借款比率显著负相关。最后,第二代家族成员两职合一的系数 $\beta_2$ 小于第一代家族成员两职合一的系数 $\beta_1$ ,且 $\beta_2 - \beta_1$ 通过了系数差异检验。如表6的第(4)列所示,以 $LD_1$ 为因变量, $\beta_2 - \beta_1 = -0.039$ ,且通过了显著性检验;如表6的第(8)列所示,以 $LD_2$ 为因变量, $\beta_2 - \beta_1 = -0.084$ ,同样通过了显著性检验。这表明,尽管家族成员两职合一的确不利于企业长期债务融资,但是,相对于第一代家族成员两职合一而言,第二代家族成员两职一对长期债务融资的负面效果更明显。因此,在传承后期,家族内部传承的确会显著地降低家族管理企业获取长期借款的能力,本文的研究结论具有稳健性。

## 五、进一步的研究

前面的研究证实了在传承前期,家族内部传承有助于企业和金融机构建立长期稳定的合作关系,可得到更多的长期借款。然而,在传承前期,有哪些因素会对家族内部传承与长期借款比率的关系产生调节效应呢?这是值得进一步关注的问题。

表7 影响家族内部传承与长期借款比率关系的调节因素(传承前期)

因变量	长期借款比率1(LD1)			长期借款比率2(LD2)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距项	-0.664*** (-11.793)	-0.631*** (-11.316)	-0.621*** (-10.824)	-1.623*** (-11.173)	-1.558*** (-10.865)	-1.508*** (-10.185)
IP	0.059*** (5.567)	0.077*** (4.165)	0.040*** (3.631)	0.105*** (4.009)	0.146*** (3.248)	0.077*** (2.829)
EF		-0.048*** (-7.277)			-0.118*** (-7.325)	
IP*EF		-0.033 (-1.480)			-0.074 (-1.349)	
DC			-0.021*** (-3.691)			-0.057*** (-3.776)
IP*DC			0.228*** (5.398)			0.262*** (2.500)
MG	0.109*** (6.299)	0.127*** (7.405)	0.110*** (6.424)	-0.123*** (-2.855)	-0.079*** (-1.838)	-0.127*** (-2.968)
AD	0.002 (1.055)	0.001 (0.754)	0.001 (0.769)	0.006 (1.561)	0.006 (1.432)	0.005 (1.266)
TI	0.000*** (3.077)	0.000*** (2.926)	0.000*** (3.116)	0.000*** (3.040)	0.000*** (2.835)	0.000*** (2.999)
MC	0.000 (1.176)	0.000 (1.218)	0.000 (1.041)	0.001*** (4.252)	0.001*** (4.836)	0.001*** (4.128)
AT	0.033*** (12.189)	0.034*** (12.801)	0.032*** (11.889)	0.087*** (12.680)	0.086*** (12.860)	0.082*** (11.772)
IU	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后 $R^2$	0.095	0.126	0.116	0.110	0.139	0.117
F值	32.823***	35.991***	32.768***	31.334***	32.579***	27.107***

注:括号内为t检验值,\*\*\*表示在1%置信水平显著,\*\*表示在5%置信水平显著,\*表示在10%置信水平显著。

企业的融资会受到企业特性的影响。因此,本文从企业特性的视角选择了两个调节因素:家族性质的类型(EF)和家族控制的类型(DC)。参考王明琳等(2006)和陈建林(2008)的思路<sup>[29-30]</sup>,家族性质的类型可以区分为两类:创始家族和非创始家族。当企业的控制性家族为创始家族时,EF=1;当企业的控制性家族为非创始家族时,EF=0。创始家族的定义参考贺小刚等(2011)的方法<sup>[31]</sup>:创始家族是指公司上市前,



就已经是该公司最终控制人的家族；非创始家族是指在公司上市后，才通过兼并收购方式成为该公司最终控制人的家族。家族控制的类型可以区分为两类：家族直接控制和家族间接控制。当家族直接控制企业时， $DC = 1$ ；当家族间接控制企业时， $DC = 0$ 。家族直接控制企业的定义参考马磊等(2010)的方法<sup>[32]</sup>：家族直接控制是指家族直接担任企业的大股东，家族没有通过第三方来控制企业。

实证结果如表7所示。从表7的第(2)列和第(5)列可以看出，传承前期和创始家族的交乘项( $IP * EF$ )与长期借款比率负相关，但是没有通过显著性检验，这说明在传承前期，创始家族对家族内部传承与长期借款比率的关系没有显著的调节效应。相对于非创始家族，创始家族内部传承对长期借款比率的影响并没有显著差异。

