



基于控制权保留偏好的 中小家族企业融资决策研究

王素莲 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

基于控制权保留偏好的中小家族 企业融资决策研究

王素莲 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

基于控制权保留偏好的中小家族企业融资决策研究 /
王素莲著. —北京: 经济科学出版社, 2018. 8
ISBN 978 - 7 - 5141 - 9529 - 3

I. ①基… II. ①王… III. ①中小企业 - 家族企业 -
企业融资 - 融资决策 - 研究 IV. ①F279.245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 158287 号

责任编辑: 刘殿和 李玉莲
责任校对: 刘 昕
责任印制: 李 鹏

基于控制权保留偏好的中小家族企业融资决策研究

王素莲 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

教材分社电话: 010 - 88191355 发行部电话: 010 - 88191522

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

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

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京财经印刷厂印装

710 × 1000 16 开 14 印张 221000 字

2018 年 8 月第 1 版 2018 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9529 - 3 定价: 50.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

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



作者简介

王素莲，女，1959年出生，山西省高平市人，山西大学经济与管理学院副教授，管理学博士，硕士生导师。主讲财务管理、成本会计、管理会计等专业课程。多年来专注于中国家族企业财务管理问题研究，先后在《中国行政管理》《财政研究》《经济理论与经济管理》《经济管理》《当代经济研究》《东岳论坛》《福建论坛》等国家级核心期刊发表学术研究论文30余篇，主持三项省级科研项目，参与一项国家级科研项目。

前 言

本书是山西省软科学基金资助项目“中小家族企业融资决策影响因素研究”(2013041021-03)的最终研究成果。项目选题初衷源于中小企业融资是一个由来已久却始终没有得到妥善解决的难题。在新一轮经济周期的“聚光灯”下,国内中小企业融资再次成为社会各界关注的焦点。作为家族与企业的复合体,家族企业同时具有经济性的组织关系与文化性的伦理关系特色,这种内生的异质性结构,决定了家族嵌入对企业的目标、战略和行为的渗透和干预,以及家族意志对企业具有超强的表达能力,导致家族企业融资与那些没有家族背景的企业存在很大的差异。显然,对家族企业融资决策具有针对性和说服力的理论解释,建立在对家族企业独特的内生基因及其结构逻辑深入考察和分析的基础之上。

家族企业是人类历史上最古老的的经济组织形态,至今仍是世界各国最具普遍意义的企业组织,也是当今我国私营企业的主导模式和社会经济版图上不可忽视的重要主体。从世界范围看,最保守的估计,由家庭所有或经营的企业在全世界中占65%~80%,世界500强中有40%由家庭所有或经营。家族企业创造了美国生产总值的一半,雇用的劳动力也占一半以上。在欧洲,家庭公司支配着中小规模的公司,并在一些国家里占较大公司的大多数。从中国个案看,自改革开放以来,家族企业在经济社会发展中发挥着越来越重要的作用,成为我国

经济增长、吸纳就业、增加居民收入的一支最有发展潜力的生力军。2016年中央经济工作会议强调坚持社会主义市场经济改革方向,支持实体经济的发展,稳定民营企业家的信心,这为我国家族企业的稳定发展传递了福音。家族企业在国民经济发展中日趋提升的地位,催生了我国对家族企业理论的研究,尤其是中小家族企业融资问题逐渐成为理论界和实业界关注的热点。但由于家族企业不同于其他经济组织的内生异质性特征以及外部环境的复杂作用效应,衍生出其复杂而特殊的企业目标,由此而产生的融资决策机理与特征,映射出现有主流企业融资理论对家族企业适应性的匮乏与不足,相关理论探讨和实证分析迫切需要得到更加深入的研究。

