

# 资金“脱实向虚”对家族企业创新的影响研究

惠男男, 乐云

(浙江科技学院 经济与管理学院, 杭州 310023)

**摘要:** 为研究资金“脱实向虚”对家族企业创新的影响,选取2013—2020年A股上市家族企业面板数据进行实证研究。首先构建多元回归模型实证检验资金“脱实向虚”对家族企业创新的影响,其次分析家族控制和总经理(chief executive officer, CEO)金融背景的调节效应,最后基于行业异质性进行分组研究。结果表明:资金“脱实向虚”与家族企业创新呈负相关,显著性水平  $p < 0.01$ ;家族控制削弱了资金“脱实向虚”对家族企业创新的抑制作用;CEO金融背景则增强了资金“脱实向虚”对家族企业创新的抑制作用;行业异质性分析发现,高新技术类家族企业资金“脱实向虚”对创新的抑制作用更强。本研究结果可为家族企业资金“脱实向虚”时合理配置金融资产提供参考。

**关键词:** 金融资产配置;脱实向虚;家族企业;创新

**中图分类号:** F275.1      **文献标志码:** A      **文章编号:** 1671-8798(2022)02-0129-09

## Research on influence of “removing reality to virtuality” of funds on family business innovation

HUI Nannan, YUE Yun

(School of Economics and Management, Zhejiang University of Science and Technology,  
Hangzhou 310023, Zhejiang, China)

**Abstract:** In order to study the influence of “removing reality to virtuality” of funds on family business innovation, an empirical study was conducted by selecting the panel data of A-share listed family firms from 2013 to 2020. Firstly, a multiple regression model was established to empirically test the impact of “removing reality to virtuality” of funds on family business innovation. Secondly, the moderating effect was analyzed on the part of the family control and the CEOs' financial background. Finally, the group study was carried out according to the industry heterogeneity. The results show that there is a negative correlation between “removing reality to virtuality” of funds and family business innovation with the significance level less than

**收稿日期:** 2021-05-10

**基金项目:** 浙江省哲学社会科学规划课题(20NDJC142YB);浙江科技学院课程建设项目(2019YJSKJ04)

**通信作者:** 惠男男(1980—),女,山东省诸城人,副教授,博士,主要从事家族企业财务管理研究。E-mail: arinan@163.com。

0.01; the family control helps to weaken the restraining effect of “removing reality to virtuality” of funds on family business innovation; the CEOs’ financial background has enhanced the restraining effect of “removing reality to virtuality” of funds on family business innovation; the industry heterogeneity analysis has found that for high-tech family firms “removing reality to virtuality” of funds has a stronger restraining effect on innovation. The results of this study can provide a reference for the rational allocation of financial assets when family businesses “remove reality to virtuality” of funds.

**Keywords:** financial asset allocation; removing reality to virtuality; family business; innovation

中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划中强调要激励企业加大研发投入,提高企业技术创新能力。家族企业作为民营企业的重要组成部分<sup>[1]</sup>,研究其创新行为特征具有重要意义。创新投入是衡量家族企业创新行为的重要指标,以往研究认为家族企业创新投入意愿比较低<sup>[2]</sup>,这阻碍了家族企业提高核心竞争力。然而,近年来家族企业将资金配置金融资产已变得越来越普遍<sup>[3]</sup>,逐渐脱离实体投资,影响家族企业创新。关于资金“脱实向虚”对企业创新的影响,主要观点有“蓄水池”效应和“挤出”效应。持“蓄水池”效应观点者认为,企业持有金融资产,有助于缓解企业的融资约束,促进企业未来的创新投入<sup>[4]</sup>。杨笋等<sup>[5]</sup>认为企业持有交易性金融资产,有助于增强企业研发投入的持续性。持“挤出”效应观点者认为,一定时期内企业投资资金总规模是固定的,当企业增加金融资产投资时,其用于创新的资金必然会减少<sup>[6]</sup>,并且在国有企业中,这种挤出作用更突出<sup>[7]</sup>。已有文献仅考虑国有企业和非国有企业的差别,而忽略家族企业特征对这一问题的影响。家族企业由于受家族控制,会对企业行为产生影响,有研究表明家族控制会对代际传承<sup>[8]</sup>、投资视野<sup>[9]</sup>、创新投入<sup>[10]</sup>产生影响。进一步地,戴泽伟等<sup>[11]</sup>认为高级管理人员金融背景会促使企业进行金融投资,这意味着家族企业总经理(chief executive officer, CEO)金融背景对资金“脱实向虚”与创新的关系影响是值得研究的。因此,本研究选取 2013—2020 年 A 股上市家族企业为样本,探讨资金“脱实向虚”对家族企业创新的影响,并检验家族控制和 CEO 金融背景的调节效应,这有助于发现家族企业创新行为的异质性,对促进家族企业合理配置金融资产及提高创新投入意愿具有现实意义。

