

控制性家族类型对民营企业债务融资的影响研究

——“促进效应”还是“阻碍效应”?

陈建林

(广东财经大学 会计学院, 广东 广州 510320)

摘要: 民营企业普遍遇到“融资难”和“融资贵”问题,然而现有的研究忽略了我国民营企业内部的家族因素对债务融资的影响效应。关于控制性家族与民营企业债务融资的关系,家族声誉理论和利他主义理论的观点截然相反。针对上述学术争论,本文把控制性家族区分为两类:创始家族和非创始家族,探讨控制性家族类型对民营企业债务融资的影响效应。本文采用我国民营上市公司2007—2011年的数据进行实证分析,研究结果如下:(1)总体而言,控制性家族与民营企业债务融资的关系不显著,既不支持“促进效应”,也不支持“阻碍效应”。(2)创始家族对民营企业债务融资发挥“阻碍效应”;在制度环境好的地区,此阻碍效应更加显著。(3)非创始家族民营企业债务融资发挥“促进效应”;在制度环境好的地区,此促进效应更加显著。(4)进一步的研究表明:家族控制公司的债务资金配置是低效率的。基于上述研究结果,本文可整合家族声誉理论和利他主义理论的争论,为解决民营企业融资问题提出新的分析视角。

关键词: 控制性家族; 民营企业; 债务融资; 制度环境; 家族类型

中图分类号: F276.5 文献标识码: A 文章编号: 1671-9301(2015)05-0101-10

DOI:10.13269/j.cnki.ier.2015.05.011

一、引言

融资困难和融资成本高是一个长期困扰中国民营企业发展的问题^[1]。以往的研究更多地从外部视角探讨民营企业债务融资问题:由于国有银行在我国信贷资金配置中处于主导地位^[2],政府干预会导致民营企业遭遇信贷的所有制歧视问题^[3]。近年来,有些学者开始从企业内部视角分析民营企业融资问题,认为民营企业的自身禀赋^[4]和自身意愿^[5]会影响其获得银行贷款。姚立杰等^[6]探讨了公司治理对银行贷款的影响,而罗正英等^[7]则同时关注了企业家异质特征与金融市场化程度对民营中小企业银行贷款的影响。但是,现有的研究却忽略了我国民营企业内部的家族因素对其债务融资的影响效应。事实上,因为我国绝大多数民营企业都是家族式企业,所以民营企业融资问题基本等同于家族企业融资问题^[8]。控制性家族可以通过掌握企业的所有权或者经营权而影响企业的行为和决策,因此很有必要关注控制性家族对民营企业债务融资的影响效应。

学术界对控制性家族与企业债务融资的关系有两种截然相反的观点^[9]:家族声誉理论认为控制

收稿日期:2015-03-30;修回日期:2015-07-07

作者简介:陈建林(1979—),男,广东始兴人,广东财经大学会计学院副教授,广东财经大学会计与资本市场研究中心研究人员,管理学博士,研究方向为家族企业财务管理。

基金项目:国家自然科学基金项目(71202097);教育部人文社会科学研究青年基金项目(12YJC630009);广东省自然科学基金项目(S2012010010844);广东省高校优秀青年教师培养计划项目(Yqgdufe1401)

性家族将促进企业进行债务融资(促进效应);利他主义理论则认为控制性家族将阻碍企业进行债务融资(阻碍效应)。有学者通过实证研究分析了家族控制权对债务融资的影响效果^[10],然而,控制性家族的特征会对企业经营行为产生显著影响^[11],因此有必要进一步分析控制性家族类型对债务融资的影响效果。虽然在过往的研究中,有学者总结了控制性家族对债务融资的双重效应,但是尚未发现有文献进一步探讨:针对不同类型的家族,控制性家族会对企业债务融资发挥“促进效应”还是“阻碍效应”?这是本文关心的问题。

二、理论分析

(一) 控制性家族对民营企业债务融资的双重影响

关于控制性家族对民营企业债务融资的影响效应,学术界有两类对立的观点。

依据家族声誉理论,控制性家族有助于企业进行债务融资,即“促进效应”。Anderson *et al.*^[12]提出了家族声誉理论。Anderson *et al.*^[12]的研究发现,控制性家族很关注企业的长期发展和企业的名声,更关注企业价值的增长而不是股东利益的增加,从而使控制性家族与债权人的利益趋于一致。因此,控制性家族在金融市场的声誉有助于降低企业和银行的债务代理成本,赢得银行的信任,从而帮助企业获得债务融资。

依据利他主义理论,控制性家族对企业债务融资有不利影响,即“阻碍效应”。Schulze *et al.*^[13]提出了家族利他主义理论,他们认为由于家族利他主义,当家族成员出现偷懒、搭便车等行为时,为了维护家族和谐,上述机会主义行为不会被惩罚,给企业带来负面影响。一方面,家族利他主义会使企业拥有非经济目标,从而降低家族企业获取债务融资的能力。另一方面,家族利他主义使家族更关注其对企业的控制权,不喜欢采用外源融资,家族对外部资金的排斥降低了企业获取债务融资的意愿。

