

# 代际传承与家族企业并购行为： 基于传承多阶段演进视角

许宇鹏<sup>1</sup>, 徐龙炳<sup>2</sup>

(1. 上海财经大学 博士后流动站, 上海 200433; 2. 上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

**摘要:** 当公司并购面对家族企业代际传承复杂性时, “基业长青”的初心是否会遭遇挑战和不确定性? 文章基于代际传承多阶段演进的视角, 考察了家族企业并购行为的内在机理与影响机制。研究发现, 进入传承准备期的家族企业呈现稳健的并购风格, 更愿实施与主业关联的并购, 并购的长期表现也更好。这一结果在创始人培养二代接班人共治阶段表现尤为显著。而当二代接班上位治理时, 并购风格转向激进, 并购规模强度更高, 且倾向于跨界并购。两代人之间的冲突与磨合凸显认知和经历的差异, 产生截然相反的并购影响; 在接班人培养期间, 多位二代成员共同竞争会强化并购行为, 而女性家族成员接棒企业后, 并购相对趋于稳健。文章的研究将代际传承复杂多阶段特征、家族企业授权分配与公司并购有机结合, 拓展和深化了家族企业代际传承场景下的公司财务理论, 揭示了传承有序、经营有方对家族企业稳定繁荣的重要性。

**关键词:** 家族企业; 代际传承; 公司并购; 家族治理; 多阶段特征

**中图分类号:** F272.3 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2023)07-0138-16

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.20230316.101

## 一、引言

传统财务理论对家族企业并购的关切是有限的, 国内外研究注意到并购对于家族企业追求“基业长青”的意义(Brigham 等, 2013; Yaghoubi 等, 2016; 刘白璐和吕长江, 2018), 但这种基于静态视角的研究忽视了代际传承(陈凌和应丽芬, 2003)对并购的异质性影响, 而一些真实发生的案例引起了我们的思考。双汇集团的家族纷争结束了长达 30 年的“父子共治”, 万隆长子万洪建直指 2013 年双汇国际并购美国肉制品企业 *Smithfield Foods* 是其父借机向境外转移财富的掏空手段。<sup>①</sup>而福耀集团创始人曹德旺先生收购其长子创立的福建三锋集团, 实现福耀集团并购整合的协同效应, 以此为长子未来接班铺平道路, 折射出父辈传承培养的良苦用心。<sup>②</sup>可见, 家族企业迈入漫长的代际传承期后, 并购动因更加复杂, 这或许是触发家族企业走向何种传承以及能否顺利传承的按钮, 而创始人与接班人的内在需求差异可能对公司并购决策造成影响。

收稿日期: 2022-08-24

基金项目: 国家社会科学基金重大项目(23ZDA040); 国家自然科学基金项目(72102137, 72173081, 72073088, 71903104); 中央高校基本科研业务费“数字经济高质量发展的特征及驱动策略研究”专项资金资助项目(2023110139)

作者简介: 许宇鹏(1986-), 男, 浙江诸暨人, 上海财经大学应用经济学博士后;

徐龙炳(1964-)(通讯作者), 男, 江苏丹徒人, 上海财经大学金融学院教授, 博士生导师。

<sup>①</sup> 详见 <https://finance.sina.com.cn/chanjing/gsnews/2021-09-11/doc-iktzqyt5298970.shtml>。

<sup>②</sup> 详见 [https://www.guancha.cn/economy/2018\\_06\\_26\\_461547.shtml](https://www.guancha.cn/economy/2018_06_26_461547.shtml)。

根据本文的初步统计,<sup>①</sup>18.73%的中国上市家族企业尚处于传承准备期,18.61%进入传承培养期,5.26%实现权力传递,这充分反映了中国家族企业代际传承复杂的多阶段演进特征。进一步统计发现,平均而言,2008—2020年进入代际传承阶段的家族企业并购数量占有家族企业并购的比例达到51.41%。这说明传承阶段家族企业的并购活跃度较高,反映了开启传承的家族企业并购活动的高发性特征。家族企业的并购行为并非同质的,而是一个复杂和动态的过程。有关家族企业代际传承的现有研究只锁定其中一个传承期“窗口”(De Massis等,2016;李新春等,2015),而忽视了代际传承复杂的多阶段特征对并购决策的影响。家族企业代际传承的多阶段性与公司并购之间的因果关系尚未有文献进行实证探索(Hoskisson等,2017)。

中国家族企业的治理模式表现出明显的家长式领导风格,这种风格既有父权的特征,拥有清楚而强大的权威,又有照顾、体谅的道德温度(Westwood,1997)。在父权制主导组织的权力让渡与转移过程中,父辈在位者很可能陷于赋权和支配子女继承人的矛盾中(Huang等,2020)。早期的研究将上述矛盾归因于父辈创始人意欲继续掌权并保持对子女的控制,忽视了父辈同时具有强烈的培养继承人的愿望(Grote,2003),这恰是Gómez-Mejía等(2007)所提出的家族企业非财务目标或社会情感财富目标(包括身份、行使家族影响力以及家族产业延续)的重要内容。在家族企业代际传承的情景下,企业财务行为深受家族式领导和科层制管理的双重影响,中国独特的制度背景和乡土文化形塑了民营企业家的传承理念和行事风格(陈冬华和李真,2015;许年行等,2019)。当“差序格局”社会结构下的代际关系与现代企业制度下的治理变化相互“碰撞”时,传承对公司并购产生何种影响是本文关注的重点。

本文将家族企业代际传承划分为传承启动、创始人培养二代共治以及二代接班上位治理三个阶段,以2008—2020年A股上市家族企业为研究对象,深入探讨了代际传承对家族企业并购的影响机制及经济后果。研究发现,在创始人培养二代成员共同治理家族企业的传承阶段,并购呈现稳健的状态;而在二代接班人开始掌舵后,并购风格转向激进,并购规模强度较高,倾向于跨界并购,整体并购绩效相对较差。在影响机制检验中,两代人之间的冲突与磨合对并购行为的影响截然相反。代际认知差异使并购频率和强度更高,更偏向与主业高度关联的并购,而二代海外经历、两代人共事时间越长,并购越激进;在接班人培养期间,多位潜在接班人共同竞争会提升并购实施强度,家族女性成员接班后,并购又相对缓和。进一步研究发现,进入传承状态的企业对并购的态度更加积极,且在不同的传承阶段,并购绩效呈现分化的状态。

