

家族成员参与管理影响企业债务融资决策吗

——基于社会情感财富理论的实证研究

杨 曾, 傅代国(博士生导师), 王靖懿

(西南财经大学会计学院, 成都 611130)

【摘要】本文基于“社会情感财富”理论,以2007~2013年深交所中小板IPO家族企业为样本,分析了家族管理企业中影响债务融资决策的因素后发现:家族成员参与管理程度与企业债务融资水平呈负相关关系。进一步研究发现,外部治理环境和家族股权控制程度会改变这种负相关关系的显著性水平,具体表现为在外部治理环境较差地区的家族管理企业和家族股权控制程度较强的家族管理企业中对高杠杆债务融资的抑制作用会更显著。

【关键词】家族成员参与管理; 债务融资决策; 内外部治理环境; 调节效应

一、引言

家族企业作为全球企业组织的主要形式之一(La Porta R.等,1999),广泛分布于各个行业并且深刻影响着世界经济的发展(Anderson等,2003)。中国的家族企业是民营经济组织的重要组成部分,伴随着中国经济三十多年的快速发展,民营经济的规模不断扩大并成为最具增长活力的部分(Allen等,2005),中国家族企业在这一背景下也不断发展壮大,并通过公开上市实现了企业价值和家族财富的快速增值。根据《福布斯》中文版发布的《中国现代家族企业调查报告》显示,截至2014年7月31日A股上市的家族企业共计747家,占A股上市公司总数的29.55%,同比上升0.76个百分点,家族企业在我国上市企业中的重要性和影响力不断增强。

我国家族企业普遍采用家族管理模式进行企业管理(储小平,2000),其结构特征表现为家族对企业经营权与所有权的控制(陈德球等,2013)。这一结构特征确保了家族成员保持对企业的长期控制,实现家族企业顺利传承等家族成员“社会情感财富”的获得。伴随着近年来大量家族企业的公开上市,家族成员对企业的控制权面临被稀释的威胁,对于处在制度环境较差地区的家族企业,面临控制权丧失的风险相较更高(陈德球等,2013)。在此背景下,控股家族通过派出家族成员参与管理来进一步加强对企业经营管理权的控制,而这种控制权配置的强化将直接影响如企业资本结构等重大战略决策的制定与实施(陈凌等,2014),进而在推动家族企业可持续发展方面具有重要意义(陈德球等,2013)。

对于世界上各大企业而言,其主要融资方式仍是银行贷款(Chui等,2010),我国企业外部融资方式中,以债务融资为代表的间接融资方式更是长期占据首要位置。

截至2014年末,我国实体经济的人民币贷款占社会融资规模存量的66.3%,而以债券和股票为代表的直接融资仅占12.61%。对于家族成员参与管理的企业而言,其会更加慎重和全面地进行债务融资决策,不仅会考虑潜在财务风险引发的企业财务困境成本(Purnanandam,2008),而且会考虑将实现家族企业专有的“社会情感财富”目标(包含长期保持对家族企业控制、实现家族企业顺利传承等期望)作为决策的重要依据(Gomez—Mejia等,2007)。那么,家族成员所特有的“社会情感财富”目标对家族成员参与管理企业的债务融资决策会产生何种影响?影响程度如何?此外,在不同的内外部治理环境下该影响是否会发生显著改变?这些问题正是本文进一步探讨的内容。

二、理论分析与研究假设

(一)“社会情感财富”理论

以往相关研究文献都是基于委托代理理论、利益相关者理论、企业管理理论等视角研究家族企业的各项决策行为。但是这些理论所内含的前提假设均难以完全适用于家族企业,导致对于家族企业的研究出现较大差异甚至矛盾的研究结论,研究理论自身的解释效力也受到限制(窦军生等,2014)。在这种情况下,2007年Gomez—Mejia等正式提出了“社会情感财富”理论(陈凌等,2014),并基于这一创新性视角来研究家族成员在追求非经济目标时对于企业和自身的影响。Gomez—Mejia等(2007)指出,“社会情感财富”是指家族凭借对企业的所有权与控制权而获得的非经济收益。它包括家族权利的实施能力、对家族情感归属、亲情等满足的需求、维持家族控制、延续家族传承、维护家族成员利益、维系家族价值观等内容(朱沆等,2012)。

