

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20200226.202

## 去家族化能缓解企业融资约束吗?

王藤燕, 金源

(上海海事大学经济管理学院, 上海 201306)

**摘要:** 去家族化作为改变家族企业治理的一种结果, 对企业的治理效应产生了重要影响。本文以2005—2014年家族上市公司为研究对象, 探讨了家族企业两种去家族化的方式对企业融资约束的影响, 并进一步探讨了其作用机制。研究发现: 引入外部经理人与转让企业这两种去家族化方式都显著缓解了企业的融资约束。进一步研究发现, 非高新行业的企业在去家族化后融资约束显著降低, “竞争优势”类型的家族企业更适合引入外部经理人, 较高的信息透明度可以提升去家族化对融资约束的缓解效果。通过内生性和稳健性检验后, 本文的结论依然成立。本文的研究结论有助于家族企业更好地选择转型方式, 并为投资者提供了投资方向的经验证据。

**关键词:** 家族企业; 去家族化; 信息不对称; 融资约束

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2020)06-0139-14

### 一、引言

“子承父业”强调了家族观念至上, 近年来却遭遇了极大的挑战。伴随着我国40年的改革发展, 第一批个体经营户或夫妻店已成为大中型企业, 而第一代的创业者也逐渐步入老年, 这些企业如今面临的最现实问题是如何交接与传承。2012年美的集团70岁的何享健将权力移交给方洪波, 而自己的儿子何剑锋选择独立创业。这并非个例, 2017年《中国企业家调查报告》指出, 相当比例的企业主不会选择子女作为接任者。主要原因可以归结为后代子女继承企业的意愿并不强烈, 甚至开辟新领域(李新春等, 2015), 都导致了企业不可避免地选择去家族化。

2019年的政府工作报告中, 李克强总理多次提及融资, “融资难、融资贵”是民营企业面临的一大难题(Cull等, 2015)。国有企业占用了大量的政治资源和经济资源, 使得民营企业不可避免地面临融资困境, 而中国的民营企业主要由家族企业组成, 因此家族企业的融资现状不容乐观。尤其是近年来, 国内经济结构调整, 经济增速缓慢, 宏观环境的不确定使得企业融资更加艰难。融资约束不仅严重影响企业的绩效与发展, 还阻碍了宏观层面的经济发展。家族企业最

收稿日期: 2019-01-01

基金项目: 国家社会科学基金青年项目(15CGL009)

作者简介: 王藤燕(1990—), 女, 上海海事大学经济与管理学院讲师(通讯作者, tywang@shmtu.edu.cn);

金源(1989—), 女, 上海海事大学经济与管理学院讲师。

初的治理机构多数是两权合一,虽然可以解决第一类代理问题,但会导致较严重的第二类代理问题,致使外部投资者无法获得企业更多的信息,以至于利益受到侵害。在这种情况下,企业外部融资来源将会减少,外部投资者的意愿也会下降。可见去家族化和融资约束的研究具有重要的学术意义和现实意义。

对家族企业而言,企业由家族控制和管理,更倾向处于模糊的环境中(Anderson和Reeb, 2003)。模糊的环境增加了信息不对称的程度,投资会更加依赖内部现金流,投资对现金流的敏感性增强,企业外部融资的约束增大。通过去家族化,外部人员的加入可以提升企业管理水平,更好地把握投资机会,提升企业声誉(Harms等,2015;姜付秀等,2017),同时注重外部渠道获得的信息,降低了企业内外部的信息不对称(许静静,2015),而且外部人员加入家族企业也会带来新的资金和技术,使得企业现金流更加充足,从而降低了融资约束。

本文以2005—2014年中国家族上市公司为样本,检验了家族企业不同的去家族化方式能否缓解企业资金约束,并讨论了在不同情况下不同去家族化方式的影响效果。结果发现,去家族化能显著降低投资—现金流的敏感性,而且,非高新行业的家族企业更适合进行去家族化;在企业直接上市的情况下,引入外部经理人更能缓解融资约束;企业透明度较高时,两种去家族化方式都能够缓解企业的融资约束。本文进一步进行了作用机制研究,采用银行贷款和外部融资总量作为企业融资效果的衡量指标,结果发现去家族化后,银行贷款和外部融资总量显著上升。

本文的实证研究有重要的理论和实践意义。以往文献中多数讨论家族企业与非家族企业之间在公司治理、企业绩效方面的差异,对家族企业自身的变化涉及较少,本文从家族企业动态发展角度出发,研究了企业的去家族化对企业融资约束的影响,补充了家族企业可持续发展的相关文献。同时,本文进一步发现上述结果在不同的行业和特定竞争环境中存在较大差异,表明去家族化所导致的经济后果并不能一概而定,为我国家族企业转型带来更多实践意义。

下文内容安排如下:第二部分是理论分析与研究假设,第三部分是研究设计,第四部分是针对研究假设进行实证检验,并讨论检验结果,第五部分是稳健性检验、进一步分析和作用机制检验,第六部分是相关结论。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)引入外部经理人与企业融资约束

信息不对称是导致企业融资约束的原因之一(姜付秀等,2017)。家族企业成立伊始,两权合一对企业的有效运作和灵活反应提供了较大帮助,同时存在较严重的第二类代理问题,损害了中小股东的利益(Harms等,2015),主要原因是中小投资者在企业内部没有发声的机会和权力。外部经理人的加入为企业与中小投资者搭建了桥梁,减轻了内外部投资者的矛盾,李欢等(2014)验证了家族企业引入外部经理人可以降低企业的第二类代理成本。外部经理人提供的信息渠道增加,外部投资者获得的信息增多,信息不对称的程度降低,因此企业获得融资的可能性也就越大。

