

# “去家族化”如何影响企业融资约束\*

——基于创业板家族企业数据的研究

孙秀峰 张文龙 冯宝军

(大连理工大学经济管理学院,大连 辽宁 116024)



**内容提要:** 融资约束是家族企业发展的“卡脖子”问题,如何通过“去家族化”途径缓解融资困境对家族企业实现可持续发展具有重要意义。本文以2013—2016年创业板上市家族企业季度数据为研究样本,探究家族企业“去家族化”对企业融资约束的影响机制。研究发现:“去家族化”与企业受融资约束程度呈U型关系;股票价格、股权集中度在去家族化与企业融资约束关系中发挥双重中介作用,存在“‘去家族化’—股票价格—股权集中度—融资约束”的作用路径。进一步研究表明,未吸收冗余在其中起到关键调节作用;企业融资约束的缓解有助于推动家族企业的高质量发展。本文结论揭示家族企业“去家族化”对企业内外部的影响,有助于家族企业合理安排“去家族化”进程、优化资源配置,也为推动我国家族企业高质量发展转型提供参考价值。

**关键词:** 家族企业 去家族化 融资约束 冗余资源 高质量发展

**中图分类号:** F276.5 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2021)03—0145—16

## 一、引言

由于发展过程中受所有权结构、信息不对称和资本市场残缺等因素影响(储小平和王宣喻,2004)<sup>[1]</sup>,融资难、融资贵已然成为家族企业常态。李克强总理在2019年政府工作报告中也多次提及民营企业融资问题,而民营企业多为家族企业(王藤燕和金源,2020)<sup>[2]</sup>。学术界从政府、市场、企业等角度提出缓解家族企业融资困境的政策建议(王藤燕和金源,2020<sup>[2]</sup>;魏志华等,2014<sup>[3]</sup>)。现实中,创业板上市民营企业占比达94.74%,首发融资及再融资比例均超过80%<sup>①</sup>。虽然家族企业可借助上市途径在一定程度上缓解融资约束,但也面临着“去家族化”的考验。控制家族或为享受投资回报,或为调整控制能力,又或为引进合作者而进行“去家族化”。在公开的资本市场环境下,“去家族化”势必影响企业外部的利益相关者感知,从而对企业产生影响。然而,这种行为将会对企业融资约束产生何种影响?这种影响通过何种路径实现,是否有助于企业发展?对此,理论界仍未给予针对性解答。

收稿日期:2020-11-25

\* 基金项目:国家社会科学基金项目“民营企业承担社会责任对企业发展壮大的引导机制研究”(19BGL089)。

**作者简介:** 孙秀峰,男,副教授,硕士生导师,管理学博士,研究领域是公司金融与公司治理、家族企业创新决策、代际传承,电子邮箱:xiufengs@dlut.edu.cn;张文龙,男,博士研究生,研究领域是公司治理、家族企业融资约束、企业股权结构,电子邮箱:zhangwenlong@mail.dlut.edu.cn;冯宝军,男(满族),教授,博士生导师,管理学博士,研究领域是公司财务管理、教育财务、审计,电子邮箱:fbj066@dlut.edu.cn。通讯作者:冯宝军。

①统计数据来自东方财富Choice数据:<http://choice.eastmoney.com/>。

随着家族企业发展,企业势必会向泛家族企业<sup>①</sup>或公众公司<sup>②</sup>进行转变(郑海航和曾少军,2003)<sup>[4]</sup>,股权高度集中的特性将会逐步消亡,家族对企业的影响由大变小乃至消失(艾凤义和刘倩倩,2013)<sup>[5]</sup>,从而实现“去家族化”。现有研究多从结果角度出发,探究“去家族化”对企业融资约束、绩效、战略等的影响问题(王藤燕和金源,2020<sup>[2]</sup>;于晓东等,2020<sup>[6]</sup>;吴超鹏等,2019<sup>[7]</sup>),忽视“去家族化”,尤其是控制权的“去家族化”,是一种持续、贯穿于企业整个发展阶段的行为,而控制权“去家族化”进程会对企业融资约束产生何种影响犹未可知。从动机看,控制家族“去家族化”,其一是为控制家族回收创业财富提供合理途径,也可为家族企业未来融资困难时积蓄家族资金;其二是吸引外部资源注入,为非家族股东增持或进入提供契机;其三是降低企业信息不对称程度,换得市场和投资者认可,从而缓解融资困境,体现了控制家族对企业的支持作用(王藤燕和金源,2020<sup>[2]</sup>;余恕莲和王藤燕,2016<sup>[8]</sup>)。然而,“去家族化”同时也会带来不利影响,如造成企业信息误解、资本市场恐慌、掏空问题等。实际上,从控制家族行为角度,探索家族企业“去家族化”历程缓解融资约束的效应机理是一个现实意义突出的理论命题,值得进一步探究与解答。

为解答上述问题,本文立足于家族企业“去家族化”历程,结合内外部双重中介因素构建传导路径,检验控制家族“去家族化”进程对企业融资约束的影响机理。以创业板上市家族企业2013—2016年季度减持数据为样本,首先,验证“‘去家族化’—股价波动—股权结构—融资约束”传导路径的成立;其次,检验家族企业冗余资源在其中所起到的调节作用及不同类别冗余资源的差异影响;最后,检验融资约束缓解对家族企业高质量发展的推动作用。本研究的贡献体现在以下三个方面:第一,已有研究往往关注“去家族化”的结果,而忽视了对过程的分析。本研究立足于“去家族化”的历程,并结合外部市场与企业内部特征两个视角实证分析“去家族化”对家族企业融资约束的影响路径,从而完善“去家族化”的影响机制,丰富“去家族化”相关研究,并为家族企业融资约束缓解提供依据。第二,考虑家族企业自有资源的影响,从冗余资源属性差异出发,分别验证已吸收冗余和未吸收冗余在融资约束缓解中的调节作用,为家族企业冗余资源的管理提供依据,从而优化家族企业资源配置。第三,从结果角度出发,将家族企业融资约束缓解与企业高质量发展相联系,从而探寻“去家族化”如何引导家族企业高质量发展以应对经济转型,为推动家族企业高质量发展提供依据。

## 二、理论分析及假设提出

### 1. 文献回顾

(1)“去家族化”相关研究。“成也家族,败也家族”,虽然发展初期家族控制能够缓解家族化管理产生的负面影响(陈家田和汪琴,2020)<sup>[9]</sup>,但也可能阻碍家族企业国际化的推进(徐炜等,2020)<sup>[10]</sup>。然而,上市后家族企业发展需要借助多元资本的优势,控股家族需要适当地“去家族化”以满足企业发展的需要,其最终会转向泛家族企业或非家族企业(郑海航和曾少军,2003)<sup>[4]</sup>。控股家族对企业的影响历经由大到小直至消失的过程,被认为是“去家族化”的体现(艾凤义和刘倩倩,2013)<sup>[5]</sup>。有关“去家族化”的研究多从结果角度出发:家族企业上市前“去家族化”改革越彻底,上市之后的公司绩效表现越好(吴超鹏等,2019)<sup>[7]</sup>;转让企业能够缓解企业的融资约束情况(王藤燕和金源,2020)<sup>[2]</sup>;企业战略上,“去家族化”家族企业的跨国并购意愿更强(于晓东等,2020)<sup>[6]</sup>,也更有助于企业研发的进行(余恕莲和王藤燕,2016)<sup>[8]</sup>。但家族企业“去家族化”并不

① 泛家族企业是指将信任由家族内部成员延伸到家族外陌生人而产生类家族信任行为的企业,其表现为朋友、乡亲等熟人担任部门经理或陌生的非家族经理人的引入(郑海航和曾少军,2003)<sup>[4]</sup>。