## 1 理论分析与研究假设

### 1.1 资金“脱实向虚”的“挤出”效应

资金“脱实向虚”是企业资金脱离实体经济,大量配置到金融、房地产领域,造成资金在虚拟经济中空转的现象<sup>[12]</sup>。对于受融资约束较为严重的企业,其投资行为更加短视,更倾向于投资金融资产,而进行创新投入的意愿不高<sup>[13]</sup>。与非家族企业相比,家族企业面临较为严重的外部融资约束<sup>[14]</sup>,其投资会更偏向于金融资产。并且家族企业股权较为集中,第二类代理问题突出<sup>[15]</sup>,控股股东也会更倾向于投资高收益的金融资产<sup>[16]</sup>。进一步地,家族企业由于内部资金有限,投资组合中存在实体投资和金融投资替代的情况<sup>[17]</sup>,并对企业创新投入产生“挤出”效应<sup>[18]</sup>。另外当前家族企业实体经营环境较差,金融、房地产行业高额的利润往往会激发家族企业的投机动机,进而降低创新投入<sup>[19]</sup>。综上所述,家族企业资金“脱实向虚”会对家族企业创新产生“挤出”效应。因此,提出假设 1:资金“脱实向虚”抑制家族企业创新。

### 1.2 家族控制的治理效应

家族控制是家族企业的特征。周立新<sup>[20]</sup>认为家族控制能体现家族企业对社会情感财富的追求。家族控制的上市公司更注重企业长期发展,会更倾向于长期投资<sup>[21]</sup>,创新投入的意愿更强。同时传承能够实现家族控制的延续,对家族企业保持家族控制至关重要<sup>[22]</sup>,促使家族企业做出使家族财富增值的决策<sup>[23]</sup>,进而增加创新投入。进一步地,家族成员可以监督非家族职业经理人,减少投资短视行为,引导家族企业制定长期发展战略,推动企业创新<sup>[24]</sup>。可见,家族控制有利于缓解资金“脱实向虚”对家族企业创

新的“挤出”效应。因此,提出假设2:家族控制会削弱资金“脱实向虚”对家族企业创新的抑制作用。

### 1.3 CEO金融背景与家族企业投资行为

姜付秀等<sup>[25]</sup>认为管理层的背景特征会影响企业的投资行为。高级管理人员具有专业的金融知识及对金融市场较高的熟悉程度会促使他们更偏向投资金融领域<sup>[26]</sup>。杜勇等<sup>[27]</sup>认为CEO金融背景是高级管理人员金融背景的重要表现形式,当CEO具有金融背景时,更容易对金融投资表现出过度自信,这使得企业投资金融资产的意愿更强。牛菁<sup>[28]</sup>认为具有金融、财务与管理等相关职业背景的家族CEO与家族企业金融投资水平呈正相关。然而,家族企业将资源转向金融领域,会使企业用于创新的资金减少,进而抑制企业进行创新投资<sup>[29]</sup>,减少创新投入。因此,提出假设3:CEO金融背景会增强资金“脱实向虚”对家族企业创新的抑制作用。

## 2 研究设计

### 2.1 样本与数据来源

2008年的金融危机影响了企业的投资行为,而这种影响基本上到2012年消失<sup>[30]</sup>。为了避免金融危机对资金“脱实向虚”和家族企业创新之间的关系产生影响,本研究选取2013—2020年A股上市家族企业为初始样本,在初始样本的基础上剔除ST和ST\*公司、金融类和房地产类上市家族企业及数据缺失严重的样本,行业分类按照中国证监会2012年行业分类细则,最终得到15个行业9717个年度观测值。为了消除异常值对回归结果的影响,对所有连续变量进行1%、99%的缩尾处理。所有数据均来自国泰安数据库。本研究使用Stata16.0软件进行多元回归。

### 2.2 变量定义和度量

解释变量为资金“脱实向虚”程度( $X_{level}$ )。本研究借鉴黄贤环等<sup>[31]</sup>的做法,用家族企业持有的金融资产总额占总资产的比例来衡量资金“脱实向虚”程度,即持有金融资产总额占总资产的比例越高,资金“脱实向虚”的程度越高。本研究将交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款净额、持有至到期投资净额、可供出售金融资产净额、长期股权投资与投资性房地产净额归属为金融资产。

被解释变量为创新投入( $Y_{input}$ )。本研究用创新投入作为家族企业创新的代理变量,借鉴陈孝明等<sup>[32]</sup>的做法,用研发投入占企业总资产的比值来衡量创新投入。

调节变量为家族控制( $X_{family}$ )和CEO金融背景( $X_{background}$ )。对于 $X_{family}$ ,本研究借鉴刘虹<sup>[21]</sup>的做法,即家族成员是否参与高级管理人员团队来实现家族对企业的控制,但考虑高级管理人员团队中,董事长的权利一般更大,同时负责制定和决策企业重大战略,所以本研究采用董事长是否由家族成员担任来衡量家族控制,若董事长由家族成员担任, $X_{family}$ 取1,否则为0。将 $X_{background}$ 设为虚拟变量,若CEO具有金融背景, $X_{background}$ 为1,否则为0。

