

家族涉入对上市公司现金股利政策的影响研究

——基于制度逻辑视角

王凯 茹思雨

摘要：本文基于制度逻辑视角，以2004~2017年A股上市公司为样本，探究家族涉入对上市公司现金股利政策的影响。研究发现：家族涉入对上市公司的现金股利政策有显著的负向影响；融资约束减弱了家族涉入对现金股利政策的负向影响。进一步检验表明，家族企业提高股利分配水平吸引了更多外部融资进而降低了企业融资约束。本文还分析了非家族成员董事的制衡机制，并通过分析家族涉入与研发投入的关系佐证了长期导向。本文丰富了现有家族企业治理的研究成果，同时也对我国家族企业如何实现“基业长青”提供了新的理论支持。

关键词：家族企业；制度逻辑；现金股利

中图分类号：F272 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2020)04-0056-11

一、引言

改革开放以来，家族企业逐步发展壮大。据普华永道2018年全球家族企业调研——中国报告，家族企业占A股市场上市的所有私营企业的比例2017年已经达到55.7%。由于家族涉入的因素，家族企业与其他私营企业相比有着更为复杂的逻辑和行为决策机制(陈凌和陈华丽, 2014)。股利政策不仅关乎股东的利益，而且会影响到企业的长远发展，一直都是理论界和实务界关注的热点问题。目前关于家族企业股利政策的研究大多基于代理理论和社会情感财富理论(Socioemotional Wealth, 简称SEW)。基于代理理论，有研究认为家族控制会由于加剧第一类代理冲突而降低上市公司的派现意愿(魏志华等, 2012)，家族企业大股

东通过隧道挖掘侵害中小股东的利益而不是将资金用于股利分配(Liu等, 2015)；也有研究认为家族企业现金分红受控制权和现金流量权分离程度的影响，分离程度较低时，企业倾向于多分配股利，而分离程度较高时，则倾向于少分配股利。社会情感财富理论认为家族企业会更关注家族的利益，有时甚至会通过不合理的股利政策等方式损害企业利益，迎合家族需求(Gómez-Mejía等, 2007; Berrone等, 2012)。代理理论强调经济自利行为，社会情感财富理论强调了家族企业为保护家族财富不惜损害企业利益的非经济性行为，这两种理论均忽视了企业面临的制度背景和运行逻辑。Miller等(2011)在前人研究基础上引入制度逻辑视角，提出分析不同类型所有者遵循不同制度逻辑的重要性。家族企业作为家族和企业的结合体，往往兼具家族与企业

收稿日期：2020-03-13

基金项目：国家自然科学基金青年项目(71702114)；北京市社会科学基金青年项目(18GLC076)；北京市教委科研计划(SM202010038015)

作者简介：王凯，首都经济贸易大学工商管理学院副教授，博士生导师；
茹思雨，通讯作者，首都经济贸易大学工商管理学院硕士研究生。

的二元目标(代吉林和李新春, 2012), 甚至侧重于家族目标, 这是家族企业的特殊性所在。在家族成员参与经营的企业中, 家族成员间的情感联系更为普遍, 家族成员通常将企业视为家族的扩展或延续, 希望获得稳定的财务支持和安全依靠, 达到家族和谐发展。领导者通常扮演着家族守护者和培育者的角色, Friedland 和 Alford(1991)称之为家族逻辑。可见, 家族企业的二元性目标使其具有独特的逻辑, 但这种逻辑会对其行为决策产生何种影响, 仍有待深入研究。有鉴于此, 本文基于家族企业长期发展的制度逻辑视角, 聚焦于家族企业的股利分配, 分析家族逻辑如何影响家族企业的这一决策行为。

基于制度逻辑视角, 本文从以下几个方面进行研究: 首先, 收集整理2004~2017年我国沪深两市A股家族上市企业的7439个样本, 实证检验了家族涉入对其现金股利政策的影响。其次, 分析了融资约束对家族涉入与现金股利政策之间关系的削弱作用。然后, 通过变量替换、模型替换、采用滞后变量和PSM法等方式进行稳健性检验。进一步地, 本文验证了家族企业提高股利分配水平能吸引更多外部融资, 降低企业融资约束, 而且降低企业的资产负债率。本文还分析了非家族成员董事的制衡机制, 并通过分析家族涉入与研发投入的关系佐证了长期导向。

本文的贡献在于: 第一, 以往研究讨论的更多是家族企业的两种代理冲突问题和家族成员为保护家族财富的非经济性行为, 忽略了家族和企业的二元性目标导致其家族逻辑所发挥的作用。本文研究了目前家族企业基于长期发展逻辑的现金股利政策, 更加清楚地解释了家族企业股利分配的内在逻辑。第二, 本文发现, 尽管家族企业基于长期逻辑倾向于不发放现金股利, 但是在特定情境下也会有所取舍。具体地, 为了吸引股权融资以缓解融资约束, 家族企业可能会放弃一定的留存收益。第三, 本文分析了家族企业为了实现“基业长青”的目标所做出的努力, 即为了更好地在激烈的市场竞争中生存下去, 会倾向于更多的研发投入, 进一步揭示了家族企业股利分配的内在动因。