本文的研究贡献体现在:第一,拓展了公司并购的财务理论在家族企业代际传承场景下的研究边界。关于家族企业与并购行为的现有研究尚未触及代际传承多阶段性所可能引致的并购差异问题,尽管有文献已经证实家族企业以基业长青作为并购的内在动机,但是从代际共治到完成接班的传承关键窗口期对并购的影响是一个有趣的问题,不应被忽略。本文将家族企业代际传承视为一个动态过程,有效构建了不同传承期的家族治理模式,在此基础上探讨了传承对并购的影响,捕捉了家族企业行为变化的趋势。第二,提出并检验了家族企业代际传承过程中多位潜在继承人共同参与家族企业管理的“竞争动力机制”和女性继任者接班的“性别差异机制”,从继承人的视角深入探讨了代际传承对于公司并购的重要性;同时,从代际双方的认知差异和相互磨合以共建互信协作的视角,探讨了代际关系处理对公司并购的影响,为家族如何有序传承助力企业发展提供了丰富的经验证据。第三,研究结论为家族企业管理者、资本市场投资者以及其他利益相关者提供了重要参考,对于完善家族企业代际传承治理机制和引导企业持续成长具有较强的实践意义。

<sup>①</sup> 统计数据来源于上市公司招股说明书、历年公司年报以及CSMAR并购数据库,通过手工整理得到。

## 二、理论分析与研究假说

### (一)代际传承与家族企业：模式、治理与经济后果

代际传承是家族企业最独特和具有战略意义的研究领域，其涉及两代人甚至多代人之间的关系治理，确定继承人选是家族企业的一项关键决策，对其发展前景意义重大(Chang 和 Shim, 2015)。从传承模式来看，目前发生代际传承的中国家族企业主要有两种接班人培养模式：一是在企业内部长期培养；二是出国留学或在外工作后进入家族管理层。与海外培养模式相比，在国内培养的继承人更加了解中国文化和制度约束下的社会规则，而且对家族企业的情感承诺和组织认同也更加强烈，传承后有利于企业业绩与价值增长(朱晓文和吕长江, 2019)。对于代际传承这一复杂而漫长的时间窗口，现有研究关注到两代人权力配置差异所形成的治理模式对家族企业战略变革和创新的影响。家族企业二代在父辈主导培养下更具变革精神，但到父辈退居幕后却失去了往昔的变革动力，这与父辈的支持力度和继任者树立权威的动机高度相关(祝振铎等, 2018)。基于父爱主义的理念驱动和积累社会情感财富的动机，在父子共同治理的传承培养期，企业创新投资水平更高(祝振铎等, 2021)。现有文献对传承与企业业绩关系的探讨则得出相反的结论(Fan 等, 2012)。

可以发现，家族企业代际传承是一类丰富的研究主题，传承背后的培养和传承路径选择隐含着家族企业内部权力如何分配和外部资源如何维系两大核心问题，并受到代际双方决策动机的影响。现有研究虽然关注到传承多阶段性的客观现状，但是从父辈创始人视角探讨传承对企业的影响时忽视了代际双方差异性特征的作用。家族企业二代独有的经历对跨行业并购具有积极影响(蔡庆丰等, 2019)，这为本文探究传承多阶段下的家族企业并购提供了启示。本文将从代际传承多阶段演进视角，探究家族企业并购背后的内在机理。

### (二)“扶一把的财富安全感”：二代培养共治阶段的并购

现有研究关注到家族企业传承过程中中国式父爱主义的代际帮扶行为对建立和巩固继任者权威的影响。现实中，很多家族企业的创始人渴望自己的子女接班经营其辛勤创办的企业，甚至不惜采用特殊的并购手段，以此来“吸引”子女接受自己的传承安排。可见，代际传承并非自然或天然发生，理想与现实的背离引人深思。

混合赌博理论指出，人们在做出重大决策时考虑的是财富收益和损失的预期变化，而不是财富的最终回报；由于对损失或失败的厌恶，决策者往往会更多地考虑损失对预期回报的影响(Tversky 和 Kahneman, 1992)。家族企业往往需要从金融财富和社会情感财富两个维度来综合考量关键决策的预期回报和损失(Gomez-Mejia 等, 2014)。家族创始人是更多地考虑保护金融财富的安全还是维系家族控制和影响，这需要置于具体的决策情景中进行分析。调节定向理论为解释代际传承多阶段下的家族企业并购动机提供了一个更具普遍性的分析框架。这一理论旨在解释决策者追求收益还是规避损失(Higgins, 1997)，它区分了决策者两种不同的调节方式，即促进定向和预防定向。前者表明决策者的战略倾向是通过追求收益来寻求企业成长和发展，后者则表明决策者主要倾向于避免损失以确保企业财富的安全。这两类调节方式是由不同的情景因素所激活，在特定阶段只会有一种倾向占据主导地位(Brockner 和 Higgins, 2001)。这为本文研究传承多阶段下的公司并购提供了绝佳的解释路径。

本文认为，家族企业创始人着手开始培养接班人之际，社会情感财富安全成为其决策的首要考虑因素。首先，在位的父辈创始人可能想维持其控制力(Chirico 等, 2020)，企业开拓创新并非易事，创始人在这个过程中投入的资源和全身心付出所形成的个人权威和家族企业声誉，以

及由此经营的社会资本都具有很强的专有性。创始人的关系资源并不容易传承或转移,在传承过程中可能会损失消耗。社会情感财富安全会受到威胁,更严重的是家族企业控制权也会易主(Chen 和 Miller, 2007)。对创始人而言,一旦在传承过程中失去关键资源,生存风险成为首要考虑的因素,预防定向就会触发创始人采取更利于社会情感财富安全的经营策略(Matzler 等, 2015)。其次,在培养二代潜在接班人的过程中,为了确保社会情感财富的安全边际,创始人会以一种相对温和的方式主导企业的发展方向,为家族二代成员的成长和树立权威寻觅良机。并购是一项投资回报时间跨度长、不确定性高的重要财务行为,创始人并不会单纯追求金融财富。家族企业的持续稳健发展是社会情感财富最大的禀赋,而这种禀赋会因稳定的跨代控制而变得更强大(Berrone 等, 2012)。基于上述分析,本文提出以下假说:

假说 1: 与尚未进入传承的家族企业相比,处于二代培养共治传承阶段的家族企业在并购方面更加保守。

(三)“另创领地的激情”:二代接班上位治理阶段的并购

创始人将经营决策权交给二代接班人之际,家族企业的社会情感财富安全得到了基本保障。此时,二代接班人的经营动机在于向各方利益相关者传递企业未来发展的积极信号,他们在决策中更会考虑未来家族企业的持续利益(Bammens 和 Hunermund, 2020),并采取更富创新精神的经营策略(黄海杰等, 2018)。正如 De Massis 等(2018)所言,家族企业顺利完成传承后,基于长期价值导向,更容易坚持那些持续获得回报的项目。公司并购是高风险的财务行为,且回报周期较长,这需要决策者有足够的定力和能力进行并购前后的资源整合,成功的并购会让企业产生质的飞跃。这种跨期的战略决策鼓励决策者采用更长的评估周期(Fang 等, 2021),这会降低近期金融财富的损失概率,提升长期金融财富的获益概率,由此触发决策者的促进定向(Chrisman 和 Patel, 2012)。

