

家族控制与民营企业债务融资： 促进效应还是阻碍效应？^{*}

陈建林

(广东商学院 会计学院, 广东 广州 510320)

摘要:学术界认为家族控制对民营企业债务融资有双重影响:“促进效应”和“阻碍效应”。针对上述争论和民营企业的融资困境,文章探讨了家族控制对民营企业债务融资的影响效应。研究结果显示:(1)对全体民营上市公司来说,家族控制权有利于民营企业进行债务融资。(2)在制度环境较好的地区,家族控制权可以显著促进民营企业债务融资;在制度环境较差的地区,家族控制权与民营企业债务融资的关系不显著。(3)对于家族自利倾向较强的企业,家族控制权对民营企业债务融资起阻碍作用;对于家族自利倾向较弱的企业,家族控制权对民营企业债务融资起促进作用。

关键词:家族控制;民营企业;债务融资;代理成本

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)07-0027-11

一、引言

随着国内外经济形势的变化,当前民营企业普遍陷入融资困境。然而,民营企业近期不仅遇到“融资难”的问题,还遇到“融资贵”的问题。不管是银行贷款还是民间借贷,民营企业债务融资成本都大幅提高,经营压力加大。温州地区甚至出现融资成本过高导致企业倒闭的情形,影响了社会稳定。在此背景下,如果能够降低债权人和债务人的代理成本,则有助于解决民营企业的债务融资问题。因此,本文基于代理成本理论,探讨家族控制对民营企业债务融资的影响效应。

传统资本结构理论中最具代表性的融资次序理论、代理理论和生命周期理论都是在信息不对称及由此产生的代理成本这一分析框架下展开的(田晓霞,2004)。Jensen 和 Meckling(1976)最早提出“代理成本”的概念,指出代理

收稿日期:2012-10-05

基金项目:国家自然科学基金项目(71202097);教育部人文社会科学研究青年基金项目(12YJC630009);广东省哲学社会科学规划项目(GD10YGL07);广东省自然科学基金项目(S2012010010844)

作者简介:陈建林(1979—),男,广东始兴人,广东商学院会计学院副教授,博士。

成本有两类:一类是所有者和管理者之间的权益代理成本(the agency cost of equity);另一类是债权人和债务人之间由债务融资引起的代理成本,可简称为债务代理成本(the agency cost of debt)。Jensen 和 Meckling(1976)认为,当债权人将资金借贷给企业后,由于信息不对称,股东有动机通过投资高风险、高预期收益项目来掠夺债权人的财富,债权人预期到这种可能性,会要求更高的利息,从而导致股东承担更高的代理成本。Smith 等(1979)指出,股东损害债权人利益的方式有:资产替代、债权稀释、股利支付和投资不足。

基于代理成本理论,学术界对家族控制与债务融资的关系有两种观点(Chua 等,2011)。第一种观点认为家族控制有利于降低债务代理成本,促进企业融资(促进效应);第二种观点认为家族控制会增加债务代理成本,阻碍企业融资(阻碍效应)。那么,我国企业的家族控制对债务融资发挥了什么作用,应该从哪些角度整合学术界的争论,这是本文关心的问题。

与以往的文献相比,本文可能的创新体现在两个方面:首先,虽然有些学者总结了家族控制对债务融资的双重作用(Chua 等,2011),但是现有文献没有进一步区分在何种情形下,家族控制会降低或增加债务融资代理成本。本文在这方面有所突破,发现了影响家族控制与债务融资关系的权变因素,为整合学术界的争论提供了新的思路。其次,从研究视角来说,有学者提出要关注我国制度环境对家族企业债务融资的影响(杨淑娥等,2005),还有学者提出要关注家族特征对我国家族企业债务融资的影响(陈凌和叶长兵,2007),但是,现有文献却忽视了从家族企业内外部两个视角展开研究。本文同时从企业外部和企业内部视角研究了影响我国家族企业债务融资的权变因素,试图对家族企业债务融资问题提供更有说服力的解释。