首先,引入职业经理人有效遏制家族成员侵占企业利益,提升企业声誉,向投资者传递有利信号(姜付秀等,2017)。家族管理的企业中,家族成员可能采取多种方式侵占企业利益,例如资金占用、关联交易、支付超额薪酬等;同时家族管理可能因为较多的控股股东代理问题,使得担保贷款增多、债务期限较短。这些问题有损家族企业声誉,导致投资者提供融资的意愿下降。而职业经理人很看重自身的声誉,因为声誉受损会导致其未来的就业机会和薪酬水平下降(叶康涛等,2010),因此会连带关注企业声誉。在职业经理人声誉机制的影响下,外部管理人员会

修正家族企业不好的行为,减少控股股东利益攫取,提升企业外部形象。声誉提升后的家族企业不仅可以增加投资者向企业提供资金的动机,还能够降低债权人的风险,吸引更多的债权人,从而缓解企业的融资约束。

其次,职业经理人可以弥补家族企业在规范管理和专业知识的不足,提高企业在融资环境中的议价能力。专业的决策依托于专业知识和专业经历,在一个领域内长期的任职会使职业经理人具备专业技能和认知,从而更有效地解读相关信息,做出更合理的决策(Anderson和Reeb, 2003; Harms等, 2015),因此在进行融资时企业的议价能力得到了提升,有利于解决企业融资过程中的问题。

第三,家族外部人员担任管理者时会增加投资者从外部获得企业信息的渠道,降低企业内外部的信息不对称。由于家族成员天然的便利性,能够从企业中更方便地获得隐形福利,导致家族成员保持企业模糊性的动机更加强烈(Bowen等, 2008)。许静静(2015)的研究发现,与外部经理人相比,家族股东担任CEO对企业特质信息披露的需求较低,这说明外部经理人需要从外部获得更多信息进行决策。因此外部经理人对外部信息渠道的依赖性更强,引入外部经理人有助于增加投资者获取企业信息的渠道,提高企业的信息透明度,从而降低投资者的信息不对称,更好地吸引外部投资者。基于此,本文提出假设1:

假设1:引入外部经理人能够缓解企业的融资约束。

## (二)转让企业与融资约束

转让企业是家族成员将企业所有权交付其他企业以换取相应的资金。通常来说,家族企业是家族的财富,家族成员不会轻易转让企业(陈德球等, 2013)。因此转让家族企业会有两种情况。一种情况是被迫转让,家族企业经营失败,资金链断裂,为了防止更大的亏损,家族无奈只能放弃企业。当家族企业被迫转让时,说明企业已无法进行融资维持日常经营,而收购该家族企业的公司则具备相应的财力与资本,也有更多的渠道吸收新的资本,因此这类家族企业转让后能够极大地缓解企业的融资约束。

另外一种情况是主动转让,家族企业是利益驱动型,上市的目的是为了获得更多现金流,利用转移、掏空等手段追求自身利益的动机增强。当企业成功吸引到投资者后,家族成员会将企业直接转让获得股权溢价。这类家族企业更多的是家族成员获得控制权私利的工具,家族成员获得利益的同时却只需要承担一部分经济后果(Villalonga和Amit, 2010)。这种情况下投资者预期未来的投资存在较大的风险,因此会要求更高的风险溢价,从而提高企业的融资成本(姜付秀等, 2017)。另外,利益驱动型家族企业的信贷风险增加,导致银行贷款要求增加,额度降低,提高了企业债务代理成本,使得企业融资约束程度较高。家族企业转让后,中小投资者的利益侵占减少,外部融资渠道得到有效扩张。基于此,本文提出假设2:

假设2:转让企业能够缓解企业的融资约束。

## 三、研究设计

### (一)样本选择与变量定义

企业在去家族化的过程中通常有两种路径。其一,引入职业经理人经营企业,继续保持家族的控制权;其二,部分或者全部转让企业的股权,同时丧失对家族企业的控制权和经营权。

目前学术界对于家族企业并没有统一的定义,本文根据以往文献(Anderson和Reeb, 2003; 陈德球等, 2013),结合本文研究对象,通过两个独立的标准界定家族企业。第一个标准要求家族企业满足以下三个要求:(1)实际控制人追溯到家族或个人。(2)该家族或个人为公司第一大股东。(3)企业创始人或家族成员担任董事长或总经理。符合这类标准的家族企业,引入外部经

理人即认为进行了去家族化,将其定义为“引入外部职业经理人”去家族化。

第二个标准要求家族企业满足以下两个要求:(1)实际控制人追溯到家族或个人。(2)该家族或个人为公司第一大股东。符合这类标准的家族企业,当家族成员放弃所有权时即认为进行了去家族化,将其定义为“转让企业”去家族化。

根据以上标准,本文选择2005—2014年之间的家族企业,并删除数据缺失的样本,一共得到3 868个样本,其中通过引入外部经理人去家族化的企业有1 061个样本,通过放弃所有权去家族化的企业有556个样本。根据年报和网站等公开信息渠道手工收集整理家族企业去家族化的方式和时间,其他公司治理和财务数据来自国泰安数据库,对所有连续变量进行上下1%的Winsorize处理。