“社会情感财富”理论为家族企业研究提供了创新和

更具针对性的研究框架。在理论研究方面, Berrone 等(2012)将多角度的“社会情感财富”进一步整合为五个方面, 包括: 家族的影响与控制、家族成员的企业认同感、情感依赖、密切的成员关系和家族传承的期望。Miller 等(2014)则将“社会情感财富”划分为两类: 一类是狭义“社会情感财富”, 其是指家族成员自身获得的情感性禀赋; 另一类是广义“社会情感财富”, 其范围扩展至与家族企业相关的各利益相关方。在实证研究方面, 学者们运用“社会情感财富”理论研究解释了家族企业间的战略合作(Gomez—Mejia 等, 2007)、多元发展战略(Gomez—Mejia 等, 2010)、企业创新(Gomez—Mejia 等, 2013)、企业环保意识(Berrone 等, 2010)、企业 IPO 折价行为(Leitterstorf 等, 2014)、企业慈善捐赠(陈凌等, 2014)等家族企业行为。

当前, 基于“社会情感财富”理论对家族企业的研究基本遵循 2007 年 Gomez—Mejia 等提出的理论研究思路(窦军生等, 2014), 即认为“社会情感财富”是家族成员内心固有的情感性禀赋。其所基于的行为代理模型是指家族企业的决策目标在于保持获得的情感性禀赋(Cennamo, 2012), 因此“社会情感财富”将随同家族成员参与管理而对企业的重大战略决策产生重要影响。

虽然“社会情感财富”会对家族企业决策行为产生影响, 但是构成“社会情感财富”的各部分对于决策行为的影响程度和发挥的作用是不同的(窦军生等, 2014)。比较构成“社会情感财富”的五个方面, “家族的影响和控制”与“家族传承期望”是最重要的两项。“家族的影响和控制”是实现和保持“社会情感财富”其他方面的基础, 表现为家族影响和控制程度越大, 越容易满足家族成员情感需求(陈凌等, 2014), 也使得家族对企业的心理依赖更强, 强化家族成员“是我们自己的企业”意识(Zellweger 等, 2008); 而“家族传承期望”不仅在理论上体现了家族企业的根本属性(Chua 等, 1999; Chrisman 等, 2012), 而且具有重要的现实意义。根据《福布斯》发布的《2014 年中国家族企业调查报告》, 截至 2014 年 7 月 31 日, 在统计的 A 股 747 家上市家族企业中完成二代接班的企业为 74 家, 仅占 9.9%, 预计在未来 5~7 年内有能力的第二代将基本完成企业接班, 这体现出家族企业传承的挑战性和紧迫性。鉴于此, 本文拟主要基于“社会情感财富”理论中“家族的影响和控制”与“家族传承期望”这两项内容来分析家族成员参与管理对于债务融资决策的影响。

(二) 家族成员参与管理对债务融资的影响

作为企业和家族两者结合体的家族企业(Chua 等, 1999), 以家族企业实际控制人为核心的家族成员是其中的重要组成部分。对于家族成员而言, 他们大部分既是家族企业的创建者, 也是企业的实际控制人。家族成员在创建企业的辛勤历程中, 建立并积累了对企业深厚的情感依赖, 而这其中所包含的长期保持对家族企业的控制, 实

现家族企业的顺利传承等期望都是家族成员“社会情感财富”的最重要体现, 它伴随着家族企业的长久发展而不断积累加强。当企业面临债务融资决策等重要问题时, 家族成员就会维持既有的“社会情感财富”作为其决策的一项重要依据(Gomez—Mejia 等, 2007)。由于高杠杆的债务融资会增加企业的财务风险, 特别是当企业面临严重的外部经济危机时, 高杠杆债务融资存在的风险放大作用会加大企业破产清算的可能性和家族成员控制权丧失的概率(Bai 等, 2004), 并进一步威胁到家族企业顺利传承等“社会情感财富”的其他方面。因此, 家族成员会更倾向于选择相对较低的债务融资水平。值得注意的是, 当前中国经济正处于转型升级阶段, 中国的家族企业面临着较大的经济不确定性, 特别是对于已经成功上市并完成了家族财富极大增长的家族企业而言, 企业的“安全”成为决策的首要目标(李新春, 2003), 家族成功“守业”的目标会使其决策更多地规避风险而趋于保守。

为了确保家族企业顺利延续等“社会情感财富”愿景的成功实现, 家族成员往往需要参与企业管理, 以便更好地将家族“社会情感财富”愿景贯彻到企业决策和实际经营过程中, 并且家族成员参与管理程度的不断提高会使家族所希望的较低水平债务融资决策更容易在企业内部获得认同和实施, 从而可以增大家族企业长久延续等“社会情感财富”愿景的实现概率(Morck 等, 2004)。

