

家族企业债务期限错配研究

李孜仪, 吕长江, 邓悦萌

(复旦大学 管理学院, 上海 200433)

摘要:我国企业普遍存在债务期限结构错配现象,这加剧了企业流动性风险,容易引发资金链断裂甚至引发债务危机。文章利用 2003—2023 年中国沪深 A 股上市民营企业样本,探讨家族企业对于企业债务期限结构错配水平的影响。研究发现,与非家族企业相比,家族企业的债务期限结构错配水平更低,债务风险敞口更小。机制检验显示,家族企业是出于风险厌恶特征而选择了更低的债务期限结构错配水平。基于社会情感财富理论 FIBER 框架的分析表明,家族控制权越高、身份认同越强、社会纽带越紧密、情感依恋越深的家族企业对债务期限错配的抑制作用越强;家族创始人或接班人担任 CEO 时,较职业经理人更倾向于规避债务期限错配风险,且代际间表现一致,这表明保护社会情感财富的行为逻辑具有跨代持续性。经济后果检验发现,与非家族企业相比,家族企业的债务期限结构错配导致的实际违约水平更低,债务风险管理能力更强;此外,面对流动性冲击时,家族企业缩小债务风险敞口,且危机后股价恢复的概率显著高于非家族企业。文章将债务期限错配研究的视角拓展到企业主动风险管理层面,这为理解实体企业债务风险积聚的成因提供了新的思路,对防范化解重大风险工作具有启示意义。

关键词: 家族企业; 债务期限错配; 社会情感财富; 风险管理

中图分类号: F275.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2026)08-0139-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20260521.301

一、引言

当前中国经济增速放缓,宏观杠杆率仍呈上升趋势。在微观层面,企业普遍存在“短债长用”的债务期限结构错配现象(李增福等, 2022),致使债务违约风险积聚。这种期限错配会使企业产生流动性敞口,需要不断通过滚动借债来维持长期投资。一旦再融资失败,极易引发企业资金链断裂(刘晓光和刘元春, 2019)。若发生实质性债务违约,则流动性风险将蔓延至行业和市场层面,^①甚至可能引发金融危机(Furman 等, 1998)。关于企业债务期限结构错配现象的成因,现有研究已经展开了丰富的讨论,但多从债务供给端角度,强调企业难以获得长期贷款,因而被动发生债务期限结构错配(钟凯等, 2016; 李增福等, 2022),较少研究企业如何出于风险偏

收稿日期: 2025-09-30

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(72432001; 72472031)

作者简介: 李孜仪(1999—),女,浙江绍兴人,复旦大学管理学院博士研究生;

吕长江(1965—),男,山东日照人,复旦大学管理学院教授,博士生导师;

邓悦萌(1999—)(通讯作者),女,四川达州人,复旦大学管理学院博士研究生。

^① 2003—2023 年间,已有 838 家上市公司发生银行债务逾期;自 2014 年“11 超日债”违约、债券市场“刚性兑付”被打破以来,截至 2023 年, A 股上市公司已发生 283 例债券违约。债券违约事件后影响通常会蔓延,譬如 2020 年 11 月 10 日永煤集团宣布债券违约,三日内集团其余债券净价跌逾 93%,不仅能源、煤炭企业受波及,整体债券市场流动性亦受影响。

好,通过调整资产配置结构来管理债务期限错配敞口。事实上,企业通过资产端决策调整来降低风险的行为,在实践中已得到了印证。天齐锂业二代接班人蒋安琪在 2026 年 4 月的年度业绩说明会上表示:“我们以前遇到过短债长投导致的经营风险,所以我们要在接下来的经营中去克服掉任何的短债长投。”她提出,企业应“正视自身短板,在经营过程中做好更充分的统筹规划,切实防范资金与项目的错配风险”。^①这表明,企业并非只能被动接受融资端的约束,而是可以基于自身偏好,通过资产端的主动调整来缓解错配风险。鉴于此,本文从家族企业这一重要的民营企业类别切入,探讨企业的家族控制如何影响其债务期限结构匹配策略。

家族企业是推动经济发展的重要力量(许年行等,2019),也是缓解债务风险的重要切入点。近年来,家族企业在中国上市民营企业中的占比逐年攀升,根据笔者收集的数据测算,从 2003 年的 29.24% 增长至 2023 年的 68.49%,其债务风险管理行为对实体经济的稳定发展具有重要影响。理论上,家族控制如何影响债务期限错配水平存在两种相互竞争的解释。一方面,基于代理理论,家族控股股东可能利用控制权侵占债权人利益,从而加剧其与债权人之间的代理冲突(钟凯等,2018)。为防范代理风险,外部债权人倾向于缩短债务期限(Bharath 等,2008),导致家族企业被动陷入较高的债务期限错配水平。另一方面,作为企业和家族的结合体,家族企业兼具追求企业价值最大化与保持社会情感财富的双重目标(Gómez-Mejía 等,2007; Chen 和 Hsu, 2009),通常长期导向更强并且重视家族声誉(Anderson 和 Reeb, 2003)。为了实现基业长青的目标,家族企业倾向于选择风险规避,并采用更保守的资源分配策略以维持家族控制的稳定性和家族发展的持续性(Gómez-Mejía 等,2007)。在债务风险管理决策上,这种风险规避特征可能促使家族企业主动降低债务期限错配水平,从而缩小流动性敞口以降低企业债务风险,维持家族的长期控制与企业的基业长青。此外,家族企业的长期导向不仅削弱了控股股东的利益侵占动机,降低了第二类代理成本(许静静和吕长江,2011),也缓解了股东与债权人之间的代理冲突,使其债务代理成本显著低于非家族企业(Anderson 等,2003)。因此,家族控制对债务期限错配水平的影响在理论上存在相互竞争的预期,仍有待进一步的经验证据加以检验。

本文基于 2003—2023 年中国民营上市公司数据,研究家族企业如何影响企业债务期限结构错配水平。实证检验发现:(1)与非家族企业相比,家族企业的债务期限结构错配水平更低。(2)机制分析表明,上述差异主要源于家族企业在资产端的结构调整。进一步地,基于企业年报“管理层讨论与分析”的文本分析以及对研发投入、经营结果的检验显示,家族企业呈现出显著的风险厌恶特征。此外,经济政策不确定性越高,家族企业对“短债长用”水平的负向影响越强。上述发现支持了风险厌恶的作用机制。(3)基于社会情感财富理论 FIBER 框架的分析表明,家族持股比例越高、身份认同越强、社会纽带越紧密、情感依恋越深的家族企业对债务期限错配的抑制作用越强;创始人 CEO 和接班人 CEO 表现出的审慎态度具有一致性,且均高于职业经理人,表明保护社会情感财富的行为逻辑具有跨代持续性。(4)经济后果分析显示,在同等债务期限结构错配水平下,家族企业的违约概率更低;面对流动性冲击时,家族企业展现出了更强的组织韧性,危机后股价恢复的概率显著高于非家族企业。