二、理论分析与研究假设

(一) 家族涉入与股利分配

制度逻辑是指导和约束决策者的正式和非正式的行动、互动和解释规则(Thornton, 2008)。已有研究发现, 制度逻辑会影响组织实践(Chung和Luo, 2012), 而且所有者的社会背景和股东的情感联系可能会影响所有者管理公司

的方式(Gomez-Mejia等, 2001)。因此, 当家族成员在企业决策中的话语权随着家族所有权比例的提高而增加时, 他们会倾向于将家族意愿传到企业中, 具体表现为家族所有者会基于家族企业长期发展的逻辑, 使用公司的资产为家族成员创造稳定、安全的收入(Miller等, 2015)。优先家族目标的非经济性行为使得家族企业追求长期利益(Breton-Miller和Miller, 2006), 家族企业相比非家族企业有更高水平的长期导向(Anderson和Reeb, 2003; Kellermanns等, 2008)。窦军生和吴赛赛(2019)通过对家族企业文化观、投资观和倾向观的综述, 表明家族企业现在所做的工作是为了企业更好的发展, 并且分析了家族企业追求长期导向的内在机制, 包括家族成员权利视角和家族企业目标视角的解释。那么, 受家族涉入特定制度逻辑的影响, 投资者比较关注的股利分配会有何表现呢?

本文认为, 家族领导者在家族逻辑的指引下, 会自觉扮演“家族养育者”的角色, 这就决定了他们会基于长期导向, 将留存资金的一部分用于家族成员的生活保障, 另一部分用于促进家族企业的长远发展。具体的原因有: 首先, 家族养育者的角色使得他们有为家族成员提供稳定的收入、长期的依靠和保持企业控制权的义务, 而向股东派发股利会使得企业内部留存减少, 因此家族领导者基于家族逻辑会倾向于少分配股利。其次, 为了实现“基业长青”的目标, 在竞争越来越激烈的市场环境中, 内源性融资比外源性融资更加可靠, 也更容易保持家族的控制权。家族企业会倾向于将内部留存资金用于有益于家族企业长期发展的投资项目, 而实行股利分配会减少企业用于投资的资金, 可能会使得由于资金的原因错失一些有前景的项目。已有研究也为此提供了证据, 发现基于长期发展导向, 家族倾向于持有资金而不是分配给股东, 以有利于家族企业的长期投资(Le Breton-Miller和Miller, 2006)。家族传承意愿也会使得家族企业倾向于长期发展, 家族企业实际控制人会自觉承担家族守护者的角色, 为了将家族企业更好地传承下去, 他们会倾向于具有长期导向的研发投入(宋丽红, 2012; 李新春等, 2018)。尽管也有研究表明家族涉入越多, 企业越倾向于派发股利, 但这些研究是从代理理论和社会情感财富理论的角度出发的(张晓峰和李晓彤, 2018)。本文通过以上制度逻辑视角分析认为, 家族所有者更可能基于长期发展的制度逻辑, 倾向于少发或者不发现金股利而留作资本用于家族企业的长期发展。基于此, 提出假设1:

假设1: 家族涉入与现金股利分配显著负相关。

(二) 融资约束的调节作用

“融资难、融资贵”一直是民营企业面临的难题。为了缓解融资约束,民营企业采取了一系列措施,政治关联和金融关联是其中两条重要途径。在政治关联方面,于蔚等(2012)研究表明高管层面的政治关联可以起到缓解民营企业融资约束的作用。王凯和武立东(2015)研究表明民营企业股权层面的政治关联亦可缓解融资约束。张涛和徐婷(2018)研究表明政治关联层级越高,对企业的融资约束缓解作用越强。在金融关联方面,Sisli-Ciamarra(2012)发现银行任职背景的董事成员可以降低企业的融资成本。Pan和Tian(2015)研究表明有银行任职背景的高管可以降低企业获得银行贷款的难度。陈仕华和马超(2013)研究表明具有高管金融联结的企业可以得到更多的银行贷款和更低的融资成本,且对于民营企业而言,这种效应更显著。除了这些措施外,当外部的融资约束较大时,家族企业基于长期发展导向会怎么做呢?

家族企业是一种特殊所有权结构和控制权结构安排的组织形式(李作奎和武威云,2017)。有长期导向的家族主导联盟在做决策时会更偏好长期,以实现家族的愿景(Gentry等,2016)。所以,家族企业基于长期发展的逻辑不倾向于发放股利,而是持有资金以备企业自身的发展之需。然而,当家族企业面临的融资约束大到一定程度时,就必须考虑更多通过外源性融资来打破内部留存不足对企业发展的制约。这意味着家族控股股东可能会选择牺牲一部分控制权和内部留存收益,通过向股东派发股利吸引更多的外部融资。吸引来的股权融资可以帮助企业缓解内部资金不足的困境,为企业提供现金流用于长期发展(周方召等,2014;陆春燕,2015)。基于此提出假设2:

假设2:融资约束会弱化家族涉入与股利分配的负相关关系。

三、研究设计

(一) 样本选择

参考邓建平和曾勇(2005)、贺小刚等(2010),本文以2004-2017年沪深A股中最终控制者可以追溯到自然人或家族,且最终控制者直接或间接是第一大股东上市公司为家族企业样本。首先从CSMAR数据库获取上市公司实际控制人的基本信息,然后与巨潮资讯网披露的年报和公司网站的招股说明书一一对应,并确定最终控制人,上市公司的其他数据均来自于国泰安数据库(CSMAR)。为了

避免异常值的影响,本文剔除了金融类、ST类公司和数据缺失的样本。另外,为了消除极端值的影响,对所有的连续变量在1%和99%分位数上进行Winsorize处理。最终获得有效年度观察样本7439个。本文运用统计软件Stata 15.0对数据进行处理分析。

(二) 变量定义与测量

1. 被解释变量

现金股利政策(Dividend)。参考Bradford等(2013)的研究,本文采用变量Dividend来衡量企业的现金股利分配水平,以每股税前现金股利与每股收益的比值来衡量。

2. 解释变量

家族涉入(FO)。参考Zellweger等(2012)的研究,以家族成员持有股权的比例来衡量。

3. 调节变量

融资约束(FC)。借鉴Musso和Schiavo(2008)、Bellone等(2008)的研究,本文采用综合评分指标来度量企业的融资约束。选择的初始指标包括:①现金比率,计算方式为现金存量除以总资产。该指标越高,说明公司现金流状况越好,有利于企业获得更多的融资。因此,公司现金比率越高,融资约束程度越低。②企业规模,计算方式为公司总资产的自然对数。资产规模会影响到公司的银行贷款,也是公司获取外部融资的重要保障。因此,公司规模越大,融资约束程度越低。③公司上市年限。上市时间长的公司信用程度一般较高,与外部投资者合作较多且较稳定,融资能力一般较强。因此,公司上市年限越长,融资约束程度越低。④股东权益对负债比率,计算方式为所有者权益除以总负债。股东权益对负债比率一定程度上代表了企业的偿债能力。偿债能力越强,越有利于降低自身的融资约束。⑤固定资产比率,计算方式为固定资产除以总资产。固定资产往往可以作为债务的保障,因此,固定资产比率越高,公司的融资约束越低。⑥盈利能力,计算方式为净利润除以销售收入,盈利能力越强的公司投资机会也越多,说明企业面临的融资约束程度较低。在此基础上,本文通过如下步骤构建融资约束指标:根据公司各个变量在所有企业中的排序位置,以五分位数为节点,分别赋值为1、2、3、4、5。0.8~1标记为1,0.6~0.8标记为2,0.4~0.6标记为3,0.2~0.4标记为4,0~0.2标记为5。每一个指标值越大,公司面临的融资约束程度越高。然后将各个指标值加总,构建融资约束指标,记为FC。

4. 控制变量

借鉴已有文献(Denis和Osobov, 2008;魏志华等, 2012), 本文选取公司规模Size、资产负债率Leverage、资产回报率ROA、成长机会托宾Q、董事会规模Boardsize、两职合一Duality、股权集中度Share5等作为控制变量。

主要变量定义见表1。

(三)模型设定

为了验证本文提出的研究假设, 设计以下多元回归模型:

$$\text{Dividend} = \beta_0 + \beta_1 \text{FO} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Leverage} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{Q} + \beta_6 \text{Boardsize} + \beta_7 \text{Duality} + \beta_8 \text{Share5} + \text{Industry} + \text{Year} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Dividend} = \beta_0 + \beta_1 \text{FO} + \beta_2 \text{FC} + \beta_3 \text{FO} \times \text{FC} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{Q} + \beta_8 \text{Boardsize} + \beta_9 \text{Duality} + \beta_{10} \text{Share5} + \text{Industry} + \text{Year} + \varepsilon \quad (2)$$

模型(1)用于检验假设1, 旨在探究家族涉入对上市公司股利分配水平的影响; 模型(2)用于检验假设2, 旨在探究融资约束对家族涉入对上市公司股利分配影响的调节作用。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计分析

本文主要变量的描述性统计结果如表2所示。股利分配(Dividend)的均值为0.268, 最小值为0, 最大值为0.925, 说明家族企业的股利分配水平差异较大, 而且有些家族企业不进行股利分配。家族涉入(FO)的均值为0.269, 最小值为0.014, 最大值为0.645, 说明不同企业的家族股权涉入差异较大; 融资约束(FC)的均值为17.664, 说明家族企业还是面临着较大的融资约束; 家族企业的负债水平差距

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量解释
现金股利分配	Dividend	每股税前现金股利与每股收益的比值
家族涉入	FO	家族成员持股比例
融资约束	FC	融资约束的综合评分指标
公司规模	Size	总资产的自然对数
资产负债率	Leverage	企业期末总负债与期末总资产的比值
资产回报率	ROA	净利润与总资产的比值
托宾Q	Q	公司市场价值与资产重置成本的比值
董事会规模	Boardsize	公司董事会人数
两职合一	Duality	董事长与总经理是同一人取值为1, 否则为0
股权集中度	Share5	前五大股东持股比例之和
行业虚拟变量	Industry	根据证监会2012行业分类标准设定, 用于控制行业影响
年度虚拟变量	Year	用于控制年份的影响