基于上述分析, 本文提出研究假设一: 基于家族成员“社会情感财富”目标, 控制其他条件后, 家族成员参与管理程度和企业债务融资水平负相关。

(三) 基于家族企业内外部治理环境的进一步分析

虽然“社会情感财富”理论能够通过家族成员参与管理对企业高杠杆债务融资产生抑制作用, 但是本文认为, “社会情感财富”理论所产生的中介作用是“非同质”的, 它会随着家族企业所处的内外部环境差异而改变作用效果。相关的调节因素主要包括两个方面: 外部调节因素是外部治理环境, 包括地区市场化程度、地区法制化程度等方面; 内部调节因素是家族控制人股权控制程度。

1. 外部治理环境的调节作用。家族企业所涉及的“社会情感财富”中包含了家族企业顺利传承、维护家族成员利益、维系家族价值观等内容, 而这些都属于家族成员依靠对企业的所有权和控制权而获得的“情感性禀赋”(Gomez—Mejia 等, 2007)。Thaler(1980)提出的“禀赋效应”认为, 个人遭受损失导致的效用降低程度将远大于获得等量收益所带来的效用增长程度。“禀赋效应”揭示了人们在决策过程中会更多地考虑规避损失的心理行为, 对于家族企业成员而言, 保持既有的“社会情感财富”将成为他们管理企业的首要目标。然而, 伴随着不同的外部治理环境, 家族成员在进行债务融资决策时所体现出来的“禀赋效应”强度会表现出差异。

相较于处在外部治理环境较好地区的家族企业,其处在外部治理环境较差地区时,“禀赋效应”所体现的规避损失心理行为的作用强度会得到加强。一方面,外部治理环境较差的地区市场化发展程度较低,缺乏丰富的生产资料市场和成熟的商品市场,资金配置效率和资源利用效率较低,家族企业难以获得可持续发展的关键要素资源(Tushman等,1986),难以形成有效抵御家族企业财务风险和经营风险的储备资源(Cyert和March,1963),增加了企业未来可持续发展的“不确定性”。另一方面,外部治理环境较差的地区缺乏完善的法律制度,法律保护意识和契约履行意识不足,这使得家族企业在进行外部债务融资过程中缺乏对债务合同利益相关方的有效保护,提高了发生法律诉讼的可能性,增加了高债务融资成本导致的企业财务违约风险和企业破产风险,并使得与企业联系密切的家族成员自身利益受到较大威胁。鉴于此,家族成员“禀赋效应”的作用强度会加强,为了规避外部不确定性风险,保护家族成员“社会情感财富”,家族成员会倾向于利用企业内部资源支持企业生存发展(张远飞等,2013),从而进一步降低外部债务融资规模。

基于上述分析,本文提出研究假设二:相对于外部治理环境较好地区的家族成员管理企业,外部治理环境较差地区的家族成员管理企业对高杠杆债务融资的抑制作用更明显。

2. 家族控制人股权控制程度的调节作用。La Porta R.等(1999),Wiwattanakit Y.等(2001)指出,家族成员主要通过两种方式实现对家族企业的控制:一是股权控制方式;二是管理权控制方式,即家族成员通过担任董事、监事、高级管理人员参与企业管理。这两种控制方式共同维护了家族成员在企业中拥有的“社会情感财富”。

本文认为,家族成员的股权控制和管理权控制在家族成员对企业控制作用上具有协同影响效应。具体而言,家族控制人股权控制程度越高,其对管理层包含债务融资等决策行为的影响作用越强;而家族控制人股权控制程度的减弱则会降低对管理层决策行为的影响作用(La Porta等,2000),对于家族成员维护“社会情感财富”将产生负面影响。

家族控制权作为家族企业“社会情感财富”的基础,让控制家族获得了非家族成员缺乏的决策权(Carney,2005),并且当家族控制程度较高时,家族更容易行使决策权。这表现为控制家族能更容易地通过派出家族成员参与企业管理等方式提升家族管理权控制并实现家族对企业的监督(Jones等,2008)。特别是在企业面临经营困境时,家族成员面临控制权丧失和企业破产的威胁,从而造成基于家族控制权形成的“社会情感财富”损失感知程度提高,为了维护家族控制权和地位声誉,家族控制人会发挥主观能动性,加强对企业经营活动的管理控制,尽力摆

