

基于计划行为理论的 家族企业资本结构 形成路径研究

马春爱 著



经济科学出版社

基于计划行为理论的家族企业 资本结构形成路径研究

马春爱 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

基于计划行为理论的家族企业资本结构形成路径研究/
马春爱著. —北京: 经济科学出版社, 2009. 4
ISBN 978 - 7 - 5058 - 8047 - 4

I. 基… II. 马… III. 家族 - 私营企业 - 资本的有机
构成 - 研究 IV. F276.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 037481 号

责任编辑: 文远怀 黄双蓉

责任校对: 王肖楠

版式设计: 代小卫

技术编辑: 潘泽新

基于计划行为理论的家族企业 资本结构形成路径研究

马春爱 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京九州迅驰传媒文化有限公司印装

880 × 1230 32 开 6 印张 150000 字

2009 年 4 月第 1 版 2009 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8047 - 4 定价: 12.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

家族企业有着不同于一般意义上企业的显著特点，基于家族企业家在企业中的特殊地位以及家族企业的内在融资特征，本书突破传统的资本结构理论，尝试从家族企业家角度，以计划行为理论为基础，解析家族企业资本结构的形成路径。本书认为儒家文化所倡导的道德纲常型塑出中国家庭的父权制度和家长权威，族群关系与企业层级制的结合将家族企业家推至权力顶端，家族企业家通过其权威效应主导企业融资活动，将个人融资意向上升为企业融资决策，并在融资活动中加以贯彻落实，形成多样化的企业资本结构。

通过研究，本书在以下三个方面实现创新：

1. 以权威效应作为解释起点，考察家族企业家对企业融资决策的影响作用，形成家族企业家主导企业融资活动的基本论断，并进行实证检验。

以韦伯和伊兹欧尼（Etzioni）的权威理论为基础，本书从科层权威、传统权威、报偿权威及超凡魅力权威四个构面来分析家族企业家的权威影响及其发挥效应的方式。研究发现：在权威效应下家族企业家的融资意向很大程度上可以在企业内部形成一致意见，并上升为企业决策，形成家族企业家对企业融资活动的主导作用。为验证这一基本论断，本书对家族企业家特征变量与家族企业资本结构特征变量之间的相关性进行深入探究，发现两类变量之间存在显著相关关系，研究结论有力地证实了家族企业家对企业融资活动的影响作用。

2. 拓展了阿吉曾 (Ajzen) 的计划行为理论模型, 将家族企业的资本结构形成问题纳入拓展模型展开分析, 理论上推导出家族企业资本结构形成路径, 并进行实证检验。

根据从企业家视角研究家族企业资本结构形成路径的需要, 本书对计划行为理论进行延伸性拓展, 并以拓展模型为基础, 结合家族企业的资本结构形成问题, 将家族企业资本结构形成过程分为前期阶段 (家族企业家融资意向的形成阶段) 与后期阶段 (从融资意向到资本结构的形成阶段) 分别解析, 推导出家族企业资本结构形成路径是一个由家族企业家融资意向上升为企业融资决策进而转化为融资行为的过程。利用结构方程模型对该路径进行实证检验的结果显示, 家族企业家的融资态度、主观规范、融资行为控制知觉对家族企业的资本结构存在显著影响, 实证结论支持理论推导的家族企业资本结构形成路径。

3. 分析并验证了家族企业资本结构形成路径的稳定性。

针对在家族企业发生重大变动的情况下, 家族企业的资本结构形成路径是否依然适用这一问题, 本书以家族企业公开上市为变动事件展开分析检验, 研究发现: 家族企业家对企业融资活动的影响具有稳定性, 在家族控股上市公司里, 家族企业家与企业资本结构之间的显著关联关系依然存在, 计划行为理论拓展模型在解释企业资本结构形成问题上仍然继续适用, 家族企业资本结构形成路径具有稳定性。

Abstract

Family business has obvious features that different from general firms, in view of family entrepreneur's special status and family business' intrinsic financing characteristics, this paper breakthroughs traditional capital structure theories, and tries to analyze the forming path of family business' capital structure from a view of entrepreneur based on TPB. The paper's primary viewpoints are as follows, moral principles and ethics advocated by Confucian culture conduce traditional paternity system and entrepreneur's authority in Chinese family, and the integration of ethnic relation with hierarchical organizational structure will push family entrepreneur to the peak of power. Under authority effect, entrepreneur's individual intention will upgrade to firm's financing decision and become realistic, then family business' capital structure comes into being.