在对家族企业融资问题进行研究时,由于研究视角、理论框架、研究方法的差异,已有的研究更多侧重于宏观层面的体制因素,或是局限于微观层面的管理因素,从中小家族企业控制权保留偏好的本质特征视角进行深层次的研究比较少见。本书则从整体的、有机的、能动的思维逻辑出发,基于家族企业内生关系结构的差异和复杂性、融资目标的多样性、外部融资环境的约束性,重新审视和考量现有主流融资理论对家族企业融资活动的适应性和理论偏差,通过理论与实证研究,阐释家族企业融资活动的行为机理以及融资结构的动态性,揭示融资决策的实质和行为规律。

本书对家族企业融资决策多方位、深层次的系统研究,主要围绕以下四个方面展开。首先,从理论上揭示中小家族企业重视保持企业控制权的根源,得出控制权保留偏好是中小家族企业不变内核的基本论断。本研究通过对家族企业控制权本质属性的解析,围绕家族企业“家族理性”和“经济理性”的二重性特征,从家文化、控制权转移风险、制度环境、委托—代理、企业家特质等多维视角分析,发现控制权保留偏好是中小家族企业的本质特征,这一特征为研究中小家族

企业融资决策在理论上找到了新的切入点。其次,运用实证方法验证控制权保留偏好是中小家族企业的本质特征的结论。本研究选取山西省 184 家中小家族企业展开问卷调查,运用有效样本数据进行因子分析,对家族企业控制权保留偏好进行探索性研究。通过对量表信息提取公共因子,并采用 logistic 回归分析方法进行实证检验,研究发现:家族凝聚力、创始企业主才能、对职业经理人的认知、制度环境、家族愿景、信息披露意愿等公共因子对家族企业控制权保留偏好有较高的解释能力,这些因子与家族企业控制权保留偏好之间存在显著的相关性,这一结论为深入研究家族企业融资决策问题提供了经验支持。再次,构建了基于控制权保留偏好的中小家族企业融资决策模型。从控制权保留偏好的视角分析家族企业融资收益,发现家族企业融资收益由企业收益和家族收益构成,家族收益是难以度量的非货币形态收益,依附于控制权而存在,企业收益是可以用会计利润度量,依附于企业经营权而存在。在此基础上,借鉴主流经济学的效用理论和主流融资理论的经典结论,构建了中小家族企业融资效用最大化的理论模型和数学模型,并确定了在满足家族利益的约束条件下最优动态融资结构。最后,实证证实了中小家族企业融资决策模型的合理性。本研究从产权控制、管理职位控制两个维度,建立了家族控制与中小家族企业融资决策之间的关系模型,运用统计分析方法进行实证检验,发现家族控制与家族企业融资决策存在显著相关性,证实了在家族企业控制权保留偏好的条件下所构建的中小家族企业融资决策模型的合理性,弥补了以往研究中只关注“企业收益”而不关注“家族收益”的不足,增强了中小家族企业融资决策的完整性。

本书研究的只是中小家族企业融资问题中的冰山一角,而现实中的家族企业融资问题涉及面很广,尤其是我国经济转轨背景下家族企业复兴与发展的历史虽然不长,但独特的社会环境、历史传统、文化根源等

诸多因素的综合作用效应，导致家族企业融资决策考虑的因素更加复杂，迄今为止并不存在一个可以普遍接受的答案。无论如何，通过坚持不懈的研究，拓展家族企业融资问题研究的空间，丰富和完善家族企业融资决策理论的内容体系，将是我们持续努力的方向。

作者

2018年5月

目 录

第 1 章 绪论	(1)
1.1 研究背景	(2)
1.2 研究目标与意义	(19)
1.3 研究思路及内容安排	(23)
1.4 研究框架及研究方法	(25)
1.5 几个基本概念的界定	(27)
第 2 章 国内外研究文献综述	(38)
2.1 关于家族企业研究视角的相关文献回顾	(38)
2.2 家族企业基本理论研究文献综述	(44)
2.3 控制权理论与控制权保留偏好相关研究	(50)
2.4 家族企业融资问题研究动态	(65)
2.5 目前研究存在的问题与启示	(72)
2.6 小结	(76)
第 3 章 中小家族企业控制权保留偏好的理论与实证分析	(79)
3.1 家族企业控制权的内涵与收益	(79)
3.2 家族企业控制权保留偏好的多维视角分析	(88)
3.3 中小家族企业控制权保留偏好的实证检验	(100)