脱经营困境(张远飞等,2013)。因此,本文认为,相较于家族控制人股权控制程度弱的家族成员管理企业,家族控制人股权控制程度强的家族成员管理企业能更好地维护“社会情感财富”,通过提升家族成员参与企业管理程度来规避如高杠杆债务融资等决策行为产生的财务和经营风险。

基于上述分析,本文提出研究假设三:相对于家族控制人股权控制程度弱的家族成员管理企业,家族控制人股权控制程度强的家族成员管理企业对于高杠杆债务融资的抑制作用更明显。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选择2007~2013年间在深圳证券交易所中小板IPO的家族企业作为研究对象,共509家样本企业。样本企业经过如下筛选过程:①删除金融保险类和房地产类上市企业,共4家。主要是由于该类型上市企业的资本结构与其他类型上市企业存在较大差异。②删除水电气生产供应类企业和交通运输类企业,共4家。主要是由于该类型企业的垄断属性会导致其资本结构存在较大差异。③删除A+H股,A+B股等交叉上市企业,共5家。④删除2007~2013年样本数据缺失和有息负债为0的样本观测值。经过上述筛选,本文共得到440家有效样本企业的1542个非平衡面板数据观测值。

样本数据中企业家族成员信息数据的搜集方法参照翁宵暉等(2014)、王明琳等(2014)的研究,根据招股说明书“董事、监事、高级管理人员与核心技术人员”中披露的亲属关系信息,公司年报并搜索公司成员网上公开信息,以企业实际控制人为基准全部手工搜集该企业家族成员信息。企业所在地和行业信息来自Wind数据库,地区市场化程度指数来自樊纲等(2010)编制的地区市场化进程指数,其他数据来自CSMAR数据库。为避免样本中极值的影响,本文对连续型变量进行了1%的缩尾,相关数据利用STATA 11.2进行处理。

(二) 模型设计与变量说明

本文利用多元回归方法来探讨家族成员参与管理对企业资本决策的影响,构建如下回归模型:

$$LEV_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times FIMF_{i,t} + \beta_2 \times \text{Control variables} + \varepsilon_{i,t}$$

模型中的变量定义详见表1。其中因变量LEV为企业有息负债率,用于衡量企业负债水平。近年的国内文献主要通过总资产负债率(伍中信等,2013)、流动负债率(韩亮亮等,2008)、长期负债率(肖作平,2009)来代表负债水平,但考虑企业债务包括有息债务和无息债务,其中无息债务(主要包括应付账款等)大部分属于企业日常生产经营过程中产生的正常债务,而影响企业债务融资决策的主要因素是有息债务,这是因为其具有破产威胁效应和利益转移限制效应(韩亮亮等,2008),会使家族成员的

“社会情感财富”遭受损失。因此,本文借鉴 Faccio, Xu (2013)对于资本结构的研究,采用有息负债率来衡量。有息负债率=有息负债/(有息负债+所有者权益账面价值)。其中,有息负债=年末短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券。

自变量FIMF为家族成员参与企业管理的比例。本文参考翁霄暉等(2014)的研究,在广义上将实际控制人为个人或家族成员的经济组织统称为家族企业。进一步参照翁霄暉等(2014)、王明琳等(2014)对于家族管理企业的研究,本文将同时满足两项条件的家族企业认定为“家族参与管理企业”:①企业实际控制人为某一自然人或家族;②至少两位与实际控制人具有亲缘关系的家族成员担任董事、监事等职务,参与企业经营管理。其值为家族成员担任董事、监事、高管人数的比例。当家族企业中没

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	有息负债率	LEV	有息负债/(有息负债+所有者权益账面价值)
解释变量	家族成员参与企业管理比例	FIMF	家族成员担任董事、监事、高管人数比例
调节变量	地区市场化程度	Mar	虚拟变量,高于市场化指数中位数取值为1,反之为0
	地区法制化程度	Law	虚拟变量,高于法制化指数中位数取值为1,反之为0
	家族控制人股权控制程度	Control	虚拟变量,高于控制权比例中位数取值为1,反之为0
控制变量	资产规模	Size	总资产的自然对数
	成长性	Growth	会计年末权益市值/权益账面价值
	盈利性	Roa	净利润/总资产平均余额
	有形资产	Tan	固定资产净额/总资产
	无形资产	Intan	无形资产净额/总资产
	利息保障倍数	Intcov	息税前利润/财务费用
	经营现金流	CF	经营活动现金流量净额/总资产
	非债务税盾	NDTS	折旧费用/总资产
	行业	Indu	虚拟变量,证监会行业分类(2001年版)制造业到二级代码,其他到一级代码
	年度	Year	年度虚拟变量