The main results of this paper are:

First, having analyzed family entrepreneur's effect on firm's financing decisions from authority influence, the paper comes to a conclusion that family entrepreneur dominates firm's financing, and then tests it.

According to Web's and Etzioni's authority theories, the paper analyzes family entrepreneur's authority influence from views of bureaucratic authority, traditional authority, utilitarian authority and charismatic authority, it finds that family entrepreneur's financing intention can get agreement and upgrade to firm's financing decision under his authority influence, which conduces family entrepreneur's domination on firm's financing action. To test the conclusion, the paper analyzes diagnostic

variables' correlation between family entrepreneur and firm's capital structure, and finds that they are significantly correlate, which supports the conclusion that family entrepreneur will influence on firm's financing.

Second, based on the modified model of TPB, the paper analyzes family business' financing issue and educes the forming path of family business' capital structure in theory, then tests it.

According to demands of research on family business' capital structure from the view of entrepreneur, this paper modifies the Theory of Planned Behavior (TPB), based on the modified TPB, the paper separates the forming path of family firm's capital structure into the anterior phase (the phase of family entrepreneur's financing intention forming) and posterior phase (the phase from entrepreneur's financing intention to firm's capital structure), and develops the forming path in theory on the basis of analyzing these phases, which is a course of family entrepreneur's financing intention upgrading firm's financing decision then translating into financing action. Last, the paper tests the path by structural equation model, the result shows that entrepreneur's financing attitude, subjective norm and perceived behavioral control affect firm's capital structure significantly, which sustains the theoretic path.

Third, analyzes and tests the stability of capital structure's forming path in family business.

To test the path's stability when the firms changes significantly, the paper analyzes going public's effect on it, and finds that family entrepreneur's effect is stable on firm's financing action, variables correlation between entrepreneur and firm's capital structure is still significant in family-controlled listed companies, moreover, the modified TPB model will still maintain valid in explaining capital structure's forming path in family-controlled listed companies, the forming path of family business' capital structure has stability.

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究视角及适用理论	6
1.3 研究意义	13
1.4 研究思路及创新	15
1.5 基本概念说明	18
第2章 家族企业融资问题研究综述	22
2.1 家族企业理论研究：一个基础研究平台的理论 环境扫描	22
2.2 专题研究动向：国内外家族企业融资问题研究回顾、 比较与借鉴	32
第3章 对家族企业家主导企业融资活动的基本判断及实证 检验	42
3.1 家族企业的基本特征及运作规范	42
3.2 家族企业家在企业中的核心地位及影响作用	47
3.3 家族企业家在企业融资活动中的主导作用：基于 权威效应的判断	51
3.4 家族企业家主导企业融资活动的实证检验	66
3.5 小结	75

第4章 家族企业资本结构形成路径的理论解析及实证检验	78
4.1 计划行为理论：理论模型及拓展	79
4.2 基于计划行为理论的家族企业资本结构形成路径理论解析	88
4.3 家族企业资本结构形成路径的实证检验	106
4.4 小结	118
第5章 家族企业资本结构形成路径的稳定性研究	120
5.1 公开上市对家族企业的规范治理	120
5.2 公开上市后家族企业家影响企业融资活动的主导作用考察	125
5.3 家族控股上市公司的资本结构形成路径	132
5.4 实证检验及结果比较	138
5.5 小结	145
第6章 结论	147
6.1 研究结论	147
6.2 研究创新	150
6.3 研究不足与展望	151
致谢	153
参考文献	155
附录	173

第 1 章

导 论

1.1 研究背景

1.1.1 国际背景

家族企业自 18 世纪工业革命时代产生起，在 200 多年的发展历程中，始终在全球经济活动中扮演着重要角色。根据国际家族企业研究学会（International Family Enterprise Research Academy，简称 IFERA）的调查，家族企业数量在欧洲占到企业总数的 60% ~ 93%，在美国占到 95%，在中美和南美占到 65%。在美国前 500 家最大企业中 35% 是家族企业，芬兰前 500 家企业中 20% 是家族企业。就家族企业所创造的 GNP 与解决的就业问题来说，其创造的 GNP 约占各国 GDP 总量的 50%，其雇佣的工人占各国就业总人数的 40% ~ 79%（见表 1-1）。

家族企业作为一种普遍存在的组织形式，不仅在世界经济舞台上处处可见，而且发展势头出人意外的迅猛，表现出不俗的业绩水平。

《商业周刊》以美国年度排名前 500 的大公司在 1993 ~ 2003 年间的公开数据为样本，分别以股东平均收益率（ARR）、资产报酬率（ROA）、公司收益成长率（EGR）与公司销售增长率（SGR）四