二、理论分析和研究假设

(一)家族控制对民营企业债务融资的双重影响

基于代理成本理论,学术界认为家族控制对民营企业债务融资有双重影响,首先是“促进效应”,其次是“阻碍效应”。

有些学者认为,家族控制有助于企业进行债务融资。首先,代理成本理论认为,当所有者和管理者来自于同一家族时,他们之间的代理成本会降低(Jensen 和 Meckling,1976)。权益代理成本降低有助于提高企业的自由现金流量,从而减少债务违约的风险。其次,与非家族企业的股东相比,上市家族企业的控制性家族有两点特殊之处:家族非常关注企业的长期发展和名声(Anderson 等,2003)。控制性家族将家族企业看作是世代传递的资产,而不是仅仅在有生之年享用的财富。家族的利益建立在公司永续经营的基础上,因此,控制性家族对企业的长期发展非常重视,更关注企业价值的增长而不是股东利益的增加,这样控制性家族与债权人的利益更趋于一致,有利于降低债

务代理成本。同时,为了实现家族企业的长远发展,控制性家族可以预期到企业将与银行等机构进行长期合作,因此,控制性家族非常关注企业的名声。由于家族的声誉与企业的声誉联系密切,这驱使家族努力使企业获得成功。为了获得更好的声誉,控制性家族不倾向于侵害债权人的利益,这同样有利于降低债务代理成本。在华人家族企业中,当家族企业和社会财务资本融合时,华人社会特有的社会关系网络起着特别重要的作用(储小平,2000)。因此,控制性家族有助于华人家族企业进行债务融资。最后,家族涉入有利于减少企业的冒险倾向,这意味着贷款人的风险降低,从而更愿意贷款。Anderson 等(2003)对美国上市公司的实证研究表明,控制性家族有利于降低企业的债务代理成本,表现出“促进效应”。Chua 等(2011)对创业企业的实证研究也证实了家族涉入有助于创业企业进行债务融资。

家族控制也可能对企业债务融资产生不利影响,即“阻碍效应”。首先,当企业主与家族管理者的利他主义不对称时,家族管理者会出现“搭便车”、偷懒等机会主义行为,而且为了维护家族和谐,这些行为难以得到惩罚,因而增加了企业的代理成本(Schulze 等,2001)。其次,为了满足私利,控制性家族会利用对上市公司的控制权,通过各种方式从上市公司掠夺现金。控制性家族的隧道行为将损害债权人的利益,而在意识到这个问题后,债权人会对所有者提出更高的利率回报,从而增加了债务代理成本。同时,为了维持控制权的优势,避免泄露公司内部信息,控制性家族会倾向于选择监督机制相对较弱的举债方式,这也可能增加债务代理成本。最后,家族企业有非经济目标,例如,家族和谐或者为家族成员提供工作岗位。非经济目标会增加债务代理成本,例如:当家族控制权传到下一代时,非经济目标会增加决策失误的风险,从而导致企业的衰退。因此,本文提出两个对立的研究假设。

假设 1.1:在我国上市公司中,家族控制可促进民营企业债务融资(促进效应)。

假设 1.2:在我国上市公司中,家族控制会阻碍民营企业债务融资(阻碍效应)。

(二)对学术界争论的整合

不少学者认为,家族企业的发展受到外部环境和内部因素的影响(陈建林,2011)。因此,本文从企业外部视角和企业内部视角对学术界的上述争论进行整合。

杨淑娥等(2005)认为,应该参照国外类似问题的研究视角、方法和结论,立足于中国实际分析我国家族企业融资问题的特殊性。贺小刚等(2007)也关注了特定区域的家族企业治理问题。因此,本文从企业外部视角选择的调节变量是我国的制度环境。陈凌和叶长兵(2007)指出,当前家族企业融资研究没有充分考虑家族或者企业家的特征。因此,本文从企业内部视角选择的调