② 公众公司是指委托经营、股权高度分化的股份有限公司(赖作卿,1999)<sup>[50]</sup>。

是一个一蹴而就的过程,而是在家族企业发展过程中缓慢进行的阶段(于晓东等,2020)<sup>[6]</sup>,企业管理上的“去家族化”固然是非常重要的一个方面,但控制权“去家族化”更为重要,因其必将贯穿于家族企业由生到变再到灭的过程。由此,本文从“去家族化”过程性角度出发,探究家族企业“去家族化”的影响问题,从而拓展家族企业“去家族化”的研究视角。

(2)家族企业融资约束相关研究。自 Fazzari 等(1998)<sup>[11]</sup>提出融资约束的概念以来,家族企业融资约束问题一直是学者们关注的焦点,特定条件下的家族企业融资约束研究逐步成为研究重点。普遍的观点认为,家族企业相较于非家族企业面临更加严峻的融资约束问题(Chan 等,2012<sup>[12]</sup>;王藤燕和金源,2020<sup>[2]</sup>;李作奎和武咸云,2017<sup>[13]</sup>)。然而,在一些特殊情况下,如企业规模较小(Xiang 等,2019)<sup>[14]</sup>,家族企业所受融资约束反而更小。现有研究则多集中于融资约束影响因素的探究。在外部因素方面,风投支持(Croce 和 Martí,2017)<sup>[15]</sup>、政治资本(Chan 等,2012)<sup>[12]</sup>等都会对家族企业融资约束产生或正向或负向的差异性影响;在内部因素方面,对内部资源的过度依赖(Chu 等,2016)<sup>[16]</sup>、控股股东杠杆增持(熊凌云等,2020)<sup>[17]</sup>、去家族化(王藤燕和金源,2020)<sup>[2]</sup>等亦会影响家族企业融资约束状态的改变。而在家族企业融资约束影响企业发展方面则主要关注企业投资(李作奎和武咸云,2017)<sup>[13]</sup>、创新(Xiang 等,2019)<sup>[14]</sup>等方面。缺乏从“去家族化”过程视角进行的研究,在当前越来越多家族企业选择上市的情况下,基于“去家族化”过程视角的家族企业融资约束改善更具有时代意义。

由此,本研究将情境设定为家族企业“去家族化”。探究“去家族化”进程下家族企业融资约束会发生何种变化,并分析这种变化产生的机制,进而发掘“去家族化”是通过何种途径对企业家族融资约束产生影响。进一步明确企业资源在其中发挥的作用,并实证检验家族企业融资约束的缓解能否有助于企业发展壮大。

## 2. 研究假设

(1)“去家族化”与企业股价波动。家族企业“去家族化”是一个持续、漫长的过程(于晓东等,2020)<sup>[6]</sup>,而控股家族对“基业长青”的执着会延长这一进程(Chu,2011)<sup>[18]</sup>。随着上市家族企业的不断发展,控股家族股权会随之不断被稀释,“去家族化”得以缓慢进行,但长时间内控股家族依然享有对企业的实际控制权(Chu,2011)<sup>[18]</sup>。然而,作为市场风向标,控股家族的股权稀释行为必然会引发市场变化。

Fabozzi 和 Francis(1979)<sup>[19]</sup>指出,上市公司股票价格波动受外部经济状况与企业内部基本特征影响。在外部经济形势相同的条件下,“去家族化”会改变企业内部特征,从而导致股票价格波动。巨额交易是影响企业股票价格波动的要素(Plerou 等,2004)<sup>[20]</sup>,而控股家族的“去家族化”进程多通过减持的股权稀释行为实现,这种大量的股票交易无疑会造成股价的剧烈波动。首先,基于前景理论和信号传递理论,控股家族基于对企业发展前景的预期会做出相应的行为,而这种对其所持股份的外在处理方式常被外部市场视为一种信号,从而影响资本市场投资者的研判和行为,也影响着投资者的情绪波动。控股家族若基于企业发展角度考虑,进行少量减持行为,在股权稀释的同时又不会影响其对控制权的把控,从而在解决企业发展问题与保持家族控制间达到平衡,企业发展向好必然会带动投资者的推崇,从而抬升股价。其次,家族企业本身信息不透明度较高(王藤燕和金源,2020)<sup>[2]</sup>,外部投资者无法有效获取信息,而控股家族的适量减持则充当一种信号机制,展现出控股家族对外开放的一种态势,是引入外部投资者的积极信号,从而引发投资者的关注与追捧。蓝发钦(2008)<sup>[21]</sup>也指出,大股东减持有利于提高企业内部治理效率与经营绩效。随着家族股权稀释程度的提升,投资者可能由最初的推崇变为最后的恐慌。其原因在于:过度“去家族化”行为带来的巨额减持体现控股家族对企业前景较为悲观(余恕莲和王藤燕,2016)<sup>[22]</sup>,释放出控股家族意欲逃离的危险信号,从而引发投资者的恐慌情绪。投资者情绪是影响

股价的重要因素(Huang和Yang,2018)<sup>[23]</sup>,因而在恐慌情绪的带动下投资者会跟风抛售股票,造成股价下跌。因而本文认为,随着“去家族化”程度的提升,家族企业股票价格呈现先升后降的趋势。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>:家族企业“去家族化”程度与股票价格之间存在倒U型关系。

(2)“去家族化”与企业股权结构。股权集中度作为公司治理的核心、进行内部控制的手段(李婧和贺小刚,2012)<sup>[24]</sup>,对家族企业发展具有重要意义。家族企业“去家族化”行为会逐步改变企业股权结构,同时也影响着企业的股权集中度。从博弈角度来看,“去家族化”会致使控股家族股权降低,从而为外部投资者的进入提供条件。与此同时,企业内部非家族股东为保护自身利益会伺机进行增持以期增强对控股家族的制衡作用,从而保护自身利益的获取(杨文君等,2016)<sup>[25]</sup>,外部投资者则也有机会进入家族企业内部,不仅吸纳控股家族释放的股份,甚至聚拢市场中分散在散户手中的股份,从而造成股权集中度的提升;然而基于控制权优势,控股家族与投资者之间存在严重的信息不对称程度(沈华玉等,2017)<sup>[26]</sup>,处在绝对控制地位的家族掌握更多的企业内部信息,随着“去家族化”程度的提升,投资者在不完全了解企业内部状况的情况下,会对控股家族股权稀释动机产生怀疑,当这种认知停留在控股家族存在套现退出意图时,出于对自身既得利益维护的动机,其也会选择跟风减持,从而致使企业股权集中度降低。

从前景理论和信号传递理论来看,随着“去家族”程度的提升,企业股价的提升、股票流动性的增加(楼瑛和姚铮,2008)<sup>[27]</sup>增强了对投资者的吸引力,外部资本的进入与企业内部非家族大股东可能的增持行为,弥补甚至反转控股家族股权稀释造成股权集中度下降,反而会使得企业股权更为集中;然而,当股价反转下跌时,股价下跌造成的股份持有损失刺激非家族股东的神经,从而会激发其对自身既得利益的保护欲望,会跟从控股家族进行减持以缩小自身损失,从而加速了股权集中度的下降。由此,本文认为,“去家族”程度会调节家族企业股权集中度,且部分受到股票价格波动的影响。因此,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>:随家族企业“去家族化”程度的增加,企业股权集中度呈现先升后降的倒U型趋势。