那么,应该怎样整合这两类相反的观点呢?企业的资本结构是基于企业内部环境和外部环境的变化不断适时地调整而形成的^[14],因此本文试图从企业内部和外部视角整合学术界的争论。陈凌等^[15]指出,当前家族企业融资研究没有充分考虑家族和企业家的特征,因此本文从内部视角选择的变量是控制性家族的类型。参考王明琳等^[11]和陈建林^[16]的思路,本文将控制型家族分为两类:创始家族和非创始家族。企业融资选择受到制度环境的影响^[17],同时考虑到我国处于市场化转轨的过程中,本文从外部视角选择的调节变量是制度环境。

(二) 控制性家族类型对民营企业债务融资的影响

按照控制性家族进入企业的时间,可以将控制性家族分成两种类型:创始控制性家族和非创始控制性家族。王明琳等^[11]指出,控制性家族和上市公司及其核心业务之间关系,很大程度上会影响到控制性家族在资本市场上的价值取向,最终作用到企业价值。创始家族和非创始家族主要有两点不同:首先,相对非创始家族,创始家族更看重企业控制权,希望企业能在家族内部世代相传^[16];其次,相对创始家族,非创始家族更善于运用金融工具,倾向于通过资本运作获取增值机会^[11]。

1. 创始控制性家族对民营企业债务融资的影响

创始家族对企业的感情很深,希望把企业打造成“百年老店”,不希望经营控制权旁落他人,希望家族和企业可以一起繁衍持续发展,希望企业的成功为家族“光宗耀祖”。依据家族利他主义理论,这种浓厚的家族利他主义导致创始控制性家族阻碍企业获得债务融资。

一方面,从企业的债务融资意愿来说,创始家族不愿意开展债务融资。相对于非创始家族,由于创始家族的家族利他主义更强,创始家族更愿意持续掌控企业各方面信息,牢牢掌握公司控制权。贺小刚等^[18]的实证研究显示,家族会强化其对家族股权的控制,排挤其他投资者加入家族企业,这有碍于家族企业的发展和外部资金的引入。Morck *et al.*^[19]指出,出于保持家族控制的考虑,第一代创业主具有很明显的内部融资偏好。因此,创始家族更不愿意引入外源融资,从而阻碍企业获得债务融资。

另一方面,从企业的债务融资能力来说,创始家族降低了获取债务融资的可得性。创始家族和企业的联系更加紧密,创始家族把企业视为家族的一部分,因此更可能增加企业的“非经济目标”,例如:企业为家族成员解决就业问题。尤其是当家族企业传到下一代时,非经济目标会增加决策失误的风险,从而导致企业的衰退^[20]。非经济目标损害了企业价值,自然会进一步阻碍企业获得债务融资。为了保证企业掌握在家族内部,创始家族更愿意采用家族管理者。然而,陈建林^[21]对我国上市家族企业的实证研究发现,受到家族利他主义影响,当企业传到下一代家族成员时,家族管理对企业的负面作用逐渐显现。国外的研究也发现,对于成立时间较长的企业如果仍旧强化创业家族的管理权威不利于企业的进一步发展^[22],从而影响企业债务融资能力。

在制度环境差的地区,创始家族保持其对企业的经营控制权有一定的正面意义。李新春^[23]认为,信任可以分为两类:私人信任和社会信任。在制度环境差的地区,社会信任较低,私人信任较高。缺乏社会信任使家族企业很难引进职业经理人,创业家族与职业经理人之间的代理冲突严重,此时保持创始家族经营可降低代理成本。另一方面,在社会信任缺乏时,创始家族可借助家族声誉对外传递正面的信号。由于在制度环境差的地区,创始家族对企业的经营有一定正面作用,从而部分抵消了创始家族对债务融资的阻碍效应。因此本文假设在制度环境好的地区,创始家族对债务融资的阻碍效应要强于制度环境差的地区。

研究假设 1.1: 在我国上市公司中,创始家族会阻碍民营企业进行债务融资(阻碍效应)。

研究假设 1.2: 相对于制度环境差的地区,在制度环境好的地区创始家族对民营企业债务融资的阻碍效应更显著。

2. 非创始控制性家族对民营企业债务融资的影响

由于对非创始家族而言,其家族利他主义相对不强,家族利他主义理论的上述理由并不适用于非创始家族。首先,从融资意愿来说,在控制和发展这两个选择中,非创始家族更看重发展。为了企业的发展,非创始家族并不排斥外部资金,因此不会阻碍企业获得债务融资。其次,从融资能力来说,由于非创始家族并非核心业务的创立者,家族和企业之间的联系也较为松散,倾向于任用职业经理人管理企业^[11]。非创始家族更愿意引入职业经理人,避免了家族利他主义导致企业增加代理成本。非创始家族和企业的联系相对不紧密,其控制企业的主要目的是追求经济利益,追求“非经济目标”的可能性较低,不会阻碍企业获取债务融资。