2 ◀----- 基于控制权保留偏好的中小家族企业融资决策研究

3.4 控制权保留偏好与中小家族企业融资	(116)
----------------------------	-------

3.5 小结	(121)
--------------	-------

第4章 基于控制权保留偏好的中小家族企业融资决策模型构建

.....	(123)
-------	-------

4.1 构建中小家族企业融资决策模型的理论平台	(124)
-------------------------------	-------

4.2 中小家族企业融资决策理论模型的提出	(133)
-----------------------------	-------

4.3 中小家族企业融资决策的数学模型	(147)
---------------------------	-------

4.4 小结	(160)
--------------	-------

第5章 中小家族企业融资决策的实证研究

(162)

5.1 中小家族企业融资决策的相关因素识别	(162)
-----------------------------	-------

5.2 中小家族企业融资决策的实证检验	(166)
---------------------------	-------

5.3 小结	(182)
--------------	-------

第6章 实现中小家族企业融资决策的对策建议

(184)

6.1 客观地看待中小家族企业融资决策的特殊性	(184)
-------------------------------	-------

6.2 主要对策建议	(186)
------------------	-------

6.3 小结	(192)
--------------	-------

第7章 结论与展望

(194)

7.1 研究结论	(194)
----------------	-------

7.2 研究创新	(198)
----------------	-------

7.3 研究局限性	(199)
-----------------	-------

7.4 研究展望	(200)
----------------	-------

附录 调查问卷

(202)

参考文献

(209)

第1章 绪 论

家族企业作为一种经济组织，源远流长，久盛不衰。在全球的整个经济领域中，无论是在欧洲、美洲，还是在亚洲，家族企业对经济增长和就业都做出了巨大的贡献，在各国的经济发展中起着举足轻重的作用，故而有“资本主义的温床”^①之称。然而，与事实相悖的是，家族企业不被人们看成是一个具有现代意义的课题^②，研究家族企业的文献寥寥可数，关于中小型家族企业融资问题的研究更是少得可怜，而其中又只有很少的一部分研究是针对中小家族企业的融资结构的，至于考察影响家族企业融资决策的研究则是屈指可数^③。在我国，家族企业乃至家族企业融资结构问题长久以来也没有得到国内学界的广泛重视，众多研究企业的学者大都将研究的目光放在国企改革等问题上。直到近几年，随着家族企业的发展，家族企业融资问题才逐渐成为理论界的一个热点。但由于研究视角、理论框架、研究方法的差异，已有的研究，或是局限于宏观层面的体制因素，或是局限于微观层面的管理因素，缺乏从中小家族企业

① Claessen S, Djankov S, Larry H P. The separation of ownership and control in East Asia Corporations [J]. Journal of Financial Economics, 2000 (58): 81 - 112.

② 储小平. 家族企业研究：一个具有现代意义的话题 [J]. 中国社会科学, 2000 (5): 51 - 58.

③ Romano C A, Tanewski G A, Smyrniot K X. Capital Structure Decision Making: A Model for Family Business [J]. Journal of Business Venturing, 2001, 16 (3): 285 - 310.

本质和内核的视角进行深层次研究。基于此,本研究选择中小家族企业融资决策作为研究主题,从中小家族企业控制权保留偏好的本质入手对该问题加以完整和深入的研究。

1.1 研究背景

1.1.1 实践背景

(1) 家族企业:一个不被人们看成具有现代意义的课题

家族是人类最古老的协作组织,一部家族经营史是紧密地与私有制经济的出现和发展相联系的。农业社会中以家族村庄为体系,其生产经营也基本上是以家庭或家族为单位。当农业社会踏入工业化进程之时,由于制度惯性作用的存在使工业组织、贸易组织中不可避免地沾染了家族生产的气息。无论是在新兴的发展中国家,还是在西方发达的资本主义国家,家族企业都是占统治地位的企业组织形式^①,也是世界上极为普遍的企业经营类型。据有关资料显示,英国75%、西班牙80%、瑞典超过90%以及意大利99%的企业都是家族企业。美国《财经》杂志评选的全球500强企业中大约有1/3是家族企业,在美国,80%~90%的企业是家族企业,许多声名显赫的大公司如杜邦、福特、安利等都是家族企业,它们占美国的GDP和雇用人数的50%,在欧洲,这一百分比为52%(荷兰)~80%(德国与奥地利)。南亚、东亚、中东、非洲等