表2 变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Dividend	7 439	0.268	0.226	0.216	0	0.925
FO	7 439	0.269	0.252	0.145	0.014	0.645
FC	7 439	17.664	18	4.243	0	25
Size	7 439	21.456	21.375	0.876	19.825	23.967
Leverage	7 439	0.355	0.333	0.166	0.105	0.765
ROA	7 439	0.053	0.049	0.040	-0.057	0.184
Q	7 439	2.178	1.843	1.072	1.039	6.518
Boardsize	7 439	8.303	9	1.441	4	17
Duality	7 439	0.395	0	0.489	0	1
Share5	7 439	0.552	0.562	0.142	0.211	0.847

表3 相关性分析

	Dividend	FO	FC	Size	Leverage	ROA	Q	Boardsize	Duality	Share5
Dividend	1									
FO	0.045***	1								
FC	-0.094***	0.047***	1							
Size	-0.030**	-0.070***	-0.333***	1						
Leverage	-0.188***	-0.089***	0.132***	0.442***	1					
ROA	0.171***	0.117***	-0.352***	-0.032***	-0.355***	1				
Q	-0.081***	-0.062***	-0.015	-0.224**	-0.165**	0.204**	1			
Boardsize	0.065***	-0.160***	-0.060***	0.157***	0.077**	0.038***	-0.096***	1		
Duality	-0.001	0.130***	0.043***	-0.123***	-0.076***	0.027**	0.016	-0.116***	1	
Share5	-0.006	0.016	0.035***	-0.012	-0.004	-0.007	-0.004	-0.020*	-0.013	1

注：*、**和***分别表示在0.10、0.05和0.01的水平上显著

表4 回归分析结果

	(1) Dividend	(2) Dividend	(3) Dividend
FO		-0.064** (0.028)	-0.214** (0.091)
FC			-0.004** (0.002)
FO × FC			0.008 (0.005)
Size	0.004 (0.005)	0.004 (0.005)	0.001 (0.005)
Leverage	-0.206*** (0.024)	-0.199*** (0.023)	-0.191*** (0.025)
ROA	0.658*** (0.095)	0.639*** (0.091)	0.597*** (0.098)
Q	-0.024*** (0.004)	-0.024*** (0.004)	-0.024*** (0.004)
Boardsize	0.010*** (0.002)	0.009*** (0.002)	0.009*** (0.002)
Duality	-0.005 (0.007)	-0.004 (0.007)	-0.004 (0.007)
Share5	0.171*** (0.027)	0.198*** (0.029)	0.208*** (0.030)
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
N	7 439	7 439	7 439
R ²	0.091	0.092	0.094

注：*、**、***分别表示在0.10、0.05和0.01的水平上显著，括号内的数值为个体层面聚类的稳健标准误。下同

也较大，资产负债率的均值为0.355，最小值为0.105，最大值为0.765。

(二)相关性分析

由表3相关性分析的结果可以看出，家族涉入(FO)与股利分配水平(Dividend)在1%的显著性水平上正相关，这可能是由于没有控制其他变量的原因所导致，还需要通过回归分析做进一步检验。观察第(2)列可以发现，除了Share5之外，FO与其他控制变量的相关系数均在1%的水平上显著。虽然自变量、各控制变量之间存在着较多显著的相关关系，但是相关系数在总体上都小于0.5，而且方差膨胀因子VIF最大值为1.46，远低于10，排除了多重共线性的影响。

(三)多元回归分析

为了验证家族涉入对上市公司股利分配的影响，本文进行了一系列回归分析。表4的第(1)列是没有加入家族涉入时控制变量对股利分配水平的影响，第(2)列是对模型(1)的回归结果。比较第(1)列和第(2)列可以发现，第(2)列的R²为0.092，大于第(1)列0.091，说明加入家族涉入增加了模型的解释力度。观察第(2)列可以发现，家族涉入(FO)的系数在5%的水平上显著为负，表明家族涉入程度越高，越不倾向于分配股利，在一定程度上表明了家族企业倾向于将资金用于企业长期发展的逻辑，假设1得到验证。表4的第(3)列是加入交乘项FO × FC的模型(2)的回归结果，即融资约束(FC)对家族涉入与股利分配的调节作用，比较第(2)列和第(3)列的R²可以发现，第(3)列为0.094，大于第(2)列0.092，说明加入交乘项进一步增加了模型的解释力度。观察第(3)列可以发现，交乘项的

系数在10%的水平上显著为正,表明家族企业面临的融资约束减弱了家族涉入与股利分配的负相关关系,即当面临较大的融资约束时,基于长期发展的逻辑,家族企业为了吸引更多的外部融资,会进行分配股利,假设2得到验证。