H<sub>3</sub>:家族企业“去家族化”程度对企业股权集中度影响部分通过股票价格波动实现。

(3)“去家族化”与企业融资约束。企业融资约束产生的重要原因之一就是信息不对称(姜付秀等,2017)<sup>[28]</sup>。家族企业中控股家族掌控绝对的控制权,对中小股东利益的侵蚀产生了严重的第二类代理问题(Harms等,2015)<sup>[29]</sup>,关键在于中小投资者权力小,无法对控股家族形成有效监督。出于控制权私利与控制地位的考虑,控股家族会谨慎地进行股权稀释行为(李秉祥等,2019)<sup>[30]</sup>,排异效应阻碍了投资者的进入。且“合谋效应”表明,控股股东可能与其他大股东合谋,继而恶化第二类代理问题(Cheng等,2013)<sup>[31]</sup>,导致家族企业融资困境较为严重。随着“去家族化”程度的提升,通过向外界释放股权结构调整和家族开放态势的信号,企业可以获得外部利益相关者认可(Higgins和Gulati,2006)<sup>[32]</sup>,从而增强非家族股东力量,减轻企业所受融资约束程度,缓解融资困境。Croce和Martí(2017)<sup>[15]</sup>也指出,风投的进入缓解了家族企业融资约束。然而,“去家族化”程度的持续提升表明家族企业经营可能存在问题,实际控制人存在出逃嫌疑(黄志忠等,2009)<sup>[33]</sup>,从而导致投资者的信任危机,并影响企业的信用评级,加重家族企业融资困境。

从股权制衡角度来看,“去家族化”自然而然地弱化控股家族权利;相对应地,也会提升中小股东的话语权,从而能够对控股家族形成有效的制衡效果,制约控股股东的利益操纵行为,达到缓解融资约束的作用。随着“去家族化”程度的加深,股权集中度提高,非家族股东的制衡作用更加明显,从而将企业融资约束降至较低的水平。而一旦控股家族的股权稀释行为超出市场预期,投资者为保自身利益,也会随之进行减持,使得股权集中度下降,非家族股东由于退出更为便利,股权制衡会随之减弱。缺少掣制的控股家族,对中小利益相关者的侵占(Harms等,2015)<sup>[29]</sup>加剧,致使企业

融资约束更为严峻。依据推断,本文认为,家族企业“去家族化”程度与企业融资约束存在非线性关系。因而,“去家族化”程度对企业融资约束的影响通过股权集中度实现,且存在股票价格和股权集中度双重中介效应。因此,本文提出如下假设:

H<sub>4</sub>:家族企业“去家族化”程度与企业融资约束为 U 型关系。

H<sub>5</sub>:家族企业“去家族化”程度对企业融资约束的影响通过股票价格波动和股权结构双重中介效应实现。

根据以上推论,本文研究假设框架如图 1 所示:

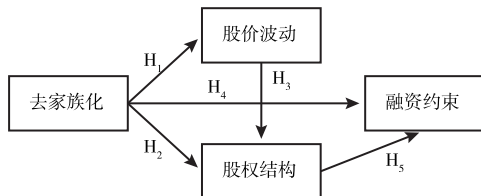


图 1 研究框架图

资料来源:作者整理

### 三、研究设计

#### 1. 样本选择

进行家族企业研究通常使用上市企业数据,而中国主板上市的企业大多为国有企业或具有国资背景,创业板企业背景则相对简单(于晓东等,2018)<sup>[34]</sup>,因此选用创业板上市家族企业作为样本。选取 2010 年之前上市的创业板家族企业作为样本,时间跨度为 2013—2016 年。原因如下:(1)创业板是为了解决暂时无法在主板上市的创业型企业、中小企业和高科技产业企业等的融资与发展问题而设立的,与主板相辅相成,在资本市场有着重要的位置;(2)创业板家族企业数量众多,且相对于主板来说创业板企业上市较晚,减持情况较为明显,更具研究意义;(3)2009 年 10 月创业板开板,企业上市以后控股股东的股份有三年锁定期,因此选择 2013—2016 年的减持数据作为样本数据;(4)所有企业发展都是由小到大的发展过程,创业板家族企业多处于成长期,是家族企业发展的必经阶段,且创业板家族企业多数背景相对简单,受其他因素的影响更小,更适用于研究。

综合学术界对家族企业的界定条件,本文通过以下标准来筛选家族企业:(1)企业的终极控制人能追溯到自然人或者家族(于晓东等,2020)<sup>[6]</sup>;(2)家族控股比例之和不低于 20%(余恕莲和王藤燕,2016)<sup>[22]</sup>;(3)家族成员在企业中任职(严若森等,2018)<sup>[35]</sup>。剔除 ST、\* ST 企业以及四年内减持数据缺失的企业,最终筛选出 101 家家族企业,获得 304 条非平衡面板家族股份季度减持数据。其中,控股家族减持、股价波动和股权集中度数据均通过季度减持数据和公司季报手工整理所得。为保证实证结果的准确性,变量均进行 1% 缩尾处理。

#### 2. 变量界定与测量

(1)解释变量。“去家族化”是指控股家族对企业的影响由大变小乃至消失的过程(艾凤义和刘倩倩,2003)<sup>[5]</sup>。以往注重结果的研究只考虑失去控制权或经营权(王藤燕和金源,2020)<sup>[2]</sup>;于晓东等,2020<sup>[6]</sup>,而忽视了控制权逐步稀释这一“去家族化”过程的影响。本文从“去家族化”过程出发,探究“去家族化”进程对企业融资约束的影响问题,其表现形式为股权稀释,通过二级市场减持实现(林川和曹国华,2012)<sup>[36]</sup>。考虑到创业板企业减持比例差异较小,回归误差较大,且市场对减持规模的反响更大,本文选用减持量作为家族企业“去家族化”程度的代理变量。通过二级市场股票交易数据获取实际控制人和亲属出售股票数量,家族股权稀释量为实际控制人减持与亲属减持

之和,取对数以缩小量级差异。

(2)被解释变量。Kaplan等(1997)<sup>[37]</sup>认为融资约束是指由市场不完备导致企业内部融资成本和外部融资成本存在的差额。借鉴其算法,结合中国创业板实际情况构建KZ指数。创业板中家族企业股利发放随意性较大,可参考性较低,但其具有控制权高度集中这一特点。本文认为,应使用家族持股比例代替现金股利这一指标,并参考FHP模型、WW指数、SA指数等指标,多角度对其进行衡量。因此,本文采用以下八个指标(如表1所示)对其进行衡量,“利益协同”效应表明,控股股东控制权增加时,会成为公司治理积极监督者,从而缓解企业融资约束(熊凌云等,2020)<sup>[17]</sup>,因此,若 $H_{it}$ 低于均值,则 $KZ_8$ 取1,否则取0。其中, $i$ 表示公司, $t$ 表示所在年份季度。 $KZ_0$ 表示上市家族企业所面临的融资约束程度,其值越大,说明企业面临的融资约束越严重。

表1 KZ指数指标选取

编号	$KZ_1$	$KZ_2$	$KZ_3$	$KZ_4$	$KZ_5$	$KZ_6$	$KZ_7$	$KZ_8$
指标	经营净现金流量/ 上期总资产 ( $CF_{it}/A_{it-1}$ )	现金持有/ 上期总资产 ( $C_{it}/A_{it-1}$ )	偿债能力 ( $LEV_{it}$ )	Tobin's Q ( $Q_{it}$ )	成长能力 ( $TAGR_{it}$ )	盈利能力 ( $ROA_{it}$ )	经营能力 ( $CAT_{it}$ )	家族持股 比例( $H_{it}$ )
衡量 方式	低于 均值取1	低于 均值取1	高于 均值取1	高于 均值取1	低于 均值取1	低于 均值取1	低于 均值取1	低于 均值取1

资料来源:作者整理

$$KZ_0 = KZ_1 + KZ_2 + KZ_3 + KZ_4 + KZ_5 + KZ_6 + KZ_7 + KZ_8 \quad (1)$$

$$KZ_0 = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{C_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 Q_{it} + \alpha_5 TAGR_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \alpha_7 CAT_{it} + \alpha_8 H_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

将上述指标加总计算 $KZ_0$ 值,代入式(2)中计算出各变量的回归系数(结果如表2所示)。最后运用上述的计算结果计算每家上市公司相应季度融资约束程度的KZ指数,KZ指数数值越大,说明家族企业面临的融资约束程度越高。