模型中的调节变量包括外部治理环境(包括地区市场化程度Mar和地区法制化程度Law)和家族控制人股权控制程度(Control)。参考肖作平(2009)的方法,利用樊纲等(2010)编制的市场化指数、各地区的市场化指数为该地区2007~2010年市场化指数的平均值,以各年度指数的中位数为界限采用两分法,高于中位数表示该年度该地区的市场化程度高,取值为1,反之为0,对于地区法制

化程度的处理方法也同样采用上述方式。家族控制人股权控制程度利用实际控制人股权控制比例数据,以各年度控制权比例的中位数为界限采用两分法,高于中位数表示该年度该企业受到的控制程度强,取值为1,反之为0。

根据对影响企业债务融资相关变量的文献进行梳理与总结,本文最终选择的控制变量为:资产规模(Size)、成长性(Growth)、盈利性(Roa)、有形资产(Tan)、无形资产(Intan)、利息保障倍数(Intcov)、经营现金流(CF)、非债务税盾(NDTS)、行业(Indu)和年度(Year)。变量定义如表1所示。

四、实证检验与结果分析

(一)变量描述性统计

样本企业各变量描述性统计数据如表2所示,从中可以看出,有息负债率(LEV)的均值为0.213,5%分位数为0.006,95%分位数为0.514,说明家族企业之间有息债务水平差距较大;家族成员参与企业管理比例(FIMF)的均值为0.102,标准差为0.100,说明家族成员参与企业管理的比例整体不高;FIMF的5%分位数为0,说明由于家族成员可以通过股权控制等方式继续保持对企业的控制权,因此存在部分家族成员未参与管理的家族企业;家族企业成长性指标(Growth)、盈利性指标(Roa)、有形资产指标(Tan)、利息保障倍数(Intcov)和经营现金流(CF)的均值分别为1.673、0.065、0.220、3.226、0.023,表明整体上家族企业经营发展稳中有进,这也在一定程度上降低了家族企业大规模债务融资的需求。

表2 描述性统计

Variable	N	Mean	S.D.	Median	P5	P95
LEV	1 542	0.213	0.168	0.181	0.006	0.514
FIMF	1 542	0.102	0.100	0.111	0	0.286
Size	1 542	21.24	0.698	21.20	20.17	22.49
Growth	1 542	1.673	0.675	1.475	1.096	3.008
Roa	1 542	0.065	0.054	0.059	0.002	0.163
Tan	1 542	0.220	0.125	0.202	0.045	0.454
Intan	1 542	0.043	0.031	0.038	0.005	0.105
Intcov	1 542	3.226	51.55	3.882	-49.82	55.74
CF	1 542	0.023	0.074	0.029	-0.108	0.140
NDTS	1 542	0.020	0.013	0.018	0.005	0.043

(二)相关性分析

表3列示了样本企业各变量间的相关系数,可以看出,有息负债率(LEV)与家族成员参与企业管理比例(FIMF)的相关系数为-0.074,呈显著负相关关系,表明家族管理企业对于企业债务融资具有负相关关系,这与假设一相符。此外,有息负债率(LEV)与控制变量间的相关关系也较为显著。变量的方差膨胀因子(VIF)平均为1.83,表明变量间不存在严重的多重共线性问题。

表3 变量相关系数

	LEV	FIMF	Size	Growth	Roa	Tan	Intan
LEV	1						
FIMF	-0.074***	1					
Size	0.282***	0.006	1				
Growth	-0.080***	-0.144***	-0.229***	1			
Roa	-0.435***	0.057**	-0.084***	0.211***	1		
Tan	0.263***	-0.018	-0.013	0.018	-0.266***	1	
Intan	0.052**	0.019	-0.088***	0.051**	-0.139***	0.190***	1
Intcov	0.036	-0.048*	-0.006	-0.058**	0.083***	0.022	0.013
CF	-0.160***	0.012	-0.020	0.140***	0.149***	0.287***	0.145***
NDTS	0.174***	-0.044*	-0.078***	0.022	-0.216***	0.823***	0.122***
VIF_value	-	1.13	1.46	1.44	1.58	3.60	1.19
	Intcov	CF	NDTS				
Intcov	1						
CF	0.033	1					
NDTS	0.019	0.349***	1				
VIF_value	1.05	1.38	3.61				