## (二)实证模型与变量定义

针对前文的研究假设,本文将“进行了去家族化的企业”作为处理组,“未进行去家族化的企业”作为对照组,建立如下双重差分模型:

$$Investment_i = \beta_0 + \beta_1 Cashflow_i + \beta_2 CashFlow_i \times Transfer + \beta_3 Post + \beta_4 CashFlow \times Transfer \times Post + \beta_5 ControlVariable_i + \theta_i \quad (1)$$

*Post*为组间虚拟变量,对于处理组的企业取值为1;对于对照组的企业,则取值为0。*Transfer*为时间虚拟变量,家族企业变成非家族企业后的年份,*Transfer*取值为1。其中,由于去家族化通过两种方式衡量,一种是引入外部经理人,另一种是转让企业,因此*Transfer*分为*Transfer1*和*Transfer2*两种情况。*CashFlow*×*Transfer*×*Post*为*CashFlow*、*Transfer*、*Post*三者的交互项,该交互项的系数是本文研究的核心,它衡量了家族企业进行去家族化对企业融资约束的净影响,如果该系数显著为负,说明去家族化缓解了企业的融资约束,反之则说明去家族化不能缓解融资约束。为了更好地说明去家族化与投资—现金流之间的关系,后文中的所有回归分析均采用双重差分方法,所有的回归结果均为控制内生性后的结果。

融资约束是指企业内部缺乏自有资金,寻求外部融资时出现的摩擦,内生于企业的融资需求(Ben-Nasr等,2015)。融资约束可能会导致企业投资不足,企业内部的投资—现金流敏感性反映了其面临的约束程度。因此本文通过投资—现金流敏感性衡量融资约束,投资—现金流越大,融资约束越大,反之融资约束越小。

根据以往文献(姜付秀等,2016),模型(1)中被解释变量*Investment<sub>i</sub>*为企业投资,衡量变量为公司资本投资水平/期初总资产,投资水平为公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金;*CashFlow<sub>i</sub>*为企业现金流,衡量变量为公司经营活动现金流/期初总资产;*Transfer*为去家族化的哑变量,当家族企业转变为非家族企业时,则取值为1,否则取值为0。

控制变量采用了企业规模、资本结构、两权分离、公司价值、企业发展能力。此外,我们控制了行业、地区和年份因素,行业分类按照中国证监会行业分类标准,选择首位字母代码,其中制造业选择前两位代码,样本分布47个行业,文中设置46个行业虚拟变量;样本企业分布于东北、华北、华东、华中、华南、西北、西南地区,设置了6个地区虚拟变量,同时设置了9个年度虚拟变量。本文主要变量定义见表1。

## 四、实证检验

### (一)描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果,企业投资的平均值为0.056,最大值为0.233,最小值为0.001;现金流的平均值为0.033,最大值为0.253,最小值为-0.192,说明企业之间的投资水

平和现金流差异较大。引入外部经理人的平均值为0.269,说明多数企业仍保留家族管理;企业转让的平均值为0.141,说明家族完全退出企业的数量占比较少。公司价值的平均值为0.408;企业营业收入增长率的平均值为0.223;企业规模的平均值为21.393;资产负债率的平均值为0.42;实际控制人两权分离度的平均值为7.59。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
企业投资	<i>Investment</i>	(公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金)/期初总资产
企业现金流	<i>CashFlow</i>	公司经营活动现金流/期初总资产
去家族化	<i>Transfer</i>	当家族企业转变为非家族企业时,则取值为1,否则取值为0
企业规模	<i>Size</i>	企业总资产的自然对数
资本结构	<i>Lev</i>	企业的资产负债率
两权分离	<i>Diff</i>	实际控制人所有权比例与控制权比例的差额
公司价值	<i>TobinQ</i>	(年末流通市值+非流通股份占净资产的金额+长期负债+短期负债)/总资产
发展能力	<i>Growth</i>	营业收入增长率

表 2 描述性统计

Variable	观测值	平均数	标准差	最小值	最大值
<i>Investment</i>	3 868	0.056	0.050	0.001	0.233
<i>CashFlow</i>	3 868	0.033	0.071	-0.192	0.253
<i>Transfer1</i>	3 868	0.269	0.443	0	1
<i>Transfer2</i>	3 868	0.141	0.348	0	1
<i>TobinQ</i>	3 868	0.408	0.210	0.037	0.885
<i>Growth</i>	3 868	0.223	0.475	-0.687	3.195
<i>Size</i>	3 868	21.393	0.989	19.286	24.302
<i>Lev</i>	3 868	0.420	0.208	0.045	0.899
<i>Diff</i>	3 868	7.585	8.675	0	44.477

表3和表4是针对不同的去家族化方式前,家族企业之间的横向对比。表3报告了引入外部经理人前,去家族化的企业与未去家族化的企业之间的对比。去家族化样本指的是去家族化的企业在未引进经理人之前的样本,未去家族化样本指的是始终没有去家族化的企业。从表3中可以看出,去家族化的企业在引入外部经理人前投资平均值为0.049,其他家族企业的投资平均值为0.063,两者差异显著,可见企业在引入外部经理人前已经表现出较少的投资和较低的现金流水平。并且从企业的成长和规模来看,企业在去家族化前,营业收入增长率平均值为0.153,企业规模平均值为21.067,资产负债率平均值为0.483,已经显著低于其他家族企业的成长性、规模,分别是0.22、21.401、0.383。去家族化的企业在引入外部经理人前,其两权分离度同样显著高于其他家族企业,说明该类家族企业所有权与控制权分离度较高。