表2 目标家族企业融资约束程度估计模型回归结果

指数	$CF_{it}/A_{it-1}$	$C_{it}/A_{it-1}$	$LEV_{it}$	$Q_{it}$	$TAGR_{it}$	$ROA_{it}$	$CAT_{it}$	$H_{it}$	Adj_R <sup>2</sup>	N
KZ	-5.524*** (0.000)	-3.406*** (0.000)	1.293*** (0.001)	0.13*** (0.000)	-1.274*** (0.000)	-11.602*** (0.000)	-0.797*** (0.000)	-4.19*** (0.000)	0.820	304

注:\*\*\*表示显著性水平为1%(双尾)

资料来源:作者整理

此结果与魏志华等(2014)<sup>[3]</sup>对我国上市企业融资约束的计量结果各维度方向相一致性。为创业板上市家族企业融资约束状态的判断提供了依据。

(3)中介变量及控制变量。本文主要中介变量为股价波动( $SP$ )、股权集中度( $OC_{10}$ )。其中,股价波动计算方式为每次减持前后十天股票均价的差值进行季度汇总,最终得出家族股权稀释引起的股价波动值。股权集中度以前十大股东持股比例之和衡量。依据以往研究(于晓东等,2020<sup>[6]</sup>;陈家田和汪琴,2020<sup>[9]</sup>),本文选取企业规模( $LNsize$ )、企业年龄( $Age$ )、第一大股东持股比例( $Hold$ )、净资产收益率( $Roe$ )、资产负债率( $Debt$ )、营业收入增长率( $Ir$ )、董事会特征( $Board$ 、

DBoard)、CEO 二元性 (*DZ*)、企业特征 (*Tagr*、*Cat*、*Q*) 以及行业 (*Industry*) 作为控制变量。表 3 给出具体的变量名称及解释。

表 3 主要变量的设定及解释

变量类型	变量名称	变量符号	变量解释
解释变量	“去家族化”程度	<i>Num</i>	Ln(实际控制人及家族人员总的季度减持量)
被解释变量	融资约束	<i>KZ</i>	合成指标
中介变量	股价波动	<i>SP</i>	季度每次减持股价差之和
	股权集中度	<i>OC<sub>10</sub></i>	前十大股东持股比例之和
调节变量	冗余资源	<i>Slack</i>	已吸收冗余和未吸收冗余之和
控制变量	企业规模	<i>LNsize</i>	总资产取对数
	企业年龄	<i>Age</i>	采集年份季度与企业成立年份季度只差
	第一大股东持股比例	<i>Hold</i>	第一大股东持股数量占总股本比重
	资产负债率	<i>Debt</i>	总负债/总资产
	净资产收益率	<i>Roe</i>	净利润/净资产
	营业收入增长率	<i>Ir</i>	(营业收入本期额 - 上期额)/营业收入本期额
	董事长总经理兼任	<i>DZ</i>	同一人为 1, 否则为 0
	董事会规模	<i>Board</i>	董事会总人数
	独立董事比例	<i>Dboard</i>	独立董事人数/董事会人数
	成长能力	<i>Tagr</i>	总资产增长率
	经营能力	<i>Cat</i>	流动资产周转率
	企业市值	<i>Q</i>	托宾 Q 值
	行业	<i>ID</i>	1 表示制造业, 0 表示其他行业

资料来源:作者整理

### 3. 模型设计

本文采用温忠麟(2004)<sup>[38]</sup>提出的中介效应逐步检验法等,模型构建如下:

$$SP = a_0 + a_1Num^2 + a_2Num + a_3Contrals + \varepsilon \tag{3}$$

$$OC_{10} = a_0 + a_1Num^2 + a_2Num + a_3Contrals + \varepsilon \tag{4}$$

$$OC_{10} = b_0 + b_1Num^2 + b_2Num + b_3SP + b_4Comtral + \varepsilon \tag{5}$$

$$KZ = a_0 + a_1Num^2 + a_2Num + a_3Contrals + \varepsilon \tag{6}$$

$$KZ = b_0 + b_1Num^2 + b_2Num + b_3OC_{10} + b_4Contrals + \varepsilon \tag{7}$$

$$KZ = b_0 + b_1Num^2 + b_2Num + b_3OC_{10} + b_4SP + b_5Contrals + \varepsilon \tag{8}$$

其中,  $Num^2$  为家族股权稀释量的平方项,  $KZ$  为家族企业融资约束程度拟合值,  $Contrals$  为控制变量。模型(3)、模型(4)、模型(6)分别验证假设  $H_1$ 、假设  $H_2$ 、假设  $H_4$  是否成立,若  $a_1$  显著则假设成立,反之,不成立。模型(5)、模型(7)、模型(8)验证假设  $H_3$ 、假设  $H_5$  是否成立,当  $a_1$  和  $b_3$  显著时,说明中介效应存在。

## 四、实证结果与分析

### 1. 描述性统计

本文主要变量描述性统计结果如表 4 所示。家族企业融资约束 ( $KZ$ ) 平均水平为 4.3, 总体上说明家族企业面临较为严重的融资约束情况,且方差仅为 1.291,表明家族企业的融资约束不容乐观,较多家族企业融资约束水平较高。而股票价格波动 ( $SP$ ) 均值为 2.07,表明“去家

族化”过程中企业股票价格存在不降反升的现象。股权集中度 ( $OC_{10}$ ) 表明, 多数股份被把持在前十大股东手中 (均值为 58.8%), 但方差达到 9.919, 表明不同家族企业股权集中程度差异较大。表 4 中 *Money* 表示“去家族化”卖掉股份所对应的价值, 平均数额达到 16781.69 万元, 组内差异较大; *Number* 表示控股家族“去家族化”实际所减少的股数, 平均值为 855.232 万股, 最小值和最大值相差 12797 万股, 差异较大; *Proportion* 表示控股家族“去家族化”股份占家族控制股份的比例, 平均值为 5.7%, 最大值达到 34.24%, 表明不同家族企业“去家族化”的进程存在差异。

表 4 主要变量描述性统计

变量	N	Min	Max	Mean	Var
<i>Num</i>	304	-2.303	8.868	5.303	2.451
<i>KZ</i>	304	0.57	6.69	4.289	1.291
<i>SP</i>	304	-30.548	44.837	2.070	9.330
$OC_{10}$	304	35.998	76.201	58.801	9.919
<i>LNsize</i>	304	19.813	22.904	21.190	0.682
<i>Age</i>	304	22	102	56.299	15.655
<i>Investor</i>	304	0.659	73.136	26.579	19.846
<i>ROA</i>	304	-0.020	0.154	0.029	0.031
<i>Slack</i>	304	0.330	11.837	1.698	1.822
<i>Money</i>	304	0.153	227307.2	16781.69	28530.67
<i>Number</i>	304	0.01	12797	855.232	1444.046
<i>Proportion</i>	304	0	0.3424	0.057	0.062

资料来源: 作者整理

## 2. 相关性分析

表 5 列示了变量间相关性程度。“去家族化”程度与企业融资约束、股价波动、股权结构的关系与本文假设相一致。值得指出的是企业冗余资源不会对融资约束产生影响, 从而为后续冗余资源调节作用的探究奠定基础。

表 5 主要变量相关系数

变量	$Num^2$	<i>Num</i>	<i>KZ</i>	<i>SP</i>	$OC_{10}$	<i>Slack</i>
$Num^2$	1					
<i>Num</i>	0.919***	1				
<i>KZ</i>	0.033	0.033	1			
<i>SP</i>	-0.098*	-0.058	0.106*	1		
$OC_{10}$	-0.246***	-0.198***	-0.387***	0.106*	1	
<i>Slack</i>	-0.038	-0.005	-0.055	0.003	-0.122**	1