考虑到家族企业创新还会受到其他因素的影响,本研究引入控制变量,具体包括:第一大股东持股( $X_{top1}$ ),用第一大股东持股比例来衡量;企业规模( $X_{size}$ ),用企业总资产取对数来衡量;盈利能力( $X_{profitability}$ ),用净资产与企业总资产的比值来衡量;经营净现金流( $X_{cashflow}$ ),用经营活动产生的现金净流量与企业总资产的比值来衡量;资产负债率( $X_{ratio}$ ),用企业总负债与企业总资产的比值来衡量;企业成长性( $X_{growth}$ ),用营业收入年度增长率来衡量;企业年龄( $X_{age}$ ),用企业成立年数加1取对数来衡量;董事长与总经理兼任情况( $X_{duality}$ ),董事长与总经理是否兼任,是取1,否则取0。同时引入年份固定效应( $X_{year}$ )和行业固定效应( $X_{industry}$ ),用以控制不可观测时间因素和行业差异的影响。

### 2.3 模型设计

为验证资金“脱实向虚”对家族企业创新的影响,本研究构建以下模型:

$$Y_{input} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{level} + \alpha_2 X_{top1} + \alpha_3 X_{size} + \alpha_4 X_{profitability} + \alpha_5 X_{cashflow} + \alpha_6 X_{ratio} + \alpha_7 X_{growth} + \alpha_8 X_{age} + \alpha_9 X_{duality} + \sum \alpha_i X_{year} + \sum \alpha_j X_{industry} + \epsilon_0 \quad (1)$$

为验证假设2,在模型(1)的基础上引入资金“脱实向虚”程度与家族控制的交互项( $X_{level} \times X_{family}$ ),构

建以下模型:

$$Y_{\text{input}} = \beta_0 + \beta_1 X_{\text{level}} + \beta_2 X_{\text{family}} + \beta_3 X_{\text{level}} \times X_{\text{family}} + \beta_4 X_{\text{top1}} + \beta_5 X_{\text{size}} + \beta_6 X_{\text{profitability}} + \beta_7 X_{\text{cashflow}} + \beta_8 X_{\text{ratio}} + \beta_9 X_{\text{growth}} + \beta_{10} X_{\text{age}} + \beta_{11} X_{\text{duality}} + \sum \beta_i X_{\text{year}} + \sum \beta_j X_{\text{industry}} + \epsilon \quad (2)$$

为验证假设 3,在模型(1)的基础上引入资金“脱实向虚”程度与 CEO 金融背景的交互项( $X_{\text{level}} \times X_{\text{background}}$ ),构建以下模型:

$$Y_{\text{input}} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{\text{level}} + \gamma_2 X_{\text{background}} + \gamma_3 X_{\text{level}} \times X_{\text{background}} + \gamma_4 X_{\text{top1}} + \gamma_5 X_{\text{size}} + \gamma_6 X_{\text{profitability}} + \gamma_7 X_{\text{cashflow}} + \gamma_8 X_{\text{ratio}} + \gamma_9 X_{\text{growth}} + \gamma_{10} X_{\text{age}} + \gamma_{11} X_{\text{duality}} + \sum \gamma_i X_{\text{year}} + \sum \gamma_j X_{\text{industry}} + \epsilon \quad (3)$$

式(1)~(3)中: $\epsilon$ 为随机误差项。

### 3 实证结果与分析

#### 3.1 描述性统计

各变量描述性统计结果见表 1。由表 1 可知, $Y_{\text{input}}$ 的平均值为 0.023 2,即样本中家族企业研发投入占企业总资产的均值为 2%,表明总体上家族企业创新投入较低,而最大值达到 11.04%,说明家族企业在创新方面存在较大的差异。 $X_{\text{level}}$ 的均值为 0.267 0,最大值为 0.947 8,最小值趋于 0,标准差为 0.176 8,从总体上看,家族企业资金“脱实向虚”程度存在较大差异,中位数(24.17%)表明本研究样本中至少有一半的家族企业持有金融资产。 $X_{\text{family}}$ 和  $X_{\text{background}}$ 的均值分别为 86.43%、6.14%,这说明样本中有 86.43%的家族企业的董事长由家族成员担任,6.14%的家族企业的 CEO 具有金融背景。