表 3 家族企业引入外部经理人前横向比较

	去家族化样本		未去家族化样本		T检验
	观测值	平均数	观测值	平均数	
<i>Investment</i>	399	0.049	2 486	0.063	-5.066
<i>CashFlow</i>	399	0.031	2 486	0.034	-0.894
<i>TobinQ</i>	399	0.477	2 486	0.365	10.44
<i>Growth</i>	399	0.153	2 486	0.220	-3.122
<i>Size</i>	399	21.067	2 486	21.401	-6.720
<i>Lev</i>	399	0.483	2 486	0.383	9.328
<i>Diff</i>	399	8.819	2 469	6.687	4.624

表4 家族企业转让前横向比较

	去家族化样本		未去家族化样本		T检验
	观测值	平均数	观测值	平均数	
<i>Investment</i>	266	0.049	3 124	0.060	-3.521
<i>CashFlow</i>	266	0.034	3 124	0.036	-0.510
<i>TobinQ</i>	266	0.470	3 124	0.385	6.534
<i>Growth</i>	266	0.135	3 124	0.216	-3.124
<i>Size</i>	266	20.899	3 124	21.408	-8.514
<i>Lev</i>	266	0.481	3 124	0.400	6.331
<i>Diff</i>	266	9.007	3 102	7.542	2.590

表4报告了去家族化企业在转让前,与其他家族企业的对比。去家族化样本指的是去家族化的企业在未转让之前的样本,未去家族化样本指的是始终没有去家族化的企业。从表中可以看出,家族企业转让前的投资水平为0.049,显著低于未转让的家族企业,其投资水平为0.06;家族企业转让前的现金流为0.034,未转让的家族企业现金流为0.036,两者并没有显著差异。企业转让前的规模显著小于未转让的企业,说明家族退出时的企业规模相对较小,很可能是因为没有形成规模效应或内部侵占过于严重导致规模无法扩大。家族企业转让前的资产负债率显著高于未转让的家族企业,说明转让前家族企业的负债率已经较高。进行转让的家族企业的实际控制人的两权分离度显著高于未进行转让的家族企业,在一定程度上说明企业转让前,企业的第二类代理问题比较严重。

#### (二)实证结果与分析

表5报告了全样本中引入外部经理人对企业融资约束的影响,列(2)在列(1)的基础上加入控制变量,列(3)在列(2)的基础上控制了年份、地区和行业。三列中的*CashFlow*×*Transfer*×*Post*的系数显著均为负,说明引入外部经理人显著地降低了投资—现金流的敏感性。外部职业经理人加入家族企业能够降低企业的信息不对称,缓解了企业的融资约束,验证了假设1。

表5 引入外部经理人与融资约束的内生性检验

	<i>Transfer</i> 1		
	(1) <i>Investment</i>	(2) <i>Investment</i>	(3) <i>Investment</i>
<i>CashFlow</i>	0.077*** (5.73)	0.083*** (6.24)	0.078*** (6.05)
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer</i>	0.319** (2.25)	0.338** (2.41)	0.230* (1.72)
<i>Post</i>	-0.020*** (-10.09)	-0.015*** (-7.18)	-0.008*** (-4.12)
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer</i> × <i>Post</i>	-0.262** (-2.05)	-0.284** (-2.25)	-0.227* (-1.89)
<i>Control Variable</i>		控制	控制
<i>Year</i>			控制
<i>Area</i>			控制
<i>Industry</i>			控制
<i>Constant</i>	0.058*** (57.26)	0.007 (0.37)	0.013 (0.71)
<i>N</i>	3 946	3 878	3 868

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,以下同。

表6报告了全样本中转让企业对企业融资约束的影响,列(2)在列(1)的基础上加入控制变量,列(3)在列(2)的基础上控制了年份、地区和行业。列(1)和列(2)中的*CashFlow*×*Transfer*×

*Post*的系数显著均为负,说明企业转让显著地降低了投资—现金流的敏感性。列(3)中的交叉项系数为负,但并不显著,说明转让企业对融资约束的作用受到多方面影响。该回归结果在一定程度上验证了假设2。

表 6 转让企业与融资约束的内生性检验

	<i>Transfer2</i>		
	(1) <i>Investment</i>	(2) <i>Investment</i>	(3) <i>Investment</i>
<i>CashFlow</i>	0.071*** (5.79)	0.082*** (6.64)	0.076*** (6.31)
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer</i>	0.263** (2.10)	0.214* (1.72)	0.094 (0.79)
<i>Post</i>	-0.025*** (-10.33)	-0.019*** (-7.88)	-0.010*** (-4.25)
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer</i> × <i>Post</i>	-0.189* (-1.87)	-0.167* (-1.65)	-0.115 (-1.20)
<i>Control Variable</i>		控制	控制
<i>Year</i>			控制
<i>Area</i>			控制
<i>Industry</i>			控制
<i>Constant</i>	0.057*** (59.69)	0.006 (0.33)	0.013 (0.68)
<i>N</i>	3 946	3 878	3 868