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

资料来源: 作者整理

## 3. 回归结果与分析

本文使用 Stata13 进行数据处理并进行回归分析, 其结果如表 6 所示。



表 6

回归结果

变量	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
	SP	OC <sub>10</sub>	OC <sub>10</sub>	KZ	KZ	KZ
Num <sup>2</sup>	-0.136 ** (-2.20)	-0.194 *** (-2.95)	-0.182 *** (-2.73)	0.013 ** (2.01)	0.007 (1.10)	0.007 (1.13)
Num	0.748 * (1.89)	0.615 (1.28)	0.549 (1.13)	-0.068 (-1.35)	-0.047 (-0.97)	-0.050 (-1.03)
SP			0.090 * (1.67)			0.006 (1.13)
OC <sub>10</sub>					-0.031 *** (-5.57)	-0.031 *** (-5.62)
Hold	4.623 (1.05)			-2.707 *** (-6.02)	-1.478 *** (-3.07)	-1.488 *** (-3.09)
Debt	1.518 (0.37)	-12.597 *** (-3.01)	-12.719 *** (-3.02)			
LNsize	0.190 (0.16)	0.921 (0.92)	0.906 (0.91)			
Age	-0.029 (-0.78)	0.012 (0.36)	0.015 (0.43)	0.010 *** (2.92)	0.010 *** (3.03)	0.010 *** (3.05)
Roe	-30.714 * (-1.86)	29.852 ** (2.05)	32.373 ** (2.17)	-14.031 *** (-10.50)	-13.631 *** (-10.70)	-13.390 *** (-10.37)
Board	0.554 (0.73)	-0.397 (-0.75)	-0.442 (-0.84)	0.059 (1.08)	0.064 (1.24)	0.059 (1.14)
DBoard	25.418 (1.58)	19.970 (1.58)	17.627 (1.42)	1.075 (0.82)	1.416 (1.14)	1.252 (1.00)
DZ	0.300 (0.23)	0.620 (0.57)	0.583 (0.54)	-0.137 (-1.31)	-0.165 * (-1.66)	-0.165 * (-1.66)
Ir	-0.508 (-0.51)	0.085 (0.08)	0.130 (0.13)	-0.030 (-0.36)	-0.027 (-0.35)	-0.022 (-0.28)
Tagr	4.340 (1.62)	2.330 (1.19)	1.944 (1.02)	-0.912 *** (-5.55)	-0.840 *** (-5.35)	-0.871 *** (-5.47)
Cat	-1.871 (-1.22)	0.633 (0.48)	0.801 (0.60)	-0.438 *** (-3.40)	-0.437 *** (-3.57)	-0.432 *** (-3.52)
Q				0.120 *** (6.03)	0.127 *** (6.71)	0.122 *** (6.33)
ID	1.237 (1.96)	2.128 (1.55)	2.027 (1.49)	-0.410 *** (-3.56)	-0.294 *** (-2.64)	-0.301 *** (-2.70)

续表 6

变量	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
	<i>SP</i>	$OC_{10}$	$OC_{10}$	<i>KZ</i>	<i>KZ</i>	<i>KZ</i>
Con	-15.087 (-0.62)	37.644* (1.67)	38.803* (1.72)	4.524*** (4.87)	5.738*** (6.30)	5.859*** (6.39)
N	304	304	304	304	304	304
调整 R <sup>2</sup>	0.081	0.165	0.172	0.584	0.623	0.624
F	2.09	5.28	5.02	33.75	36.79	34.45

注:括号内为 T 值,下同

资料来源:作者整理

由表 6 中的模型(3)结果可知,“去家族化”程度( $Num^2$ )对企业股票价格波动(*SP*)的影响系数为 -0.136,且在 5% 置信水平上显著,说明随“去家族化”程度的加深,股票价格呈现先升后降的趋势,假设  $H_1$  得证。在控制其他变量后,模型(4)中“去家族化”程度( $Num^2$ )与股权集中度( $OC_{10}$ )的系数为 -0.194,且在 1% 置信水平上显著相关,表明股权集中度随“去家族化”的进行会经历先增后减的变化,证明假设  $H_2$  成立。从侧面说明非家族股东的制衡能力从“弱—强—弱”的变化过程。模型(5)中加入股价波动(*SP*)指标后,其与股权集中度( $OC_{10}$ )在 10% 置信水平上显著相关,说明股价波动的中介效应成立。同时,“去家族化”程度( $Num^2$ )与股权集中度( $OC_{10}$ )仍在 1% 置信水平上显著相关,表明股价波动(*SP*)的中介作用为不完全中介作用,这一结果支持假设  $H_3$ 。模型(6)结果表明,“去家族化”程度( $Num^2$ )与企业融资约束(*KZ*)呈显著的正相关关系,且系数为 0.013,表明随着“去家族化”程度的加深,企业融资约束先后经历由强到弱,再由弱到强的变化趋势,这与本文假设  $H_4$  相一致。结合模型(7)和模型(8)的结果,首先确定股权集中度( $OC_{10}$ )在“去家族化”与企业融资约束中起到中介作用,然后结合模型(5),可推断出“去家族化”对企业融资约束的影响先后通过股票价格波动(*SP*)和股权集中度( $OC_{10}$ )两个中介变量发生作用。

借鉴 Van Gils 等(2019)<sup>[39]</sup>的研究,采用 bootstrap 方法对“‘去家族化’—股价波动—股权集中度—企业融资约束”这一路径进行验证,其结果如表 7 所示。

表 7 Bootstrap 回归结果分析

间接效应	B (boot SE)	LLCI <sup>a</sup>	ULCI <sup>a</sup>
$Num^2 \rightarrow SP \rightarrow OC_{10}$	-0.012 (0.007)	-0.0243	-0.0001
$Num^2 \rightarrow SP \rightarrow KZ$	-0.001 (0.001)	-0.0016	0.0001
$Num^2 \rightarrow OC_{10} \rightarrow KZ$	0.006 (0.002)	0.0021	0.0099
$Num^2 \rightarrow SP \rightarrow OC_{10} \rightarrow KZ$	0.006 (0.002)	0.0021	0.0097

注:第二行中介效应检验基于 50 次循环,90% 置信水平;余下基于 500 次循环,95% 置信水平;LLCI 为置信区间的下限,ULC 为置信区间的上限,区间内不包含 0 表明中介效应成立

资料来源:作者整理

由于表 6 结果中股价波动(*SP*)在“去家族化”程度( $Num^2$ )与股权集中度( $OC_{10}$ )关系中的中介作用在 90% 置信水平上显著,因此 Bootstrap 检验过程中选择 90% 置信水平的检验。由表 7 可以看出,假设  $H_3$  认为股价波动在“去家族化”程度与股权集中度中起到中介作用(即  $Num^2 \rightarrow SP \rightarrow OC_{10}$ ),上述检验的置信区间不包含 0 ( $[CI]: -0.0243 < CI < -0.0001$ ),证明  $H_3$  成立。同理股权集中度在“去家族化”程度与企业融资约束中起到中介作用(即  $Num^2 \rightarrow OC_{10} \rightarrow KZ$ ),置信区间不包含 0 ( $[CI]: 0.0021 < CI < 0.0099$ )。但股价波动的中介作用( $Num^2 \rightarrow SP \rightarrow KZ$ )并未得到验证

( $[CI]: -0.0016 < CI < 0.0001$ ),表明本文双重中介的路径推断是正确的。最后验证股价波动和股权集中度在“去家族化”程度与企业融资约束中的双重中介作用(即  $Num^2 \rightarrow SP \rightarrow OC_{10} \rightarrow KZ$ ),置信区间不包含 0( $[CI]: 0.0021 < CI < 0.0097$ ),假设  $H_5$  成立。

#### 4. 稳健性检验

本文从以下多个方面进行了稳健性检验,以确保结论的准确性。检验结果备索。

(1)改变融资约束指数计算方法。采用逻辑回归模型,使用 Stata 对融资约束指标进行重新合成计算。各变量计算结果与上文中 KZ 指数的结果符号相一致,系数大小有些许差异,将重新计算的家族企业融资约束指数进行上述假设检验,回归结果与假设相符。

(2)改变股权集中度的度量方式。上文中采用前十股权集中度衡量家族企业股权集中度,在此,使用前五股权集中度代替这一变量进行上述检验。回归结果与假设相符,表明结果具有稳健性。