有研究指出,创新投资的收益回报可能增进社会情感财富,且这种财富会以提升家族企业声誉的方式展现,进而巩固现任家族企业主及家族对企业的控制(Cruz 和 Justo, 2017)。这一事实对理解接班人上位治理阶段的公司决策动机非常重要。家族继任者尽管获得了绝对的权力,但是需要通过自身更多努力才能巩固家族权威,其中的关键是接班人是否有能力实现家族财富保值增值。为了家族企业及家族的永续繁荣,二代继任者有动力去突破既有框架,实施战略变革。进入二代接班上位治理阶段,代际传承的战略变革目标在内部权力结构维度发生了演化,这种变化并非家族企业一贯的保守特性(Duran 等, 2016),而是为了能够保持家族的稳定和繁荣,获得更长时期的金融财富来持续积累社会情感财富。因此,二代接班人可能会将短期的可预期损失转移到长期可预期的博弈收益中,这会促进家族企业在此阶段的并购行为。基于上述分析,本文提出以下假说:

假说 2: 与培养二代共治的家族企业相比,处于二代接班上位治理阶段的家族企业在并购方面更加激进。

### 三、研究设计

(一)样本选择

本文的研究样本为 2008—2020 年沪深 A 股上市家族企业,数据来源于上市公司招股说明书以及 CSMAR 数据库的家族企业子库。本文根据招股说明书中确定的实际控制人性质来界定家族企业,且满足以下条件:(1)公司实际控制人可追溯至某一自然人或者家族,且上市公司中至少有一名家族成员持有相应股份或者在高管层担任相应职务;(2)实际控制人拥有对企业的实质性控制权,即家族总持股比例至少为 10%。

本文根据家族企业子库中“家族成员身份”“实际控制人子女数量”“家族成员职务”，结合招股说明书、年度报告和公司公告，手工归集并确定一代实际控制人与二代核心成员之间的关系、职位情况以及其他个人特征。其他关键信息数据来源于 CSMRA 数据库和 Wind 数据库。参照以往研究，本文剔除了金融保险业公司和主要数据缺失的样本。

本文在 CSMAR 数据库的“中国上市公司并购重组研究数据库”中筛选出上市家族企业在样本期间的并购重组事件。参考王砚羽等(2014)以及蔡庆丰等(2017)的做法，本文选取了家族企业的四类并购事件，即资产收购、要约收购、吸收合并以及股权转让。本文以并购首次公告日期为准，采用以下筛选规则：(1)上市家族企业处于买方(并购方)地位；(2)并购交易成功，并剔除关联方交易；(3)剔除在并购期间买方或卖方公司被 *ST*、\**ST* 和 *PT* 处理的并购事件；(4)剔除金融保险类家族企业、关键信息和相关数据缺失的并购事件。本文最终得到发生并购的 6 899 个公司—年度观测值。所有连续变量都进行了上下 1% 的缩尾处理。

## (二)变量定义

1. 被解释变量。参考姜付秀等(2008)的研究，本文对家族企业并购设置以下 3 个变量：第一个是并购次数(*NMA*)，从并购样本来看，有的公司一年内实施了多次并购，本文将这些公司每年的并购次数进行加总，并购次数越多说明企业并购行为越激进。第二个是并购规模(*SMA*)，分别采用每家样本家族企业每笔并购交易金额(万元)的自然对数( $\ln(M\&A\ Value)$ )和每笔并购交易金额与并购方公司期末总资产的比值( $M\&A\ Value/Assets$ )进行衡量，并购金额越大，企业并购规模越大，企业并购行为越激进。第三个是多元化并购(*DMA*)，根据并购交易双方的行业代码进行判断，如果行业代码不一致则认定为多元化并购，赋值为 1，否则赋值为 0。多元化并购被认为是风险较大的并购行为(李善民和周小春, 2007)，多元化并购在一定程度上说明并购行为比较激进，也显示出企业为转型所做出的努力和尝试。

2. 主要解释变量。按照中国家族企业发展历史，创始人即为家族一代，通常也是企业实际控制人。有研究将儿媳和女婿纳入家族二代(Xu 等, 2015)，但本文聚焦于家族一代的子女，将其定义为家族二代。本文将代际传承划分为多个阶段，其中最关键的阶段是家族一代培养二代共治阶段和二代接班上位治理阶段。本文首先识别家族企业是否进入代际传承状态，将家族二代成员进入家族企业工作作为识别事件。如果创始人子女进入企业并安排具体职务，则表明家族企业开始启动传承。如果父辈创始人在公司担任董事长或总经理，且家族二代进入公司参与经营管理，担任公司副董事长、副总经理、董事、监事等其他非核心职位，则视为家族一代培养二代共治阶段，*Preparation* 赋值为 1，否则赋值为 0；如果二代子女继任者在公司担任董事长或总经理，且父辈创始人仍担任其他非核心职务，则视为二代接班上位治理阶段，*Successor* 赋值为 1，否则赋值为 0。

3. 调节变量。为了检验家族两代人之间的冲突与磨合对公司并购的影响，本文选择两代人的认知差异(用学历水平差异表示，*CogDifference*)、二代成员是否具有海外经历(包括教育和工作经历，*OverseaBack*)以及二代成员进入家族企业工作时长(*EntryTime*)这 3 个因素进行分析。为了检验家族二代培养与选择的内部差异性对公司并购的影响，本文从家族二代进入企业参与经营管理的人数和家族二代接班人的性别差异这两个维度进行分析。家族二代进入企业的人数(*Offspring*)反映了家族二代培养的多样化选择；家族二代接班人的性别差异对公司并购具有重要影响，如果是女性二代接班，则 *Gender* 赋值为 1，否则赋值为 0。

4. 控制变量。本文加入了以下可能影响公司并购的控制变量：(1)企业年龄(*Age*)和规模(*Size*)，规模较小的企业在并购能力上可能不及规模较大的企业；(2)资产负债率(*LEV*)、资产收

益率(*ROA*)和企业生命周期(*Lifecycle*),反映了家族企业的经营和财务状况;(3)董事会规模(*Boardsize*)和独立董事比例(*Inderatio*),反映了家族企业的公司治理结构;(4)实际控制人持股比例(*Foundeshare*),其数值越大,对公司并购的影响越大;(5)*CEO*年龄(*CEOage*)和*CEO*兼任董事长情况(*Duality*),年轻的家族*CEO*更富有冒险创新精神,且兼任董事长后拥有的决策权力更大,对并购行为的影响更加显著。此外,本文还控制了年度(*Year*)和行业(*Industry*)固定效应,并进行公司层面聚类处理和异方差调整。

### (三)模型构建

为了检验代际传承多阶段对家族企业并购的影响,本文构建了模型(1)。

$$M\&A_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Preparation_{i,t} / Successor_{i,t} + Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