## 五、稳健性检验、进一步分析与作用机制检验

### (一)稳健性检验

本文通过替换融资约束变量对主回归进行稳健性检验。在现有文献中,KZ指数也被广泛用于衡量融资约束(Kaplan和Zingales, 1997;徐思等, 2019)。本文采用现金股利、持有现金量、经营净现金流量、资产负债率以及托宾Q值构建KZ指数,该指数越大,企业融资约束越严重。根据上述变量构建的KZ指数模型公式为:

$$KZ = -16.199 \times \frac{Dividend_t}{Assets_{t-1}} - 2.1815 \times \frac{Cash_t}{Assets_{t-1}} - 0.457 \times \frac{Cashflow_t}{Assets_{t-1}} + 4.996 \times Lev + 0.349 \times TobinQ \quad (2)$$

运用双重差分法对KZ指数和去家族化进行回归,结果如表7所示。可以看出,不管是“引入外部经理人”去家族化,还是“直接转让”去家族化,*Transfer*×*Post*的回归系数均显著为负,即去家族化可以显著缓解企业融资约束。结论与前述一致。

(二)进一步分析:不同情境下的去家族化与融资约束

1. 不同行业中去家族化与投资—现金流敏感性

不同行业的企业特质不一样,高新行业对技术的要求较高。相比其他行业而言,处于高新行业中的家族企业会拥有更多的专利等特有资产,同样高新企业为了获取这类特有的资产会增加研发投入。因此我们猜测高新企业对资金的需求更多,对融资的要求也更大。本文按照高

表 7 KZ指数与去家族化的内生性回归分析

	<i>Transfer1</i> (1) <i>KZ</i>	<i>Transfer2</i> (2) <i>KZ</i>
<i>Transfer</i> × <i>Post</i>	-0.093** (-2.33)	-0.169*** (-2.67)
<i>Control Variable</i>	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Area</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
<i>Constant</i>	-2.304*** (-2.67)	0.462 (0.91)
<i>N</i>	2 452	2 554

科技行业标准将样本划分为高新行业和非高新行业,考察在不同的投资需求中,去家族化对企业融资约束的影响。根据国家统计局的行业划分标准,选择了“医疗器械及制造业”“航空、航天及设备制造业”“计算机、电子信息设备制造业”“信息服务业”“环境治理服务业”与“其他专业技术服务业”作为高新行业。表8列示了在非高新和高新行业中,去家族化的不同方式对企业投资—现金流敏感性的影响。

表8 不同行业中去家族化与投资—现金流敏感性回归

	非高新行业		高新行业	
	(1)Investment	(2)Investment	(3)Investment	(4)Investment
<i>CashFlow</i>	0.082*** (5.49)	0.096*** (6.74)	0.087*** (3.30)	0.088*** (3.54)
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer1</i>	0.246* (1.74)		0.104 (0.25)	
<i>Post</i>	-0.007*** (-3.09)		-0.010** (-2.13)	
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer1</i> × <i>Post</i>	-0.247* (-1.95)		-0.104 (-0.27)	
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer2</i>		0.265** (1.99)		0.277 (0.63)
<i>Post</i>		-0.0164*** (-6.09)		-0.019*** (-2.97)
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer2</i> × <i>Post</i>		-0.221** (-2.07)		-0.285 (-0.75)
<i>Control Variable</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Area</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.008 (0.38)	0.0115 (0.54)	-0.024 (-0.63)	-0.030 (-0.79)
<i>N</i>	2 791	2 801	1 077	1 077

列(1)和列(2)是在非高新行业中,引入外部经理人和转让企业对企业融资约束的影响。从表中可以看出,无论是引入外部经理人(*Transfer1*)还是转让企业(*Transfer2*)情况下,关键指标*CashFlow*×*Transfer*×*Post*交叉项系数均显著为负。列(1)中的交叉项系数为-0.247,并在10%的水平上显著;列(2)中的交叉项为-0.221,在5%的水平上显著。该回归结果说明在非高新行业中,去家族化可以显著降低企业投资—现金流的敏感性,减缓了家族企业的融资约束。

列(3)和列(4)是在高新行业中,引入外部经理人和转让企业对企业融资约束的影响。从结果中可以看出,无论是引进外部经理人还是转让企业,*CashFlow*×*Transfer*×*Post*交叉项为负,但并不显著。说明在高新行业中,去家族化对企业的融资约束没有明显的缓解效果。

出现这种结果的原因可能有两种。一种可能的情况是,高新行业是资本集中度高的行业,其固定资产比重较低,因此其固定资产类的投资水平也较低,而且并不是所有的研发支出归属于无形资产。但是本文对企业投资水平的衡量是根据固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金确定的,对高新行业中的家族企业投资的衡量可能并不全面。

另外一种可能的情况是,高新行业的企业不存在融资约束难的问题,或者高新行业的去家族化不会影响企业融资,那么高新企业去家族化后的研发投入应该也没有显著区别。表9列示了非高新行业与高新行业中,不同去家族化方式对研发投入的影响,该回归分析同样是控制了内生性后的回归结果。从表中可以看出,列(1)中的交叉项(*Transfer1*×*Post*)的系数为1.050,并



在1%的水平上显著;列(2)中的交叉项( $Transfer2 \times Post$ )的系数为0.772,在5%的水平上显著,可见去家族化可以提高非高新类企业的研发支出。列(3)和列(4)中的交叉项虽然为正,但并不显著。由此可以看出,非高新类的家族企业去家族化后融资约束得到缓解,同时研发投入显著增加;但是高新行业的企业研发投入为正,但是并不显著。