(3)改变家族股权稀释的度量方式。在研究股权稀释问题上,多数学者采用的是稀释量占全部流通股的比例或占总股本的比例。使用家族股权稀释量占总股本的比例代替家族股权稀释量这一变量,再次进行上述步骤验证假设正确与否。检验结果并不具备显著性,但系数符号基本一致,从侧面说明股权稀释比例并不是主要因素,也不是市场所主要关注的因素,但本文的假设仍然被证实,因此其回归结果依然支持本文的假设。

(4)内生性分析。本文中有可能存在控股家族迫于上季度企业融资约束的压力而被动选择出让股份。对此,本文计算出样本对应上一季度的融资约束值。首先,参照格兰杰因果检验原理,验证控股家族“去家族化”不受上季度融资约束影响;其次,在考虑上季度融资约束的基础上,当期“去家族化”与融资约束关系仍然显著;最后,参考徐炜等(2020)<sup>[10]</sup>做法将被解释变量提前一期,排除内生性影响。其结果均表明本文结论具有稳健性。

### 五、进一步分析

#### 1. 冗余资源的调节效应

家族企业创立初期资金主要来自控股家族内部,但当其逐步成长时,企业自身积累的资源难以支撑其发展需求(葛永盛和张鹏程,2013)<sup>[40]</sup>,外源融资成为家族企业不得不选择的途径。而冗余资源是企业掌握的超过实际需要的潜在资源或未利用资源(Cyert 和 March,1963)<sup>[41]</sup>,对家族企业创新、管理、发展等方面均具有重要意义(刘小元等,2017)<sup>[42]</sup>。作为一种闲置资源,冗余资源可在一定程度上缓解家族企业的资源约束(Meyer,1982)<sup>[43]</sup>,从而企业冗余资源会调节“去家族化”对融资约束效用的发挥。依据资源约束理论,当企业沉积的冗余资源较少,资源的匮乏促使控股家族不得不通过“去家族化”方式进行股权融资,从而保障企业的发展,这种情况下“去家族化”程度与企业融资约束的关系仍为正“U”型关系;但当企业拥有足够多的冗余资源,控股家族会优先选择对其加以利用,从而避免控制权危机,此时控股家族的股权稀释行为多基于自身利益而获取,对中小股东的利益侵占(Harms 等,2015)<sup>[29]</sup>动机较强,从而会加重企业融资约束困境。随“去家族化”程度的加深,控股家族权力被弱化,非家族股东尤其是战略或财务投资者的进驻,对企业资源、管理等带来的改善反而会令企业融资困境有所缓解,从而反转“去家族化”程度与企业融资约束的关系,使之呈倒 U 型关系。依据冗余资源的利用便捷程度,可将其分为沉淀资源及非沉淀资源(Voss 等,2008)<sup>[44]</sup>,难以被使用的资源被称为沉淀资源(YS),流动性较强的资源为非沉淀资源(WS)。由于非沉淀资源相较于沉淀资源具有利用的便捷性,本研究认为冗余资源对“去家族化”程度与企业融资约束关系的调节作用主要通过非沉淀资源实现。借鉴杜善重和李卓(2019)<sup>[45]</sup>研究,以期间费用率((销售费用+管理费用+财务费用)/营业收入)衡量已吸收冗余(沉淀资源),以速动比率(速动资产/流动负债)衡量未吸收冗余(非沉淀资源),并以两者均值

((已吸收冗余 + 未吸收冗余)/2)作为冗余资源的衡量指标。由此, 本文认为家族企业“去家族化”程度与企业融资约束的关系受到冗余资源的调节作用, 且冗余资源的调节作用主要通过未吸收冗余资源实现。

构建如下模型检验冗余资源的调节作用:

$$KZ = b_0 + b_1Num^2 + b_2Num + b_3Num^2 * Slack(YS, WS) + b_4Num * Slack(YS, WS) + b_5YS(WS) + b_6Contrals + \varepsilon \quad (9)$$

回归结果如表 8 所示。由模型(9)结果可知, “去家族化”与企业冗余资源交乘项( $Num^2 * Slack$ )系数为负, 且在 10% 置信水平上显著相关, 说明冗余资源充当调节作用的角色。第 3 列和第 4 列分别使用已吸收冗余和未吸收冗余进行回归, 发现“去家族化”与已吸收冗余交乘项( $Num^2 * YS$ )不显著, 与未吸收冗余交乘项( $Num^2 * WS$ )在 10% 置信水平上显著相关, 且系数为负, 表明冗余资源的调节作用主要通过未吸收冗余实现。由此可见, 当家族企业拥有较多冗余资源时, 控股家族的“去家族化”行为对企业融资约束的影响相对较弱。尤其是可供使用的未吸收冗余资源存在较多时, 这种削弱相对更为显著。由于, 冗余资源作为企业的自有资源, 能够被企业所支配和调用, 从而为企业发展提供内部资金, 缓解企业所受融资约束压力。其中已吸收冗余难以被企业所利用, 唯有未吸收冗余才具有灵活运用特性, 从而当未吸收冗余存在较多时, 控股家族“去家族化”的行为才会对企业融资约束的影响更小。

表 8 拓展分析实证结果

变量	模型(9)	模型(9)	模型(9)	模型(10)	模型(10)
	KZ	KZ	KZ	EVA	ROA
$Num^2$	0.023 *** (2.61)	0.018 (1.33)	0.022 ** (2.58)		
$Num$	-0.190 ** (-2.52)	-0.144 (-1.27)	-0.177 ** (-2.45)		
$Num^2 * Slack$	-0.009 * (-1.85)				
$Num * Slack$	0.095 ** (2.33)				
$Slack$	-0.397 *** (-4.44)				
$Num^2 * YS$		-0.024 (-0.48)			
$Num * YS$		0.313 (0.76)			
$YS$		-1.911 * (-1.92)			
$Num^2 * WS$			-0.004 * (-1.79)		
$Num * WS$			0.047 ** (2.26)		
$WS$			-0.198 *** (-4.12)		
$KZ$				-10.100 *** (-3.59)	-0.014 *** (-11.32)

续表 8

变量	模型(9)	模型(9)	模型(9)	模型(10)	模型(10)
	<i>KZ</i>	<i>KZ</i>	<i>KZ</i>	<i>EVA</i>	<i>ROA</i>
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	5.433*** (6.14)	4.912*** (5.07)	5.397*** (6.11)	81.603 (1.50)	0.011 (0.44)
N	304	304	304	304	304
调整 R <sup>2</sup>	0.638	0.592	0.638	0.147	0.538
F	34.38	28.44	34.30	5.74	33.09

注:控制变量结果未一一列出,备案

资料来源:作者整理

## 2. 融资约束缓解对企业发展的影响

家族企业在国民经济中的贡献越来越大,但其所受融资约束程度却比国有企业更为严重(佟爱琴和马星洁,2013)<sup>[46]</sup>,使得企业发展较为缓慢,难以达到高质量发展的要求。家族企业受家族控制和管理,更偏向处于模糊环境(Anderson和Reeb,2003)<sup>[47]</sup>,不确定的模糊环境加剧了内外部信息不对称程度,从而使得家族企业所受融资约束程度较大。虽然前期家族企业可通过自有资金进行发展,但对内部资源的过度依赖可能成为其融资约束的关键(Chu等,2016)<sup>[16]</sup>,同时也阻碍了对外部资源获取能力的培养,从而限制了企业后期的成长与发展。而随着融资约束状况的缓解,家族企业更易获取发展所需资金,企业投资更为活跃(李作奎和武咸云,2017)<sup>[13]</sup>,企业发展得到充足资源的支持从而更加稳定,为企业持续性发展奠定基础,提升家族企业发展质量,从而推动我国经济转型。由此,本文认为家族企业融资约束的缓解能够提升企业发展质量,进而推动家族企业高质量发展。