表 1 各变量描述性统计结果

Table 1 Descriptive statistical results of each variable

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$Y_{\text{input}}$	9 717	0.023 2	0.017 7	0.000 0	0.020 6	0.110 4
$X_{\text{level}}$	9 717	0.267 0	0.176 8	0.004 6	0.241 7	0.947 8
$X_{\text{family}}$	9 717	0.864 3	0.342 5	0.000 0	1.000 0	1.000 0
$X_{\text{background}}$	9 717	0.061 4	0.240 1	0.000 0	0.000 0	1.000 0
$X_{\text{top1}}$	9 717	0.326 2	0.129 0	0.090 0	0.310 1	0.702 2
$X_{\text{size}}$	9 717	21.739 6	0.923 9	19.795 7	21.671 3	24.569 7
$X_{\text{profitability}}$	9 717	0.047 5	0.050 0	-0.285 5	0.046 6	0.207 0
$X_{\text{cashflow}}$	9 717	0.029 5	0.055 7	-0.157 8	0.026 0	0.204 8
$X_{\text{ratio}}$	9 717	0.359 4	0.170 1	0.051 1	0.347 7	0.815 0
$X_{\text{growth}}$	9 717	0.179 1	0.309 5	-0.475 1	0.119 1	2.427 6
$X_{\text{age}}$	9 717	3.049 2	0.226 5	2.489 7	3.054 9	3.569 2
$X_{\text{duality}}$	9 717	0.388 1	0.487 3	0.000 0	0.000 0	1.000 0

#### 3.2 组间差异检验

2016 年中央经济工作会议中提出要着力振兴实体经济,监管部门陆续出台各项政策避免资金“脱实向虚”对实体经济造成不利的影响。本研究以 2017 年为分界线,将全部样本分为 2013—2016 年和 2017—2020 年 2 组,观察 2 组中资金“脱实向虚”的均值差异。从均值差异检验结果来看,2017—2020 年的资金“脱实向虚”的均值比 2013—2016 年均值高了 0.031 9,并在 1%的显著性水平上显著。从统计结果来看,资金“脱实向虚”的倾向一直在持续,它对家族企业创新的影响应加以关注。

#### 3.3 相关性分析

所有变量的相关性分析矩阵见表 2。由表 2 可知,创新投入( $Y_{\text{input}}$ )与资金“脱实向虚”程度( $X_{\text{level}}$ )之间的相关系数为-0.119,并在 1%的显著性水平上显著,这表明资金“脱实向虚”程度与创新投入呈现显著的负相关,由此初步验证了假设 1。

表2 所有变量的相关性分析矩阵

Table 2 Correlation analysis matrix for all variables

变量	$Y_{input}$	$X_{level}$	$X_{top1}$	$X_{size}$	$X_{profitability}$	$X_{cashflow}$	$X_{ratio}$	$X_{growth}$	$X_{age}$	$X_{duality}$
$Y_{input}$	1.000									
$X_{level}$	-0.119***	1.000								
$X_{top1}$	-0.044***	-0.161***	1.000							
$X_{size}$	-0.170***	0.213***	-0.057***	1.000						
$X_{profitability}$	0.167***	-0.156***	0.162***	-0.054***	1.000					
$X_{cashflow}$	0.125***	-0.125***	0.065***	-0.106***	0.268***	1.000				
$X_{ratio}$	-0.143***	-0.035***	-0.029***	0.477***	-0.318***	-0.150***	1.000			
$X_{growth}$	0.019*	0.143***	-0.031***	0.102***	0.157***	-0.057***	0.070***	1.000		
$X_{age}$	-0.077***	0.045***	-0.045***	0.040***	-0.025**	-0.033***	0.047***	-0.049***	1.000	
$X_{duality}$	0.086***	-0.008	0.078***	-0.152***	0.024**	-0.011	-0.071***	0.009	-0.075***	1.000

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

### 3.4 多元回归分析

#### 3.4.1 主效应回归分析

为验证资金“脱实向虚”对家族企业创新的影响,本研究对模型(1)进行检验,多元回归结果见表3。

表3 多元回归结果

Table 3 Multiple regression results

变量	$Y_{input}$				
	模型(1)			模型(2)	模型(3)
	基准回归	增加控制变量的回归	控制年份和行业的回归		
$X_{level}$	-0.011 9*** (-12.20)	-0.008 2*** (-7.75)	-0.008 7*** (-9.38)	-0.008 4*** (-9.00)	-0.008 5*** (-9.04)
$X_{family}$				0.002 3*** (5.15)	
$X_{level} \times X_{family}$				0.004 7** (2.15)	
$X_{background}$					-0.002 2*** (-3.38)
$X_{level} \times X_{background}$					-0.006 4** (-2.16)
$X_{top1}$		-0.013 3*** (-9.54)	-0.004 6*** (-3.92)	-0.004 9*** (-4.17)	-0.004 6*** (-3.98)
$X_{size}$		-0.002 2*** (-9.20)	-0.001 7*** (-7.86)	-0.001 6*** (-7.49)	-0.001 7*** (-7.85)
$X_{profitability}$		0.044 7*** (9.06)	0.049 3*** (11.52)	0.048 7*** (11.39)	0.048 9*** (11.43)
$X_{cashflow}$		0.022 0*** (6.63)	0.018 7*** (6.51)	0.018 4*** (6.42)	0.018 9*** (6.58)
$X_{ratio}$		-0.003 8*** (-2.97)	0.001 7 (1.50)	0.001 7 (1.45)	0.001 7 (1.47)
$X_{growth}$		0.001 3** (2.27)	-0.000 7 (-1.45)	-0.000 8* (-1.72)	-0.000 7 (-1.50)
$X_{age}$		-0.004 7*** (-5.98)	-0.001 2* (-1.82)	-0.000 9 (-1.35)	-0.001 2* (-1.82)
$X_{duality}$		0.002 4*** (6.43)	0.001 3*** (3.92)	0.001 1*** (3.45)	0.001 3*** (4.12)
常数项	0.026 4*** (81.64)	0.089 7*** (15.82)	0.048 7*** (9.36)	0.044 1*** (8.35)	0.046 6*** (8.86)
$X_{year}$	否	否	是	是	是
$X_{industry}$	否	否	是	是	是
样本数	9 717	9 717	9 717	9 717	9 717
$R^2$	0.014	0.079	0.344	0.346	0.345
$F$	148.955 8	85.727 4	105.272 1	102.860 3	102.649 8