节变量是控制性家族特征。本文基于制度背景和控制性家族特征,探讨在何种情形下家族控制会降低或增加债务融资代理成本,从而整合学术界的争论。

1. 基于制度环境视角的家族控制与民营企业债务融资的关系

La Porta 等(1999)研究了不同制度环境下大股东对小股东的掠夺问题。同样的,在不同的制度环境下,所有者侵害债权人权益的程度也不同,从而会影响家族控制与债务代理成本之间的关系。在制度环境较好的地区,控制性家族受到司法机关、市场等方面的监督,并且家族持股的长期导向也为债权人的利益提供了保证,债权人会要求较低的利率回报。此时,家族控制表现出“促进效应”。而在制度环境较差的地区,控制性家族掠夺债权人的能力和动力更强,债权人的利益受到侵害的可能性更大,因此,债权人将提高利率以保障自身的利益。此时,家族控制表现出“阻碍效应”。

有些学者运用实证研究的方法探讨了制度环境对民营企业债务融资的影响。Ellul 等(2005)研究了不同制度环境下债权人对企业贷款的定价行为。通过对 45 个国家数据的实证研究发现,家族控制与债务代理成本的关系,随着法律保护体系的不同而发生变化。在制度环境较好的地区,家族企业的债务代理成本较低;反之,在制度环境较差的地区,家族企业的债务代理成本较高。Faccio 等(2003)的实证研究发现,与制度环境比较完善的西欧地区相比,在资本市场无效和外部监控不力的东亚地区,实际控制人更容易滥用债务,侵害债权人和小股东的利益,而且东亚地区上市公司很多是典型的家族企业,常常利用关联贷款助长剥削行为。余明桂和潘红波(2008)的研究结果表明,在我国金融发展较落后、法治水平低下和政府随意侵害企业产权的制度背景下,银行基于风险防范的考虑,对民营企业的信用配置会相当谨慎,进而增加企业融资难度,此时政治关系可以作为一种替代性的非正式机制,缓解落后的制度对民营企业发展的阻碍作用,帮助民营企业获得银行的信贷支持。

假设 2:在制度环境较好的地区,家族控制可促进民营企业债务融资(促进效应)。

假设 3:在制度环境较差的地区,家族控制会阻碍民营企业债务融资(阻碍效应)。

2. 基于控制人特征视角的家族控制与民营企业债务融资的关系

从企业内部来说,家族特征将决定上市公司控制性家族的动机和行为(王明琳和周生春,2006;申明浩,2008),从而会进一步影响家族控制对债务代理成本的影响效应。对上市公司而言,控制性家族的重要特征是其控制公司的自利倾向(Chrisman 等,2005)。实际控制人的自利倾向一般用两权偏离度来表示,即控制权现金流权分离系数=控制权/现金流权(Faccio 等,2003)。实际控制人处于金字塔结构的上方时,由于其拥有控制权,但收益权(即现金流权)较低,两权偏离度变得很大,导致控制权与现金流权的分离,家族控制股东

与上市公司的利益严重割裂。因此,家族控制股东有动力加强控制上市公司,通过隧道行为将上市公司的利润转移到家族直接控制的母公司,侵害了中小股东和债权人的利益。

当两权分离度较大时,虽然在非家族企业同样存在大股东侵害小股东权益的情况,但家族企业的自利行为带来的代理问题更严重。上市家族企业的家族控制股东通常是通过金字塔结构,采取隧道行为攫取企业的利润,损害债权人和小股东的利益。Faccio 等(2003)的实证研究发现,与美国不同,在西欧和东亚地区的上市公司大多有相对集中的股权结构,两权分离度较大,实际控制人利用金字塔结构控制上市公司,常常以举债的方式剥削债权人和小股东。而当两权分离度较小时,家族利益与企业利益密切相关,控制性家族的长期导向将占据主导地位,有助于促进民营企业融资。王明琳和周生春(2006)的研究表明,在我国家族上市公司中,两权分离度较小的家族企业,其控制人往往是创始家族。Ellul 等人(2005)的实证研究则进一步表明,创始家族与其他类型的大股东(如机构投资者)存在显著的差异,相对来说,创始家族往往可以获得债权人较低的利率定价。