构建如下模型以检验家族企业融资约束缓解对企业高质量发展的影响:

$$EVA(ROA) = b_0 + b_1KZ + b_2Contrals + \varepsilon \tag{10}$$

借鉴陈丽姍和傅元海(2019)<sup>[48]</sup>的研究,以经济增加值(*EVA*)作为企业高质量发展指标,并选择企业总资产报酬率(*ROA*)为替代指标(夏冰和吴能全,2020)<sup>[49]</sup>进行验证。实证结果如表8中第5列和第6列所示。从结果来看,融资约束(*KZ*)与企业经济增加值(*EVA*)及总资产报酬率(*ROA*)两个高质量发展指标均呈现负相关关系,且在1%置信水平上显著,表明融资约束的缓解可以带来家族企业的高质量发展。由此可见,我国企业高质量发展的推进仍需解决当前家族企业融资难的“卡脖子”问题,只有切实可行地解决企业难题,才能从整体上提升企业的发展质量,从而解决当前时代的企业高质量发展问题。结合前文研究,控股家族可通过调控“去家族化”这一历程相机调整企业融资约束程度,从而助力企业高质量发展。

## 六、结论及启示

为解析家族企业“去家族化”过程的影响问题,本文选取2013—2016年创业板上市家族企业季度数据,探究“去家族化”对企业融资约束的影响机制。研究发现:企业股权价格和股权集中度与“去家族化”程度呈倒“U”型关系,且企业股票价格在“去家族化”和股权集中度的关系中起到部分中介作用;而“去家族化”与企业融资约束则是“U”型关系,存在最优的拐点能够最大化缓解家族企业融资约束,但过高的“去家族化”程度则反而会加重企业面临的融资困境;“去家族化”与企业融资约束存在股票价格和股权集中度的双重中介路径,即“‘去家族化’—股票价格—股权集中度—融资约束”的传导路径。进一步研究表明:冗余资源调节“去家族化”与企业融资约束的关系,在冗余资源较多的情况下,“去家族化”与企业融资约束反而呈倒“U”型关系;对比不同类型冗余

资源作用发现,调节作用主要通过未吸收冗余资源实现;后续实证结果验证了家族企业融资约束的缓解有助于企业向高质量发展模式的转变。

本文结论对理解家族企业“去家族化”行为提供一定的经验证据。就家族企业来说,要注意控制“去家族化”的力度,以使其对家族企业发展起到推动作用而非阻碍作用,同时也有助于家族企业重视冗余资源的管理,减少非必要冗余的存在,有助于优化企业资源配置;就投资者而言,有助于其理解市场中家族企业的减持行为,更加理性地分析“去家族化”背后的含义,从而做出理性的投资决策,避免盲目跟风;就市场监管而言,有助于上市家族企业减持相关规定的制定,识别非正常的控股家族减持行为,从而营造更加稳定和谐的投资环境;对于政府部门而言,融资约束的缓解是引导家族企业向高质量发展转变的途径,应进一步引导和拓宽上市家族企业的融资渠道,从而推动经济向高质量发展的转型。

基于本文的研究,后续研究有待于进一步深入:(1)创业板是主板的一部分,创业板家族企业的历程是中国家族企业发展过程中不可缺少的一环,未来可尝试考虑扩大样本容量,扩充到全部A股,并将发展成熟的家族企业纳入样本,以验证相关研究结论的普适性和可靠性。(2)融资约束对企业高质量发展的影响可能存在多种途径,后续可关注内在机理的剖析,为家族企业高质量发展提供更准确的参考依据及建议。

## 参考文献

- [1] 储小平,王宣喻. 私营家族企业融资渠道结构及其演变[J]. 北京:中国软科学,2004,(1):62-67.
- [2] 王藤燕,金源. 去家族化能缓解企业融资约束吗?[J]. 上海:外国经济与管理,2020,(6):139-152.
- [3] 魏志华,曾爱民,李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 北京:会计研究,2014,(5):73-80.
- [4] 郑海航,曾少军. 对家族企业发展趋势的研究[J]. 北京:经济理论与经济管理,2003,(9):38-43.
- [5] 艾凤义,刘倩倩. 家族影响对企业绩效的作用——以“去家族化”争议为背景[J]. 南宁:社会科学家,2013,(10):71-74.
- [6] 于晓东,李宇萍,刘刚. “去家族化”如何影响家族企业战略?——基于跨国并购视角的动态分析[J]. 北京:管理评论,2020,(3):238-251.
- [7] 吴超鹏,薛南枝,张琦,吴世农. 家族主义文化、“去家族化”治理改革与公司绩效[J]. 北京:经济研究,2019,(2):182-198.
- [8] 余慈莲,王藤燕. 市场化进程、去家族化与研发投入——基于中国高新行业上市家族企业的实证研究[J]. 北京:技术经济,2016,(9):27-34.
- [9] 陈家田,汪琴. 家族化还是去家族化——国内家族上市公司价值的经验分析[J]. 南京航空航天大学学报(社会科学版),2020,(4):39-46.
- [10] 徐炜,马树元,王赐之. 家族涉入、国有股权与中国家族企业国际化[J]. 北京:经济管理,2020,(10):102-119.
- [11] Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, B. C. Petersen, A. S. Blinder, and J. M. Poterba. Financing Constraints and Corporate Investment[J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, (1):141-206.
- [12] Chan, K. S., V. Q. T. Dang, and I. K. M. Yan. Chinese Firms' Political Connection, Ownership, and Financing Constraints[J]. *Economics Letters*, 2012, 115, (2):164-167.
- [13] 李作奎,武威云. 融资约束与企业投资关系研究——基于家族控制的负向调节作用分析[J]. 北京:科研管理,2017,(2):101-111.
- [14] Xiang, D., C. Jiakui, T. David, and Z. Ning. Family Firms, Sustainable Innovation and Financing Cost: Evidence from Chinese Hi-tech Small and Medium-sized Enterprises[J]. *Technological Forecasting and Social Change*, 2019, 144:499-511.
- [15] Croce, A., and J. Martí. Financial Constraints in Family Firms and the Role of Venture Capital[J]. *Economia e Politica Industriale*, 2017, 44, (1):119-144.
- [16] Chu, E. Y., T. S. Lai, and S. I. Song. Corporate Governance and Financial Constraints in Family Controlled Firms: Evidence From Malaysia[J]. *International Journal of Business and Society*, 2016, 17, (3):429-446.
- [17] 熊凌云,蒋尧明,连立帅,杨李娟. 控股股东杠杆增持与企业现金持有[J]. 北京:中国工业经济,2020,(8):137-155.
- [18] Chu, W. Family Ownership and Firm Performance: Influence of Family Management, Family Control, and Firm Size[J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2011, 28, (4):833-851.