由表 3 可知,在基准回归、增加控制变量的回归及控制年份和行业回归的结果中  $X_{\text{level}}$  的回归系数分别为  $-0.011\ 9$ 、 $-0.008\ 2$  和  $-0.008\ 7$ ,并且都在 1% 的显著性水平上显著,其中控制年份和行业的回归结果的经济意义表现为,当家族企业资金“脱实向虚”程度每增加一个标准差,创新投入( $Y_{\text{input}}$ )大约减少  $0.15(0.008\ 7 \times 0.176\ 8)$  百分点,该结果证实了假设 1,说明家族企业倾向投资金融资产以获得丰厚的投资收益,从而挤占了企业用于创新投入的资金。

### 3.4.2 家族控制和 CEO 金融背景的调节效应

加入调节变量后,为防止交互项与自变量产生多重共线性问题,在生成交互项之前,对自变量和调节变量进行中心化处理。为验证假设 2,对模型(2)进行检验。从表 3 的多元回归结果中可以看出,资金“脱实向虚”程度与家族控制的交互项( $X_{\text{level}} \times X_{\text{family}}$ )的回归系数为  $0.004\ 7$ (在 5% 的显著性水平上显著),说明当家族成员通过担任董事长实现对家族企业的控制时,会出于对社会情感财富的保护而减少投资短视行为,削弱资金“脱实向虚”对家族企业创新的抑制作用,由此假设 2 得到验证。

为了验证假设 3,本研究检验了模型(3)。从表 3 的回归结果可以看出,资金“脱实向虚”程度和 CEO 金融背景的交互项( $X_{\text{level}} \times X_{\text{background}}$ )的回归系数为  $-0.006\ 4$ (在 5% 的显著性水平上显著),说明具有金融背景的 CEO,更倾向于投资金融领域,有更强的投机心理,从而增强资金“脱实向虚”对家族企业创新的抑制作用,由此假设 3 得到验证。

### 3.5 行业异质性分析

考虑到行业异质性对资金“脱实向虚”与家族企业创新关系的影响,将全部样本划分为高新技术类家族企业 and 非高新技术类家族企业 2 类,进行分组回归,行业异质性分析回归结果见表 4。由表 4 可知,高新技术类家族企业组和非高新技术类家族企业组的  $X_{\text{level}}$  回归系数分别为  $-0.016\ 4$ 、 $-0.005\ 3$ ,均在 1% 的显著性水平上显著,并且高新技术类家族企业的  $X_{\text{level}}$  的回归系数绝对值更大,组间差异系数显著,表明高新技术类家族企业资金“脱实向虚”对创新的抑制作用更大。

### 3.6 内生性问题

考虑到资金“脱实向虚”程度和创新投入之间可能存在反向因果的内生性问题,选用工具变量法来解决此问题。借鉴王红建等<sup>[33]</sup>的研究,将企业投资收益与净利润的比值作为工具变量。本研究采用二阶段最小二乘法(two stage least square, 2SLS)来检验内生性问题,2SLS 回归结果见表 5。由表 5 可知,第一阶段中工具变量( $X_{\text{return}}$ )的系数为  $0.044\ 4$ ,并在 1% 的显著性水平上显著,表明工具变量与内生性变量( $X_{\text{level}}$ )呈现显著的正相关,同时  $F$  统计量为  $55.97$ ,并显著大于  $10$ ,说明不存在弱工具变量,在第二阶段中, $X_{\text{level}}$  的系数为  $-0.021\ 3$ ,在 1% 的显著性水平上显著,与之前的回归结果一致,这说明研究的结论具有稳健性。