本文可能的边际贡献体现在以下几个方面:第一,本文将债务期限错配成因的解释框架从传统的债务供给端视角延伸至企业的资产决策端视角,拓展了对债务期限错配成因的理解。现有文献大多基于债务供给端的视角,将“短债长用”视为企业在面临外部融资约束时的被动选择(如钟凯等,2016,2018; 刘晓光和刘元春,2019; 李增福等,2022; 陆文力和卢盛荣,2025; 肖土

^① 天齐锂业 2025 年度业绩说明会(<https://rs.p5w.net/html/177484740932502.shtml>)。

盛和司映雪, 2025)。本文基于社会情感财富理论, 以家族企业这一重要的民营企业类别作为切入点, 研究发现家族企业出于基业长青的动机, 会表现出更稳健的风险敞口选择和更强的风险管理能力。本文的发现表明, 债务期限结构匹配策略并非完全受制于外部资金可得性, 而是企业主动权衡风险与收益后的理性选择, 从而为理解实体企业债务风险积聚的成因提供了新的理论视角。第二, 本文深化了对家族企业债务行为的理论认识, 丰富了家族企业竞争优势的相关研究。既有文献关于家族企业债务问题的研究存在两种竞争性观点, 分别强调利益侵占动机与风险规避动机。然而, 国内现有研究多侧重于前者, 从掏空侵占的角度解释家族企业的债务安排(如陈德球等, 2013; 姜付秀等, 2017; 钟凯等, 2018)。本文发现, 家族企业在面临“短债长用”这一高风险财务决策时更加审慎, 且当家族企业保护社会情感财富的动机更强时, 企业的债务期限错配水平显著更低。此外, 本研究从全周期视角出发, 系统揭示了家族企业具有更低的期限错配水平、更低的违约概率, 且在危机冲击后韧性更强等特征, 证明了家族治理结构在防范化解重大金融风险中的独特价值。第三, 本文从资产端决策调整的视角, 为企业主动管理债务期限错配的实现路径提供了新思路。现有研究对债务期限错配管理的分析多集中于债务期限结构选择, 较少关注企业如何通过资产端的资源配置来主动管理债务风险。本文发现, 家族企业降低债务期限错配水平的关键路径在于资产端的主动调整, 即通过优化长期资产配置结构降低流动性敞口的形成, 同时以审慎的投资决策和更高的投资效率来保障资产端的产出稳定性。本文的发现揭示了资产端资源配置在债务风险管理中的重要作用, 为实践中企业优化债务结构、提升财务韧性提供了理论参考。

本文结论与钟凯等(2018)的研究相关但不相同。钟凯等(2018)认为家族控制权越强, 企业债务期限结构错配越严重, 并将其归因于资金供给方认为家族控制存在较高利益侵占动机, 因而倾向于发放短期借款降低风险。然而本文发现, 相较于非家族企业, 家族企业的债务期限结构错配水平更低。造成差异的原因可能在于: 对家族企业的定义不同。钟凯等(2018)定义家族企业为“最终控制人为家族自然人或家族, 并且直接或间接是第一大股东, 持股超过 10% 的企业”, 从而将企业家企业^①也纳入家族企业的范畴, 最终超过 75% 的民营企业样本被定义为家族企业。事实上, 家族企业作为一种特殊的组织形式, 是家族多人持股或参与管理的企业, 与企业家企业相比, 家族企业致力于基业长青, 有更低的两权分离度,^②因此利益侵占动机更弱(翁霄璋等, 2014)。2003—2023 年, 中国家族企业两权分离度总体上逐年下降, 且始终比企业家企业低。因此, 钟凯等(2018)的研究结论可理解为民营企业实际控制人的控制权越高, 其掏空动机越强, 债务期限错配水平也越高, 这与本文结论并不冲突。事实上, 本文重申了在中国语境下 Miller 等(2007)所提出的“家族企业研究悖论”——家族企业和企业家企业之间界限模糊, 可能导致家族企业研究结论的不一致。家族企业是家族控制、家族经营、追求家族基业长青的特殊组织形式(Parise, 2024), 这也正是其经久不衰之特殊性。^③

① 企业家企业指最终控制人为家族自然人或家族, 并且直接或间接是第一大股东, 持股超过 10%, 但不存在除实控人之外的家族成员持股或参与经营的企业。

② 在本文样本期间, 企业家企业中有 67.53% 的样本发生了两权分离, 而家族企业中仅 51.00% 的样本发生了两权分离; 企业家企业的两权分离度均值为 7.08%, 家族企业的两权分离度均值为 4.53%。企业家企业的短债长用变量 1(SDLA1)均值为 0.259, 家族企业的均值为 0.242; 企业家企业的短债长用变量 2(SDLA2)均值为 -0.226, 而家族企业的均值为 -0.265; 企业家企业的短债长用变量 3(SDLA3)均值为 -0.396, 而家族企业的均值为 -0.437。相比于家族企业, 企业家企业有更高的两权分离水平和债务期限错配水平。

③ Parise(2024)重申了家族成员参与控股或经营是家族企业的根本特征, 并通过财务特征、成本结构和投资行为等多角度的对比研究, 揭示了家族企业与企业家企业之间的显著差异。若仅以“单一自然人或家族持股超过一定比例”来界定家族企业, 则谷歌、脸书等创始人保留大量股权、但无其他家族成员任职的公司也会被视作家族企业。

二、理论分析与研究假设

(一) 债务期限结构错配现象的成因

经典债务期限文献指出,合理匹配债务和资产的期限有助于降低流动性风险(Morris, 1976),削弱再融资利率的不确定性(Flannery, 1986)。债务期限错配水平体现了企业面临的流动性风险和再融资风险敞口,能够反映企业在债务风险中的暴露程度。而“短债长用”问题表现为短期负债支持长期资产,实质上是资产期限和负债期限的不匹配。短债到期后,企业需依赖借款展期、借新还旧等手段维持资金链。当市场经济或企业经营突然发生变化时,无法更新债务的企业可能不得不发生实质性债务违约,进而削减投资,甚至破产清算(Bleakley 和 Cowan, 2010)。更进一步地,风险还可能波及债券市场乃至整个经济体,最终引发金融危机(Furman 等, 1998)。

可从债务供给端与资产配置端两个角度来对企业债务期限错配的成因展开分析。从债务供给端来看,债权人和债务人之间存在信息不对称,而短期贷款的监督难度低于长期贷款,其代理成本更低(Brockman 等, 2010),因此债权人更倾向于提供短期贷款以降低债务代理成本,导致企业长期资金供给不足,被动形成债务期限错配现象。现有文献表明,货币政策不稳定性(钟凯等, 2016)、本地国企混改(肖土盛和司映雪, 2025)、贷款利率并轨(陆文力和卢盛荣, 2025)等外部因素和企业杠杆率(刘晓光和刘元春, 2019)等内部因素都使得债权人倾向于发放短期债务,这将加剧企业的债务期限错配。从资产配置端来看,企业在做出债务期限匹配决策时,会在维持长期投资收益与防范潜在流动性风险之间进行权衡。当企业预期到短期债务的续贷风险时,可以选择调整资产配置策略,通过压缩长期投资规模来匹配可获得的债务期限结构,从而降低期限错配水平。近年来,部分研究从高管特征切入,探讨了管理层过度自信(孙凤娥, 2019)、高管责任保险(赖黎等, 2019)等因素对企业债务期限错配的影响,为理解债务期限错配的需求端动因提供了参考。虽然学界对于债务期限错配进行了丰富的讨论,但企业如何基于自身风险倾向进行债务期限错配水平的决策,其决策动机与依据是什么等问题仍有待进一步解答。