(四)稳健性检验

1. 变量替换。借鉴Bradford等(2013)的研究,本文用每股现金股利与每股净利润之比来衡量家族企业的股利分配水平,回归结果如表5所示,结果具有稳健性。

2. 模型替换。鉴于现金股利分配变量取值居于0~1之间,所以本文采用Tobit模型进行稳健性检验,检验结果如表6所示,结果具有稳健性。

3. 采用滞后变量。考虑到各个上市公司在不同时间股利分配的变动问题,本文采用滞后一期、滞后二期家族涉入来规避反向因果的内生性问题,回归结果如表7所示,

结果依然显著。

4. 采用倾向得分匹配法。考虑到家族持股高的企业与家族持股低的企业之间存在系统性差异,本文采用倾向得分匹配法(Propensity Score Matching, PSM)以解决由样本选择偏差可能导致的内生性问题。具体地,根据家族持股(FO)的中位数将样本分为处理组(高家族持股企业)和控制组(低家族持股企业),并按照公司规模、ROA、行业和年份等变量进行1比1的最近邻匹配。随后,对匹配样本进行回归分析,结果如表8所示。分析表8可以发现,匹配样本中家族涉入(FO)仍与股利分配水平(Dividend)显著负相关,融资约束(FC)仍显著削弱了家族涉入与股利分配水平之间的负相关关系。这表明,在采用PSM方法处理由样本选择偏差带来的内生性问题之后,结果依然稳健。

表5 变量替换的稳健性检验

	(1) Dividend	(2) Dividend
FO	-0.067** (0.029)	-0.117 (0.090)
FC		-0.002 (0.002)
FO × FC		0.008* (0.005)
Size	0.004 (0.005)	0.006 (0.005)
Leverage	-0.205*** (0.024)	-0.208*** (0.025)
ROA	0.661*** (0.094)	0.757*** (0.097)
Q	-0.024*** (0.004)	-0.028** (0.003)
Boardsize	0.009*** (0.002)	0.001 (0.002)
Duality	-0.004 (0.007)	-0.002 (0.005)
Share5	0.203*** (0.030)	0.002 (0.017)
Industry	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	7 439	7 439
R ²	0.092	0.074

表6 模型替换的检验结果

	(1) Dividend	(2) Dividend
FO	-0.064** (0.028)	-0.117 (0.090)
FC		-0.002 (0.002)
FO × FC		0.008* (0.005)
Size	0.004 (0.005)	0.005 (0.005)
Leverage	-0.199*** (0.023)	-0.208*** (0.025)
ROA	0.638*** (0.091)	0.757*** (0.097)
Q	-0.024*** (0.004)	-0.029*** (0.003)
Boardsize	0.009*** (0.002)	0.001 (0.002)
Duality	-0.004 (0.007)	-0.002 (0.005)
Share5	0.199*** (0.029)	0.002 (0.017)
Industry	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	7 439	7 439
Pseudo R ²	-0.402	-0.330
F值	107.670	96.42

(五)进一步检验

1. 股利支付与融资约束

前文已经验证,当家族企业面临着较大的融资约束时,可能会倾向于向投资者派发股利从而达到吸引更多的外部融资的目的。虽然用派发股利作为吸引外部投资的方法成本很高,对于重视控制权的家族企业来说,也担心由于股权融资而造成控制权的稀释。但是,随着企业的不断发展,单一的内源性融资满足不了企业的需求,这时,股权融资作为有效的外源性融资成为家族实现对企业长期管理和控制的重要途径之一(郭嘉琦等,2019)。在本部分,本文用现金股利作为自变量,未来一年的融资约束和资产负债率作为因变量进行回归分析,相关结果见表9。从该表中可以看出,股利分配水平与未来一年的融资约束在5%的水平上负相关,与未来一年的资产负债率在1%的显著性水平上负相关,说明当年发放股利,可以使未来的融资约束得到缓解,而且当年发放股利,可以吸引更多的外部投资,使

得资产负债率得到降低。这进一步完善了前文的分析,证明了家族企业股利的发放可以吸引更多的投资,从而缓解融资约束。

2. 非家族成员董事占比的影响

制衡理论为如何监督控股股东的问题提供了重要思路。董事会在公司治理中发挥着重要的作用,而选举和委派董事是上市公司股东的重要权力(Fos等,2017)。因此,股东除了利用持股比例在股东大会形成表决权发挥作用外,还可以通过委派董事在董事会层面形成一定的影响力(陈德球等,2013)。家族企业可以通过委派家族成员进入董事会来进行监督(Voordeckers等,2007),通过家族董事来控制企业的经营决策。

在现代公司的治理层面上,非家族董事成员的存在可能更利于相互监督和制衡,从而有利于公司治理的完善。

表8 PSM匹配样本回归分析结果

	(1) Dividend	(2) Dividend
FO	-0.085** (0.043)	-0.328** (0.159)
FC		-0.005* (0.003)
FO × FC		0.014* (0.008)
Size	0.011 (0.007)	0.004 (0.008)
Leverage	-0.201*** (0.035)	-0.180*** (0.036)
ROA	0.721*** (0.152)	0.631*** (0.153)
Q	-0.025*** (0.006)	-0.026*** (0.006)
Boardsize	0.016*** (0.004)	0.015*** (0.004)
Duality	0.007 (0.010)	0.006 (0.010)
Share5	0.231*** (0.045)	0.227*** (0.044)
Industry	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	2 176	2 176
R ²	0.111	0.110