家族声誉理论的观点适用于非创始家族。一方面,从债务代理成本的视角来看,非创始家族在金融市场的声誉有助于降低债务代理成本。非创始家族一般通过收购兼并的方式进入企业^[24],而“买壳上市”需要大量的资金,因此相对于创始家族,非创始家族与金融部门有更长期的接触和合作。非创始家族与银行的长期合作有助于减少两者之间的信息不对称,降低债务代理成本。另一方面,从信号传递的视角来看,非创始家族为了在金融市场开展长期交易,非常重视提高其在金融市场的声誉。非创始家族原本就是通过股权转让获得控制权,倾向于通过资本运作获得增值机会^[11],所以非创始家族更善于运用各种金融工具。企业的成长壮大离不开长期积累的声誉^[25],而非创始家族要长期运用金融工具,必须塑造诚信的形象,必须在金融市场建立良好的声誉。因此,非创始家族的长期交易有助于企业从金融市场获得债务融资。

在制度环境好的地区,非创始家族的“促进效应”更明显。首先,良好的法制环境可以保护债权人的利益,从而有助于银行与非创始家族建立长期的合作关系。Fan *et al.*^[17]对 39 个国家进行了比较研究,发现在法律环境差和腐败指数高的国家,企业债务期限结构更短,而在对债权人权益保护越好的国家,企业债务比率越高和债务期限结构越长。其次,完善的社会信用体系有助于银行识别优质的贷款人,有利于非创始家族在金融市场积累信用,从而以良好的信誉获取债务融资。最后,某些非创始家族会利用资本运作“掏空”企业^[26],完善的法律体系可以有效监督和限制其隧道行为,从而

增加了企业价值,更有利于提高企业的债务融资能力。

研究假设 2.1: 在我国上市公司中,非创始家族促进民营企业进行债务融资(促进效应)。

研究假设 2.2: 相对于制度环境差的地区,在制度环境好的地区非创始家族对民营企业债务融资的促进效应更显著。

三、研究设计

本文将运用多元回归分析法展开研究,验证以下实证模型。

$$\text{模型 1: } DE(\text{或 } LD) = C + \alpha_1 EF + \alpha_2 NE + \alpha_3 MG + \alpha_4 AD + \alpha_5 ROA + \alpha_6 NA + \alpha_7 AT + \alpha_8 IU + \alpha_9 YR + \varepsilon$$

$$\text{模型 2: } DE(\text{或 } LD) = C + \alpha_1 EF + \alpha_2 NE + \alpha_3 IE + \alpha_4 EF \times IE + \alpha_5 NE \times IE + \alpha_6 MG + \alpha_7 AD + \alpha_8 ROA + \alpha_9 NA + \alpha_{10} AT + \alpha_{11} IU + \alpha_{12} YR + \varepsilon$$

本文的变量定义如表 1 所示。表示债务融资的因变量从两个角度选取: 融资可得性和融资期限结构。参照余明桂等^[27]的方法,本文采用债务融资比率(*DE*)作为反映债务融资可得性的指标。债务融资比率越大,说明债务融资的可得性越强。本文采用长期借款比率(*LD*)作为反映期限结构指标。长期借款比率越大,可以反映银企关系越好。

表 1 变量定义

	名称	符号	定义
因变量	债务融资比率	<i>DE</i>	(长期借款 + 短期借款) / 总资产
	长期借款比率	<i>LD</i>	长期借款 / 负债总额
自变量	控制性家族	<i>FI</i>	终极控制人是个人或家族为 1, 否则为 0
	创始家族	<i>EF</i>	企业上市前控制家族已进入企业为 1, 否则为 0
	非创始家族	<i>NE</i>	企业上市后控制家族才进入企业为 1, 否则为 0
调节变量	制度环境	<i>IE</i>	所在地区的市场化指数高于中位数为 1, 否则为 0
	固定资产比率	<i>MG</i>	企业固定资产净值 / 总资产
	资产负债率	<i>AD</i>	总负债 / 总资产
	总资产净利率	<i>ROA</i>	净利润 / 总资产
控制变量	净资产收益率增长率	<i>NA</i>	(本期净资产收益率 - 上期净资产收益率) / 上期净资产收益率
	规模	<i>AT</i>	公司总资产的自然对数
	行业	<i>IU</i>	行业代码
	年份	<i>YR</i>	年份代码

资料来源: 本研究整理。

自变量为控制性家族(*FI*)。在控制性家族的企业治理层面,家族控股常常被特别强调^[28]。而 La Porta^[29]指出: 在分析企业的股权结构问题时,应通过股权控制链条找到企业的最终控制人。因此,判断控制性家族企业的基本标准,应该是看最终控制人的性质。参照王明琳等^[11]和陈德球等^[30]的思路,本文将最终控制人为个人或家族的公司定义为由控制性家族控制的企业。