### 3.7 稳健性检验

本研究的稳健性检验包括 2 个部分,一是改变核心解释变量的度量方式,即计算资金“脱实向虚”程

表 4 行业异质性分析回归结果

Table 4 Industry heterogeneity analysis regression results

变量	$Y_{\text{input}}$	
	高新技术类家族企业组	非高新技术类家族企业组
$X_{\text{level}}$	$-0.016\ 4^{***}$ ( $-7.16$ )	$-0.005\ 3^{***}$ ( $-5.84$ )
$X_{\text{top1}}$	$-0.009\ 6^{***}$ ( $-3.00$ )	$-0.002\ 6^{**}$ ( $-2.35$ )
$X_{\text{size}}$	$-0.000\ 8$ ( $-1.58$ )	$-0.002\ 0^{***}$ ( $-10.19$ )
$X_{\text{profitability}}$	$0.051\ 8^{***}$ ( $6.20$ )	$0.047\ 8^{***}$ ( $14.12$ )
$X_{\text{cashflow}}$	$0.031\ 1^{***}$ ( $4.21$ )	$0.014\ 1^{***}$ ( $5.27$ )
$X_{\text{ratio}}$	$-0.000\ 3$ ( $-0.11$ )	$0.002\ 4^{**}$ ( $2.24$ )
$X_{\text{growth}}$	$-0.000\ 2$ ( $-0.13$ )	$-0.000\ 8$ ( $-1.56$ )
$X_{\text{age}}$	$-0.003\ 3^{*}$ ( $-1.85$ )	$-0.000\ 7$ ( $-1.09$ )
$X_{\text{duality}}$	$0.000\ 9$ ( $1.16$ )	$0.001\ 4^{***}$ ( $4.68$ )
常数项	$0.058\ 2^{***}$ ( $4.98$ )	$0.051\ 2^{***}$ ( $11.02$ )
$X_{\text{year}}$	是	是
$X_{\text{industry}}$	是	是
样本数	2 644	7 073
$R^2$	0.165	0.311
$F$	28.476 2	60.234 7

度时,从金融资产中剔除投资性房地产净额进行重新回归;二是子样本回归。本研究选取制造业家族企业样本进行重新回归,2SLS回归及稳健性检验结果见表5。从表5可以看出,重新回归后的结果与研究得出的主要结论保持一致,说明本研究的结果具有稳健性。

表5 2SLS回归及稳健性检验结果

Table 5 2SLS regression and robustness test results

变量	2SLS 回归		改变核心解释变量的度量方式			子样本回归		
	第一阶段	第二阶段	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(1)	模型(2)	模型(3)
$X_{level}$		-0.021 3*** (-4.41)	-0.008 5*** (-9.09)	-0.008 2*** (-8.74)	-0.008 3*** (-8.80)	-0.008 0*** (-8.16)	-0.007 7*** (-7.93)	-0.007 8*** (-7.91)
$X_{return}$	0.044 4*** (16.48)							
$X_{family}$				0.002 4*** (5.22)			0.002 2*** (4.10)	
$X_{level} \times X_{family}$				0.004 4** (2.04)			0.007 8*** (2.97)	
$X_{background}$					-0.002 2*** (-3.45)			-0.002 4*** (-3.53)
$X_{level} \times X_{background}$					-0.006 5** (-2.10)			-0.004 6 (-1.53)
$X_{top1}$	-0.108 3*** (-8.65)	-0.006 2*** (-4.71)	-0.004 7*** (-3.99)	-0.005 0*** (-4.24)	-0.004 7*** (-4.05)	-0.000 8 (-0.66)	-0.001 2 (-0.94)	-0.000 8 (-0.68)
$X_{size}$	0.048 0*** (22.71)	-0.001 0*** (-2.85)	-0.001 7*** (-7.77)	-0.001 6*** (-7.39)	-0.001 7*** (-7.75)	-0.001 6*** (-6.83)	-0.001 5*** (-6.58)	-0.001 6*** (-6.83)
$X_{profitability}$	-0.805 5*** (-20.84)	0.039 7*** (6.77)	0.049 4*** (11.56)	0.048 8*** (11.42)	0.049 0*** (11.46)	0.062 9*** (13.96)	0.062 7*** (13.97)	0.062 6*** (13.92)
$X_{cashflow}$	-0.106 3*** (-3.45)	0.017 0*** (5.58)	0.018 5*** (6.45)	0.018 3*** (6.36)	0.018 7*** (6.51)	0.013 4*** (4.23)	0.012 9*** (4.07)	0.013 8*** (4.34)
$X_{ratio}$	-0.253 1*** (-20.07)	-0.001 2 (-0.70)	0.001 8 (1.55)	0.001 7 (1.50)	0.001 7 (1.50)	0.004 9*** (4.13)	0.004 8*** (4.06)	0.005 0*** (4.17)
$X_{growth}$	0.097 4*** (16.81)	0.000 6 (0.82)	-0.000 7 (-1.42)	-0.000 8* (-1.69)	-0.000 7 (-1.46)	-0.000 7 (-1.25)	-0.000 8 (-1.40)	-0.000 7 (-1.27)
$X_{age}$	0.040 9*** (5.63)	-0.000 6 (-0.81)	-0.001 2* (-1.79)	-0.000 9 (-1.32)	-0.001 2* (-1.80)	-0.000 3 (-0.47)	-0.000 1 (-0.15)	-0.000 4 (-0.48)
$X_{duality}$	0.011 7*** (3.46)	0.001 4*** (4.33)	0.001 3*** (4.02)	0.001 1*** (3.55)	0.001 3*** (4.21)	0.001 3*** (4.06)	0.001 2*** (3.64)	0.001 4*** (4.31)
常数项	-0.814 5*** (-15.76)	0.036 2*** (5.18)	0.048 3*** (9.26)	0.043 7*** (8.26)	0.046 2*** (8.77)	0.044 8*** (7.99)	0.041 1*** (7.29)	0.042 6*** (7.53)
$X_{year}$	是	是	是	是	是	是	是	是
$X_{industry}$	是	是	是	是	是	是	是	是
样本数	9 533	9 533	9 711	9 711	9 711	7 280	7 280	7 280
$R^2$	0.247	0.334	0.342	0.345	0.343	0.232	0.235	0.233
卡方值		5 692.07***						
F	55.97		104.759 5	102.373 0	102.107 1	58.246 4	56.182 2	56.393 1