表 1-1

家族企业分布情况的国际比较

单位: %

国家	家族企业数量 所占百分比	家族企业创造 GNP 所占百分比	家族企业雇佣工人 所占百分比
美国	95	40	60
意大利	93	—	79
芬兰	80	40 ~ 45	40 ~ 60
希腊	80	—	—
塞浦路斯	80	—	—
瑞典	79	—	—
西班牙	75	65	—
荷兰	74	54	43
葡萄牙	70	60	—
比利时	70	55	—
英国	70	—	> 50
德国	60	55	58
法国	> 60	> 60	45
澳大利亚	75	50	50

资料来源: IFERA (2003)。

项要素做评估。研究结果发现, 177 家表现良好的公司为家族企业所经营, 占整体家数的 1/3, 数据整体表现出家族企业的增长优势 (见图 1-1), 这个结果令多数人惊奇。

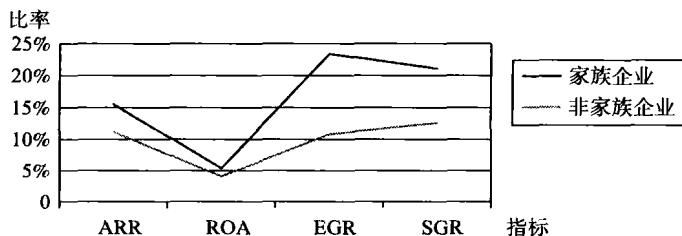


图 1-1 家族企业与非家族企业业绩表现比较图

美国的另一知名杂志《新闻周刊》也以10年为期,分析欧洲六大国家(英国、法国、德国、瑞士、意大利和西班牙)的主要股价指标,在六大指标里,取样从伦敦的FTSE指数到马德里的IBEX指数,同样发现,欧洲家族企业的总体走势远优于无血脉关系的企业。尤为明显的是法国,L'Oreal和LVMH带领家族企业指标成长203%,而非家族企业仅为76%^①。

就亚洲经济圈来讲,家族式企业的生存与发展优势也日益凸现,亚洲经济的蓝图是由诸多类似家谱的家族资本盘根错节连接而成的,点缀其间的是些与政府的联姻关系。尽管家族制管理的具体形式因企业而异,各国也有不同的特点,但大体上都在儒家文化的浸润下进行着“人治”。亚洲的家族企业已经发展为经济组成的一支重要力量,如韩国的经济奇迹就是由30多个家族制企业集团创造的,而中国香港和中国台湾的企业则主要脱胎于密集的家庭式手工业作坊,最后成为制造企业的典范。

1.1.2 国内背景

在中国,家族企业的复兴与成长是以民营企业的整体发展为基础,在中国经济体制剧烈变革、游戏规则不断变更的背景下产生的。随着政治地位的不断提升和政策层面的放松,我国家族企业发展经历了一个由地下向地上、由体制外逐步向体制内转移的过程。

建国初期直至1978年党的十一届三中全会召开,经过国家对私营经济的三大改造,以及随后的“文化大革命”中割除私营经济的“资本主义尾巴”,个人和家庭被剥夺了基本的经营权力,家族企业经营被迫由地上转为地下。由于在所有制上得不到认可,家族资本整体上是游离于计划经济体制之外的,既不能进入经济运行体制参与循环和增值,也没有力量与公有资本抗衡争夺生产要素和分

① 摘自中国经济周刊(2005-5-29), http://www.zgjzk.cn/more.asp?TN_NID=2005-05-29-1015

割市场，在经营上只能不断压缩。

1978年以后家族经济乃至整个民营经济随着农村联产承包责任制的推行而有了一个恢复性发展，家族企业或以隐或现的形式不断增加。虽然这一时期的民营经济仍然是各种经济成分中的最弱势群体（杨淑娥，2004），而且国家在许多方面，仍然倾向于对国有企业进行重点扶持，但家族企业及其他民营经济成分依然保持了旺盛的成长力，这无疑得益于家族企业的灵活生存方式和经营方式。但由于意识形态的惯性影响以及不能很好地对政策变动做出全面把握，家族经济仍然不能光明正大地站出来争取与公有制经济对等的生存机会，只是在国有资本经营薄弱的地方（如：商业）悄然发展着，生存空间明显受限。