从表7的第(3)列和第(6)列可以看出，传承前期和家族直接控制的交乘项( $IP * EF$ )与长期借款比率显著正相关，这说明在传承前期，家族直接控制对家族内部传承与长期借款比率的关系有正向的调节效应。相对于家族间接控制，家族直接控制会强化家族内部传承对长期借款比率的正向影响。其原因是：家族直接控制的企业由家族直接出任企业的大股东，家族对企业的控制权和所有权没有发生偏离，这表明家族利益和企业利益是完全一致的。因此，在家族把企业传递给下一代接班人时，相对于家族间接控制，家族直接控制可以更好地保护银行等债权人的利益，更有利于家族与金融机构保持良好关系，从而可以更好地发挥家族内部传承对企业长期借款的正面效应。

## 六、结论与启示

本文针对家族企业传承和融资的关系问题，基于我国2007—2011年上市家族企业数据，分析了家族内部传承进程对家族企业贷款期限结构的影响。从家族接班人的职位视角，按照家族内部传承进程的前后，本文把家族内部传承阶段区分为三类：传承前期、传承中期和传承后期。研究结果可以归纳为：

第一，家族内部传承进程与长期借款比率呈倒“U”型关系。当家族传承进程刚启动时，家族内部传承有助于企业获得长期借款；当传承进程到后期时，家族内部传承不利于企业获得长期借款。

第二，在传承前期，家族内部传承可以促进企业获得长期借款，这个结论支持了家族声誉理论的观点。相对于家族间接控制而言，家族直接控制有助于提升家族内部传承对长期借款的“促进效应”。

第三，在传承中期，家族内部传承与长期借款比率的关系不显著。

第四，在传承后期，家族内部传承与长期借款比率显著负相关，这个结论支持了资产专有理论的观点。与第一代家族成员两职合一相比，第二代家族成员两职合一对于长期借款比率的负面效应更大。

本文的研究结论给我们以下启示：

首先，本文的研究结果显示：家族内部传承进程与长期借款比率呈倒“U”型关系，因此在家族传承过程中，为了保持企业和银行等金融机构的良好关系，同时为了使家族接班人尽可能继承创始人的专有资产，家族企业应该尽早启动接班人计划。吴应军等(2011)指出，与美国等国家的企业相比，我国的企业在实行接班人计划上显得很消极<sup>[33]</sup>。如果家族接班人可以尽早从一般的管理人员起步，一方面可以保持和拓展家族企业与银行之间的互信合作关系；另一方面，培养合格接班人是家族企业接班人计划的重要组成部分<sup>[34]</sup>，家族接班人尽早融入管理团队，有助于其在实践中不断磨练和学习，有利于其逐渐继承企业创始人的专有资产。

其次，本文的研究结果显示：在不同的情景下传承早期对企业获得长期借款的促进效应有所不同，因此家族企业应该创造合适的条件来加强传承早期对企业长期借款的正面效应。家族直接控制可以强化传承早期的“促进效应”，因此控制性家族应该优先选用直接控制企业而不是间接控制企业，这样有助于提升金融机构对企业和控制性家族的信心。

最后，本文的研究结果显示：在传承后期家族内部传承与长期借款比率显著负相关，因此企业的交接应该设置缓冲区，在第一代家族企业创始人退休后，可以在公司担任一段时间的顾问，帮助家族接班人建立声望和社会关系。