#### 4 建 议

基于以上得出的研究结论,我们提出以下建议。

第一,对家族企业金融投资行为加强监管。家族企业是技术创新的重要力量,在加大对家族企业融资支持的同时,可设置家族企业金融资产配置水平红线,限制家族企业总资产中金融资产比率,打击过度的金融投机行为,避免家族企业资金“脱实向虚”挤占其创新投入。要特别加强对高新技术类家族企业金融投资行为的监管,引导这类企业将资金用于创新,提高高新技术类家族企业的创新能力。

第二,注重发挥家族控制的优势。当家族成员通过参与管理实现对企业的控制时,对企业而言具有

一定的益处,因为家族成员为了保护家族利益,会监督非家族职业经理人的投资行为,积极引导家族企业调整金融资产持有量,平衡投资金融产品和投资创新活动的资金,避免资金过度“脱实向虚”。因此,家族企业要注重发挥家族控制的优势,促进家族企业可持续经营。

第三,合理配置高级管理人员团队。家族企业应认识到 CEO 金融背景会影响其投资倾向,因此配置高级管理人员团队时,应了解他们的从业背景,选择不同背景的人员,避免同一背景的人员偏向于同一种投资决策,从而做出不合理的决策,影响家族企业发展。

## 5 结 语

本研究选取 2013—2020 年 A 股上市家族企业为样本,实证检验资金“脱实向虚”对家族企业创新的影响,考察了家族控制和 CEO 金融背景对资金“脱实向虚”和家族企业创新两者关系的调节效应,并进一步分析行业异质性对这一问题的差异性影响。研究结果表明:资金“脱实向虚”抑制家族企业创新;家族控制会削弱资金“脱实向虚”对家族企业创新的抑制作用;CEO 金融背景会增强资金“脱实向虚”对家族企业创新的抑制作用;进一步分析发现当家族企业为高新技术类企业时,这种抑制作用更大。然而家族控制不仅包括家族成员参与管理,还包括家族股权的控制,所以在变量衡量方面还需要深入探讨。未来,可以将家族控制分为管理控制和股权控制,来探讨家族控制异质性对资金“脱实向虚”与家族企业创新二者关系的影响,以深化家族企业资金配置方面的研究。

## 参考文献:

- [1] 姜涛,杨明轩,王晗.制度环境、二代涉入与目标二元性:来自中国家族上市公司的证据[J].南开管理评论,2019,22(4):135.
- [2] 许长新,赵梦琼.家族代际差异与企业创新投资决策的关系研究[J].科研管理,2019,40(12):282.
- [3] HUANG J L, LUO Y, PENG Y C. Corporate financial asset holdings under economic policy uncertainty: precautionary saving or speculating? [J]. International Review of Economics and Finance, 2019, 76(4): 38.
- [4] 刘贯春.金融资产配置与企业研发创新:“挤出”还是“挤入”[J].统计研究,2017,34(7):49.
- [5] 杨筝,刘放,王红建.企业交易性金融资产配置:资金储备还是投机行为[J].管理评论,2017,29(2):13.
- [6] 杜勇,张欢,陈建英.金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J].中国工业经济,2017(12):117.
- [7] 史学智,阳镇.企业金融化与企业创新:基于产业政策视角的重新审视[J].科研管理,2021,42(4):155.
- [8] 惠男男,许永斌.家族企业控制权传承的博弈分析[J].浙江科技学院学报,2019,31(4):284.
- [9] 吴炳德,王志玮,陈士慧,等.目标兼容性、投资视野与家族控制:以研发资金配置为例[J].管理世界,2017(2):109.
- [10] 李常洪,郭嘉琦,焦文婷,等.家族控制与企业创新投入:信息透明度的调节效应[J].科技进步与对策,2018,35(23):106.
- [11] 戴泽伟,潘松剑.高管金融经历与实体企业金融化[J].世界经济文汇,2019(2):76.
- [12] 彭俞超,韩珣,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].中国工业经济,2018(1):137.
- [13] 倪志良,张开志,宗亚辉.实体企业金融化与企业创新能力[J].商业研究,2019(10):31.
- [14] 王藤燕,金源.去家族化能缓解企业融资约束吗? [J].外国经济与管理,2020,42(6):139.
- [15] 魏明海,黄琮宇,程敏英.家族企业关联大股东的治理角色:基于关联交易的视角[J].管理世界,2013(3):133.
- [16] SEO H J, KIM H S, KIM Y C. Financialization and the slowdown in Korean firms' R&D Investment[J]. Asian Economic Papers, 2012, 11(3): 35.
- [17] DEMIR F. Capital market imperfections and financialization of real sectors in emerging markets: private investment and cash flow relationship revisited[J]. World Development, 2009, 37(5): 953.
- [18] 潘海英,王春风.实体企业金融化抑制了企业创新吗?:基于高质量发展背景下企业创新二元视角[J].南京审计大学学报,2020,17(2):49.
- [19] 郑晖.金融化影响家族企业创新能力的机理研究[D].杭州:浙江财经大学,2019:44.
- [20] 周立新.社会情感财富与家族企业国际化:环境动态性的调节效应研究[J].商业经济与管理,2016(4):5.
- [21] 刘虹.家族控制、制度环境与上市公司投资视野[J].江西社会科学,2017,37(12):73.