假设 4:当家族自利倾向较低时,家族控制可促进民营企业债务融资(促进效应)。

假设 5:当家族自利倾向较高时,家族控制会阻碍民营企业债务融资(阻碍效应)。

三、变量和数据

本文运用多元回归分析法展开研究,变量的定义见表 1。因变量债务融资从三个角度选取:融资的成本、融资的可得性和银企关系。参照 Anderson 等(2003)的方法,采用利息支出率作为反映债务融资代理成本的间接指标。参照余明桂和潘红波(2008)的方法,采用债务融资比率作为反映债务融资可得性的指标。参照罗党论和唐清泉(2007)的方法,采用长期借款比率作为反映银企关系的指标。

自变量为家族控制权。La Porta(1999)最早提出最终控制人的概念,由于控制权和现金流权的分离,在分析企业的股权结构问题时,应通过股权控制链条找到企业的最终控制人,而不能简单地以第一大股东作为控制人。因此,判断家族企业的标准,应该是看终极控制人的性质。参照王明琳和周生春(2006)的方法,将终极控制人为个人或家族的定义为控制性家族,使用控制性家族的控制权比例作为自变量。当民营上市公司的终极控制人不是个人或家族时,定义家族控制权比例为零。分类变量包括制度环境和两权偏离度。参照余明桂和潘红波(2008)的方法,采用樊纲等(2006)编制的地区市场化指数表示制度环境。两权偏离度反映实际控制人的自利倾向,两权偏离度的计算

公式是“控制权/现金流权”。

为了控制其他因素对企业债务融资的影响,本文选择了以下控制变量:首先是企业的财务指标,包括反映企业偿债能力的指标,资产负债率和流动负债比率;反映企业成长能力的指标,净资产收益率增长率和净利润增长率;反映企业获利能力的指标,资产报酬率。其次是企业特征,用企业规模表示。再次是行业特征,用行业代码表示。最后是时间背景,用年份代码表示。

本文收集了 2007—2009 年共 1 896 个民营上市公司样本。企业层面的数据来自 CSMAR 数据库。考虑到制度环境的作用效果有滞后性,制度环境数据选择了樊纲等编制的 2006 年我国各地区市场化指数。

表 1 变量定义

	名 称	符号	定 义
因变量	利息支出比率	IN	利息支出/(长期借款+短期借款)
	债务融资比率	DE	(长期借款+短期借款)/总资产
	长期借款比率	LD	长期借款/(长期借款+短期借款)
解释变量	家族控制权	FC	终极控制人为个人或家族的公司的控制权比例
分类变量	制度环境	IE	所在地区的市场化指数
	两权偏离度	SQ	控制权/现金流权
控制变量	资产负债率	AD	总负债/总资产
	流动负债比率	SD	流动负债/总负债
	净资产收益率增长率	NA	(本期净资产收益率-上期净资产收益率)/上期净资产收益率
	净利润增长率	NP	(本年净利润-上年净利润)/上年净利润
	资产报酬率	AP	(利润总额+财务费用)/平均资产总额
	规模	AT	公司总资产的自然对数
	行业	IU	行业代码
	年份	YR	年份代码

四、实证分析

(一)家族控制与债务融资的关系

如表 2 所示,家族控制权与利息支出比率显著负相关,说明家族控制有助于降低民营企业的债务融资代理成本。家族控制权与债务融资比率显著正相关,表明家族控制可以提高民营企业债务融资的可得性,有利于企业获得债务融资。家族控制权与长期借款比率显著正相关,表明家族控制可以改善民营企业与债权人之间的关系。三个多元回归分析模型的 R^2 分别为 36.4%、50.8%和 56.5%,拟合优度比较理想。

因此,本文的实证研究表明,家族控制可以有效促进民营上市公司的债务融资,家族控制权越大,民营企业的融资成本越低,融资可得性越高,银企关系越好,假设 1.1 得到验证,而假设 1.2 没有得到验证。对全体民营上市公司来说,家族控制对民营上市公司债务融资发挥了促进作用,没有显示阻碍效应。