依据家族的性质,本文将控制性家族区分为创始控制性家族(*EF*)和非创始控制性家族(*NE*)。本文参考贺小刚等^[24]的方法,从家族如何成为上市公司最终控制人的视角出发,对创始家族和非创始家族进行区分。创始家族是指公司上市前,就已经是该公司最终控制人的家族。非创始家族是指在公司上市后,才通过兼并收购方式成为该公司最终控制人的家族。具体的数据筛选过程如下: (1) 通过股权控制链条确定企业当前的控制性家族; (2) 根据企业的上市时间,通过股权控制链条确定企业上市时的实际控制人; (3) 如果企业当前的控制性家族和上市时的实际控制人相同,则定义为创始家族; 如果企业当前的控制性家族和上市时的实际控制人不同,则定义为非创始家族。

调节变量是制度环境。以市场化指数的中位数作为分界点,高于或等于中位数为制度环境好的地区,用“1”表示; 低于中位数为制度环境差的地区,用“0”表示。为了控制其他因素对企业债务融

资的影响,本文选择了以下控制变量。首先是企业财务指标,包括反映企业偿债能力的指标:资产负债率;反映企业成长能力的指标:净资产收益率增长率;反映企业资产结构的指标:固定资产比率;反映企业盈利能力的指标:总资产净利率。其次是企业特征,用企业规模来表示。再次是行业特征,用行业代码表示。最后是宏观政策背景,用年份代码表示。

本文收集了2007—2011年五年共4074个民营上市公司样本。企业层面的因变量数据和控制变量数据来自Csmar数据库。自变量控制性家族的三个数据参阅公司年报手工收集而得。考虑到制度环境的作用效果有滞后性,参照余明桂等^[27]的方法,制度环境数据选择了樊纲等^[31]编制的2006年我国各地区市场化指数。

四、实证研究

(一) 描述性统计分析

如表2所示,制度环境的中位数为9.76,制度环境得分大于等于9.76的地区定义为制度环境好的地区,制度环境得分低于9.76的地区定义为制度环境差的地区。

表2 基于制度环境的描述性统计

	全体样本			制度环境好的地区			制度环境差的地区		
	平均值	中位数	标准差	平均值	中位数	标准差	平均值	中位数	标准差
DE	0.192	0.132	0.646	0.200	0.132	0.767	0.185	0.134	0.494
LD	0.07	0	0.135	0.07	0	0.132	0.08	0	0.138
FI	0.95	1	0.220	0.96	1	0.201	0.94	1	0.238
EF	0.68	1	0.465	0.78	1	0.414	0.59	1	0.492
NE	0.26	0	0.441	0.18	0	0.382	0.35	0	0.477
IE	9.393	9.760	1.970	11.099	11.040	0.411	7.682	7.660	1.325
MG	0.206	0.174	0.159	0.195	0.170	0.149	0.217	0.179	0.168
AD	0.683	0.412	3.993	0.642	0.393	3.218	0.724	0.429	4.643
ROA	0.063	0.059	1.493	0.070	0.061	0.510	0.057	0.058	2.051
NA	-0.895	-0.159	1.762	0.019	-0.158	1.186	-1.789	-0.164	2.180
AT	21.027	20.978	1.115	21.079	21.035	1.078	20.975	20.927	1.149
样本数		4074			2041			2033	

在4074个民营上市公司样本中,2041个样本在制度环境好的地区,2033个样本在制度环境差的地区。债务融资比率的平均值为19.2%,制度环境好的地区的债务融资比率为20%,高于制度环境差的地区的18.5%。长期借款比率的平均值为7%,在制度环境好的地区和制度环境差的地区这个比率相差不大。在全体民营上市公司中,控制性家族公司的比例达到95%,这个比例在制度环境好的地区略高。创始家族公司的比例为68%,制度环境好的地区这个比例为78%,高于制度环境差的地区的59%。非创始家族公司的比例为26%,制度环境好的地区这个比例为18%,低于制度环境差的地区的35%。

在4074个民营上市公司样本中,控制性家族公司是3866个。在3866个控制性家族公司中,按照控制性家族的类型分类,创始家族公司的样本为2789个,非创始家族公司的样本为1077个。创始家族公司的债务融资比率为15.2%,低于非创始家族公司的29.8%。创始家族公司的长期借款比率为6.3%,同样低于非创始家族公司的9.6%。这说明非创始家族更能促进企业进行债务融资。

(二) 控制性家族类型对债务融资影响效应的实证结果

研究假设1.1和研究假设1.2的回归分析结果如表3所示。

表3的(1)列和(4)列所示,从控制性家族(FI)对民营企业债务融资的总体影响来看,两者的关系是不显著的。控制性家族与债务融资比率的关系没有通过显著性检验,控制性家族与长期借款比率的关系也没有通过显著性检验。这说明,由于在不同的家族类型下,“促进效应”和“阻碍效应”这两种作用会相互抵消,总体而言,控制性家族并没有对民营企业债务融资发挥显著影响。