^① Utpal Bhattacharya B R. Capital Market & the Evolution of Family Business [J]. Journal of Business, 2001, 74 (2): 187-219.

地,大部分上市公司是家族控制的。^{①②③④} 世界各国或地区家族企业的具体情况如表 1-1 所示,它们在各 国经济发展中扮演着重要的角色。另据资料显示,美国家族企业的产值占国内生产总值的 64%,提供了 62% 的就业岗位;东亚各国和地区最大的 15 家家族控股公司的市价总值占其国内或地区内生产总值的百分比分别为:中国香港 84.2%、马来西亚 76.2%、新加坡 48.3%、菲律宾 46.7%、泰国 39.3%、印度尼西亚 21.5%、中国台湾 17%、韩国 12.9%、日本 2.1%。^{⑤⑥} 由此可见,家族企业是世界范围内分布广泛的企业组织形式,是世界各国经济发展的重要支撑构件。

表 1-1 家族企业在世界各国或地区的情况

国家或地区	家族企业的情况
澳大利亚	超过 80% 的私人企业及 25% 公共企业是家族控制的, 70% 的注册公司是家族企业, 对 GDP 的贡献超过 50%
智利	75% 的企业和 65% 的大型企业是家族企业
德国	80% 的企业是家族企业
印度	500 个最大企业的 75% 是家族控制的, 包括 297 000 个全国性的注册企业, 294 000 个是家族企业
荷兰	80% 的企业是家族企业, 创造了 42% 的就业机会, 对 GDP 的贡献是 53%

① Francis B C. Family Business Succession Planning [J]. Journal of Accountancy, 1993, 176 (5): 2-4.

② Zeitlin M. Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the Capitalist Class [J]. American Journal of Sociology. 1974, 79: ?

③ Donckels R, Frohlick E. Are Family Business Really Different? European Experiences from Stratos [J]. Family Business Review, 2010, 4 (2): 149-160.

④ Porta R, Shleifer A. Corporate Ownership around the World [J]. Journal of Finance, 1999, 54 (2): 471-517.

⑤ Joseph H A, Shanker M C. Family Business, Contribution to the U. S. Economy: Closer Look [J]. Family Business Review, 2003, 16 (3): 211-219.

⑥ Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1-2): 81-112.

续表

国家或地区	家族企业的情况
西班牙	100 个最大公司的 17%，1 000 个大公司的 23%，以及年销售收入超过 200 万美元的企业的 71% 是家族企业，它们对 GDP 的贡献是 70%
英国	8 000 个较大型企业中家族企业占 76%，对 GDP 的贡献是 70%
拉美国家	80% 的私营企业是家族企业
欧洲	85% 的企业是家族企业

资料来源：Nancy Upton, William Petty. Venture capital investment & US family business [J]. Venture Capital, 2000, 2 (1): 27 - 39.

与西方国家家族企业的成长环境不同，我国的家族企业发展经历了一个“由下向上”“由外到内”的转移过程。新中国成立直至 1978 年党的十一届三中全会召开，经过国家对民营经济的三大改造以及“文化大革命”中“割资本主义尾巴”的运动，民营经济中的家族企业很长一段时间里没有合法地位。直到改革开放之后，人们对家族企业的看法才开始有了改变，蓄势待发的家族企业由地下转向地上。特别是党的十六大突破性地提出了民营经济的发展问题，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史无前例的高度。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。更多领域和层面允许不同经济成分平等竞争，促使家族企业和其他成分在内的民营经济不断向体制内移动。从此，以家族为基础形成的经济组织形态在中国农村和城市如雨后春笋般涌现出来，并逐步释放出前所未有的经营能量。考察 2000 ~ 2004 年五个年度私营企业的发展情况，可以发现私营企业创造的工业总产值、提供的就业岗位均在迅速上升，正日益成为与国有企业并驾齐驱的重要经济力量和社会贡献主体（图 1-1、图 1-2）。值得关注的是，在这些中小民营企业中，绝大多数都属于家族企业或准家族企业。我国 90% 以上的民营企业都是由个人（家庭、家族或者合伙人）所有或控制