(二) 家族企业与债务期限结构错配

关于家族企业的债务期限结构错配水平,代理理论与社会情感财富理论提供了两种不同的分析逻辑。基于代理理论的视角,家族控股股东的机会主义动机与代理冲突会引发信贷供给侧的融资约束,导致企业陷入被动的债务期限错配困境。基于社会情感财富理论的视角,出于声誉保护、控制权维系以及基业长青的长期导向,家族企业会主动进行资产与债务期限的匹配,规避激进的期限错配风险。本文将分别从上述两种理论视角出发,对家族企业债务期限错配的内在机理进行分析,并提出相应的竞争性研究假说。

基于代理理论,家族控股股东相较于债权人等外部利益相关者拥有更多私有信息,且具备侵占债权人利益的机会主义动机,这加剧了其与债权人之间的代理冲突(钟凯等, 2018)。具体而言,家族企业的利益侵占风险主要源于以下三个方面:第一,家族对企业的控制力和影响力赋予其侵占债权人利益的能力。家族企业可能通过构建金字塔式股权结构、交叉持股或双重股权等方式获取超额控制权(陈德球等, 2013),这为其通过“隧道行为”转移上市公司资源、侵害债权人利益提供了能力基础。第二,家族企业可能奉行家族利益至上的逻辑,利用企业资源实现以家族为中心的非经济目标。例如,为维护家族内部和谐,为资质不足的家族成员提供与其能力不匹配的工作岗位,或挪用企业资源向家族管理者提供额外福利、设计保护性契约及给予特殊照顾(Schulze 等, 2003),这些行为最终会导致企业资源的非效率配置与浪费。第三,家族成员之间往往存在复杂的关系网络与潜在的利益冲突,这可能进一步加剧家族企业的代理问题(刘白璐和吕长江, 2016)。当家族企业主对家族管理者表现出非对称的利他主义倾向时,后者可能

出现“搭便车”、偷懒等机会主义行为。然而,出于维护家族内部和谐的考量,此类行为通常难以得到有效约束与惩戒,从而增加了企业的代理成本(Schulze 等, 2001)。

对于信息不对称程度高、潜在侵占风险大的企业,为了防范资产替代和投资不足等债务代理风险,银行等外部债权人更倾向于缩短信贷期限,利用短期债务的频繁展期来发挥监督作用(Bharath 等, 2008)。基于上述逻辑,在利益侵占动机与非经济目标的共同作用下,家族企业的债务代理成本相对较高,从而影响债权人对家族企业的风险预期(陈德球等, 2013)。当银行实施更为审慎的信贷配给策略而削减长期信贷供给时,家族企业为满足长期投资需求,不得不更多地依赖短期信贷资金,从而使其债务期限结构呈现错配特征。基于此,本文提出假说 H1a: 与非家族企业相比,家族企业的债务期限结构错配水平更高。

尽管如此,在中国,家族企业普遍呈现两权分离度较低的特征,使其因两权分离导致的代理问题便得到了缓解(翁青暉等, 2014)。如前文所述,2003—2023 年,中国家族企业两权分离度始终比企业家企业低。与此同时,家族企业的一代创始人通常仍实际控制公司或尚未离世,使得中国的家族企业整体呈现更强的长期导向和更低的侵占动机(许静静和吕长江, 2011)。上述特征为社会情感财富理论视角的适用性提供了基础。基于社会情感财富理论,本文从动机与能力两个维度分析家族企业的债务期限错配行为。

在动机层面,家族企业基于对社会情感财富的保护,往往具有更强的风险规避倾向。家族企业是一种具有跨代际传承长期目标的企业组织形式,作为企业与家族的结合体,其典型特征是追求家族对企业的控制和基业长青(Anderson 和 Reeb, 2003; 刘白璐和吕长江, 2018)。为了保持家族控制和长期发展,家族企业通常会表现出风险厌恶(Gómez-Mejía 等, 2007; Chen 和 Hsu, 2009),其经营视野也强调长期导向(Duran 等, 2016)。而“短债长用”所蕴含的流动性风险和再融资压力一旦转化为财务困境,可能导致公司与家族的声誉被破坏、家族控制权易主、代际传承失败等社会情感财富损失。为了维护家族声誉、维持家族控制和维系企业的基业长青,家族企业有动机选择更低的债务期限结构错配水平。

在能力层面,家族企业更高的投资效率为其通过资产端调整来缓解期限错配提供了条件。在中国企业债务结构普遍呈现“短债化”的环境下,企业在债务端的调整空间相对有限,难以通过主动延长债务期限来改善资产与负债的期限匹配。因此,当企业存在降低期限错配的动机时,其更可能通过调整资产端配置来实现。然而,压缩长期投资往往意味着企业可能放弃部分增长机会,由此引出一个关键问题:家族企业是否具备在降低长期投资规模的同时,仍能维持企业经营与发展所需投资水平的能力?既有文献为回答这一问题提供了启示。相关研究发现,尽管家族企业在创新方面的投资水平更低,但创新投入转化为产出的转化率更高,最终创新产出反而高于非家族企业(Duran 等, 2016)。此外,家族企业也有更好的并购绩效(刘白璐和吕长江, 2018)。这些发现表明,家族企业在投资决策与资源配置方面可能具有更高的投资效率,体现为其能够在较低的投资规模下实现相对更高的产出。若上述逻辑成立,则意味着家族企业压缩长期资产配置后,可能通过更高的投资效率,以较低的长期资产投入实现企业发展所需的投资产出水平。由此,家族企业在降低流动性风险的同时仍能在一定程度上维持企业增长,从而更有效地权衡流动性风险与发展需求,并相应降低资产与债务间的期限错配程度。因此,家族企业有能力选择更低的债务期限结构错配水平。

综上,本文预期家族企业在主观上具备降低债务期限错配的动机,且由于投资产出效率更高,具备通过资产端调整实现期限匹配的能力,从而可能呈现债务期限结构错配水平较低的特点。基于此,本文提出假说 H1b: 与非家族企业相比,家族企业的债务期限结构错配水平更低。

三、研究设计

(一)数据来源与样本

本文以 2003—2023 年在沪深 A 股上市的民营企业为初始样本,剔除金融业、创业板、科创板、北交所及 ST、*ST、PT 类上市公司,最终得到 20 696 个公司—年度观测值。公司财务数据来自 Wind 和 CSMAR 数据库。为排除极端值影响,对所有连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