表3 初始家族对债务融资影响效应的回归结果

因变量	债务融资比率			长期借款比率		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距项	-0.526*** (-2.918)	-0.423** (-2.435)	-0.448*** (-2.587)	-0.739*** (-16.036)	-0.707*** (-16.009)	-0.713*** (-16.152)
<i>FI</i>	0.049 (1.311)			0.010 (1.012)		
<i>EF</i>		-0.059*** (-3.118)	-0.009 (-0.363)		-0.029*** (-6.095)	-0.018*** (-2.972)
<i>IE</i>			0.163*** (5.049)			0.006 (0.710)
<i>EF* IE</i>			-0.166*** (-4.427)			-0.024** (-2.498)
<i>MG</i>	0.284*** (5.206)	0.279*** (5.140)	0.311*** (5.705)	0.100*** (7.167)	0.099*** (7.155)	0.100*** (7.212)
<i>AD</i>	0.103*** (48.232)	0.102*** (48.055)	0.102*** (47.998)	0.002*** (3.453)	0.002*** (3.143)	0.002*** (3.117)
<i>ROA</i>	0.167*** (30.339)	0.168*** (30.461)	0.168*** (30.483)	0.000 (-0.256)	0.000 (-0.068)	0.000 (-0.134)
<i>NA</i>	0.000 (0.194)	0.000 (0.217)	0.000 (0.059)	0.000 (0.116)	0.000 (0.180)	0.000 (0.260)
<i>AT</i>	0.030*** (3.671)	0.029*** (3.491)	0.027*** (3.333)	0.038*** (17.889)	0.037*** (17.808)	0.037*** (17.913)
<i>IU</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后 R ²	0.471	0.472	0.476	0.101	0.111	0.113
F 值	383.182***	385.076***	312.746***	49.452***	54.487***	44.985***

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

表3的(2)列和(5)列所示,初始家族(*EF*)与债务融资比率显著负相关,这表明初始家族获取债务融资的可得性较低;初始家族(*EF*)与长期借款比率显著负相关,这表明初始家族更不容易得到长期债务融资。因此,初始控制性家族对民营企业债务融资发挥“阻碍效应”,研究假设1.1得到了验证。

表3的(3)列和(6)列所示,初始家族与制度环境等级的交叉项(*EF* IE*)和债务融资比率显著负相关,初始家族与制度环境等级的交叉项(*EF* IE*)和长期借款比率同样显著负相关。这说明,在制度环境好的地区,初始家族对债务融资的“阻碍效应”更为明显,研究假设1.2得到了验证。

研究假设2.1和研究假设2.2的回归分析结果如表4所示。

表4的(1)列和(3)列所示,非初始家族(*NE*)与债务融资比率显著正相关,非初始家族(*NE*)与长期借款比率也显著正相关。这意味着,非初始家族的涉入有助于企业提高债务融资的可得性,有助于企业获得更多的长期借款。因此,非初始控制性家族对债务融资发挥“促进效应”,研究假设2.1得到了证实。

表4的(2)列和(4)列所示,非初始家族与制度环境等级的交叉项(*NE* IE*)和债务融资比率显著正相关,非初始家族与制度环境等级的交叉项(*NE* IE*)和长期借款比率也是显著正相关。因此,随着制度环境的改善,有助于放大非初始家族对债务融资的“促进效应”,研究假设2.2得到了证实。

(三) 稳健性检验^①

为了验证本文研究结果的可靠性,本文进一步分行业和分地区进行实证研究。

1. 分行业的研究结果

首先,本文把行业区分为高新技术行业 and 传统行业。依据国家统计局2013年颁布的分类标准,把符合高技术产业标准的行业定义为高新技术行业,其余行业归为传统行业。

创始家族对债务融资影响的分行业结果显示:无论是高新技术行业还是传统行业,创始家族均不利于企业获得债务融资;无论是高新技术行业还是传统行业,在制度环境好的地区,创始家族对债务融资的“阻碍效应”更为明显。研究假设 1.1 和 1.2 在两类行业均得到了验证。

非创始家族对债务融资影响的分行业结果显示:无论是高新技术行业还是传统行业,非创始家族均有助于企业获得债务融资;无论是高新技术行业还是传统行业,在制度环境好的地区,非创始家族对债务融资的“促进效应”更为明显。研究假设 2.1 和 2.2 在两类行业均得到了验证。

分行业的研究结果证实了本文结论的稳健性。

2. 分地区的研究结果

前文已经探讨了不同制度环境的地区对控制性家族类型和债务融资的关系的影响。为了保证研究结果的稳健性,本文进一步按照地理位置进行区域划分。依据国家统计局的划分标准,将我国地区划分为东部、中部和西部。

创始家族对债务融资影响的分地区结果显示:在东部地区和西部地区,创始家族(EF)与债务融资比率显著负相关;在中部地区,创始家族(EF)与债务融资比率的关系不显著。研究假设 1.1 基本得到了验证。