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著,下同。

(三)有息负债率(LEV)差异检验与分析

本文以样本家族企业中家族成员参与企业管理程度的高低进行比较检验,结果如表4所示,从中看出,样本家族企业的有息负债率(LEV)在家族成员参与管理程度低和高的均值及中位数分别为0.223和0.190,0.203和0.173,前者都较后者大,且两组均值差异和中位数差异都显著。这说明家族成员参与管理程度越高,其对有息负债的抑制作用越大。这与本文预期结论基本相符。

表4 有息负债率(LEV)T检验

	家族参与管理程度		家族参与管理程度	
	低	高	低	高
均值检验	0.223	0.203		
	2.31**			
中位数检验			0.190	0.173
			1.98**	

(四)多元回归分析

1. 家族成员参与管理对企业债务融资的影响。表5列示了多元回归结果,从中可以看出:第(1)列只包含FIMF这一自变量,没有对其他因素进行控制,表明FIMF对LEV的回归系数在1%的水平上显著为负,值为-0.125;第(2)列是引入控制变量并控制行业效应和年度效应后的回归结果,表明R²增大到43.63%,F值为44.52,整体拟合效果较好,其中自变量FIMF对LEV的回归系数为-0.072,在5%的水平上显著为负。这说明在其他控制因素不变时,家族成员参与企业管理比例每提高1%,企业的有息债务率就下降0.072%,验证假设一成立。控制变量资

产规模(Size)、成长性(Growth)、有形资产(Tan)、利息保障倍数(Intcov)与有息负债率(LEV)在1%的水平上显著正相关,说明家族管理企业的规模越大,发展越快,担保资产越多,信用状况越好,都会提高其债务融资需求;而盈利性指标(Roa),经营现金流(CF)与有息负债率(LEV)在1%的水平上显著负相关,说明家族管理企业盈利能力越强,经营现金流越充裕,对外部债务融资需求就越低,这与优序融资理论所认为的企业按照内源融资、外部债务融资、外部权益融资的融资偏好相符(Myers等,1980)。

为确保回归结果的稳健性,本文选择总资产负债率(LEV_a)和有息负债/总资产(LEV_b)作为因变量有息负债率(LEV)的替代变量进行稳健性测试,回归结果如表5第(3)列和(4)列所示。它表明FIMF对LEV的回归系数分别在1%和5%水平上显著为负,回归系数分别为-0.095、-0.068。说明研究结果具有稳健性,验证假设一成立。

表5 家族成员参与管理程度对债务融资的影响

因变量	LEV(1)	LEV(2)	LEV_a(3)	LEV_b(4)
常数项	0.226*** (35.98)	-1.466*** (-11.83)	-1.635*** (-14.50)	-0.980*** (-9.77)
FIMF	-0.125*** (-2.93)	-0.072** (-2.06)	-0.095*** (-2.89)	-0.068** (-2.38)
Size	-	0.088*** (14.97)	0.101*** (19.16)	0.061*** (12.90)
Growth	-	0.028*** (5.34)	0.032*** (5.93)	0.021*** (4.64)
Roa	-	-1.334*** (-16.85)	-1.392*** (-17.82)	-0.957*** (-15.36)
Tan	-	0.248*** (5.40)	0.167*** (3.76)	0.236*** (6.16)
Intan	-	0.176 (1.49)	0.272** (2.47)	0.135 (1.42)
Intcov	-	0.000*** (4.02)	0.000*** (3.40)	0.000*** (3.78)
CF	-	-0.328*** (-6.12)	-0.161*** (-3.14)	-0.313*** (-7.20)
NDTS	-	-0.261 (-0.58)	-0.196 (-0.45)	-0.250 (-0.68)
Indu	No	Yes	Yes	Yes
Year	No	Yes	Yes	Yes
N	1542	1542	1542	1542
R2	0.006	0.436	0.468	0.408
F	8.61	44.52	52.61	42.85

2. 外部治理环境的调节作用。为了进一步研究家族成员参与管理程度对企业债务融资的影响,本文引入外部治理环境这一外部调节因素,将研究样本在市场化程度(法制化程度)高和低环境下分别进行回归,结果如表6

所示。从表6可以看出,在不同的外部治理环境下,自变量FIMF对LEV的回归系数都为负,表明不同外部治理环境下家族成员参与管理对家族企业债务融资都具有抑制作用。但是相较于市场化程度(法制化程度)高地区组的FIMF回归系数,市场化程度(法制化程度)低地区组的FIMF回归系数绝对值大0.067,且在5%的水平上显著为负。这表明处在市场化程度(法制化程度)低地区的家族管理企业对债务融资的抑制作用无论是强度还是显著性都高于处在市场化程度(法制化程度)高地区的家族管理企业,从而验证了假设二。