- [22] ZELLWEGER T M, KELLERMANNNS F W, CHRISMAN J J, et al. Family control and family firm valuation by family CEOs: the importance of intentions for transgenerational control[J]. *Organization Science*, 2012, 23(3): 851.
- [23] 赵瑞君. 家族企业代际传承研究视角综述[J]. *技术经济与管理研究*, 2013(12): 62.
- [24] 毕立华, 张俭, 杨志强, 等. 家族涉入程度、环境不确定性与技术创新[J]. *南方经济*, 2018(5): 85.
- [25] 姜付秀, 伊志宏, 苏飞, 等. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. *管理世界*, 2009(1): 130.
- [26] 许罡. 高管投行背景、政策机会与公司金融投资偏好[J]. *中南财经政法大学学报*, 2018(1): 33.
- [27] 杜勇, 谢瑾, 陈建英. CEO 金融背景与实体企业金融化[J]. *中国工业经济*, 2019(5): 136.
- [28] 牛菁. 家族二代特征、自主权与金融投资水平[D]. 呼和浩特: 内蒙古大学, 2019: 54.
- [29] LIU B H, ZHOU W, CHAN K C, et al. Corporate executives with financial backgrounds: the crowding-out effect on innovation investment and outcomes[J]. *Journal of Business Research*, 2020, 109: 161.
- [30] 黄贤环, 王瑶. 集团内部资本市场与企业金融资产配置: “推波助澜”还是“激浊扬清”[J]. *财经研究*, 2019, 45(12): 131.
- [31] 黄贤环, 王瑶. 实体企业资金“脱实向虚”与全要素生产率提升: “抑制”还是“促进”[J]. *山西财经大学学报*, 2019, 41(10): 59.
- [32] 陈孝明, 张可欣. 企业金融资产配置与创新投资: 蓄水池效应还是挤出效应[J]. *现代财经(天津财经大学学报)*, 2020, 40(6): 85.
- [33] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 等. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新: 基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. *南开管理评论*, 2017, 20(1): 162.

~~~~~  
(上接第 121 页)

- [13] 巩娜. 混合制改革能提升国有企业绩效吗? [J]. *江西社会科学*, 2020, 40(5): 41.
- [14] 杨万寿. 混合所有制改革对企业效益影响研究: 基于 A 股 390 家国有上市公司数据的分析[J]. *价格理论与实践*, 2020(10): 131.
- [15] 廖志超, 王建新. 混合所有制改革程度对国有企业资产保值增值的影响研究[J]. *湖南科技大学学报(社会科学版)*, 2021, 24(1): 126.
- [16] 陈永杰. 民营企业发展和混合经济改革[M]. 杭州: 浙江大学出版社, 2016: 1.
- [17] 王曙光, 徐余江. 民营企业发展与混合所有制改革实证研究: 路径选择与政策框架[J]. *国家行政学院学报*, 2017(5): 78.
- [18] 万道琴, 杨飞虎. 严格界定我国公共投资范围探析[J]. *江西社会科学*, 2011, 31(7): 73.
- [19] 陈志勇, 陈思霞. 制度环境、地方政府投资冲动财政预算软约束[J]. *经济研究*, 2014, 49(3): 76.
- [20] 周波, 吕思镒, 侯帅圻. 政府生产性支出对私人投资的挤出和挤入效应: 基于地区异质性的分析[J]. *安徽师范大学学报(人文社会科学版)*, 2020, 48(1): 113.