非创始家族对债务融资影响的分地区结果显示:在东部地区和西部地区,非创始家族(NE)与债务融资比率显著正相关;在中部地区,非创始家族(NE)与债务融资比率的关系没有通过显著性检验。研究假设 2.1 基本得到了验证。

分地区的研究结果基本证实了本文结论的稳健性。

五、进一步的研究

本文前面已经研究了控制性家族对民营企业债务融资的影响,那么,控制性家族所带来的债务资金是否有助于提升企业的经营绩效呢?控制性家族所带来的债务资金的配置效率如何呢?这需要进一步研究。

考虑到债务资金的作用效果有滞后性,参考余明桂等^[27]的方法,采用滞后一期的债务融资比率作为解释变量。 FID 代表控制性家族的债务融资,其定义为:对控制性家族公司来说,采用其滞后一期的债务融资比率,非控制性家族公司为 0。同理,可以定义以下变量:创始家族债务融资(EFD),非创始家族债务融资(NED)。因变量是企业的经营绩效,本文采用总资产净利润率和资产报酬率两个指标来衡量。控制变量包括:表示企业成长性的净资产收益率增长率(NA),企业规模(AT),行业(IU)和年份(YR)。

如表 5 所示,实证结果表明,控制性家族债务融资(FID)与总资产净利润率显著负相关,控制性家族债务融资(FID)与资产报酬率也是显著负相关,这表明控制性家族公司没有有效利用债务资金,控制性家族公司的债务资金并没有提升企业的经营绩效,反倒是产生了负面影响。创始家族债务融资(EFD)对总资产净利润率没有显著影响,创始家族债务融资(EFD)对资产报酬率也没有显著

表 4 非创始家族对债务融资影响效应的回归结果

因变量	债务融资比率		长期借款比率	
	(1)	(2)	(3)	(4)
截距项	-0.513 *** (-2.955)	-0.476 *** (-2.746)	-0.750 *** (-16.987)	-0.742 *** (-16.794)
NE	0.076 *** (3.927)	0.030 (1.233)	0.034 *** (6.871)	0.025 *** (3.918)
IE		0.005 (0.262)		-0.016 *** (-3.042)
$NE*IE$		0.147 *** (3.871)		0.018 * (1.865)
MG	0.286 *** (5.272)	0.311 *** (5.722)	0.102 *** (7.396)	0.102 *** (7.342)
AD	0.102 *** (48.056)	0.102 *** (47.991)	0.002 *** (3.114)	0.002 *** (3.102)
ROA	0.168 *** (30.507)	0.168 *** (30.523)	0.000 (-0.052)	0.000 (-0.103)
NA	0.000 (0.253)	0.000 (0.077)	0.000 (0.235)	0.000 (0.305)
AT	0.030 *** (3.664)	0.028 *** (3.395)	0.038 *** (18.155)	0.038 *** (18.152)
IU	控制	控制	控制	控制
YR	控制	控制	控制	控制
调整后 R^2	0.473	0.476	0.113	0.115
F 值	286.425 ***	313.072 ***	55.890 ***	45.748 ***

注:同表 3。

影响。非创始家族债务融资(*NED*) 与总资产净利润率显著负相关,非创始家族债务融资(*NED*) 与资产报酬率同样显著负相关,这说明非创始家族债务融资对企业经营绩效产生负面影响。

表 5 控制性家族公司债务融资对企业绩效的影响

因变量	总资产净利润率			资产报酬率		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距项	-0.232 ^{***} (-3.935)	-0.296 ^{***} (-4.343)	-0.110 ^{**} (-2.286)	-0.222 ^{***} (-3.657)	-0.281 ^{***} (-4.086)	-0.103 ^{**} (-2.042)
<i>FID</i>	-0.156 ^{***} (-29.07)			-0.146 ^{***} (-26.49)		
<i>EFD</i>		-0.004 (-0.508)			0.002 (0.269)	
<i>NED</i>			-0.313 ^{***} (-50.35)			-0.301 ^{***} (-45.94)
<i>NA</i>	0.001 ^{***} (8.318)	0.001 ^{***} (7.729)	0.001 ^{***} (9.714)	0.001 ^{***} (8.492)	0.001 ^{***} (8.009)	0.001 ^{***} (9.726)
<i>AT</i>	0.015 ^{***} (5.385)	0.016 ^{***} (4.944)	0.009 ^{***} (3.954)	0.016 ^{***} (5.563)	0.017 ^{***} (5.145)	0.010 ^{***} (4.246)
<i>IU</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后 R ²	0.280	0.035	0.522	0.249	0.037	0.479
F 值	194.721 ^{***}	19.233 ^{***}	545.713 ^{***}	165.931 ^{***}	20.015 ^{***}	459.065 ^{***}