- [19] Fabozzi F. J. and J. C. Francis. Mutual Fund Systematic Risk for Bull and Bear Markets: An Empirical Examination[J]. *Journal of Finance*, 1979, 34, (5): 1243 - 1250.
- [20] Plerou, V., H. E. Stanley, X. Gabaix, and P. Gopikrishnan. On the Origin of Power-law Fluctuations in Stock Prices[J]. *Quantitative Finance*, 2004, 4, (1): 11 - 15.
- [21] 蓝发钦. 股权分置改革后中国上市公司大股东的行为特征研究[J]. 北京: 华东师范大学学报: 哲学社会科学版, 2008, (4): 77 - 83.
- [22] 余恕莲, 王藤燕. 家族企业放弃控制权及其绩效研究[J]. 太原: 技术经济与管理研究, 2016, (7): 44 - 48.
- [23] Huang Y., and X Yang. Investors' Sentiment and Enterprise's Non-Efficient investment: The Intermediary Effect of Stock Price Volatility[J]. *International Journal of Business and Social Research*, 2018, 8, (7): 1 - 14.
- [24] 李婧, 贺小刚. 股权集中度与创新绩效: 国有企业与家族企业的比较研究[J]. 杭州: 商业经济与管理, 2012, (10): 40 - 51.
- [25] 杨文君, 何捷, 陆正飞. 家族企业股权制衡度与企业价值的门槛效应分析[J]. 北京: 会计研究, 2016, (11): 38 - 45, 95.
- [26] 沈华玉, 吴晓晖, 吴世农. 控股股东控制权与股价崩盘风险: “利益协同”还是“隧道”效应? [J]. 北京: 经济管理, 2017, (4): 65 - 83.
- [27] 楼瑛, 姚铮. 财务绩效与上市公司大股东减持关系实证研究[J]. 石家庄: 经济论坛, 2008, (12): 115 - 117.
- [28] 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]. 北京: 管理世界, 2017, (3): 125 - 145.
- [29] Harms, H., E. Memili, and J. Steeger. 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.
- [30] 李秉祥, 朱涵宇, 简冠群. 创业板上市公司控制权特征对实际控制人减持行为的影响研究[J]. 哈尔滨: 商业研究, 2019, (5): 88 - 97.
- [31] Cheng, M., B. Lin, and M. Wei. How Does the Relationship Between Multiple Large Shareholders Affect Corporate Valuations? Evidence From China[J]. *Journal of Economics and Business*, 2013, 70: 43 - 70.
- [32] Higgins, M. C., and R. Gulati. Stacking the Deck: The Effects of Top Management Backgrounds on Investor Decisions[J]. *Strategic Management Journal*, 2006, 27, (1): 1 - 25.
- [33] 黄志忠, 周炜, 谢文丽. 大股东减持股份的动因: 理论和证据[J]. 武汉: 经济评论, 2009, (6): 67 - 73, 120.
- [34] 于晓东, 刘刚, 梁哈. 家族企业亲属关系组合与高效治理模式研究——基于中国家族上市公司的定性比较分析[J]. 北京: 中国软科学, 2018, (3): 153 - 165.
- [35] 严若森, 杜帅. 代际传承对家族企业创新投入的影响——社会情感财富理论视角[J]. 武汉: 科技进步与对策, 2018, (8): 84 - 91.
- [36] 林川, 曹国华. 盈余管理、非年报效应与大股东减持[J]. 广州: 南方经济, 2012, (12): 20 - 37.
- [37] Kaplan, S. N., and L. Zingales. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112, (1): 169 - 215.
- [38] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 北京: 心理学报, 2004, (5): 614 - 620.
- [39] Van Gils, A., J. Huybrechts, T. Minola, and L. Cassia. Unraveling the Impact of Family Antecedents on Family Firm Image: A Serial Multiple-mediation Model[J]. *Journal of Family Business Strategy*, 2019, 10, (1): 17 - 27.
- [40] 葛永盛, 张鹏程. 家族企业资源约束、外部投资者与合同剩余[J]. 天津: 南开管理评论, 2013, (3): 57 - 68.
- [41] Cyert, R. M., and J. March. *A Behavioral Theory of The Firm*[M]. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1963.
- [42] 刘小元, 林嵩, 李汉军. 创业导向、家族涉入与新创家族企业成长[J]. 北京: 管理评论, 2017, (10): 42 - 57.
- [43] Meyer, A. D.. Adapting to Environmental Jolts[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1982, 27, (4): 515 - 537.
- [44] Voss, G. B., D. Sirdeshmukh, and Z. G. Voss. The Effects of Slack Resources and Environmental Threat on Product Exploration and Exploitation[J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51, (1): 117 - 161.
- [45] 杜善重, 李卓. 亲缘关系与二元创新——来自中国家族上市公司的经验证据[J]. 北京: 经济与管理研究, 2019, (10): 115 - 131.
- [46] 佟爱琴, 马星洁. 宏观环境、产权性质与企业非效率投资[J]. 北京: 管理评论, 2013, (9): 12 - 20.
- [47] Anderson, R. C., and D. M. Reeb. Founding-family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage[J]. *Journal of Law and Economics*, 2003, 46, (2): 653 - 684.
- [48] 陈丽珊, 傅元海. 融资约束条件下技术创新影响企业高质量发展的动态特征[J]. 北京: 中国软科学, 2019, (12): 108 - 128.
- [49] 夏冰, 吴能全. 国资监管体制变迁下公司治理水平对混合所有制企业高质量发展影响研究——基于资本属性视角[J]. 合肥: 预测, 2020, (4): 1 - 7.
- [50] 赖作卿. 国外家族式企业与公众公司的比较研究[J]. 广州: 广东社会科学, 1999, (1): 55 - 60.

# How does “De-familization” Affect Corporate Financing Constraints? Based on the Data of Family Enterprises on Second-Board Market

SUN Xiu-feng, ZHANG Wen-long, FENG Bao-jun

(School of Economics and Management, Dalian University of Technology, Liaoning, Dalian, 116024, China)

**Abstract:** Although family enterprises can alleviate their financing constraints by going public, they are faced with the problem of “de-familization”. Whether or not the process of “de-familization” can affect the financing constraints of enterprises, and how it affects the financing constraints of enterprises has not been answered yet. In this paper, the stock price and equity concentration of enterprises are used as intermediary variables to explore the influence path of family enterprise “de-familization” behavior on enterprise financing constraint by taking the quarterly stock reduction data of Second-board Market family enterprises from 2013 to 2016 as sample. The results show that there is a U-shaped relationship between the degree of family elimination and the degree of financing constraint, there is an optimal degree of de-familization to minimize the financing constraints faced by the family enterprises. However, the excessively high degree of de-familization will aggravate the financing difficulties faced by enterprises. And there is an inverted U-shaped relationship between “de-familization” and stock price fluctuation, means “de-familization” behavior of controlling families affects external perception. Besides, there is an inverted U-shaped relationship between “de-familization” and ownership concentration, indicates that “de-familization” will adjust the internal ownership structure of enterprises. Different from previous research conclusions, the conclusion of this paper holds that controlling the progress of “de-familization” will be more conducive to the introduction of non-controlling shareholders and optimize the ownership structure. Furthermore, the fluctuation of stock price plays an intermediary role in the relationship between “de-familization” and ownership concentration, means the influence of “de-familization” on ownership structure is partly realized through the change of stock price. Then in this paper, the result holds that the degree of ownership concentration plays a mediating role in the relationship between “de-familization” and financing constraints, but the mediating effect of stock price is not significant. Further analysis showed that there is a dual mediating effect between “de-familization” and enterprise financing constraints, which is “de-familization—stock price—equity concentration—financing constraints”. It shows that “de-familization” first affects the external stock price, then the internal ownership structure, and finally affects the financing constraints of enterprises. Further research shows that organizational slack regulate the relationship between “de-familization” and enterprise financing constraints. The existence of organizational slack will weaken the influence of “de-familization” on enterprise financing constraints. When organizational slack are too much, it will turn into a U-shaped relationship between “de-familization” and enterprise financing constraints, implement the reversal of the relationship. Compared to the absorbed organizational slack, the unabsorbed organizational slack plays a key regulating role due to the available convenience. The research also found that the easing of financing constraints of family businesses is conducive to promoting the high-quality development of family businesses, thus facilitating the development of China’s economic transformation. This paper analyzes the influence of the “de-familization” process from the empirical point of view, so as to provide a useful reference for the “de-familization” of family business. Family business can adjust the financing constraints of family business by controlling the “de-familization” process, it provides a new perspective for alleviating the financing constraints of family business. Clarifying the internal and external influences of family business de-familization and providing the basis for the arrangement of family business de-familization process. At the same time, it clarifies the influence of the enterprise’s own resources, and provides reference for family enterprises to optimize resource allocation. Furthermore, it confirms the positive effect of alleviating financing constraints on the high quality development of family business, and provides a foundation for the transformation of Chinese family.

**Key Words:** family business; de-familization; financing constraints; redundant resources; high quality development

**JEL Classification:** G30, M10, M41

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2021.03.009

(责任编辑: 闫梅)