的家族企业。^① 这些家族企业形态各异,既包括刚刚起步的家庭作坊、合伙制企业,又包括已经成长起来的具有一定规模的家族控股集团甚至上市公司。据统计,截至2012年7月15日,中国沪深两市共有2422家A股上市公司,其中民营企业超过总数的一半。而以存在血缘、姻缘关系为判断标准,其中又有684家为家族企业,占全部民营上市公司数的49%(福布斯:2012年中国家族企业调查报告)。而在民营企业比重更高的非上市公司中,同期一项依托全国工商联进行的调查发现,以50%的绝对控股为区分标志,全部样本中有85.4%的民营企业可判定为家族企业(《中国家族企业发展报告/2011》,2012)。在世界范围内,家族企业也是经济的主要力量,即便在公众公司中,家族企业也普遍存在,例如,在普遍认为股权最为分散、经营最为独立的美国,若从家族可以控制企业战略方向的广义定义看,家族企业数占到纳税企业的89%,雇用了62%的劳动力,贡献了64%的GDP^②。总之,无论外界喝彩还是贬抑,抑或是家族企业主们表现出的自豪还是低调,我们都不可否认家族企业包括中小民营家族企业都已经是我国国民经济生活中不可或缺的一部分了^③。由此我们断定,家族企业的发展有效地促进了国民经济的发展,缓解了现阶段日益严重的就业压力。

在当前鼓励“全民创业”以及“就业优先战略”的大背景下,家族企业在国民经济中的角色更是无法替代。然而,与事实相悖的是,家族企业不被人们看成是一个具有现代意义的课题。表现在融资问题上,家族企业没有一个较为宽松的融资环境,也很少有相关的金融政策予以扶持,家族企业融资难问题一直困扰着其生存和发展,使家族企业陷入了

① 中国改革与发展报告专家组. 非国有经济的发展问题研究 [M]. 上海:上海远东出版社, 2001: 126-128.

② Astrachan J H, Shanker M C. Family Businesses' Contribution to the U. S. Economy: A Closer Look [J]. Family Business Review, 2010, 16 (3): 211-219.

③ 杨光飞. 家族企业的关系治理及其演进:以浙江异兴集团为个案 [M]. 北京:社会科学文献出版社, 2009.