表7 采用滞后变量的检验结果

	(1) Dividend	(2) Dividend
L.FO	-0.110*** (0.032)	
L2.FO		-0.130*** (0.037)
Size	0.005 (0.006)	-0.001 (0.007)
Leverage	-0.190*** (0.029)	-0.205*** (0.032)
ROA	0.642*** (0.114)	0.641*** (0.132)
Q	-0.020*** (0.004)	-0.024*** (0.005)
Boardsize	0.009*** (0.003)	0.009*** (0.003)
Duality	-0.001 (0.008)	0.001 (0.010)
Share5	0.219*** (0.034)	0.264*** (0.039)
Industry	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	4 902	3 705
R ²	0.084	0.093

为此,本文尝试从家族企业董事会中非家族成员的占比(NFD)去探讨公司治理的情况。与影响家族董事的家族逻辑不同,非家族成员董事的行为决策会受到企业逻辑的影响,他们会追求公司价值最大化的目标,从而带来自身利益的最大化。本文认为,家族企业董事会中的非家族成员能够起到制衡的作用,从而使得家族企业更好地兼顾企业和家族的二元目标。因此,本文进一步运用多元回归方法来验证非家族董事成员对家族企业行为决策的影响。表10中交乘项FO×NFD的系数在5%的水平上显著为正,说明非家族成员董事弱化了家族涉入对现金股利分配的负向作用,起到了监督制衡的作用。

3. 家族涉入对研发投入的影响

Le Breton-Miller和Miller(2006)认为可以用研发与销售的比值来对长期导向进行间接测量。Block和Thams(2008)的研究表明可以用研发费用作为长期投资的代理变量。所以,本文选取研发投入(R&D)作为家族企业长期导

向的代理变量,并希望探究家族企业的家族股权涉入程度对研发投入的影响。

以往关于家族企业研发投入的研究中,有研究认为,家族企业的代理成本较低,由于家族成员之间的信任和情感支持,家族企业往往会倾向于做出具有长期导向的投资决策,使得家族企业比非家族企业的研发投入更多(蔡地等,2016)。然而,也有研究认为,家族企业由于保护家族财产和家族控制权等非经济目标的原因,不愿意承担研发投入的风险,所以家族企业会减少研发投入(Gomez-Mejia等,2011)。

本文认为,家族企业领导者基于长期发展的逻辑,会更多地关注研发投入(R&D)、资本支出等长期投资,会将企业盈余用于企业的长期发展,以此来保障家族企业更好地传承下去。由表11可知,家族涉入与研发投入在10%的

表9 股利支付与融资约束、资产负债率的检验结果

	(1) F1.FC	(2) F1.Leverage
Dividend	-0.560** (0.237)	-0.069** (0.012)
Size	2.246*** (0.099)	0.080 (0.004)
Leverage	5.035*** (0.447)	
ROA	-23.250*** (1.597)	-1.360*** (0.077)
Q	-0.187*** (0.064)	-0.000 (0.003)
Boardsize	0.038 (0.044)	0.001 (0.002)
Duality	0.151 (0.113)	0.002 (0.006)
Share5	3.090*** (0.446)	0.027 (0.023)
Industry	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
N	4 902	4 902
R ²	0.425	0.314
F	59.36	36.60

表10 非家族成员董事制衡机制的检验结果

	Dividend
FO	-0.354*** (0.121)
NFD	-0.145*** (0.043)
FO×NFD	0.372** (0.149)
Size	0.005 (0.005)
Leverage	-0.204*** (0.024)
ROA	0.604*** (0.092)
Q	-0.024*** (0.004)
Boardsize	0.010 (0.002)
Duality	-0.005 (0.007)
Share5	-0.185*** (0.029)
Industry	Yes
Year	Yes
N	7 439
R ²	0.094

表 11 家族涉入与研发投入的检验结果

	R&D
FO	0.860* (0.513)
Size	0.041 (0.096)
Leverage	-5.741*** (0.457)
ROA	-7.534*** (1.834)
Q	0.795*** (0.084)
Boardsize	0.025 (0.052)
Duality	0.551*** (0.142)
Share5	-1.528*** (0.584)
Industry	Yes
Year	Yes
N	7 396
R ²	0.146

显著性水平上正相关,即家族企业会倾向于将资金用于有利于企业长期发展的研发投入,这佐证了家族股东的长期导向。

五、结论与启示

本文基于制度逻辑视角,以2004~2017年上市家族企业为样本,探究家族涉入对上市家族企业现金股利政策的影响,研究发现:第一,由于家族企业特殊的家族逻辑,为了达到“基业长青”的目标,家族领导者更倾向于将持有的资金用于企业的长期发展而不是分配给投资者,使得家族涉入对家族企业的现金股利政策有着显著负向影响。在进行变量替换、更改模型、采用滞后变量和PSM方法等一系列检验后,该结果依然稳健。第二,融资约束减弱了家族涉入对现金股利政策的负向影响,家族企业基于长期导向,为了吸引来更多的资金促进家族企业的长远发展,会倾向于给予投资者一定的股利回报。第三,进一步检验表明,家族企业提高股利支付确实能吸引更多外部融资,降低企业融资约束程度,而且降低企业的资产负债率。基于非家族