十六大突破性地提出了民营企业、私人经济的发展问题，并且将其发展同国有经济改革相联系，包括家族企业在内的民营经济地位被提升到一个前所未有的高度。以前属于公有制经济成分所独有的一些要素资源和经营领域开始向非公有制经济成分开放，允许个体资本和家族资本参与国有企业改革，家族经济同其他民营经济成分一起不断向体制内移动。同时，市场经济体制逐步确立，在更多领域和层面上允许不同经济成分平等竞争，家族经济开始由地下向地上转移，并逐步释放出了令人瞩目的经营能量（杨贺，2003）。由于家族经济构成民营经济的主体部分，家族经济的崛起可以通过民营经济在国民经济中的比重变动间接予以证实（详见图1-2），考察1999~2003年五个年度的民营经济发展情况，可以发现，民营企业所创造的工业总产值不断攀升，其所占全国工业总产值的比重接近1/3，正日益成为与国有企业、三资企业并驾齐驱的重要经济力量。

当前，随着改革深化中的政策松动和环境改善，家族企业在共同经济利益的感召下，依靠血缘关系所产生的强大凝聚力，使企业在很短的时间内得以迅速成长壮大，已经被认为是中国民营经济中具有普遍意义的企业类型。正如经济学者李亦园（1988）所描述

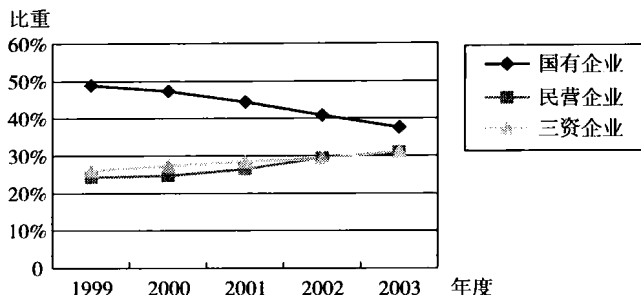


图 1-2 1999 ~ 2003 年国有企业、民营企业、三资企业工业总产值在全国工业总产值中的比重变化情况

的,“中国式的家族企业,巧妙地结合现代组织形态和中国人对延续家族所负之强烈使命感为一炉,化公司利益为家族利益,由此提供中国人在商场的强烈动机”。2005 年 6 月 30 日,我国第一部《中国民营企业发展报告》蓝皮书正式面世,该书列举的调查数据显示,300 多万家长营企业 90% 以上是家族企业,而在江浙等沿海地区比例更高,家族企业已经构成我国民营企业的主体部分。在这些企业中,既有单一业主制的企业,也有家族成员保持临界控制权的企业集团。从 2004 年年报披露情况来看,依据上市公司最终控制人性质,如果将中国内地上市公司分为:国有、家族、外资、集体、社会团体和职工持股会控股六类,则家族企业有 335 家,占市场总体的 24.56%,在之前三年里增长了一倍以上。从市值来看,335 家家族企业的总市值为 4567.58 亿元,占总市值的 12.34%,我国家族企业已经进入一个发展兴盛期。

家族企业的不断兴盛为这一领域的学术研究提供了肥沃的土壤,催生了中国的家族企业理论研究。日前,困扰我国家族企业发展的职业管理人员引入问题、资金融通问题、市场准入问题、企业文化问题等(见表 1-2),都为家族企业的理论研究提供了更多切入点。

表 1-2 2003 年上规模民营企业面临主要困难和问题

	发展中的困难	提出频次		发展中的困难	提出频次
1	人力资源	556	5	市场开拓	327
2	融资	531	6	企业管理	307
3	税费负担	420	7	技术	297
4	土地政策	330	8	执法环境	227

资料来源：中国民营企业发展报告（2004）。

1.2 研究视角及适用理论

1.2.1 研究视角的确定

家族企业的迅猛发展引起了众多学者的研究兴趣，很多知名大学先后设立了专门的工作室，对其方方面面进行解构和探究。针对我国家族企业在发展过程中所遭遇的困扰及难题，结合个人的专业特征及研究专长，本书选择家族企业的融资问题进行深入研究。由于资本结构特征是企业融资行为及过程的综合性体现，因此，本书将研究重心放在家族企业资本结构的形成问题上，侧重分析家族企业资本结构的形成路径。

企业资金来源一般可分为债务（debt）和权益（equity）两类，资本结构（Capital Structure）是指企业在特定环境下资金的来源、获得方式以及组成结构比例。企业的资本结构体现了从微观的企业经营管理层面到宏观的金融体系层面的共同作用，是企业融资策略和一定外部金融制度作用融合的产物。