(二)基准回归模型

为检验研究假说,本文建立如下 OLS 回归模型:

$$SDLA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Family_{i,t} + \sum \gamma_j Controls_{i,t} + ProvFE + IndFE + YearFE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,下标 i 代表公司, t 代表年份; $SDLA_{i,t}$ 指企业短债长用水平,是企业债务期限结构错配的代理变量; $Family_{i,t}$ 为民营企业是否是家族企业的虚拟变量; $Controls_{i,t}$ 是一系列控制变量; $ProvFE$ 、 $IndFE$ 和 $YearFE$ 分别是省份、行业^①和年度固定效应; $\varepsilon_{i,t}$ 是随机误差项。本文主要关注系数 β_1 ,若其估计值显著大于 0,则说明与其他民营企业相比,家族企业有更高的债务期限结构错配水平,支持假说 H1a; 否则支持假说 H1b。

(三)变量定义

1. 被解释变量:短债长用

本文构建了三个短债长用指标度量企业的债务期限结构错配水平。首先,参考刘晓光和刘元春(2019)、李增福等(2022)的研究,本文定义短债长用变量 1($SDLA1$)为短期负债比例(流动负债/总负债)与短期资产比例(流动资产/总资产)之差,该指标数值越大意味着企业债务期限错配的程度越高。此外,考虑到分母的可比性,企业资产负债率存在异质性,部分企业的总负债远低于总资产,直接使用比例之差可能因分母不同而导致可比性问题。为此,本文亦使用流动负债与流动资产之差除以总资产作为短债长用变量 2($SDLA2$)。该指标等于 0 说明负债资产期限平衡;大于 0 说明流动资产无法覆盖流动负债,即存在债务期限结构错配;小于 0 则说明流动资产完全覆盖流动负债,无流动性风险敞口。进一步,考虑到商业信用、一年内到期的非流动资产和负债以及非流动负债中部分高流动性的债权投资,本文构建短债长用变量 3($SDLA3$)。^② $SDLA3 = [(流动负债 - 应付票据 - 应付账款 - 预收款项 - 合同负债 - 一年内到期的非流动负债) - (流动资产 - 一年内到期的非流动资产 + 国债与地方债投资)] / 总资产$ 。

2. 核心解释变量:家族企业

本文对家族企业的定义参考 Anderson 和 Reeb(2003)、Miller 等(2007)、朱晓文和吕长江(2019)的研究,即实际控制人可追溯至创始人家族,有超过一个家族成员持股或参与管理。上市公司家族成员关系信息和家族成员持股情况通过手工查阅招股说明书及年报获取。若该企业为家族企业,则家族企业($Family$)取值为 1;若该企业为民营非家族企业,则取值为 0。

3. 控制变量^③

控制变量的设定参考过往债务期限结构错配文献(钟凯等,2018;李增福等,2022),控制公司层面特征包括公司规模($Size$)、资产负债率(Lev)、成长性($Growth$)、经营性现金流(CF)、有形资产比例($Tang$)、公司年龄($Firmage$)、独董比例($Indep$)、托宾 Q($TobinQ$)和资本支出($CAPEX$);

① 由于大部分公司在样本期内始终是家族企业或非家族企业,本文核心解释变量家族企业($Family$)的变异程度更多来源于公司之间而非公司内部,控制公司固定效应会导致核心解释变量的系数估计有偏(Breuer 和 DeHaan, 2024),因此,本文基准模型采用行业固定效应。

② 感谢公众号“武稻平空评”关于短债长用变量的讨论(<https://mp.weixin.qq.com/s/uUWaNE4IPDXYo0UQGj5r1A>),本文参考相关考虑因素进行指标构建。

③ 限于篇幅,文中未报告主要变量定义,备索。

此外,结合现有文献中对与债务期限结构错配水平相关的地区宏观因素的讨论(李增福等, 2022; 陆文力和卢盛荣, 2025; 肖土盛和司映雪, 2025),本文控制地区层面特征:地区金融发展程度(*FIR*)、地区财政赤字率(*Deficit*)、地区国企占比(*SOEshare*)和地区法制水平(*Legal*)。

四、实证检验与结果分析

(一)描述性统计分析^①

本文主要变量的描述性统计结果显示,样本期内共有 20 696 个民营企业一年度观测值,其中 64.38% 的样本为家族企业样本。短债长用 1(*SDLA1*)的均值为 0.251;短债长用 2(*SDLA2*)的均值为-0.246,其中有 14.69% 的样本 *SDLA2* 大于 0,即存在流动资产无法覆盖流动负债的情况;短债长用 3(*SDLA3*)的均值为-0.418。单变量分组检验结果显示,短债长用的均值在家族企业样本中更低,且组间均值差异在 1% 的水平上显著。这表明家族企业有更低的债务期限结构错配水平,假说 H1b 初步得到证实。

(二)家族企业与企业债务期限结构错配

表 1 报告了家族企业对债务期限结构错配的影响。从结果来看,家族企业(*Family*)系数均显著为负,说明家族企业相比于非家族企业有更低的债务期限结构错配水平,研究假说 H1b 得到了验证。经济显著性方面,以列(6)为例,家族企业(*Family*)系数为-0.030,其经济含义为与非家族企业相比,家族企业的债务期限结构错配水平显著更低,其程度相当于样本无条件均值的 7.18%(7.18%=-0.030/0.418)。

表 1 家族企业对企业债务期限结构错配的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>SDLA1</i>	<i>SDLA1</i>	<i>SDLA2</i>	<i>SDLA2</i>	<i>SDLA3</i>	<i>SDLA3</i>
<i>Family</i>	-0.019*** (0.006)	-0.020*** (0.005)	-0.038*** (0.008)	-0.024*** (0.004)	-0.038*** (0.008)	-0.030*** (0.006)
控制变量	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	20 696	20 696	20 696	20 696	20 696	20 696
<i>Adj. R</i> ²	0.161	0.307	0.160	0.722	0.202	0.564

注:括号内数值是经公司层面聚类调整后得到的稳健标准误。***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。限于篇幅,控制变量和常数项的估计结果未予列出,留存备索,且控制了年度、行业和省份固定效应。下表同。

(三)稳健性检验^②

本文从以下几个方面对主要结论进行了稳健性检验:

第一,双重差分法。如果家族企业确实出于风险规避动机而维持更低错配,则在外部流动性收紧时,其应比非家族企业更大幅度地收缩债务期限错配。本文使用 2005—2009 年 A 股民营企业为样本进行检验,以 2008 年国际金融危机为外生流动性冲击,构建双重差分模型。结果显示,流动性危机冲击后,与非家族企业相比,家族企业的债务期限错配水平下降幅度更大。

第二,敏感性测试。首先,改变核心变量度量。考虑到流动负债与流动资产之差反映了企业的短期敞口(Bleakley 和 Cowan, 2010),本文以流动比率(流动资产除以流动负债)是否小于 1 的虚拟变量作为因变量进行 Logit 回归。其次,参考邱穆青和白云霞(2019)的研究,以(长期资产-长期负债-股东权益)/长期资产作为因变量进行稳健性检验。此外,本文还剔除现金大于流动负债的不存在偿债压力的样本。检验结果显示本文主要结论保持稳健。