为了检验家族企业两代人的冲突与磨合对公司并购的影响,本文构建了模型(2)、模型(3)和模型(4)。

$$M\&A_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Preparation_{i,t} + \alpha_2 CogDifference_{i,t} + \alpha_3 Preparation_{i,t} \times CogDifference_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$M\&A_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Preparation_{i,t} + \alpha_2 OverseaBack_{i,t} + \alpha_3 Preparation_{i,t} \times OverseaBack_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$M\&A_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Preparation_{i,t} + \alpha_2 EntryTime_{i,t} + \alpha_3 Preparation_{i,t} \times EntryTime_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

为了检验家族二代培养与选择的内部差异性对公司并购的影响,本文构建了模型(5)和模型(6)。

$$M\&A_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Preparation_{i,t} + \alpha_2 Offspring_{i,t} + \alpha_3 Preparation_{i,t} \times Offspring_{i,t} + Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$M\&A_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Successor_{i,t} + \alpha_2 Gender_{i,t} + \alpha_3 Successor_{i,t} \times Gender_{i,t} + Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

### (四)描述性统计

表1是本文主要变量的描述性统计结果。从中可以看到,*NMA*的均值为1.127,最大值为6,表明我国上市家族企业年均并购次数超过1次。*M&A Value*和*M&A Value/Assets*的均值分别为38 896.07和0.075,表明家族企业并购交易金额平均约为3.89亿元,与并购公司总资产的比值为7.5%。这两个变量的标准差分别为2.17亿元和26.2%,说明并购交易规模在公司间存在较大差异。*DMA*的均值为0.226,说明22.6%的上市家族企业实施了混合并购。*Preparation*的均值为0.631,*Successor*的均值为0.566,可见中国家族企业代际传承存在显著的差异性和阶段性特征。这为本文的研究提供了较好的数据支持。<sup>①</sup>

表1 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>NMA</i>	6899	1.127	0.473	1	1	6
<i>M&amp;A Value</i>	6899	38 896.07	21 724.28	122.68	2948.07	320 000

① 控制变量的描述性统计结果与现有文献差异不大。本文还对家族企业在不同状态和不同传承阶段下的并购行为进行了分组检验,结果初步支持了本文的假说。受篇幅限制,文中未报告相关结果,如有需要可向作者索取。

续表 1 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Ln(M&A Value)	6899	15.625	2.471	9.210	17.195	23.208
M&A Value/Assets	6899	0.075	0.262	0.001	0.009	0.458
DMA	6899	0.226	0.418	0	0	1
Preparation	2695	0.631	0.483	0	1	1
Successor	1333	0.566	0.496	0	1	1
CogDifference	6899	0.568	1.358	-3.000	0.665	4.000
OverseaBack	6899	0.246	0.430	0	0	1
EntryTime	6899	3.970	1.135	0.667	3.667	14.083
Offspring	6899	1.970	0.943	0	2	6
Gender	1333	0.270	0.162	0	0	1

#### 四、实证结果分析

##### (一) 基准回归分析

表 2 和表 3 结果反映了企业创始人培养二代共治阶段和二代接班上位治理阶段的公司并购情况。表 2 列(1)中 Preparation 的回归系数显著为正,说明在创始人培养二代共治阶段,家族企业的并购频率较高;而列(2)和列(3)中 Preparation 的回归系数显著为负,说明家族企业在并购规模强度和多元化并购倾向方面都表现得比较克制和稳健。表 3 结果则表明,在家族企业传承进入二代接班上位治理阶段之后,公司并购表现出相反的状况,在并购频率上相对收敛,而并购规模强度则较高,且比较偏爱跨行业的多元化并购。本文的假说初步得到验证。

表 2 创始人培养二代共治阶段的公司并购

	(1) NMA	(2) Ln(M&A Value)	(3) DMA
Preparation	0.127*** (8.95)	-0.898*** (-7.05)	-0.206*** (-6.17)
Controls	控制	控制	控制
Industry和Year	控制	控制	控制
Observations	2695	2695	2695
R <sup>2</sup>	0.386	0.648	0.593

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平,括号内为t值,回归结果经过稳健标准误处理。下表同。

表 3 二代接班上位治理阶段的公司并购

	(1) NMA	(2) Ln(M&A Value)	(3) DMA
Successor	-0.131*** (-3.01)	0.567*** (9.69)	0.200*** (3.22)
Controls	控制	控制	控制
Industry和Year	控制	控制	控制
Observations	1333	1333	1333
R <sup>2</sup>	0.685	0.654	0.475

## (二)稳健性检验

1. 工具变量法。为了缓解模型中可能存在的内生性问题,本文采用耕作文化作为家族代际传承的工具变量。“民以食为天”,耕作过程中形成的模式与习惯对个体和组织行为以及当地文化具有深远影响(赵向阳等, 2015)。不同作物的耕作要求差别形塑了不同地区的劳动组织与民众观念意识,其中种植水稻和种植小麦对所在地的家族成员协作存在不同的要求,与种植小麦相比,种植水稻更加强调协作生产。经过千年的农耕安排,家族集体协作互助的耕作模式逐渐形成(Roberts, 2015)。水稻种植的农耕文化也增强了家族内部的凝聚力,促进了家族宗族观念的形成。这逐渐成为水田耕作文化地区人们的意识观念,使得社会组织形式也相对遵从以家族权威为核心的集体主义模式。这对家族企业的组织形式也会产生重要影响,与旱地耕作文化相比,水田耕作文化影响下的家族企业更加强调家族共同情感的维系,更加凸显家族企业创始人的“族长”权威(Henrich, 2014; 马欣然等, 2016)。此外,这种耕作文化本身并不会影响企业的并购决策。因此,选择耕作文化(*FarmingCulture*)作为工具变量是合适的。

本文参照于晓东等(2022)的研究,将耕作文化区分为水田耕作文化(水稻种植为主)和旱地耕作文化(小麦或玉米种植为主)两大类。本文依据《中国农村统计年鉴》和CSMAR数据库中农业方面的经济数据,并参照各个省份、各个城市的地方志与统计年鉴,得到各个城市的水稻、小麦、玉米、高粱、小米等粮食作物的种植面积数据。如果当地主要农作物为水稻,则这一地区耕作文化所形成的“家族集体生产”模式更加盛行,*FarmingCulture*赋值为1,否则赋值为0。在采用工具变量法之后,基准回归结果依然稳健。

2. 倾向得分匹配法。为了解决遗漏变量等所导致的内生性问题,本文进一步使用倾向得分匹配法(*PSM*)来重新检验假说1和假说2。本文将处于创始人培养二代共治阶段和二代接班上位治理阶段的家族企业作为实验组,未处于这两个阶段的企业作为对照组,将所有控制变量作为协变量进行倾向得分匹配。本文采用*Logit*模型估计企业处于这两个阶段的概率,并计算得到倾向得分。检验结果验证了基准回归结果的稳健性。