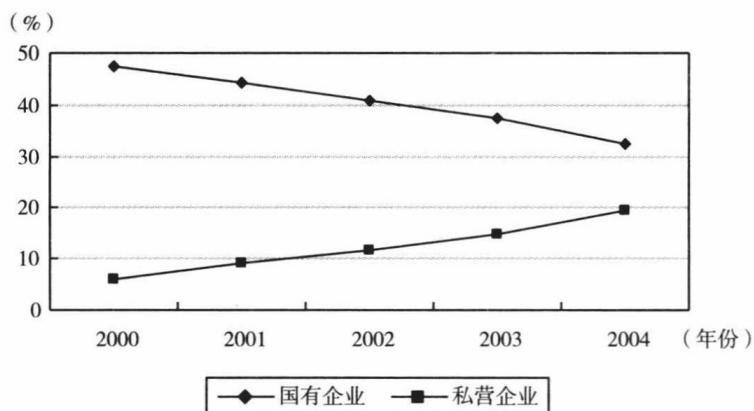


图 1-1 国有企业、私营企业工业总产值在全国工业总产值中的比重变化情况

资料来源：根据《中国统计年鉴》（2015）数据整理。

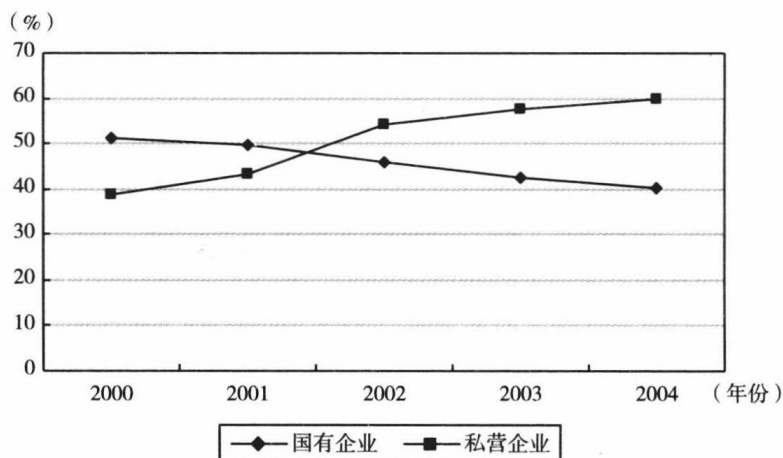


图 1-2 国有企业、私营企业就业比率变化趋势

资料来源：根据《中国统计年鉴》（2015）数据整理。

“长不大、活不长”的尴尬境地。造成这种局面的原因除了是我国政府还没有真正认识到家族企业在国民经济中的重要地位，学者们也存在家族企业是一种落后的管理方式、最终必然要被现代企业制度所代替的偏见。但是，家族企业在世界范围内与非家族企业长期共存的客观事实说

明,家族企业是长盛不衰的企业类型,在缺乏对家族企业制度深入了解和研究的情况下,对中国经济特别是企业组织的发展将是难以准确把握的^①。

(2) 融资难的表象掩盖了家族企业融资问题的本质动因

就家族企业融资方面的问题,学者们也有过研究。归纳起来,主要从体制性障碍^{②③④⑤}、结构规模差异障碍^⑥、信息不对称障碍^⑦、层级式资本市场残缺障碍^⑧等外部环境因素进行了探讨,在一定程度上为解决企业资金短缺问题以及帮助企业主选择融资决策,提供了很好的思路和线索。

但是,当我们把分析的视角朝向家族企业内部时,发现中小家族企业本身的特殊性也是造成“融资瓶颈”的主要原因之一。儒家文化背景和信息披露风险性约束条件下孕育出的“集权情结”,诱发了中小家族企业对控制权的特有偏好。其主要表现:大多数家族企业的所有者非常看重企业的控制权和管理权。有数据显示,在决策权方面,43.7%的重大经营决策,由主要投资人决定;一般管理决策由主要投资人决定的占35.4%。对保留控制权方面表现得更为敏感,认为“只要公司能做大,股权分散也可以接受”的企业主仅占12.5%;与家庭、家族成员分享、

① 李新春.信任与企业成长方式的相机抉择[J].经济体制改革,2003(1):51-55.

② 邬九峰,彭桂林.银行应拓宽对个体、私营企业贷款的思路[J].中国工商,1994(8):7-10.

③ 黄敏,何桂芳.金融部门支持个体、私营经济发展的几点构想[J].中国工商,1994(12):26-27.

④ 徐乐铭.试议解决个体、私营企业的“贷款难”问题[J].中国工商,1995(4):20-21.

⑤ 张杰.民营企业的金融困境与金融秩序[J].经济研究,2000(4):3-10.

⑥ 陈志强.我国中小家族企业发展及国有银行状况的调查[J].改革,1999(1):51-56.

⑦ 林毅夫,李永军.中小金融机构发展与中小家族企业融资[J].经济研究,2001(1):10-19.

⑧ 周其仁.设立并逐步建立开放全国性的为中小家族企业融资服务的资本市场[N].经济学消息报,1998-01-15.