表 2 家族控制对债务融资的影响

因变量	利息支出比率	债务融资比率	长期借款比率
截距项	0.741** (2.292)	-0.344* (-1.649)	0.541*** (3.939)
FC	-0.002** (-2.476)	0.001* (1.696)	0.001* (1.701)
AD	0.143*** (24.255)	0.158*** (36.587)	-0.013*** (-5.108)
SD	-0.102(-1.208)	-0.101* (-1.642)	-1.305*** (-36.209)
NA	-0.001** (-2.042)	0.000(-0.530)	0.000(0.437)
NP	-0.002* (-1.831)	-0.001* (-1.671)	0.000** (-2.040)
AP	0.367*** (2.883)	0.332*** (31.702)	0.087* (1.624)
AT	-0.036** (-2.545)	0.028*** (2.934)	0.038*** (6.370)
IU	控制	控制	控制
YR	控制	控制	控制
R ²	0.364	0.508	0.565
F 值	79.787	160.615	181.043

注:括号内为 t 检验值,***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 置信水平上显著,下同。

(二)不同制度背景下家族控制对债务融资的影响

根据表 3,在制度环境较好的地区,家族控制权与利息支出比率显著负相关,说明家族控制有助于降低民营企业的债务融资代理成本。家族控制权与债务融资比率显著正相关,表明家族控制可以提高民营企业债务融资可得性。家族控制权与长期借款比率显著正相关,表明家族控制可以改善民营企业与债权人之间的关系。因此,家族控制可以有效促进民营上市公司的债务融资,假设 2 得到验证。在制度环境较好的地区,家族控制对民营上市公司债务融资发挥了促进作用。

表 3 不同制度背景下家族控制对债务融资的影响

因变量	利息支出比率		债务融资比率		长期借款比率	
制度环境	好	差	好	差	好	差
截距项	1.007** (2.108)	0.286 (0.624)	-0.668* (-1.819)	0.298* (1.849)	0.852*** (4.921)	0.211 (0.915)
FC	-0.003** (-2.271)	-0.001 (-0.995)	0.001* (1.690)	0.000 (0.509)	0.001* (1.682)	0.001 (1.225)
AD	0.141*** (21.946)	0.127*** (3.205)	0.163*** (29.087)	0.174*** (13.583)	-0.014*** (-5.819)	-0.009 (-0.470)
SD	-0.269** (-2.126)	0.089 (0.773)	0.039 (0.374)	-0.295*** (-7.024)	-1.404*** (-30.382)	-1.182*** (-20.772)
NA	-0.003* (-1.623)	-0.001 (-1.587)	0.003 (1.482)	0.000 (0.163)	0.001 (1.273)	0.000 (-0.285)
NP	0.001 (0.317)	-0.002** (-2.159)	-0.002 (-0.877)	0.000** (-2.183)	-0.002** (-1.987)	0.000* (-1.783)
AP	0.540*** (2.591)	0.246 (1.513)	-0.394** (-2.525)	0.371*** (13.623)	-0.056 (-0.826)	0.373*** (3.721)
AT	-0.044** (-2.122)	-0.020 (-1.002)	0.041*** (2.295)	0.004 (0.623)	0.027*** (3.600)	0.048*** (4.858)
IU	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.495	0.052	0.541	0.302	0.601	0.544
F 值	70.560	3.673	102.906	29.108	118.321	71.459

在制度环境较差的地区,家族控制权与利息支出比率的关系不显著、与债务融资比率的关系也没有通过显著性检验、与长期借款比率的关系同样不显著。这表明家族控制权不会影响民营企业债务融资的成本、可得性和银企关系,假设 3 没有得到验证。

本文的实证研究结果表明,只有在制度环境较好的地区,家族控制权对民营企业融资的促进作用才能得以发挥。在制度环境较差的地区,家族控制的影响效果并不显著,没有发挥促进作用或者阻碍作用。