① 限于篇幅,文中未报告描述性统计分析与单变量检验结果,备索。

② 篇幅限制,文中未报告稳健性检验结果,备索。

第三,其他稳健性检验。(1)倾向得分匹配以及熵平衡匹配;(2)进一步控制公司固定效应;(3)控制省份×年度固定效应和行业×年度固定效应;(4)将聚类层级放宽至行业层面;(5)采取滞后一期自变量。上述稳健性检验后,本文核心结论均保持稳健。

五、机制分析

(一)债务期限低错配的实现路径

1. 基于资产端与负债端的结构分解

前文发现,与非家族企业相比,家族企业债务期限错配水平显著更低。那么,这一差异究竟源于“短债”的减少,还是“长用”的收缩?为分析家族企业降低错配水平的具体实现路径,本文对债务期限错配指标进行结构分解,分别检验家族控制对债务期限和资产期限的影响。具体而言,本文参考肖作平和廖理(2008)的研究,以非流动负债占总负债之比度量债务期限水平($LDebt$);参考钱爱民和张新民(2011)的研究,以非流动资产占总资产之比度量资产期限水平($LAset$)。最后将二者作为因变量进行检验。表 2 显示,家族企业的债务期限水平($LDebt$)和非家族企业没有显著区别,而家族企业的资产期限水平($LAset$)显著低于非家族企业。这表明,家族企业债务期限错配水平的下降主要归因于资产期限的缩短,而非债务期限的延长,这可以初步排除家族企业融资约束更低的替代性解释。

2. 稳健的资产结构是否以牺牲效率为代价?

压缩长期投资往往意味着企业可能放弃部分增长机会,那么,家族企业实现稳健资产结构匹配策略的保障是什么?本文通过检验家族企业的投资效率来回答这一问题。本文采用 Richardson(2006)模型的残差度量企业非效率投资,检验结果如表 3 所示。列(1)显示,与非家族企业相比,家族企业的非效率投资水平($IneffInv$)低。这意味着,在中国企业“短期债务占比较高,长期债务占比较低”的现状下,家族企业由于投资效率较高,有能力

采取较低的长期投资策略以匹配债务期限,最终呈现更低的短债长用水平。具体到非效率投资的方向,列(2)、列(3)显示,家族企业过度投资水平($OverInv$)更低,而投资不足水平($UnderInv$)无显著差异,这一结果同家族企业的审慎投资风格契合。

(二)机制检验:风险厌恶

1. 家族企业的风险厌恶特征:基于文本分析的证据

本文采取文本分析方法,基于企业年报“管理层讨论与分析”中的风险段落,测度管理层的风险态度并进行检验。^①具体而言,参考林乐和谢德仁(2017)的研究,本文以消极词汇数与风险段落总词数(千词)之比构建负面语调指标($RiskNeg$);此外,采用经 TF-IDF 加权的净语调指

表 2 家族企业与债务期限水平和资产期限水平

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$LDebt$	$LDebt$	$LAset$	$LAset$
<i>Family</i>	-0.001 (0.005)	-0.003 (0.004)	-0.020*** (0.006)	-0.025*** (0.005)
控制变量	不控制	控制	不控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	20 696	20 696	20 696	20 696
<i>Adj. R</i> ²	0.123	0.219	0.244	0.530

表 3 家族企业投资效率:长期资产占比低的合理解释

变量	(1)	(2)	(3)
	$IneffInv$	$OverInv$	$UnderInv$
<i>Family</i>	-0.010*** (0.003)	-0.010*** (0.003)	-0.000 (0.001)
控制变量	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制
<i>N</i>	17 088	17 088	17 088
<i>Adj. R</i> ²	0.093	0.110	0.162

① 限于篇幅,具体变量定义、文本提取与计算过程留存备案。

标(*RiskSentiment*)衡量单位文本长度内经文本重要性加权后积极词与消极词的差值。消极词汇和积极词汇词典来自姚加权等(2021)构建的《金融中文情绪词典》。表4的结果显示,家族企业的风险讨论段落中消极词汇更多,且整体文本净语调更为负面。

2. 家族企业的风险承担水平:基于研发投入和业绩波动的证据

本文进一步考察企业的风险承担水平,以企业研发投入(余明桂等,2013)和盈利波动(李增福等,2022)进行度量。具体而言,研发投入(*RDRatio*)为研发投入占营业收入之比,盈利波动(*ROA_sd*)为经年度行业均值调整后的 t 年至 $t+2$ 年ROA标准差。检验结果如表5所示,相较于非家族企业,家族企业的研发投入更低、盈利波动性更小,风险承担水平更低。

3. 家族企业通过风险厌恶影响债务期限结构错配水平的证据

若风险厌恶机制成立,那么预期家族企业对短债长用水平的负向影响应当在外部不确定性更高的情况下更强。本文使用Baker等(2016)构建的经济政策不确定性月度指数作为外部环境风险不确定性的度量,以样本期间EPU中位数为分组依据,若年度EPU高于全部年份中位数,则该年份经济政策不确定程度较高,否则较低。如表6所示,高经济政策不确定性组中,家族企业对短债长用水平的负向效应绝对值更大且更显著。^①

表6 家族企业、经济政策不确定性与短债长用

变量	(1) <i>SDLA1</i>	(2) <i>SDLA1</i>	(3) <i>SDLA2</i>	(4) <i>SDLA2</i>	(5) <i>SDLA3</i>	(6) <i>SDLA3</i>
	高经济政策 不确定性组	低经济政策 不确定性组	高经济政策 不确定性组	低经济政策 不确定性组	高经济政策 不确定性组	低经济政策 不确定性组
<i>Family</i>	-0.023*** (0.006)	-0.003(0.008)	-0.027*** (0.005)	-0.016** (0.006)	-0.034*** (0.007)	-0.021** (0.008)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
组间系数差异(<i>P</i> 值)	-0.021*** (0.000)		-0.011* (0.050)		-0.012* (0.065)	
<i>N</i>	9850	4219	9850	4219	9850	4219
<i>Adj. R</i> ²	0.328	0.430	0.714	0.763	0.555	0.634

(三)排除竞争性解释:融资端差异的影响^②

前文发现,家族企业与非家族企业在债务期限水平上并无显著差异,表明二者在负债端面临的融资约束条件并非主效应驱动的关键。但不可否认,家族企业在融资端可能面临有别于非家族企业的外部信贷环境。为排除这一替代性解释,本文提出竞争性假说:若家族企业的低债务期限错配是外部融资环境导致的被动妥协,则该效应应随融资约束或地区金融发展水平变化而呈现系统性差异。为此,本文分别引入融资约束程度指标、地区金融发展水平指标与家族企

① 考虑到突发公共卫生事件的影响,样本只保留2020年之前的观测值。基于全样本的分组回归结果类似,受限于篇幅,结果留存备案。

② 受限于篇幅,文中未报告该节结果,备案。

表4 家族企业的风险厌恶特征

变量	(1) <i>RiskNeg</i>	(2) <i>RiskSentiment</i>
<i>Family</i>	2.765** (1.373)	-0.217** (0.094)
控制变量	控制	控制
固定效应	控制	控制
<i>N</i>	15062	15062
<i>Adj. R</i> ²	0.149	0.091