## 参考文献:

- [1] 王重鸣, 刘学方. 高管团队内聚力对企业继任绩效影响实证研究[J]. 管理世界, 2007(10): 84-98.
- [2] 周中胜, 王榛. 企业家能力、信用评级与中小企业信贷融资可获性——基于江浙地区中小企业问卷调查的经验研究[J]. 财贸经济, 2010(6): 10-17.
- [3] UPTON N, PETTY W. Venture Capital Investment and US Family Business[J]. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2000, 2(1): 27-39.
- [4] ANDERSON R, MANSI S, REEB D. Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68(2): 263-285.
- [5] FAN J P H, JIAN M, YEH Y H. Family Firm Succession: The Roles of Specialized Assets and Transfer Costs[R]. Hong Kong: The Chinese University of Hong Kong, 2008: 1-34.
- [6] 陈凌, 应丽芬. 代际传承: 家族企业继任管理和创新[J]. 管理世界, 2003(6): 89-97.
- [7] 王呈斌, 伍成林. 内部因素对家族企业传承影响的实证分析——基于在任者的视角[J]. 经济理论与经济管理, 2011(8): 102-110.
- [8] 罗党论, 唐清泉. 政府控制、银企关系与企业担保行为研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2007(3): 151-161.
- [9] 肖泽忠, 邹宏. 中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好[J]. 经济研究, 2008(6): 119-134.
- [10] 江伟, 李斌. 制度环境、国有产权与银行差别贷款[J]. 金融研究, 2006(11): 116-126.
- [11] 江伟, 李斌. 金融发展与企业债务融资[J]. 中国会计评论, 2006(1): 255-276.
- [12] 戴亦一, 张俊生, 曾亚敏, 等. 社会资本与企业债务融资[J]. 中国工业经济, 2009(8): 99-108.
- [13] ZOU H, ADAMS M B. Debt Capacity, the Cost of Debt and Corporate Insurance[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2008, 43(2): 433-466.
- [14] ALLEN F, QIAN J, QIAN M. Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 57-116.
- [15] 罗正英, 周中胜, 詹乾隆. 中小企业的银行信贷融资可获性: 企业家异质特征与金融市场化程度的影响[J]. 会计研究, 2010(6): 44-50.
- [16] 王立彦, 刘应文. 创业板公司上市前的债务融资模式研究[J]. 证券市场导报, 2013(5): 9-15.
- [17] 连燕玲, 贺小刚, 张远飞, 等. 危机冲击、大股东“管家角色”与企业绩效——基于中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界, 2012(9): 142-155.
- [18] 储小平. 家族企业研究: 一个具有现代意义的话题[J]. 中国社会科学, 2000(5): 51-58.
- [19] 陈建林. 家族控制与民营企业债务融资: 促进效应还是阻碍效应? [J]. 财经研究, 2013(7): 27-37.
- [20] 窦军生, 贾生华. “家业”何以长青? ——企业家个体层面家族企业代际传承要素的识别[J]. 管理世界, 2008(9): 105-117.
- [21] FAN J P H, WONG T J, ZHANG T Y. Founder Succession and Accounting Properties[J]. Contemporary Accounting Research, 2012, 29(1): 283-311.
- [22] BURKART M, PANUNZI F, SHLEIFER A. Family Firms[J]. The Journal of Finance, 2003, 58(5): 2167-2202.
- [23] 于斌斌. 家族企业接班人的胜任—绩效建模——基于越商代际传承的实证分析[J]. 南开管理评论, 2012(3): 61-71.
- [24] 李新春, 何轩, 陈文婷. 战略创业与家族企业创业精神的传承——基于百年老字号李锦记的案例研究[J]. 管理世界, 2008(10): 127-140.
- [25] GRIFFETH R W, ALLEN D G, BARRETT R. Integration of Family-owned Business Succession with Turnover and Life Cycle Models: Development of a Successor Retention Process Model[J]. Human Resource Management Review, 2006, 16(4): 490-507.
- [26] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008(8): 9-21.
- [27] 贺小刚, 连燕玲. 家族权威与企业价值: 基于家族上市公司的实证研究[J]. 经济研究, 2009(4): 90-102.
- [28] 贺小刚, 李新春, 连燕玲. 家族成员的权力集中度与企业绩效——对家族上市公司的研究[J]. 管理科学学报, 2011(5): 86-96.
- [29] 王明琳, 周生春. 控制性家族类型、双重三层委托代理问题与企业价值[J]. 管理世界, 2006(8): 83-93.
- [30] 陈建林. 管理层持股对家族控制的影响: 150家上市公司样本[J]. 改革, 2008(4): 116-122.
- [31] 贺小刚, 燕琼琼, 梅琳, 等. 创始人离任中的权力交接模式与企业成长——基于我国上市公司的实证研究[J]. 中国工业经济, 2011(10): 98-108.
- [32] 马磊, 徐向艺. 两权分离度与公司治理绩效实证研究[J]. 中国工业经济, 2010(12): 108-116.
- [33] 吴应军, 蔡洪滨. 策略性模糊在信息甄别中的作用——以企业接班人计划为[J]. 经济研究, 2011(3): 108-118.
- [34] 刘学方, 王重鸣, 唐宁玉, 等. 家族企业接班人胜任力建模——一个实证研究[J]. 管理世界, 2006(5): 96-106.