家族企业是“企业家的企业”。考虑到家族企业家个人在企业中的核心地位，美国著名经济学家钱德勒把家族企业称为“企业家的企业”，在中国，家族企业特别是中小家族企业，通常都是以某一个企业家为中心建立起来的，可以说是比较典型的企业家的企业（朱卫平，2004）。在家族企业里，企业家通常是家长与企业管理者

身份一体化的象征，基于传统文化的影响，我国的家庭结构普遍推崇父权制度和家长权威，家族企业家作为家长的地位常常被固化和提升，父权制与层级制一旦结合到一起，家族企业家不仅成为最终的权力核心，而且其权力也被无限放大，既包含家长权力也包含科层权力。于是，家族企业家成了企业的灵魂，组织行动的发起人与关键核心，企业组织只有透过企业家方可在企业经营上提高生产力（郑伯坝，1995）。因此，要结合本土企业特征研究家族企业的资本结构形成问题，不可能避开家族企业家的影响作用而单独进行。

同时，家族企业具有不同于一般企业的内在融资特征：其一，在家族企业这类私人企业中，通常是所有者个人对风险的态度——而不是公开上市企业使用的融资结构策略——决定企业债权股权融资的数量（Levin 和 Travis，1987）；其二，商业贷款机构在向企业做出提供贷款的决策时，经常会参考企业主的个人财务信息（Haynes et al.，1999）；其三，家族企业是一种有别于一般意义的企业组织，家庭关系与企业经营缠绕交错，进而家族融资和企业融资也相互纠缠，难以区分，产生了多个特殊的资金融通渠道和方式（如家族成员直接对企业借款或者从企业借出款项，抵押个人资产为企业争取贷款等），不仅使得家族企业的融资问题更为复杂，也突出了妥善处理家族与企业关系的重要性，而在处理这些问题上，具有家长与管理者双重身份的家族企业家通常能够表现出较大优势。

基于家族企业家在企业里无可替代的地位、作用及家族企业的内在融资特征，本书选择以家族企业家作为切入点家族企业资本结构形成问题展开研究，从家族企业家视角分析对家族企业资本结构的形成过程，期望能够突破传统资本结构理论的局限，打开家族企业融资问题研究的另一个层面。

1.2.2 适用理论的确立

企业融资问题一直是财务及金融学家的一个重要研究领域，在将该问题的研究不断推向深入的过程中，形成了丰富多样的资本结

构理论。从 20 世纪 50 年代开始,资本结构理论以 MM 定理为中心逐步形成,并沿着两个主要分支发展,一个分支是探讨税收差异对资本结构的影响,被称为“税差学派”;另一个分支研究破产成本与资本结构的关系,发展成为财务困境成本学派,形成“破产成本主义”和“财务困境主义”,这两个分支最后合并为权衡理论。70 年代后期,由于信息不对称和博弈论的引入,使资本结构理论研究发生了一次质的飞跃,形成了四大主流学派,即新优序融资理论、激励理论、信号传递理论和控制权理论。资本结构理论研究的三个阶段在时间上继起,目标上一致;既有继承,更有创新,他们共同构成了公司融资的理论基石。

资本结构理论整体上是以有效资本市场为前提条件的,并且主要从筹资的角度研究当企业需要资金时,应如何选择筹资渠道才能有助于企业价值的实现,以“资本结构——企业行为——企业价值”为主要研究范式,侧重于资本结构的影响后果研究,这与本书研究的侧重点不同,本书研究重在考察资本结构的形成过程,同时,由于家族企业本身具有特殊性,不同于一般意义上的企业组织,因此,有必要通过对资本结构相关理论适用性的分析,寻找出切合本书研究需要的适用理论。

这里,首先解析当前的主流资本结构理论,并就这些理论对研究家族企业资本结构形成的适用性进行简要分析。

(1) MM 理论

该理论是由美国经济学家莫迪格莱尼和米勒 (Modigliani 和 Miller, 1958, 1963) 共同提出的,包括不考虑企业所得税的 MM 理论和考虑企业所得税的 MM 理论。不考虑企业所得税的 MM 理论认为,在完善的资本市场这一基本假设条件下,如果不考虑企业所得税,由于套利机制的作用,企业的资本结构对企业的资本成本和市场价值没有影响。而考虑企业所得税的 MM 理论则认为,在完善的资本市场这一基本假设条件下,考虑企业所得税后,由于债务的税盾作用,企业的资本结构对企业的资本成本和市场价值有影响。