3. 替换被解释变量。为了更好地检验家族企业代际传承及其阶段异质性对公司并购的影响,本文选择每笔并购交易金额与并购方公司期末总资产的比值(*M&A Value/Assets*)和海外并购(*Crossborder M&A*)作为被解释变量重新进行了检验。针对假说1,回归系数显著为负,表明代际传承进入创始人培养二代共治阶段后,并购表现得比较稳健,并购规模强度较低,海外并购倾向较弱。针对假说2,回归系数显著为正,表明代际传承进入二代接班上位治理阶段后,并购表现得比较激进,并购规模强度较高,海外并购倾向较强。基准回归结果保持稳健。

4. 不同亲属治理模式的比较分析。为了比较全面地反映家族企业在并购领域的全貌,本文以实际控制人关系为界定标准,引入夫妻共同控制的家族企业(*Couple\_family*)和兄弟姐妹共同控制的家族企业(*BS\_family*)进行比较分析。结果显示,与夫妻共同控制和兄弟姐妹共同控制的家族企业相比,进入传承状态下的家族企业(*Inheritance*)成功并购的频次较高,而并购规模强度相对较低,且比较愿意进行与产业相关的并购。这表明在代际传承的特殊阶段,家族企业的经营风格比较稳健,并没有凸显冒进的行为。

5. 考虑中国家族企业来源。从国有或集体所有制企业改制而来的家族企业与完全民营性质的家族企业在行为上的表现有所差异。如果家族企业从集体企业改制而来,则*Origin*赋值为1,否则赋值为0。本文将其作为控制变量重新进行检验,主要回归结果依然保持稳健。

6. 其他稳健性检验。本文还通过调整观测样本和更换相关控制变量进行稳健性检验,检验结果依然保持稳健。

(三)影响机制探讨

1. 代际冲突与磨合对并购的影响。家族企业传承过程中始终伴随代际之间的冲突与磨合问题,相关研究系统考察了代际冲突与磨合背后的成因,其中既有代际成长环境差异与教育认知差异所导致的认知型代际冲突(Jehn 和 Mannix, 2001),又有父母陪伴与独生子女经历所引致的情感型冲突(Michalism 等, 2004)。现实中,代际冲突所需付出的有效沟通与磨合远比想象中复杂且耗时久。比如,双汇集团万隆、万洪建父子对企业发展理念存在认知差异,特别是在集团战略布局方面存在分歧,这埋下了“父子反目”的导火线。娃哈哈集团宗庆后对宗馥莉充分授权和放手,支持其收购中国糖果等决策,这体现了“父爱主义”对子女的包容和培养的耐心。可见,“代际鸿沟”对家族企业传承能否顺利、企业发展是否稳健影响深远。针对研究假说 1,本文尝试从代际认知差异、家族二代成员教育经历以及两代人共事时长来考察代际冲突与磨合对公司并购的影响。

(1)代际认知差异对公司并购的影响。表 4 考察了代际认知差异对家族企业并购的影响。列(1)中交互项  $Preparation \times CogDifference$  的系数在 1% 的水平上显著为正,表明代际认知差异增强了公司并购意愿。列(2)结果表明,代际认知差异强化了并购规模强度。列(3)结果则表明,代际认知差异显著减弱了多元化并购动机。这说明在代际共治阶段,创始人既给予了接班人充分的包容和“试错”机会,又不会完全放任不管,聚焦与主业相关的并购是这一阶段的主要导向。

表 4 代际认知差异对公司并购的影响

	(1) <i>NMA</i>	(2) $\ln(M\&A\ Value)$	(3) <i>DMA</i>
<i>Preparation</i> × <i>CogDifference</i>	0.118*** (5.67)	0.088*** (5.86)	-0.152*** (-3.16)
<i>CogDifference</i>	-0.111*** (-3.02)	0.200** (-2.31)	-0.081*** (-3.09)
<i>Preparation</i>	0.250*** (3.48)	-0.826*** (-4.78)	-0.321** (-2.00)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制
<i>Industry</i> 和 <i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	2695	2695	2695
$R^2$	0.413	0.611	0.615

(2)家族二代海外经历和两代人共事时长对公司并购的影响。现有文献对家族二代海外经历或者国外培养模式对家族企业的影响进行了有意义的探讨。家族二代的海外经历会使其受到国外价值理念、管理实践和原则的影响,这容易与父辈创始人的理念和经营风格发生冲突,这种冲突会映射到公司经营决策上。与上述情况相反,两代人共事时间越长,越可能在家族与企业两个维度逐渐形成组织认同和情感承诺,两代人情感与认知的磨合程度就越高,也就越有助于“心往一处想,力往一处使”(Gong 等, 2009),这会对公司并购产生积极的影响。

表 5 中列(1)至列(3)考察了家族二代海外经历对公司并购的影响,交互项  $Preparation \times OverseaBack$  的回归系数均显著为正,说明家族二代海外经历促进了家族企业并购,强化了并购规模强度和多元化并购倾向。列(4)至列(6)考察了两代人共事时长对公司并购的影响,交互项  $Preparation \times EntryTime$  的回归系数均显著为正,说明两代人共事时间越长,并购次数越多,并购规模强度越高,多元化并购倾向也越强。可见,当二代介入家族企业时间较长时,父辈创始人对二代的支持和认同会逐渐增加,且更可能与二代潜在接班人分享公司权力,从而促成并购。

表 5 家族二代海外经历与两代人共事时长对公司并购的影响

	(1) <i>NMA</i>	(2) <i>Ln(M&amp;A Value)</i>	(3) <i>DMA</i>	(4) <i>NMA</i>	(5) <i>Ln(M&amp;A Value)</i>	(6) <i>DMA</i>
<i>Preparation</i> × <i>OverseaBack</i>	0.295*** (3.15)	0.106*** (3.45)	0.618*** (4.22)			
<i>OverseaBack</i>	0.046** (2.42)	0.060** (2.47)	0.821*** (9.43)			
<i>Preparation</i>	0.140*** (8.27)	-0.108*** (-3.83)	-0.816*** (-10.29)	0.043* (1.92)	-0.519*** (-4.25)	-0.086*** (-3.05)
<i>Preparation</i> × <i>EntryTime</i>				0.002*** (4.45)	0.028*** (4.32)	0.003*** (3.10)
<i>EntryTime</i>				-0.003*** (-2.92)	-0.095** (-2.11)	0.018** (2.46)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i> 和 <i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	2695	2695	2695	2695	2695	2695
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.382	0.249	0.557	0.385	0.252	0.597