股东的制衡机制,非家族成员董事发挥了监督与制衡的作用,减弱了家族涉入对现金股利政策的负向影响。此外,基于家族企业长期导向机制,家族涉入与研发投入显著正相关,表明家族企业倾向于将资金用于家族企业的长远发展。

本文的研究揭示了家族企业发放股利的具体逻辑,即家族企业基于长期发展的逻辑会倾向于不发放股利,但当家族企业面临较大的融资约束时,家族控股股东为了吸引更多的外部融资也可能选择给投资者发放股利。本文的研究结论也表明,家族企业的非家族股东可以通过委派董事等治理机制规避家族企业股利政策可能存在的问题。这为引导家族企业建立科学的利润分配管理机制以及在股利分配方面更好地保护投资者利益提供了理论支持。当然,本文的研究也存在一些不足。主要在于,家族涉入是一个较为复杂的过程,本文仅选取了家族股权涉入指标测量,未来可以用问卷调查、案例分析等方法深入探究。

主要参考文献:

- [1] 蔡地,罗进辉,唐贵瑶.家族成员参与管理、制度环境与技术创新[J].科研管理,2016,37(4):85-93.
- [2] 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,2013,48(10):55-68.
- [3] 陈凌,陈华丽.家族涉入、社会情感财富与企业慈善捐赠行为——基于全国私营企业调查的实证研究[J].管理世界,2014,(8):90-101+188.
- [4] 陈仕华,马超.高管金融联结背景的企业借款融资:由A股非金融类上市公司观察[J].改革,2013,(4):111-119.
- [5] 代吉林,李新春.家族逻辑、企业逻辑与家族企业成长——S公司案例研究[J].管理学报,2012,9(6):809-817.
- [6] 邓建平,曾勇.上市公司家族控制与股利决策研究[J].管理世界,2005,(7):139-147.
- [7] 窦军生,吴赛赛.家族企业中的长期导向研究综述与展望[J].经济管理,2019,41(6):194-208.
- [8] 冯旭南,李心愉,陈工孟.家族控制、治理环境和公司价值[J].金融研究,2011,(3):149-164.
- [9] 郭嘉琦,李常洪,焦文婷,王战.家族控制权、信息透明度与企业股权融资成本[J].管理评论,2019,31(9):47-57.
- [10] 贺小刚,连燕玲,李婧,梅琳.家族控制中的亲缘效应分析与检验[J].中国工业经济,2010,(1):135-146.
- [11] 李新春,马骏,何轩,袁媛.家族治理的现代转型:

- 家族涉入与治理制度的共生演进[J].南开管理评论, 2018, 21(2): 160-171.
- [12] 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]. 科研管理, 2017, 38(2): 101-111.
- [13] 陆燕春, 牛礼, 朋振江. 融资约束与企业R&D投资效率研究——基于中国中小板上市公司的经验证据[J]. 会计之友, 2015, (7): 45-50.
- [14] 宋丽红. 家族企业更具有长期导向吗?——基于家族控制与传承意愿的实证检验[J]. 杭州师范大学学报(社会科学版), 2012, 34(2): 88-94.
- [15] 王凯, 武立东. 民营企业股权层面的政治关联效应与融资约束——制度逻辑分析视角[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2015, 35(10): 33-45+79.
- [16] 魏志华, 吴育辉, 李常青. 家族控制、双重委托代理冲突与现金股利政策——基于中国上市公司的实证研究[J]. 金融研究, 2012, (7): 168-181.
- [17] 徐业坤, 李维安. 社会资本影响民营企业债务来源吗?[J]. 经济管理, 2016, 38(4): 46-59.
- [18] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. 经济研究, 2012, (9): 125-139.
- [19] 张俭, 石本仁. 制度环境、两权分离与家族企业现金股利行为——基于2007-2012年中国家族上市公司的经验证据[J]. 当代财经, 2014, (5): 119-128.
- [20] 张涛, 徐婷. 融资约束、政治关联与中小企业R&D投资——来自中小板高新技术上市公司的经验证据[J]. 财务研究, 2018, (5): 81-88.
- [21] 张晓峰, 李晓彤. 家族涉入、运营能力与现金股利政策关系研究[J]. 东岳论丛, 2018, 39(12): 170-177.
- [22] 周方召, 符建华, 仲深. 外部融资、企业规模与上市公司技术创新[J]. 科研管理, 2014, (3): 116-122.
- [23] 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): 1301-1327.
- [24] Ashenfelter, O., Card, D. Using the Longitudinal Structure of Earnings to Estimate the Effect of Training Programs[J]. Review of Economics and Statistics, 1985, 67(4): 648-660.
- [25] Bellone, F., Musso, P., Nesta, L., Schiavo, S. Financial Constraints and Firm Export Behavior[J]. World Economy, 2008, 33(33): 347-373.
- [26] Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L.R. Socioemotional Wealth in Family Firms[J]. Family Business Review, 2012, 25(3): 258-279.
- [27] Bradford, W., Chen, C., Zhu, S. Cash Dividend Policy, Corporate Pyramids, and Ownership Structure: Evidence from China[J]. International Review of Economics and Finance, 2013, 27(4): 445-464.
- [28] Chung, C., Luo, X. Leadership Succession and Firm Performance in an Emerging Economy: Successor Origin, Relational Embeddedness, and Legitimacy[J]. Strategic Management Journal, 2012, 34(3): 338-357.
- [29] Denis, D.J., Osobov, I. Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89(1): 62-82.
- [30] Eddleston, K.A., Kellermanns, F.W., Zellweger, T.M. Exploring the Entrepreneurial Behavior of Family Firms: Does the Stewardship Perspective Explain Differences? [J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2012, 36(2): 347-367.
- [31] Faccio, M., Lang, L.H.R., Young, L. Dividends and Expropriation[J]. American Economic Review, 2001, 91(1): 54-78.
- [32] Fos, V., Tsoutsoura, M. Shareholder Democracy in Play: Career Consequences of Proxy Contests[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 114(2): 316-340.
- [33] Gentry, R., Dibrell, C., Kim, J. Long-Term Orientation in Publicly Traded Family Businesses: Evidence of a Dominant Logic[J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2016, 40(4): 733-757.
- [34] Gomez-Mejia, L.R., Cruz, C., Berrone, P. De Castro, J. The Bind That Ties: Socioemotional Wealth Preservation in Family[J]. The Academy of Management Annals, 2011, 5(1): 653-707.
- [35] Gomez-Mejia, L.R., Nunez-Nickel, M., Gutierrez, I. The Role of Family Ties in Agency Contracts[J]. Academy of Management Journal, 2001, 44(1): 81-95.
- [36] Kellermanns, F.W., Eddleston, K.A., Barnett, T., Pearson, A. An Exploratory Study of Family Member Characteristics and Involvement: Effects on Entrepreneurial Behavior in the Family Firm[J]. Family Business Review, 2008, 21(1): 1-14.
- [37] Le Breton-Miller, I., Miller, D. Why Do Some Family Businesses Out-Compete? Governance, Long-Term Orientations, and Sustainable Capability[J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2006, 30(6): 731-746.
- [38] Liu, Q., Luo, T., Tian, G. Family Control and Corporate Cash Holdings: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, (31): 220-245.
- [39] Miller, D., Breton-Miller, I.L., Lester, R.H. Family and Lone Founder Ownership and Strategic Behaviour: Social