(三)不同实际控制人自利倾向下家族控制对债务融资影响

表 4 显示,对两权分离度较高的公司来说,家族控制权与利息支出比率的关系不显著、与债务融资比率的关系同样没有通过显著性检验。家族控制权与长期借款比率显著负相关,表明家族控制将恶化民营企业与债权人之间的关系。因此,对两权分离度较高的公司来说,家族控制会强化控制性家族的掠夺行为,损害债权人的利益。这意味着家族控制对民营上市公司债务融资发挥了阻碍作用,假设 4 得到验证。

表 4 不同实际控制人自利倾向下家族控制对债务融资的影响

因变量 两权分离度	利息支出比率		债务融资比率		长期借款比率	
	高	低	高	低	高	低
截距项	0.698*** (5.080)	0.825* (1.843)	-0.305** (-1.927)	-0.447 (-1.501)	1.246*** (5.313)	0.308* (1.815)
FC	0.000 (-0.306)	-0.002** (-2.387)	0.001 (1.572)	0.001 (1.436)	-0.001* (-1.679)	0.001** (2.159)
AD	0.023** (2.521)	0.145*** (20.768)	0.258*** (23.898)	0.157*** (31.278)	-0.025* (-1.654)	-0.011*** (-4.312)
SD	-0.032 (-0.866)	-0.118 (-1.035)	-0.147*** (-3.267)	-0.081 (-1.013)	-1.437*** (-22.471)	-1.260*** (-29.202)
NA	0.000 (-0.720)	-0.003*** (-2.790)	0.000 (-1.167)	0.000 (-0.234)	0.001 (1.304)	0.000 (0.650)
NP	0.000 (-0.327)	-0.003** (-1.872)	0.001* (1.757)	-0.002* (-1.939)	-0.003*** (-3.750)	0.000 (-0.637)
AP	0.158*** (2.882)	0.485*** (2.786)	0.001 (0.015)	0.329*** (27.360)	0.227** (2.431)	0.037 (0.556)
AT	-0.032*** (-5.390)	-0.039** (-2.002)	0.024*** (3.543)	0.033*** (2.541)	0.011 (1.124)	0.046*** (6.337)
IU	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.124	0.377	0.638	0.509	0.639	0.554
F 值	5.114	61.278	68.205	119.386	63.889	125.674

对两权分离度较低的公司来说,家族控制权与利息支出比率显著负相关,这说明家族控制有助于降低民营企业的债务融资代理成本。家族控制权与债务融资比率的关系没有通过显著性检验。家族控制权与长期借款比率显著正

相关,表明家族控制可以改善民营企业与债权人之间的关系。这表明,对两权分离度较低的公司来说,家族控制权会降低民营企业债务融资成本,改善银企关系。因此,家族控制对民营上市公司债务融资发挥了促进作用,假设5得到验证。

本文的实证研究结果表明,在实际控制人自利倾向较强的公司,家族控制权越大,对民营企业债务融资的阻碍作用越大。在实际控制人自利倾向较弱的公司,家族控制权越大,对民营企业债务融资的促进作用越大。

五、结论和启示

本文运用我国民营上市公司的数据,研究了家族控制对民营企业债务融资的影响效应,得出以下结论:(1)对全体民营上市公司来说,家族控制对民营企业债务融资发挥了促进作用,有利于企业降低债务融资代理成本,提高债务融资可得性和改善银企关系。(2)在制度环境较好的地区,家族控制有利于民营企业进行债务融资;在制度环境较差的地区,家族控制与民营企业债务融资的关系不显著。(3)对实际控制人自利倾向较强的企业,家族控制对民营企业债务融资发挥了阻碍作用;而对控制人自利倾向较低的企业,家族控制对民营企业债务融资发挥了促进作用。

本文研究的理论价值体现在整合了学术界的争论,基于制度环境和控制人特征提出了权变理论。关于家族控制与民营企业债务融资的关系,以往的研究有“促进效应”和“阻碍效应”两种对立的观点。本文的研究表明,这两种观点均有其合理之处,家族控制在不同的情形下可以发挥不同的作用。在制度环境较好的地区和控制人自利倾向较低的企业,家族控制将对债务融资发挥促进作用。在控制人自利倾向较强的企业,家族控制将对民营企业债务融资发挥阻碍作用。