表9 不同行业中研发投入与去家族化回归分析

	非高新行业		高新行业	
	(1)R&D	(2)R&D	(3)R&D	(4)R&D
$Transfer1 \times Post$	1.050*** (4.03)		0.264 (1.29)	
$Transfer2 \times Post$		0.772** (2.45)		0.237 (0.91)
<i>Control Variable</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Area</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	4.311* (1.77)	6.258** (2.58)	0.685 (0.31)	0.768 (0.34)
<i>N</i>	291	291	380	380

## 2. 家族异质性、去家族化与投资—现金流敏感性

家族企业的异质性决定了不同家族企业类型的发展不同,本文根据Villalonga和Amit(2010)对家族企业的分类,通过企业上市方式的不同,对样本中的家族企业分为两类:“竞争优势”类型的家族企业和“控制权私利”类型的家族企业。“竞争优势”类家族企业追求企业的长期利益,将家族视作企业的管家,更加用心经营企业,不会轻易放弃企业所有权;引入外部经理人既可以保证家族对企业的掌握,同时能够降低第二类代理成本,缓解企业融资约束。采用直接上市方式的企业,一般而言,多数归属于“竞争优势”类家族企业,采用间接上市方式的企业,多数归属于“控制权私利”类家族企业。

表10列示了在不同类型的家族企业中,去家族化对企业融资约束的影响。列(1)和列(2)说明了在直接上市情况下,引入外部经理人和转让企业对投资—现金流敏感性的影响,从结果中可以看出引入外部经理人时, $CashFlow$ (现金流)的系数显著为正,关键变量 $CashFlow \times Transfer \times Post$ 的交叉项为-0.377,并在10%的水平上显著,说明引入外部经理人可以降低投资—现金流的敏感性;当转让企业时,关键变量 $CashFlow \times Transfer \times Post$ 的交叉项为-0.127,但并不显著,说明家族退出企业并没有降低企业的投资—现金流的敏感性。从该结果中可以看出,对于“竞争优势”类家族企业,引入外部经理人可以显著减低企业的融资约束。

列(3)和列(4)展现了间接上市情况下,引入外部经理人和转让企业对投资—现金流敏感性的影响,列表中显示,无论是引入外部经理人还是转让企业,虽然企业的现金流显著为正,关键变量 $CashFlow \times Transfer \times Post$ 的交叉项均为负,但并不显著,该结果说明对于“控制权私利”类型的家族企业,去家族化对企业的投资—现金流敏感性没有显著影响。

## 3. 透明度、去家族化与投资—现金流敏感性

公司的信息透明度越高,家族成员转移资源或侵占中小股东利益的成本也越高(Anderson和Reeb,2003),投资者的利益得到更大程度的保护,降低了投资者的风险溢价,企业的融资环境更加宽松(姜付秀等,2017),因此信息透明度对去家族化与融资约束的关系有一定的调节作用。本文采用跟踪企业的分析师数量衡量企业的信息透明度,因为企业的分析师跟踪越多,中介机构和外界对企业的关注也就越高,企业的透明度也就越高(Bowen等,2008)。

表11列示了对处于不同透明度环境的家族企业,去家族化对企业融资约束的影响。

表 10 家族异质性、去家族化与投资—现金流敏感性回归

	直接上市		间接上市	
	(1)Investment	(2)Investment	(3)Investment	(4)Investment
<i>CashFlow</i>	0.086*** (5.46)	0.087*** (5.81)	0.073*** (2.98)	0.073*** (3.58)
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer1</i>	0.465* (1.89)		0.243 (1.52)	
<i>Post</i>	-0.017*** (-6.26)		-0.002 (-0.63)	
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer1</i> × <i>Post</i>	-0.377* (-1.66)		-0.212 (-1.49)	
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer2</i>		0.205 (1.04)		0.223 (1.51)
<i>Post</i>		-0.020*** (-5.61)		-0.010*** (-3.24)
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer2</i> × <i>Post</i>		-0.127 (-0.79)		-0.191 (-1.60)
<i>Control Variable</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Area</i>	控制	控制	控制	控制
<i>industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.045* (1.91)	0.044* (1.89)	-0.048* (-1.72)	-0.047* (-1.71)
<i>N</i>	2 909	2 909	969	969

表 11 透明度、去家族化与投资—现金流敏感性回归

	透明度低		透明度高	
	(1)Investment	(2)Investment	(3)Investment	(4)Investment
<i>CashFlow</i>	0.043** (2.33)	0.048*** (2.92)	0.097*** (5.51)	0.094*** (5.53)
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer1</i>	0.083 (0.56)		0.381 (1.51)	
<i>Post</i>	-0.008*** (-2.92)		-0.002 (-0.53)	
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer1</i> × <i>Post</i>	-0.064 (-0.48)		-0.398* (-1.73)	
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer2</i>		-0.014 (-0.11)		0.215 (0.94)
<i>Post</i>		-0.004 (-1.51)		-0.007* (-1.65)
<i>CashFlow</i> × <i>Transfer2</i> × <i>Post</i>		-0.001 (-0.01)		-0.248 (-1.29)
<i>Control Variable</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Area</i>	控制	控制	控制	控制
<i>industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.013 (0.46)	0.012 (0.41)	0.148*** (4.70)	0.146*** (4.65)
<i>N</i>	1 574	1 574	2 294	2 294

列(1)和列(2)说明了在较低透明度的情况下,无论是引入外部经理人还是转让企业,虽然Cashflow(现金流)的系数显著为正,关键变量CashFlow×Transfer×Post的交叉项虽然为负,却不显著,说明在透明度较低的环境下,去家族化对企业投资—现金流敏感性没有显著影响,即模糊的环境不利于去家族化缓解融资约束。