2. 多位候选人培养下的“竞争动力机制”。为了挑选出最合适的接班人，父辈创始人会同时培养多个候选子女，在这个过程中会出现复杂的状态，其中既有兄弟姐妹继任者相互合作，又有相互竞争。有文献研究表明，手足之间存在天然的亲近与依赖关系，由此会产生更深的信任关系和更多的相互协作，使家族企业在战略变革中获得新的生机(Eriksen 和 Gerstel, 2002)。但也有文献指出，家族内部兄弟姐妹之间可能因权力而产生冲突和不良竞争(Buist 和 Vermande, 2014)。为了在父辈创始人面前表现出较强的能力，多个子女在家族企业内部形成一个竞争市场，以家族血缘关系形成的竞争契约激发了继承人的内在动力，每一位继任者按照自己的战略思维并遵循创始人意愿对家族企业进行局部变革或业务创造。基于上述分析，本文认为在创始人培养二代共治阶段，多位创始人子女在家族企业中被共同赋予经营管理权，这激发了二代成员的竞争意识，形成了“竞争动力机制”。

表 6 考察了在创始人培养二代共治阶段，家族多位潜在接班人参与公司经营管理对并购的调节效应。交互项 *Preparation*×*Offspring* 的回归系数均显著为正，说明多位潜在接班人介入企业增加了这个阶段的并购，而且多元化并购更加明显。多位潜在接班人共同参与家族企业经营管理使公司并购行为更加激进，形成了“竞争动力机制”。

表 6 多位候选接班人对公司并购的影响

	(1) <i>NMA</i>	(2) <i>Ln(M&amp;A Value)</i>	(3) <i>DMA</i>
<i>Preparation</i> × <i>Offspring</i>	0.056*** (4.93)	0.930*** (5.99)	0.152** (2.52)
<i>Offspring</i>	0.059*** (6.03)	0.903*** (7.15)	0.025* (1.93)
<i>Preparation</i>	0.042* (1.72)	-0.180*** (-7.98)	-0.123** (-2.17)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制
<i>Industry</i> 和 <i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	2695	2695	2695
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.385	0.264	0.602

3. 二代接班人选择的“性别差异机制”。在父辈创始人退居幕后、子女接班后，代际共治的领导模式发生显著改变。二代接班人的特质对家族企业未来发展的影响愈发显现。其中，究竟是女性继承人还是男性继承人成为新的掌舵者会影响公司经营决策和方向。从性别差异角度分析，儿子们可能很乐意与父亲竞争，但是女儿们从小可能被父辈的“小女孩角色”所束缚（Halkias 等，2011）。这就会导致女儿们试图取悦她们的父亲，并阻碍她们在商业中扮演强硬且独立的管理者。同时，有研究发现父女之间具有更好的沟通，这能增加女儿成为继承人后与父辈持续保持良好关系的概率（Smythe 和 Sardeshmukh，2013）。女性接班者更加在意父辈对家族及家族企业未来发展的意见，父辈幕后的引导力量仍然发挥作用。基于上述分析，本文认为在二代接班上位治理阶段，女性接班人会采取更加稳健的并购策略，即家族二代企业家性别具有显著的调节效应，形成了“性别差异机制”。

表 7 考察了在二代接班上位治理阶段，接班人性别差异对并购的调节效应。从中可以看到，在女性二代接班上位治理阶段，公司并购次数增加，并购规模强度显著提高，但女性接班人比较“排斥”多元化并购，倾向于立足主业，实施工业并购。

表 7 二代接班人性别差异对公司并购的影响

	(1)NMA	(2)Ln(M&A Value)	(3)DMA
<i>Successor</i> × <i>Gender</i>	0.422*** (4.20)	0.692*** (3.27)	-0.189*** (-3.61)
<i>Gender</i>	-0.288*** (-5.46)	-0.346*** (-6.90)	-0.176*** (-4.94)
<i>Successor</i>	-0.276*** (-3.58)	0.450*** (5.08)	0.136** (2.32)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制
<i>Industry</i> 和 <i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	1333	1333	1333
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.674	0.843	0.469

## 五、进一步分析

### （一）传承启动与家族企业并购

为了更加完整清晰地反映家族企业开启代际传承前后在并购方面是否存在差异，本文区分了进入传承阶段的家族企业和尚未进入传承阶段的家族企业。如果家族企业中在位实际控制人子女开始进入企业，安排具体职务和工作，则表明家族企业在位者开始启动传承的安排，则 *Inheritance* 赋值为 1，否则赋值为 0。结果表明，与尚未开始谋划代际传承的家族企业相比，进入传承阶段的家族企业对并购的态度更加明确，但并购规模强度较低，跨行业混并购倾向较弱。家族企业开启传承后并没有表现出极端冒进的行为，而是在可控范围内进行公司战略转型的渐进性尝试，且更加关注与自身产业发展高度关联的并购。这也表明进入代际传承后，企业创始人或在位者的传承安排相对理性，因为企业需要稳健发展，且能为社会情感财富保值增值。

### （二）代际传承下公司并购的经济后果

本文还探索了家族企业代际传承对公司并购长期绩效的影响。本文仅保留交易完成的并购事件，以第一起并购事件为准，最终得到 553 个完成并购的事件样本。本文使用企业并购首

次公告日前后一年经行业调整后的 *ROE* 和 *Tobin Q* 变化量来衡量并购绩效(陈胜蓝和马慧, 2017; 逯东等, 2019)。本文控制家族企业代际传承阶段异质性,以并购规模和多元化并购方式作为主要解释变量,以此考察并购行为对长期绩效的影响。结果表明,代际传承下家族企业并购的长期绩效存在差异。刚开启代际传承时,并购绩效表现较好,但进入一代创始人培养二代共治阶段后,*ROE* 的表现较好,*Tobin Q* 的表现则相反;到二代接班上位治理阶段,整体公司业绩表现相对较差。这为深入理解代际传承对公司并购的影响提供了新的思路 and 解读。

## 六、结论与启示

代际传承是家族企业成长和发展过程中难以逾越的挑战。本文从传承多阶段演进的视角出发,考察了在不同传承阶段,中国家族企业代际个体决策偏好与动机以及代际治理差异对并购行为的影响。研究发现,代际传承是一个复杂的多阶段过程,对公司并购存在显著的异质性影响。具体地,对于开启传承的家族企业,并购规模强度较低,其更愿开展与主业高度关联的并购,并购的长期表现也相对较好,呈现稳健的并购风格,上述情况在两代人共治阶段同样存在;而在二代接班上位治理之后,并购风格转向激进,整体并购绩效相对较差。代际认知差异使并购频率和规模强度更高,但家族企业更偏向与主业高度关联的并购;而当二代成员拥有海外经历或者两代人共事时间较长时,并购更偏向激进。在接班人培养期,多位潜在接班人共同竞争强化了并购,形成“竞争动力机制”;而当二代接班人是家族女性成员时,并购相对趋于稳健,形成“性别差异机制”。