表5 家族企业的风险承担水平

变量	(1) <i>RDRatio</i>	(2) <i>ROA_sd</i>
<i>Family</i>	-0.609*** (0.171)	-0.002** (0.001)
控制变量	控制	控制
固定效应	控制	控制
<i>N</i>	16208	18528
<i>Adj. R</i> ²	0.349	0.141

业(*Family*)的交互项。采用 KZ 指数和 FC 指数衡量企业面临的融资约束。参考宋敏等(2021)、湛泳和李珊(2022)的研究,分别以金融机构存贷款余额与地区生产总值之比、地区金融业产值与地区生产总值之比度量地区金融发展水平。结果表明,无论企业融资约束强弱,还是地区金融发展水平高低,家族企业均保持显著更低的债务期限错配水平,排除了融资约束的替代性解释。

六、进一步分析

(一)基于 FIBER 框架的家族异质性分析^①

追求基业长青、厌恶风险被视作家族企业的总体特征,但家族企业内部在社会情感财富的禀赋与保护动机上存在不容忽视的异质性(Berrone 等, 2012)。依据 Berrone 等(2012)提出的 FIBER 框架,家族企业社会情感财富涵盖了家族控制(*Family control*)、身份认同(*Identification*)、社会纽带(*Binding social ties*)、情感依恋(*Emotional attachment*)、代际传承(*Renewal through succession*)五个维度。当家族深度涉入企业时,企业被视为家族身份的延伸,家族对控制权丧失表现出更强的损失厌恶。因此,家族社会情感财富越多,其通过规避债务期限错配风险来维持家族治理的意愿就越强烈。本节基于 FIBER 框架,从五个维度探究家族企业属性对风险厌恶机制的驱动作用。

1. 家族控制:家族持股比例。家族持股比例与家族企业的风险规避水平和社会情感财富维护动机紧密相关,会对企业的经营和投融资决策产生显著影响(Chen 和 Hsu, 2009; 刘白璐和吕长江, 2018)。家族持股水平越高,家族与企业的利益绑定越紧密,预期其会更倾向于稳健的投融资风格。本文手工整理计算了家族总持股水平(*FamOwn*)作为家族控制的代理变量。表 7 列(1)显示,随着家族持股水平的提高,企业债务期限结构错配水平显著降低。

2. 身份认同:家族和企业声誉绑定程度。控股家族为了维持家族控制权和维护家族声誉,会倾向于减少高风险决策。当控股家族成员不担任董事长时,家族“退居幕后”,家族声誉与公司形象产生分离,家族声誉损失的威胁下降(姜付秀等, 2017),则家族企业更有可能进行高风险的决策。因此,本文进一步检验家族成员担任董事长如何影响债务期限结构错配水平。若控股家族成员担任董事长,则家族董事长(*FamChair*)取值为 1; 否则取值为 0(姜付秀等, 2017)。表 7 列(2)表明,由家族成员担任董事长的家族企业债务期限结构错配水平显著更低。

3. 社会纽带:ESG 评分。社会纽带是指家族企业基于信任和互惠构建的长期社会关系。家族企业往往追求非财务性的社会福利,以获取社区认同和集体社会资本。高 ESG 表现反映了家族企业对外部利益相关者的重视。为了不破坏长期积累的社会契约与信任纽带,家族企业有动力通过降低财务风险来确保企业的长期存续。本文用华证 ESG 评分作为家族企业社会纽带的代理变量。表 7 列(3)表明,ESG 评分更高的家族企业债务期限结构错配水平显著更低。

4. 情感依恋:家族企业创办方式。家族管理涉入能有效增强家族对企业投融资决策的影响力。此外,根据管家理论,家族成员对企业的认同和依恋感更强(Gomez-Mejia 等, 2011),更有动机维护家族财富,因此会审慎地进行企业资源匹配和风险管理,降低企业债务期限错配水平。与改制而来的家族企业相比,创业型家族企业的控股家族会对企业赋予更多情感认同度,更注重企业的长远发展(杜善重, 2022),本文采用家族企业是否直接创办(*FamDenovo*)度量家族企业情感依恋。表 7 列(4)显示,直接创办的家族企业债务期限结构错配水平显著更低。

5. 代际传承:CEO 接班。家族企业 CEO 可以分为三类:创始人 CEO、接班人 CEO、职业经理人。本文将变量 *Family* 拆分为两个变量:*Family_Founder* 和 *Family_Successor*。当家族企业

^① 受限于篇幅,此处仅报告以 *SDLA1* 为被解释变量的回归结果;以 *SDLA2* 和 *SDLA3* 为被解释变量的回归结果类似,备索。

CEO 由创始人担任时, *Family_Founder* 取值为 1, 否则为 0; 当家族企业 CEO 由家族接班人担任时, *Family_Successor* 取值为 1, 否则为 0。表 7 列(5)显示, 与职业经理人任 CEO 的家族企业相比, 由创始人或接班人任 CEO 的家族企业的债务期限结构错配水平更低; *Family_Founder* 和 *Family_Successor* 的系数差异不显著, 证明家族企业精神在优化债务期限结构、防控信用风险方面具有跨代持续性。

表 7 家族企业特征与债务期限结构错配

变量	SDLA1				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>FamOwn</i>	-0.093*** (0.016)				
<i>FamChair</i>		-0.025*** (0.008)			
<i>ESGscore</i>			-0.019*** (0.003)		
<i>FamDenovo</i>				-0.020** (0.009)	
<i>Fam_Founder</i>					-0.014** (0.006)
<i>Fam_Successor</i>					-0.018*** (0.007)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	13 324	13 324	12 550	13 324	13 324
<i>Adj. R</i> ²	0.302	0.297	0.290	0.297	0.297

(二)经济后果检验:实际违约水平

家族企业为了避免社会情感财富的损失, 具有更优的风险判断能力(Gómez-Mejía 等, 2007), 在高风险期, 家族控制的公司股票回报率表现更好, 即市场亦认可家族企业的风险控制能力更强(Ding 等, 2021)。因此, 本文预期在相同的债务风险敞口下, 家族企业的实际违约水平更低。为检验上述预期, 本文采用分组回归分析。被解释变量为实际违约水平(*OverdueR*), 代表公司的银行借款违约率, 即逾期金额占借款总额的比例; 解释变量为短债长用(*SDLA*), 控制变量和基准回归保持一致。样本以家族企业(*Family*)进行分组。表 8 结果显示, 无论是家族企业还是非家族企业, 短债长用均会提高实际逾期率, 但短债长用变量的系数在家族企业样本中更低, 且组间系数差异显著, 说明在相同短债长用水平下, 家族企业的实际违约水平更低。

表 8 家族企业、债务期限结构错配与实际债务违约水平

变量	(1)家族企业	(2)非家族企业	(3)家族企业	(4)非家族企业	(5)家族企业	(6)非家族企业
<i>SDLA1</i>	0.022*** (0.006)	0.052*** (0.014)				
<i>SDLA2</i>			0.027*** (0.008)	0.066*** (0.019)		
<i>SDLA3</i>					0.030*** (0.007)	0.086*** (0.015)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
组间系数差异(<i>P</i> 值)	-0.030** (0.020)		-0.039** (0.020)		-0.056*** (0.001)	
<i>N</i>	10 911	6 190	10 911	6 190	10 911	6 190
<i>Adj. R</i> ²	0.080	0.158	0.080	0.158	0.083	0.168