列(3)和列(4)展示了在较高透明度的情况下,引入外部经理人和转让企业对投资—现金流敏感性的影响,列(3)中的CashFlow×Transfer1×Post的交叉项为负,并在10%的水平上显著,说明引入外部经理人能够显著降低企业的投资—现金流敏感性,缓解企业的融资约束;但列(4)中的CashFlow×Transfer2×Post的交叉项虽然为负,但并不显著,说明转让企业这种去家族化方式对企业融资约束并没有显著影响。该结果说明资本市场制度环境的重要性,市场化程度越高,企业生存的环境越透明,企业行为的改变越能产生显著的效果。

### (三)作用机制检验

#### 1. 去家族化与银行贷款

金融市场欠发达时,家族企业的融资渠道主要是债务融资(Murro和Peruzzi, 2019)。我国的资本市场发展不平衡,银行贷款仍是上市公司融资的主要方式之一。有研究发现,家族成员担任高管对企业价值有负面影响,家族继任成员担任CEO时企业会计业绩更差,而银行贷款的发放主要是依据企业的绩效表现,则家族成员继任CEO时企业获取银行贷款的可能性较小(Shen和Su, 2017)。陈德球等(2013)发现外部职业经理人更倾向追求企业短期投资收益,而短期投资需要宽松的融资环境,因此外部经理人更有动机缓解企业的融资约束。

家族企业主要来自民营企业,民营企业的主要筹资方式依然是银行贷款,本文将企业获得银行长期贷款作为取得融资的主要渠道。去家族化与企业银行贷款也可能存在着内生性关系,我们依然通过双重差分方法解决内生性问题。表12列示了去家族化与银行贷款之间的内生性检验,列(1)分析了引入外部经理人对企业银行贷款的净影响,从表中可以看出,关键变量Transfer×Post的系数为正,并在1%的水平上显著,说明引入外部经理人可以增加企业的银行贷款金额。列(2)研究了企业转让对银行贷款的净影响,可以看出关键变量Transfer×Post的系数依然显著为正,说明转让企业也可以增加银行贷款金额,从而缓解企业的融资约束。与本文前半部分的研究结论一致。

#### 2. 去家族化与外部融资总量

本文将企业获得外部融资总量作为融资总额的衡量变量,参考徐思等(2019),使用“发行债券收到的现金、取得借款收到的现金和吸收权益性投资收到的现金”作为外部融资总量。表13列示了不同去家族化方式下企业获得外部融资总量的回归分析,为防止可能存在的内生性关系,该回归分析依然采用双重差分法进行回归。从表中可以看出,引入外部经理人的情况下,交叉项系数显著为正;转让企业的情况下,交叉项虽然

表 12 去家族化与银行贷款的内生性检验

	Transfer1 (1)Loan	Transfer2 (2)Loan
Transfer×Post	0.283*** (4.14)	0.382*** (4.45)
Control Variable	控制	控制
Constant	-5.097*** (-7.07)	-5.018*** (-6.96)
N	1 897	1 897

表 13 去家族化与外部融资总量的内生性检验

	Transfer1 (1)Exfin	Transfer2 (2)Exfin
Transfer×Post	0.520* (1.68)	0.336 (0.84)
Control Variable	控制	控制
Constant	-38.82*** (-12.40)	-38.62*** (-12.35)
N	3 878	3 878

为正,但并不显著。所以引入外部经理人可以提升企业的外部融资总量。转让企业的过程中,可能其他融资渠道的金额有所减少,使得外部融资总量没有显著增加。

## 六、研究结论与展望

去家族化是家族企业未来发展的一个方向。基于我国家族企业的发展进程,本文检验了家族企业不同的去家族化方式对其融资约束的影响,为家族企业的公司治理和行为研究提供了新的探讨视角,深化了对家族企业动态发展的研究。研究发现,在非高新行业中,去家族化能更显著地降低企业投资—现金流的敏感性;家族异质性对企业去家族化缓解融资约束也有影响,“竞争优势”类型的家族企业引入外部经理人能更好地缓解企业融资约束;在信息透明度较高的环境中,去家族化对企业融资约束的缓解作用更加明显。这意味着,企业去家族化能够为企业带来融资方面的便利,而在不同的情况下,去家族化的作用也随环境变化而变。通过内生性检验和稳健性检验,本文的主要观点依然成立。

根据上述研究有以下启示:(1)基于家族企业特有的治理模式,其内外部信息不对称导致企业融资约束较高,因此引入外部经理人或者转让企业可以降低投资—现金流敏感性,家族企业转型有助于改善企业融资状况。(2)不同特性的家族企业可以选择不同类型的去家族化方式,企业实际控制人应当准确把握企业状况,针对不同情形选择合适的转型途径。(3)家族企业的融资反映了企业的成长水平,根据企业的特性和治理模式,投资者可以选择合适的投资对象,优化资源配置。

本文的研究仍有继续进展的可能。当去家族化对企业的影响既广泛又深入时,那么影响企业去家族化的因素是什么?尤其是当家族企业选择不同的去家族化路径时,这是本文仍需探索的地方。因此在后续的研究中,可能会从家族特点和企业特性出发,探究企业转型背后的情景,明确去家族化及其不同方式的原因。