本文的研究得到以下启示:第一,家族企业是中国经济发展的重要力量,在其传承与转型创新的新阶段,政府、投资者以及其他利益相关者需要理性看待家族企业在这个特殊阶段的行为。一方面,相关部门应为家族企业的可持续发展提供稳定的制度建设保障和安全预期;另一方面,社会各界需要营造正确认识家族企业发展的舆论环境,直面以家族企业为代表的民营企业遇到的挑战和问题,形成良性和善意的沟通渠道和机制。第二,深化对家族企业代际传承共性和个性的认知。家族企业传承不仅是家族内部的重要事务,更是企业能否稳定延续的关键。民营企业需要将传承融入企业整体战略发展中进行“谋划”,在位的前辈企业家要把好企业发展方向,并积极与下一代家族成员协作沟通,形成有温度的合力。下一代家族成员需要积累管理经验,合理定位,有序承接父辈的企业发展重担,不冒进不守旧,为企业发展寻求新的市场机遇。有效的代际共治模式能够极大缓解传承过程中的企业财富“蒸发”或“损失”,而其中的关键机制是建立在家族情感财富基础上公司治理模式的动态优化。第三,全面客观认识家族企业并购行为的逻辑和动机。对面临传承与转型创新的中国家族企业来说,做久是比做强、做大更加基础的战略目标,永续经营远比盲目扩张更加健康。家族企业并购既有长期价值导向,又存在内部差异分化。代际之间对企业发展定位和风险不确定性的认知差异和偏好都会影响并购。一项成功的并购活动包含复杂的因素,对处于传承阶段的家族企业来说,并购不仅是寻求企业第二增长曲线的重要方式,也是为传承铺路的可选择路径。强化并购协同效应来保持家族企业稳定发展的代际共识是并购长期导向的基础,在这个过程中,及时抑制并购活动中的短视行为是家族企业特别需要关注的问题。

### 参考文献:

- [1]蔡庆丰,陈熠辉,吴杰.家族企业二代的成长经历影响并购行为吗——基于我国上市家族企业的发现[J].南开管理评论,2019,(1):139-150.

- [2]蔡庆丰,田霖,郭俊峰. 民营企业家的影响力与企业的异地并购——基于中小板企业实际控制人政治关联层级的实证发现[J]. 中国工业经济, 2017, (3): 156—173.
- [3]陈冬华,李真. 乡土与城邦[J]. 会计研究, 2015, (1): 4—14.
- [4]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.
- [5]陈胜蓝,马慧. 卖空压力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据[J]. 管理世界, 2017, (7): 142—156.
- [6]黄海杰,吕长江,朱晓文. 二代介入与企业创新——来自中国家族上市公司的证据[J]. 南开管理评论, 2018, (1): 6—16.
- [7]姜付秀,张敏,刘志彪. 并购还是自行投资: 中国上市公司扩张方式选择研究[J]. 世界经济, 2008, (8): 77—84.
- [8]李善民,周小春. 公司特征、行业特征和并购战略类型的实证研究[J]. 管理世界, 2007, (3): 130—137.
- [9]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.
- [10]刘白璐,吕长江. 基于长期价值导向的并购行为研究——以我国家族企业为证据[J]. 会计研究, 2018, (6): 47—53.
- [11]逯东,黄丹,杨丹. 国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率[J]. 管理世界, 2019, (6): 119—141.
- [12]马欣然,任孝鹏,徐江. 中国人集体主义的南北方差异及其文化动力[J]. 心理科学进展, 2016, (10): 1551—1555.
- [13]王砚羽,谢伟,乔元波,等. 隐形的手: 政治基因对企业并购控制倾向的影响——基于中国上市公司数据的实证分析[J]. 管理世界, 2014, (11): 102—114.
- [14]许年行,谢蓉蓉,吴世农. 中国式家族企业管理: 治理模式、领导模式与公司绩效[J]. 经济研究, 2019, (12): 165—181.
- [15]于晓东,张雨吟,周卫中. 地区文化会影响家族企业的治理结构吗?——基于耕作文化和家族控制的视角[J]. 管理评论, 2022, (2): 228—240.
- [16]赵向阳,李海,孙川. 中国区域文化地图: “大一统”抑或“多元化”?[J]. 管理世界, 2015, (2): 101—119.
- [17]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.
- [18]祝振铎,李新春,叶文平. “扶上马、送一程”: 家族企业代际传承中的战略变革与父爱主义[J]. 管理世界, 2018, (11): 65—79.
- [19]祝振铎,李新春,赵勇. 父子共治与创新决策——中国家族企业代际传承中的父爱主义与深谋远虑效应[J]. 管理世界, 2021, (9): 191—206.
- [20]Bammens Y, Hünermund P. Nonfinancial considerations in eco-innovation decisions: The role of family ownership and reputation concerns[J]. *Journal of Product Innovation Management*, 2020, 37(5): 431—453.
- [21]Berrone P, Cruz C, Gomez-Mejia L. Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research[J]. *Family Business Review*, 2012, 25(3): 258—279.
- [22]Brigham K H, Lumpkin G T, Payne G T, et al. Researching long-term orientation: A validation study and recommendations for future research[J]. *Family Business Review*, 2013, 27(1): 72—88.
- [23]Brockner J, Higgins E T. Regulatory focus theory: Implications for the study of emotions at work[J]. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 2001, 86(1): 35—66.
- [24]Buist K L, Vermande M. Sibling relationship patterns and their associations with child competence and problem behavior[J]. *Journal of Family Psychology*, 2014, 28(4): 529—537.
- [25]Chang S J, Shim J. When does transitioning from family to professional management improve firm performance?[J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(9): 1297—1316.
- [26]Chen W R, Miller K D. Situational and institutional determinants of firms' R&D search intensity[J]. *Strategic Management Journal*, 2007, 28(4): 369—381.