(三)经济后果检验:外部冲击与企业韧性

前文实证检验发现, 流动性危机冲击后, 家族企业的债务期限错配水平下降幅度显著大于非家族企业。然而, 低风险敞口可能伴随低预期收益, 家族企业是否因收缩风险敞口而损失了

冲击后的恢复机会?为探讨这一问题,本文利用 2008 年国际金融危机这一负面外生冲击,检验家族企业的组织韧性,分析家族企业在冲击后是否恢复更慢。

参考朱丹阳和李绪红(2023)的研究,本文采用事件史分析方法,^①以 Cox 比例风险模型比较家族企业与非家族企业在 2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟破产冲击后一年内,股价恢复到冲击前水平的概率。检验样本为 2008 年 9 月 16 日至 2009 年 9 月 16 日的 A 股民营企业年度

表 9 金融危机冲击后股价恢复的 Cox 生存分析估计结果

变量	(1)单变量Cox模型	(2)加控制变量Cox模型
<i>Family</i>	0.154*(0.084)	0.229**(0.106)
控制变量	不控制	控制
年度/行业固定效应	不控制	控制
<i>N</i>	6 592	6 592

观测值,^②终点事件为股价恢复至冲击前水平,冲击前股价以冲击前最后一个交易日 2008 年 9 月 12 日收盘价为准。表 9 结果显示,家族企业(*Family*)的系数显著为正,表明家族企业股价恢复到冲击前水平的概率显著高于非家族企业。综上,在危机中主动缩小风险敞口并未损害家族企业的价值,相反,家族企业展现出了更强的组织韧性。

七、结论与启示

本文利用 2003—2023 年中国 A 股民营上市公司样本,检验了家族企业对企业债务期限结构错配水平的影响、作用机制及经济后果。研究发现,家族企业出于风险厌恶特征,呈现出更低的债务期限结构错配水平。基于社会情感财富理论 FIBER 框架的分析表明,家族持股比例越高、身份认同越强、社会纽带越紧密、情感依恋越深的家族企业对债务期限错配的抑制作用越强;家族创始人 CEO 或接班人 CEO 较职业经理人更倾向于规避债务期限错配风险,且代际间表现一致,表明保护社会情感财富的行为逻辑具有跨代持续性。就经济后果而言,与非家族企业相比,家族企业表现出更强的风险管理能力,其债务期限结构错配造成的实际违约水平上升更少;面对流动性冲击时,家族企业会缩小债务风险敞口但展现出更强的组织韧性,危机后股价恢复的概率显著高于非家族企业。

基于以上研究结论,本文提出以下政策建议:第一,鼓励民营经济尤其是家族企业健康发展,充分发挥家族企业在维护金融稳定方面的积极作用。建议相关部门充分重视并合理利用家族治理在风险防范中的特有价值,一方面,建议通过税收、法律与监管层面的配套安排,稳定家族长期股权安排的制度环境,避免市场波动或外部干预削弱家族成员对企业的长期承诺,从而保护其在债务管理上所体现的审慎倾向得以持续发挥;另一方面,保障家族企业代际传承质量,鼓励建立面向接班人的风险管理培训机制,支持金融机构为传承关键期的家族企业提供过渡性金融服务,确保经营理念在管理权更替中的连续性,使家族企业在防控信用风险方面持续发挥积极作用。第二,完善债务风险评估体系,将企业风险管理能力与资产配置行为纳入授信决策。2024 年中央经济工作会议提出“防范化解重点领域风险和外部冲击”。在这一背景下,建议金融机构在现有财务指标基础上,增设企业风险偏好、内部控制水平及资产管理效率等非财务性评价维度。具体而言,可将企业的资产期限配置结构、流动性缓冲水平、投资回报周期管理能力等纳入贷前评估与贷后动态监控体系。对于能够主动通过资产端调整来匹配债务结构的企业,可

^① 事件史分析方法的优势包括保留了观测期内未发生终点事件的样本等删失数据,以及考虑了终点事件发生的时间信息。本文的终点事件(股价恢复到冲击前)在本文的观测期内并非发生在所有企业中,且不同的企业恢复的时间不同,事件史分析法可以保留这些信息。

^② 2008 年 9 月 15 日为中国中秋假期, A 股不进行交易,因此以 2008 年 9 月 16 日为起始日。

在授信额度、利率定价及续贷条件上给予差异化支持。第三,从资产端入手,引导企业优化资产期限管理,以缓解债务期限错配。未来可重点引导企业建立科学的项目评估与回报周期管理机制,强化投资结构与融资结构的匹配程度,具体措施包括:一是建立企业项目评估与融资结构匹配的指导框架,引导企业在投资决策前同步测算回报周期与债务期限,减少期限错配的根源性诱因;二是鼓励企业在资产组合中保持适度比例的流动性资产,以形成应对短期债务到期的自主缓冲能力,监管部门可将其纳入流动性风险管理的评价指标;三是支持企业完善项目现金流回报的事前测算与动态跟踪机制,提升对投资回收节奏的掌控力。

本文亦存在一定局限性。公司借款的用途包括借新还旧、补充流动资金、扩大生产规模、并购重组等,囿于债务契约数据的可得性,本文无法打开民营企业融资行为的“黑箱”来确定其借款行为的具体目的和用途。若未来数据支持匹配借款行为与投资行为,将可为理解企业的债务期限错配现象提供更加细致的经验证据,亦可为防范化解金融风险、维持经济长期稳定发展提供更加精准的政策建议。

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]杜善重.家族企业创新投入中的“非家族力量”——基于股东治理的视角[J].南开管理评论,2022,(5):4-15,53.
- [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]赖黎,唐芸茜,夏晓兰,等.董事高管责任保险降低了企业风险吗?——基于短贷长投和信贷获取的视角[J].管理世界,2019,(10):160-171.
- [5]李增福,陈俊杰,连玉君,等.经济政策不确定性与企业短债长用[J].管理世界,2022,(1):77-89,143.
- [6]林乐,谢德仁.分析师荐股更新利用管理层语调吗?——基于业绩说明会的文本分析[J].管理世界,2017,(11):125-145.
- [7]刘白璐,吕长江.中国家族企业家族所有权配置效应研究[J].经济研究,2016,(11):140-152.
- [8]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.
- [9]刘晓光,刘元春.杠杆率、短债长用与企业表现[J].经济研究,2019,(7):127-141.
- [10]陆文力,卢盛荣.贷款利率并轨与企业短债长用[J].金融研究,2025,(6):58-75.
- [11]钱爱民,张新民.企业财务状况质量三维综合评价体系的构建与检验——来自我国A股制造业上市公司的经验证据[J].中国工业经济,2011,(3):88-98.
- [12]邱穆青,白云霞.官员访问与企业投融资期限错配[J].财经研究,2019,(10):138-152.
- [13]宋敏,周鹏,司海涛.金融科技与企业全要素生产率——“赋能”和信贷配给的视角[J].中国工业经济,2021,(4):138-155.
- [14]孙凤娥.投融资期限错配:制度缺陷还是管理者非理性[J].金融经济研究,2019,(1):94-110.
- [15]翁霄暉,王克明,吕长江.家族成员参与管理对IPO抑价率的影响[J].管理世界,2014,(1):156-166.
- [16]肖土盛,司映雪.国企混改深化的溢出效应——来自民营企业短债长用的证据[J].经济管理,2025,(7):145-165.
- [17]肖作平,廖理.公司治理影响债务期限水平吗?——来自中国上市公司的经验证据[J].管理世界,2008,(11):143-156.
- [18]许静静,吕长江.家族企业高管性质与盈余质量——来自中国上市公司的证据[J].管理世界,2011,(1):112-120.
- [19]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.
- [20]姚加权,冯绪,王赞钧,等.语调、情绪及市场影响:基于金融情绪词典[J].管理科学学报,2021,(5):26-46.