## 主要参考文献

- [1]陈德球,肖泽忠,董志勇. 家族控制权结构与银行信贷合约:寻租还是效率[J]. 管理世界,2013,(9): 130-143.
- [2]姜付秀,石贝贝,马云飙. 信息发布者的财务经历与企业融资约束[J]. 经济研究,2016,(6): 83-97.
- [3]姜付秀,郑晓佳,蔡文婧. 控股家族的“垂帘听政”与公司财务决策[J]. 管理世界,2017,(3): 125-145.
- [4]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.
- [5]许静静. 家族企业外聘CEO类型、两权分离度与企业特质信息披露[J]. 上海财经大学学报,2015,(6): 90-100.
- [6]徐思,何晓怡,钟凯. “一带一路”倡议与中国企业融资约束[J]. 中国工业经济,2019,(7): 155-173.
- [7]叶康涛,张然,徐浩萍. 声誉、制度环境与债务融资——基于中国民营上市公司的证据[J]. 金融研究,2010,(8): 171-183.
- [8]Anderson R C, Reeb D M. Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage[J]. *Journal of Law and Economics*,2003,46(2): 653-684.
- [9]Ben-Nasr H, Boubaker S, Rouatbi W. Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity[J]. *Journal of Corporate Finance*,2015,35: 265-285.
- [10]Bowen R M, Xia C, Qiang C. Analyst coverage and the cost of raising equity capital: Evidence from underpricing of seasoned equity offerings[J]. *Contemporary Accounting Research*,2008,25(3): 657-700.
- [11]Cull R, Li W, Sun B, et al. Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firms[J]. *Journal of Corporate Finance*,2015,32: 271-294.
- [12]Harms H, Memili E, Steeger J. Expert insights on the determinants of cooperation in family firms in tourism and hospitality sector[J]. *Journal of Co-operative Organization and Management*,2015,3(2): 72-83.
- [13]Kaplan S N, Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?[J]. *The Quarterly Journal of Economics*,1997,112(1): 169-215.

- [14]Murro P, Peruzzi V. Family firms and access to credit. Is family ownership beneficial?[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2019, 101(4): 173-187.
- [15]Shen N, Su J. Religion and succession intention - Evidence from Chinese family firms[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 45: 150-161.
- [16]Villalonga B, Amit R. Family control of firms and industries[J]. *Financial Management*, 2010, 39(3): 863-904.

## Can De-familiarization Ease the Financing Constraints of Enterprises?

Wang Tengyan, Jin Yuan

(*School of Economics & Management, Shanghai Maritime University, Shanghai 201306, China*)

**Summary:** De-familiarization is a direction of future development of family business. As a result of changing the governance of family business, de-familiarization has an important impact on the governance effect of the business. There are usually two paths in the process of de-familiarization: First, the introduction of professional managers to run the business, continuing to maintain the control of the family; second, part or all of the transfer of equity in the business, while losing the control and management of the family business. The introduction of professional managers can enhance the reputation of enterprises, make up for the deficiency of family enterprises in regulating management and professional knowledge, increase the channels for investors to obtain enterprise information from the outside, and reduce the information asymmetry inside and outside enterprises. Equity transfer can provide enterprises with more sufficient capital and human resources.

Based on the development process of family business in China, this paper tests the influence of different ways of family business' de-familiarization on its financing constraints, provides a new perspective for the research of family business' corporate governance and behavior, and deepens the research on the dynamic development of family business. This paper takes 2005-2014 family listed companies as the research object, discusses the influence of two ways of family business de-familiarization on corporate financing constraints, and further discusses its mechanism. Based on the previous literature, combined with the research object, this paper defines family business by two independent standards. The first criterion requires the family business to meet the following three requirements: (1) the actual controller is traced back to the family or individual; (2) the family or individual is the first major shareholder of the company; (3) the founder or family member of the business serves as the chairman or general manager. The introduction of external managers is considered to be de-familiarization for family enterprises that meet such standards, which is defined as "introduction of external professional managers" to de-familiarization. The second standard requires that the family business meet the following two requirements: (1) the actual controller is traced back to the family or individual; (2) the family or individual is the first major shareholder of the company. When family members give up their ownership, the family business that meets these standards is considered to be de-familialized, which is defined as "transfer business" de-familiarization.

This paper finds that the introduction of external managers and enterprise transfer can significantly reduce the sensitivity of investment cash flow and ease the financing constraints of enterprises. Further

research shows that the financing constraints of non-high-tech enterprises are significantly reduced after de-familiarization, while the financing constraints of high-tech enterprises are not significantly alleviated after de-familiarization; the family heterogeneity also has an impact on the release of financing constraints of enterprise de-familiarization, that is, “competitive advantage” type enterprises are more suitable for introducing external managers, and “control right and private interest” type enterprises can reduce financing constraints by transferring enterprises. In the environment of high information transparency, the effect of de-familiarization is more obvious. This shows that enterprise de-familiarization can bring convenience in financing for enterprises, and in different circumstances, the role of de-familiarization also changes with the environment.

In this paper, KZ index is used as an alternative variable of financing constraints to test the robustness, and the results are still valid. In order to prevent the influence of endogeneity, all models in this paper are DID models. The conclusion of this paper is helpful for family enterprises to choose a better transformation mode according to their own situation, so as to improve the financing predicament of enterprises, provide investors with empirical evidence of investment directions, and optimize the allocation of market resources.

**Key words:** family enterprises; de-familiarization; information asymmetry; financing constraints

(责任编辑:王 孜)