注: 同表 3。

本文的研究显示,从控制性家族公司债务资金对经营绩效的影响视角来看,控制性家族公司的债务资金的配置是低效率的。首先,从总体上来说,控制性家族债务融资对企业经营绩效有负向影响。其次,从结构上来看,对有能力促进债务融资的控制性家族类型而言,其债务资金反而对企业经营绩效有更显著的负向影响。前面的研究表明,非创始家族对债务融资发挥促进作用,但是其债务资金与企业经营绩效显著负相关;而创始家族对债务融资发挥阻碍作用,然而其债务资金并没有对企业经营绩效发挥显著影响。因此,不管是从总体还是从结构来看,控制性家族公司并没有有效地配置债务资金。这说明,控制性家族公司获取债务资金的能力和运用债务资金提高经营绩效的能力并没有匹配。非创始家族专长于资本运作,善于获得债务融资,但并非最擅长于主业经营;创始家族虽然拥有经营主业的专有知识,但是由于自身的保守而排斥债务融资。

六、结论与启示

本文采用我国 2007—2011 年民营上市公司的数据,探讨了控制性家族类型对民营企业债务融资的影响效应。本文主要得出以下结论:(1) 从总体而言,控制性家族与民营企业债务融资没有显著的关系。然而,不同的控制性家族类型对民营企业债务融资有不同的显著影响。(2) 创始控制性家族对企业债务融资有阻碍作用。相对于制度环境差的地区,在制度环境好的地区上述阻碍效应更为明显。(3) 非创始控制性家族可以促进企业的债务融资。相对于制度环境差的地区,在制度环境好的地区,上述促进效应更为显著。(4) 进一步的研究显示,基于改善企业经营绩效的视角来看,控制性家族公司的债务资金配置是低效率的。从总体上来说,控制性家族公司的债务融资对企业经营绩效有负向影响;从结构上来看,控制性家族公司获取债务资金的能力和运用债务资金提高经营绩效的能力没有匹配。

本文的学术贡献在于整合了家族声誉理论和利他主义理论的争论。以往的研究表明,控制性家族对债务融资有两重相反的影响效果“促进效应”和“阻碍效应”,针对上述争论,本文从控制性家族类型的视角进行了整合。首先,创始家族对债务融资发挥“阻碍效应”,支持了利他主义理论的观

点;其次,非创始家族对债务融资发挥“促进效应”,支持了家族声誉理论的观点。本文研究进一步发现,制度环境对上述两类效应有“放大器”的作用。相对于制度环境差的地区,在制度环境好的地区,不同控制性家族类型的“促进效应”或“阻碍效应”均更加显著。

本文的研究结果为解决民营企业“融资难”问题提出新的分析视角。首先,要解决民营企业债务融资问题,关键是解决创始家族企业的融资问题。对创始家族企业而言,其“融资难”的一个重要原因是自身排斥外部资金和人才,为了获得更多债务融资,家族企业应该从封闭走向开放,创始家族应逐步放弃对企业经营的绝对控制权,其管理模式应逐步从家族管理转变为职业化管理。其次,对地方政府部门而言,应该着力推进市场化改革,完善地区的市场秩序。良好的制度环境可放大非创始控制性家族的“促进效应”,也可通过放大创始控制性家族的“阻碍效应”倒逼家族企业管理模式的升级。最后,对金融管理部门和金融机构而言,应该着手建立家族信用体系。解决民营中小企业的融资难题,关键在于降低信息不对称^[25]。本文研究表明,在资金市场中,家族声誉可为企业融资提供正面信号。因此,在现有的企业信用体系和个人信用体系基础上,可尝试构建民营企业的控制性家族的信用体系,拓宽信用甄别渠道,提高家族声誉在资金市场的信息传递能力。

参考文献:

- [1]陈刚,翁卫国. 外资银行降低信贷融资成本的实证研究——基于中国工业企业的数据库[J]. 产业经济研究, 2013(6):66-76.
- [2]林毅夫,李永军. 中小金融机构发展与中小企业融资[J]. 经济研究, 2001(1):10-18.
- [3]方军雄. 所有制、制度环境与信贷资金配置[J]. 经济研究, 2007(12):82-92.
- [4]白俊,连立帅. 信贷资金配置差异:所有制歧视抑或禀赋差异? [J]. 管理世界, 2012(6):30-42.
- [5]方军雄. 民营上市公司真的面临银行贷款歧视吗? [J]. 管理世界, 2010(11):123-131.
- [6]姚立杰,罗玫,夏冬林. 公司治理与银行借款融资[J]. 会计研究, 2010(8):55-61.
- [7]罗正英,周中胜,詹乾隆. 中小企业的银行信贷融资可获得性:企业家异质特征与金融市场化程度的影响[J]. 会计研究, 2010(6):44-50.
- [8]储小平. 家族企业的成长与社会资本的融合[M]. 北京:经济科学出版社, 2004.
- [9]Chua, J., Chrisman, J., Kellermans, F., et al. 2011, “Family Involvement and New Venture Debt Financing”, *Journal of Business Venturing* 26:472-488.
- [10]陈建林. 家族控制与民营企业债务融资:促进效应还是阻碍效应? [J]. 财经研究, 2013(7):27-37.
- [11]王明琳,周生春. 控制性家族类型、双重三层委托代理问题与企业价值[J]. 管理世界, 2006(8):83-93.
- [12]Anderson, R., Mansi, S., D. Reeb 2003, “Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt”, *Journal of Financial Economics* 68:263-285.
- [13]Schulze, W., Lubatkin, M., Dino, R., et al. 2001, “Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence”, *Organization Science* 12:99-116.
- [14]卢斌,曹启龙,刘燕. 融资约束、市场竞争与资本结构动态调整——基于产业异质性的研究[J]. 产业经济研究, 2014(3):91-100.
- [15]陈凌,叶长兵. 中小家族企业融资行为研究综述[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2007(4):172-181.
- [16]陈建林. 管理层持股对家族控制的影响:150家上市公司样本[J]. 改革, 2008(4):116-122.
- [17]Fan, J. P. H., Sheridan T., T. Garry 2012, “An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47(1):23-56.
- [18]贺小刚,李新春,连燕玲. 家族权威与企业绩效:基于广东省中山市家族企业的经验研究[J]. 南开管理评论, 2007(5):75-81.
- [19]Morck, R., Y. Benard 2003, “Agency Problems in Large Family Business Groups”, *Entrepreneurship Theory and Practice* 27(4):367-382.

- [20]Gómez-Mejía, L. R. ,Hynes ,K. T. ,Núñez-Nickel ,M. ,et al. 2007, “Socioemotional Wealth and Business Risk in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills” ,*Administrative Science Quarterly* 52: 106-137.
- [21]陈建林. 上市家族企业管理模式对代理成本的影响——代理理论与利他主义理论的争论与整合[J]. 管理评论, 2012(5) : 53-59.
- [22]Morck ,R. ,Shleifer ,A. ,R. Vishny ,1988, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis” , *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- [23]李新春. 信任、忠诚与家族主义困境[J]. 管理世界 2002(6) : 87-93.
- [24]贺小刚 燕琼琼 梅琳 等. 创始人离任中的权力交接模式与企业成长——基于我国上市公司的实证研究[J]. 中国工业经济 2011(10) : 98-108.
- [25]赵岳 谭之博. 电子商务、银行信贷与中小企业融资[J]. 经济研究 2012(7) : 99-112.
- [26]申明浩. 治理结构对家族股东隧道行为的影响分析[J]. 经济研究 2008(6) : 135-144.
- [27]余明桂 潘红波. 政府干预、法治、金融发展与国有企业银行贷款[J]. 金融研究 2008(9) : 1-22.
- [28]杨学儒 李新春. 家族涉入指数的构建与测量研究[J]. 中国工业经济 2009(5) : 97-107.
- [29]La Porta ,R. ,Lopez-de-Salinas ,F. ,A. Shleifer ,1999, “Corporate Ownership Around the World” , *Journal of Finance* 54(2) : 471-520.
- [30]陈德球 魏刚 肖泽忠. 法律制度效率、金融深化与家族控制权偏好[J]. 经济研究 2013(10) : 55-68.
- [31]樊纲 王小鲁 朱恒鹏. 中国市场化指数——各省区市场化相对进程2009 年度报告[M]. 北京: 经济科学出版社 2010.

注释:

①限于篇幅 稳健性检验的回归结果没有报告。读者如有需要,可向作者索要。

(责任编辑: 禾 日)

The Influence of Controlling Family Types on the Debt Financing of Private Enterprises —— “Promotion Effect” or “Block Effect”?

Chen Jianlin

(School of Accounting ,Guangdong University of Finance and Economics ,Guangzhou 510320 ,China)

Abstract: The private enterprises generally encountered the problem of financing inaccessible and unaffordable , however , the existing research has neglected the effect of family factors on the debt financing of private enterprises in China. On the relationship between the controlling family and the debt financing of the private enterprises , the family reputation theory and the theory of altruism have different opinions. In view of the above academic controversy , the paper divides the controlling family into two categories: founding family and non-founding family , to explore the impact of the controlling family types on debt financing of private enterprise. The paper uses Chinese private listed companies data in 2007—2011 for empirical analysis , and the results are as follows: (1) The relationship between controlling family and debt financing of private enterprise is not significant. The results neither support promotion effect , also do not support block effect. (2) The founding family plays block effect to debt financing of private enterprise , and the effect is more significant in good institutional environment. (3) The non-founding family plays promotion effect to debt financing of private enterprise , and the effect is more significant in good institutional environment. (4) Further research shows that the debt allocation efficiency of family control enterprise is low. Based on the above research results , the paper can integrate the family reputation theory and the theory of altruism , and put forward a new analysis perspective to solve the financing problem of private enterprises.

Key words: control family; private enterprises; debt financing; institutional environment; family types