- [21]余明桂,李文贵,潘红波.管理者过度自信与企业风险承担[J].金融研究,2013,(1):149-163.
- [22]湛泳,李珊.智慧城市建设、创业活力与经济高质量发展——基于绿色全要素生产率视角的分析[J].财经研究,2022,(1):4-18.
- [23]钟凯,程小可,张伟华.货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J].管理世界,2016,(3):87-98,114,188.
- [24]钟凯,刘金钊,王化成.家族控制权会加剧企业资金期限结构错配吗?——来自中国非国有上市公司的经验证据[J].会计与经济研究,2018,(2):3-20.
- [25]朱丹阳,李绪红.企业社会责任投入对制造企业组织韧性的影响研究[J].管理学报,2023,(7):1023-1033.
- [26]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.
- [27]Anderson R C, Mansi S A, Reeb D M. Founding family ownership and the agency cost of debt[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68(2): 263-285.
- [28]Anderson R C, Reeb D M. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500[J]. The Journal of Finance, 2003, 58(3): 1301-1328.
- [29]Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring economic policy uncertainty[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2016, 131(4): 1593-1636.
- [30]Berrone P, Cruz C, Gomez-Mejia L R. Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research[J]. Family Business Review, 2012, 25(3): 258-279.
- [31]Bharath S T, Sunder J, Sunder S V. Accounting quality and debt contracting[J]. The Accounting Review, 2008, 83(1): 1-28.
- [32]Bleakley H, Cowan K. Maturity mismatch and financial crises: Evidence from emerging market corporations[J]. Journal of Development Economics, 2010, 93(2): 189-205.
- [33]Breuer M, DeHaan E. Using and interpreting fixed effects models[J]. Journal of Accounting Research, 2024, 62(4): 1183-1226.
- [34]Brockman P, Martin X, Unlu E. Executive compensation and the maturity structure of corporate debt[J]. The Journal of Finance, 2010, 65(3): 1123-1161.
- [35]Chen H L, Hsu W T. Family ownership, board independence, and R&D investment[J]. Family Business Review, 2009, 22(4): 347-362.
- [36]Ding W Z, Levine R, Lin C, et al. Corporate immunity to the COVID-19 pandemic[J]. Journal of Financial Economics, 2021, 141(2): 802-830.
- [37]Duran P, Kammerlander N, Van Essen M, et al. Doing more with less: Innovation input and output in family firms[J]. Academy of Management Journal, 2016, 59(4): 1224-1264.
- [38]Flannery M J. Asymmetric information and risky debt maturity choice[J]. The Journal of Finance, 1986, 41(1): 19-37.
- [39]Furman J, Stiglitz J E, Bosworth B P, et al. Economic crises: Evidence and insights from East Asia[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1998, 1998(2): 1-135.
- [40]Gomez-Mejia L R, Cruz C, Berrone P, et al. The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms[J]. Academy of Management Annals, 2011, 5(1): 653-707.
- [41]Gómez-Mejía 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.
- [42]Miller D, Le Breton-Miller I, Lester R H, et al. Are family firms really superior performers?[J]. Journal of Corporate Finance, 2007, 13(5): 829-858.
- [43]Morris J R. On corporate debt maturity strategies[J]. The Journal of Finance, 1976, 31(1): 29-37.
- [44]Parise G. Revisiting family firms[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2024, 59(8): 3900-3920.

- [45]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2): 159–189.
- [46]Schulze W S, Lubatkin M H, Dino R N, et al. Agency relationships in family firms: Theory and evidence[J]. *Organization Science*, 2001, 12(2): 99–116.
- [47]Schulze W S, Lubatkin M H, Dino R N. Toward a theory of agency and altruism in family firms[J]. *Journal of Business Venturing*, 2003, 18(4): 473–490.

Research on Debt Maturity Mismatch in Family Firms

Li Ziyi, Lyu Changjiang, Deng Yuemeng

(School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Summary: Despite decelerating economic growth, China’s macro leverage ratio remains on the rise. Concurrently, the widespread debt maturity mismatch, characterized by “short-term borrowing for long-term investment”, has intensified the buildup of corporate default risks. There have been rich discussions on the determinants of corporate debt maturity mismatch, but most of them adopt a supply-side perspective of debt financing, emphasizing that firms passively incur maturity mismatch due to limited access to long-term financing. This paper takes family firms, an important organizational form of private enterprises, as the starting point to explore how family control affects firms’ strategies for debt maturity management.

Using a sample of private listed companies in China from 2003 to 2023, this paper finds that compared with non-family firms, family firms exhibit a lower level of debt maturity mismatch. Mechanism testing indicates that this difference primarily stems from family firms’ adjustments to their asset structure. Textual analysis of the Management Discussion and Analysis (MD&A) sections of annual reports, together with evidence from R&D investment and operating outcomes, further shows that family firms are more risk-averse. In addition, the negative effect of family control on debt maturity mismatch is more pronounced when economic policy uncertainty is higher. Analysis based on the FIBER framework of socioemotional wealth theory reveals that the inhibitory effect is stronger among firms with higher family ownership, stronger family identification, closer binding social ties, deeper emotional attachment, and founder- or successor-CEOs. Economic consequence analysis shows that, for a given level of debt maturity mismatch, family firms are associated with a lower probability of default; in the face of liquidity shocks, they exhibit greater organizational resilience, as reflected in a significantly higher likelihood of post-crisis stock price recovery compared to non-family firms.

This paper makes the following contributions: First, it extends the explanatory framework for debt maturity mismatch by shifting the focus from the supply side of debt financing to asset-side decision-making, thereby offering a new perspective on the buildup of debt risks in real-economy firms. Second, it finds that family firms exercise greater prudence in debt maturity management, and systematically reveals the unique value of family firms in risk management from a full life-cycle perspective, advancing the theoretical understanding of family firms’ debt behavior and enriching the literature on the competitive advantages of family firms. Third, it highlights the importance of asset-side resource allocation in debt risk management and provides practical implications for firms to optimize debt structures.

Key words: family firms; debt maturity mismatch; socioemotional wealth; risk management

(责任编辑 石 慧)