表6 不同外部治理环境下家族成员参与管理程度对债务融资的影响

	市场化程度		法制化程度	
	高	低	高	低
常数项	-1.252*** (-5.79)	-1.561*** (-9.84)	-1.252*** (-5.79)	-1.561*** (-9.84)
FIMF	-0.026 (-0.44)	-0.093** (-2.02)	-0.026 (-0.44)	-0.093** (-2.02)
Size	0.078*** (7.75)	0.093*** (12.15)	0.078*** (7.75)	0.093*** (12.15)
Growth	0.027*** (3.14)	0.028*** (4.05)	0.027*** (3.14)	0.028*** (4.05)
Roa	-1.397*** (-10.60)	-1.277*** (-11.86)	-1.397*** (-10.60)	-1.277*** (-11.86)
Tan	0.266*** (3.17)	0.228*** (3.95)	0.266*** (3.17)	0.228*** (3.95)
Intan	0.090 (0.38)	0.185 (1.26)	0.090 (0.38)	0.185 (1.26)
Intcov	0.000*** (2.83)	0.000*** (2.85)	0.000*** (2.83)	0.000*** (2.85)
CF	-0.277*** (-3.22)	-0.373*** (-5.45)	-0.277*** (-3.22)	-0.373*** (-5.45)
NDTS	0.921 (1.03)	-1.169** (-2.10)	0.921 (1.03)	-1.169** (-2.10)
Indu	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	575	920	575	920
R2	0.506	0.431	0.506	0.431
F	28.95	26.47	28.95	26.47

注:①为确保各组研究样本具有可比性,本文将市场化程度(法制化程度)低组中独有的两个行业(农林牧渔业和采掘业)共计47个样本(占总样本比重3.05%)剔除。②为确保组间回归系数差异的显著性,采用chowtest方法进行检验,结果显示市场化程度或法制化程度低和高两组的回归系数差异的F值均为3.00,P值为0.0000,表明组间回归系数差异显著,回归结果稳健。

3. 内部治理环境的调节作用。表7列示了引入家族控制人股权控制程度这一内部调节因素后家族成员参与管理程度对债务融资水平的分类回归结果。结果显示,两组中的FIMF对于LEV的回归系数都为负,表明在不同股权

控制程度下家族成员参与管理对家族管理企业债务融资都具有抑制作用。但是相较于股权控制程度低组的FIMF回归系数,股权控制程度高组的FIMF回归系数绝对值大0.081,且在10%的水平上显著为负。这表明家族控制人股权控制程度高的家族管理企业对债务融资的抑制作用在强度和显著性上都高于家族控制人股权控制程度低的家族管理企业,从而验证了假设三。

表7 不同家族控制人股权控制程度下家族成员参与管理程度对债务融资的影响

因变量	股权控制程度	
	高	低
常数项	-1.524*** (-9.33)	-1.484*** (-7.91)
FIMF	-0.082* (-1.72)	-0.001 (-0.02)
Size	0.093*** (11.74)	0.083*** (9.21)
Growth	0.014** (2.01)	0.038*** (4.98)
Roa	-1.075*** (-10.02)	-1.601*** (-13.82)
Tan	0.189*** (3.03)	0.278*** (3.99)
Intan	0.110 (0.75)	0.295 (1.62)
Intcov	0.000*** (3.00)	0.000*** (2.77)
CF	-0.324*** (-4.38)	-0.324*** (-4.26)
NDTS	0.488 (0.74)	-1.055* (-1.65)
Indu	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	769	773
R2	0.474	0.440
F	27.91	22.66

注:为确保组间回归系数差异的显著性,采用chowtest方法进行检验,结果显示股权控制程度低和高两组的回归系数差异的F值为1.85,P值为0.0032,表明组间回归系数差异较显著,回归结果较稳健。

(五)内生性检验与稳健性测试

本文参考Laeven等(2009)和Lin等(2012)的研究方法,采用工具变量法将公司所处行业年度控制权结构变量的均值(meanFIMF)作为工具变量。在一阶段回归中,将FIMF对工具变量和基本模型中的控制变量进行回归,得到FIMF的估计量Pr FIMF,在二阶段回归中,用LEV跟Pr FIMF和控制变量进行回归,结果如表8所示,从中可以看出,Pr FIMF的结果显著为负。这与本文前面的回归结果相一致,从而说明前文的结论是稳健的。此外,参考伍中信等(2013)的研究方法,本文将因变量有息负债率