- Context, Identity, and Institutional Logics[J]. *Journal of Management Studies*, 2011, 48(1): 1-25.
- [40] Miller, D., Le Breton-Miller, I. *Managing for the Long Run: Lessons in Competitive Advantage from Great Family Businesses*[M]. Boston: Harvard Business Press, 2005.
- [41] Musso, P., Schiavo, S. The Impact of Financial Constraints on Firm Survival and Growth[J]. *Journal of Evolutionary Economics*, 2008, 18(2): 135-149.
- [42] Pan, X., Tian, G. *Ultimate Ownership, Bank Connections and Collateral in China*[R]. Working Paper, 2015.
- [43] Sisli-Ciamarra, E. Monitoring by Affiliated Bankers on Board of Directors: Evidence from Corporate Financing Outcomes[J]. *Financial Management*, 2012, 41(3): 665-702.
- [44] Thornton, P.H. The Institutional Logics Perspective: A New Approach to Culture, Structure, and Process[J]. *Leadership & Organization Development Journal*, 2012, 15(6): 583.
- [45] Thornton, P.H., Ocasio, W. Institutional Logics and the Historical Contingency of Power in Organizations: Executive Succession in the Higher Education Publishing Industry[J]. *American Journal of Sociology*, 1999, 105(3): 801-843.
- [46] Voordeckers, W., Van Gils, A., Jeroen, V.D.H. Board Composition in Small and Medium-Sized Family Firms[J]. *Journal of Small Business Management*, 2007, 45(1): 137-156.
- [47] Wang, K., Miao, N., Xue, K. Does the Technology Background of the Party Committee Secretary Affect Firm's Innovation Efficiency? Evidence from Listed State-owned Enterprises in China[J]. *Technology Analysis and Strategic Management*, 2019, (4): 1-14.
- [48] Zellweger, T.M., Nason, R.S., Nordqvist, M. From Longevity of Firms to Transgenerational Entrepreneurship of Families: Introducing Family Entrepreneurial Orientation[J]. *Family Business Review*, 2012, 25(2): 136-155.

The Effect of Family Involvement on the Cash Dividend Policy of Listed Companies

——From the Perspective of Institutional Logic

WANG Kai, RU Si-yu

Abstract: Based on the perspective of institutional logic, this paper takes listed companies from 2004 to 2017 as a sample to explore the impact of family involvement on the cash dividend policy of listed companies. It is found that family involvement has a significant negative impact on the cash dividend policy of listed companies, while the financing constraints faced by family business weaken the negative impact of family involvement on cash dividend policy. Through further test, this paper verifies that the increase of dividend distribution level by family enterprises attracts more external financing and reduces corporate financing constraints. This paper also analyzes the supervision and balance mechanism of non-family directors, and proves the long-term orientation by analyzing the relationship between family involvement and R&D investment. This paper not only enriches the existing studies on family business governance, but also provides new theoretical support for the “everlasting business” of family business in China.

Key words: family business; institutional logic; cash dividends

(责任编辑 杨亚彬)