- [27]Chirico F, Gómez-Mejia L R, Hellerstedt K, et al. To merge, sell, or liquidate? Socioemotional wealth, family control, and the choice of business exit[J]. *Journal of Management*, 2020, 46(8): 1342–1379.
- [28]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.
- [29]Cruz C, Justo R. Portfolio entrepreneurship as a mixed gamble: A winning bet for family entrepreneurs in SMEs[J]. *Journal of Small Business Management*, 2017, 55(4): 571–593.
- [30]De Massis A, Audretsch D, Uhlaner L, et al. Innovation with limited resources: Management lessons from the German Mittelstand[J]. *Journal of Product Innovation Management*, 2018, 35(1): 125–146.
- [31]De Massis A, Frattini F, Kotlar J, et al. Innovation through tradition: Lessons from innovative family businesses and directions for future research[J]. *Academy of Management Perspectives*, 2016, 30(1): 93–116.
- [32]Duran P, Kammerlander N, Van Essen M, et al. Doing more with Less: Innovation input and output in family firms[J]. *The Academy of Management Journal*, 2016, 59(4): 1224–1264.
- [33]Eriksen S, Gerstel N. A Labor of love or labor itself: Care work among adult brothers and Sisters[J]. *Journal Family Issues*, 2002, 23(7): 836–856.
- [34]Fan J P H, Wong T J, Zhang T Y. Founder succession and accounting properties[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 29(1): 283–311.
- [35]Fang H Q, Memili E, Chrisman J J, et al. Narrow-framing and risk preferences in family and non-family firms[J]. *Journal of Management Studies*, 2021, 58(1): 201–235.
- [36]Gómez-Mejia 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.
- [37]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.
- [38]Gong Y P, Law K S, Chang S, et al. Human resources management and firm performance: The differential role of managerial affective and continuance commitment[J]. *Journal of Applied Psychology*, 2009, 94(1): 263–275.
- [39]Grote J. Conflicting Generations: A new theory of family business rivalry[J]. *Family Business Review*, 2003, 16( 2) : 113–124.
- [40]Halkias D, Thurman P W, Nason R S. Father-daughter succession in family business[M]. London: Routledge Press, 2011.
- [41]Henrich J. Rice, psychology, and innovation[J]. *Science*, 2014, 344(6184): 593–594.
- [42]Higgins E T. Beyond pleasure and pain[J]. *The American Psychologist*, 1997, 52(12): 1280–1300.
- [43]Hoskisson P E, Chirico F, Zyung D, et al. Managerial risk taking: A multitheoretical review and future research Agenda[J]. *Journal of Management*, 2017, 43(1): 127–169.
- [44]Huang X, Chen L, Xu E R C, et al. Shadow of the prince: Parent-incumbents’ coercive control over child-successors in family organizations[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2020, 65(3): 710–750.
- [45]Jehn K A, Mannix E A. The dynamic nature of conflict: A longitudinal study of intragroup conflict and group performance[J]. *Academy of Management Journal*, 2001, 44(2): 238–251.
- [46]Matzler K, Veider V, Hautz J, et al. The impact of family ownership, management, and governance on innovation[J]. *Journal of Product Innovation Management*, 2015, 32(3): 319–333.

- [47]Michalism M D, Karau S J, Tangpong C. Top management team cohesion and superior industry returns: An empirical study of the resource-based view[J]. *Group & Organization Management*, 2004, 29(1): 125–140.
- [48]Roberts S G. Commentary: Large-scale psychological differences within China explained by rice vs. wheat agriculture[J]. *Frontiers in Psychology*, 2015, 6: 950.
- [49]Smythe J, Sardeshmukh S R. Fathers and daughters in family business[J]. *Small Enterprise Research*, 2013, 20(2): 98–109.
- [50]Tversky A, Kahneman D. Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty[J]. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1992, 5(4): 297–323.
- [51]Westwood R. Harmony and Patriarchy: The cultural basis for ‘paternalistic headship’ among the overseas Chinese[J]. *Organization Studies*, 1997, 18(3): 445–480.
- [52]Xu N H, Yuan Q B, Jiang X Y, et al. Founder’s political connections, second generation involvement, and family firm performance: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 33: 243–259.
- [53]Yaghoub R, Yaghoubi I M, Locke S, et al. Mergers and acquisitions: A review. Part 1[J]. *Studies in Economics and Finance*, 2016, 33(1): 147–188.

## Intergenerational Succession and M&A in Family Businesses: Based on the Perspective of Multi-stage Evolution in Inheritance

Xu Yupeng<sup>1</sup>, Xu Longbing<sup>2</sup>

(1. Post-Doctoral Station, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;

2. School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Summary:** Traditional financial theory has limited attention on mergers and acquisitions (M&A) in family businesses. Although domestic and international research has recognized the significance of M&A for family businesses pursuing “longevity”, this static perspective overlooks the impact of multi-stage intergenerational inheritance on M&A. The cases of the differences in M&A activities caused by inheritance of different family businesses and the resulting family conflicts show that as family businesses enter long intergenerational periods, their M&A motives become more complex, which may trigger the button of whether the family business can successfully pass on to the next generation. In addition, differences in the inherent needs of founders and successors may affect corporate M&A decisions.

This paper examines the influence mechanism and effect of M&A in family businesses based on a multi-stage evolutionary perspective of intergenerational inheritance using A-share listed family businesses from 2008-2020 as the research object. The results show that: (1) Compared with other types of family businesses, those preparing for inheritance have more frequent M&A activities, but with lower M&A scale intensity. These family businesses are more willing to engage in horizontally or vertically related M&A to their main business, and the long-term performance of M&A is relatively good, displaying a stable M&A style. (2) During the inheritance stage when the founder cultivates the second generation to jointly run the family business, M&A continues to steadily advance. When the second generation takes over the management, the M&A style tends to be aggressive with higher M&A scale intensity and a higher probability of diversified M&A, but

(下转第 168 页)

family emotional goals and introducing heterogeneous resources. Meanwhile, the impact of the epidemic further stimulates the personal advantages of resilience and emotion of family firms, forcing them to realize digital transformation. Further analysis shows that state-owned capital and formal governance mitigate the adverse impact of insufficient local policy support, inadequate government services, and lacking digital talents on enterprise digital transformation.

The main contribution of this paper is that: It systematically discusses the digital divide of family firms' digital transformation and the bridging mechanism, innovatively distinguishes the impact of different SEW dimensions on family firms' digital transformation, and carries out a systematic contextual heterogeneity test on the relationship between family firms and digital transformation at three levels: governance change, social bond, and emotional resilience.

This paper suggests that: Family firms should actively set up the formal governance system of "three boards", make full use of social bonds to actively introduce state-owned capital, and seize their advantages of resilience and adaptability to better cope with the wave of digital transformation. The government should actively guide family firms and hire experts to provide technical training, encourage the second generation of families with overseas background and digital technology background to inherit family firms or return to their hometown to start a business, strengthen the hardware construction of local digital infrastructure, and provide financial subsidies and introduce digital talents.

**Key words:** family firms; digital transformation; formal governance; intergenerational succession; socio-emotional wealth

(责任编辑 康健)

---

(上接第 152 页)

overall M&A performance is relatively poor. (3) In the test of influence mechanism, conflicts and adaptation between two generations have opposite effects on intergenerational inheritance and M&A. The longer the two generations work together, the higher the intensity of M&A scale. During the successor cultivation process, multiple potential successors compete with each other, enhancing the aggressiveness of M&A. When the successor is female, M&A tends to be relatively stable.

The research framework of this paper combines family governance with the complex multi-stage features of intergenerational inheritance and M&A decision-making, expanding and deepening the enterprise theory under the intergenerational inheritance of family businesses, revealing the importance of internal power distribution in family businesses, and providing new evidence for solving the "dual constraint paradox" in the process of power transfer in family businesses. At the same time, this paper also expands and deepens the financial theory of family businesses in the context of intergenerational inheritance, revealing the importance of orderly inheritance and good management for the stability and prosperity of family businesses.

**Key words:** family businesses; intergenerational inheritance; M&A; family governance; multi-stage features

(责任编辑 康健)