(LEV)替换为总资产负债率(LEV_a)和有息负债/总资产(LEV_b)来对基础方程进行回归,结果显著为负,结论不变(参见表5的第3列和第4列)。

为了验证结论的稳健性,本文还选取在样本中占比最大的(占研究总样本的84.18%)制造业企业样本进一步进行验证,所得回归结果(参见表8)与上文主要结论基本一致,从而说明前文结论是稳健的。

表8 家族成员参与管理程度与债务融资的内生性检验结果

因变量	FIMF	LEV
常数项	0.206** (2.00)	-1.351*** (-9.92)
meanFIMF	0.361*** (5.04)	-
Pr FIMF	-	-0.494** (-2.26)
Size	-0.005 (-1.01)	0.086*** (14.32)
Growth	-0.026*** (-6.56)	0.016** (2.13)
Roa	0.225*** (3.95)	-1.228*** (-13.42)
Tan	0.033 (0.95)	0.264*** (5.72)
Intan	0.073 (0.86)	0.211* (1.76)
Intcov	-0.000*** (-2.97)	-
CF	0.008 (0.22)	-0.321*** (-5.97)
NDTS	-0.481 (-1.47)	-0.473 (-1.04)
Indu	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	1542	1542
R2	0.129	0.431
F	10.63	44.60

五、研究结论与启示

本文以2007~2013年间在深圳证券交易所中小板IPO家族企业为研究对象,分析了家族成员参与企业管理对于债务融资决策的影响。得出如下研究结论:①控制其他条件后,家族成员参与企业管理程度与企业债务融资水平呈负相关关系;②家族管理企业对高杠杆债务融资的抑制作用在外部治理环境较差的地区表现得更显著;③家族管理企业对高杠杆债务融资的抑制作用在家族控制人股权控制制度高的企业表现得更显著。

本文的理论价值和现实意义体现在:

首先,扩展了研究家族企业融资决策影响因素的范围,国内现有文献主要从委托代理理论维度来研究家族企业融资决策行为,本文从家族成员情感维度(包括自身

情感性禀赋和“社会情感财富”)进行研究,结果表明,家族的“社会情感财富”因素也会对家族企业债务融资决策发挥显著作用。

其次,本文探讨了外部治理环境和内部家族股权控制程度对“社会情感财富”的中介效应强度所发挥的调节作用。这是对家族管理企业中有关“社会情感财富”问题研究的进一步补充。

最后,本文对促进现实中资金短缺家族企业的债务融资水平适度提升提供了一些启示。比如从外部治理环境层面提高市场化程度,提供完善有效的法律制度保障,从企业内部层面确定合理的家族成员管理层比例,引入职业经理人以丰富管理层多样化程度等。

本文研究还存在不足之处,仅对我国中小板家族企业中家族成员存在的“社会情感财富”进行了研究,研究重点也只限于债务融资方面,但是“社会情感财富”也可能影响家族企业的投资、分配等决策行为,这些方面尚未涉及,有待进一步研究。此外,由于以“社会情感财富”理论为基础的研究尚处于初始阶段(陈凌等,2014),且“社会情感财富”难以准确地衡量家族成员持有的“社会情感财富”的大小,本文仅从理论分析角度引入了“社会情感财富”概念,而对于构建合理的测度指标和模型尚未涉及,这是未来的研究方向。

主要参考文献

- 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).
- 陈凌,陈华丽.家族涉入、“社会情感财富”与企业慈善捐赠行为[J].管理世界,2014(8).
- 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).
- 窦军生,张玲丽,王宁.“社会情感财富”框架的理论溯源与应用前沿追踪[J].外国经济与管理,2014(12).
- 樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告[M].北京:经济科学出版社,2010.
- 韩亮亮,李凯.控制权、现金流权与资本结构[J].会计研究,2008(3).
- 伍中信,张娅,张雯.信贷政策与企业资本结构——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2013(3).
- Anderson R. C., Mansi S. A., D. M. Reeb. Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt [J]. Journal of Financial Economics, 2003(2).
- 李新春.经理人市场失灵与家族企业治理[J].管理世界,2003(4).
- 肖作平.大股东、法律制度和资本结构决策[J].南开管理评论,2009(1).
- 【基金项目】西南财经大学中央高校基本科研业务费专项资金(项目编号:JBK1507081)