本文研究的实践价值体现在:一方面,对于金融监管部门而言,为了改善民营企业的“融资难”和“融资贵”问题,充分发挥控制性家族对民营企业债务融资的促进作用,相关部门应该尽量改善地区的制度环境,如尽快建立和完善社会信用制度和民营企业信用担保体系(胡军等,2009)、提高金融透明度、提升法治化水平等。面对民营企业的融资困境,有些学者认为应为民营企业融资提供倾斜性政策。本文认为,民营企业融资需要的不是照顾,而是公平。给予民营企业扶持性政策固然重要,但是更应该为民营企业提供公平的竞争环境,减少歧视性政策,使民营企业能够发挥家族长期导向等自身优势以获取融资。另一方面,对于民营企业来说,要想获取债务融资,可以从两个方面努力:首先,应该降低企业的两权偏离度,使家族利益与企业利益趋于一致,降低控制性家族损害债权人利益的倾向,发挥家族控制的促进作用;其次,即使企业两权偏离度基本保持不变,也应该降低控制性家族对企业的控制权,引入机构

投资者等外部投资者,加强对控制性家族的监督,改善企业在融资市场上的形象,避免家族控制的阻碍效应。

* 本文还得到广东省高校人文社会科学一般项目(2012WYXM_0032)资助。

主要参考文献:

- [1]陈建林. 利他主义、代理成本与家族企业成长[J].管理评论,2011,(9):50—57.
- [2]陈凌,叶长兵. 中小家族企业融资行为研究综述[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2007,(4):172—181.
- [3]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.
- [4]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数[M].北京:经济科学出版社,2006.
- [5]贺小刚,李新春,连燕玲.家族权威与企业绩效:基于广东省中山市家族企业的经验研究[J].南开管理评论,2007,(5):75—81.
- [6]胡军,陈建林. 民营企业融资方式的演化特征:典型企业的案例分析[J].广东社会科学,2009,(2):12—18.
- [7]罗党论,唐清泉. 政府控制、银企关系与企业担保行为研究——来自中国上市公司的经验证据[J].金融研究,2007,(3):151—161.
- [8]申明浩. 治理结构对家族股东隧道行为的影响分析[J].经济研究,2008,(6):135—144.
- [9]田晓霞. 小企业融资理论及实证研究综述[J].经济研究,2004,(5):107—116.
- [10]王明琳,周生春. 控制性家族类型、双重三层委托代理问题与企业价值[J].管理世界,2006,(8):83—93.
- [11]杨淑娥,马春爱,魏明. 国内外家族企业融资问题研究:回顾与借鉴[J].经济体制改革,2005,(3):132—135.
- [12]余明桂,潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J].管理世界,2008,(8):9—21.
- [13]Anderson R, Mansi S, Reeb D. Founding family ownership and the agency cost of debt[J].Journal of Financial Economics,2003,68(2):263—285.
- [14]Chrisman J, Chua J, Sharma P. Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm[J].Entrepreneurship Theory and Practice,2005,29(5):555—576.
- [15]Chua J, Chrisman J, Kellermanns F, et al. Family involvement and new venture debt financing[J].Journal of Business Venturing,2011,26(4):472—488.
- [16]Ellul A, Gunlay L, Lel U. External governance and debt agency costs of family firms[R].SSRN Working Paper,2005.
- [17]Faccio M, Lang L, Young L. Debt and expropriation [R].SSRN Working Paper,2003.
- [18]Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J].Journal of Financial Economics,1976,3(4):305—360.
- [19]La Porta R, Lopez-de-Salinas F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J].Journal of Finance,1999,54(2):471—517.

- [20]Schulze W,Lubatkin M,Dino R,et al.Agency relationships in family firms:Theory and evidence[J].Organization Science,2001,12(2):99—116.
- [21]Smith C,Warner J.On financial contracting:An analysis of bond covenants[J].Journal of Financial Economics,1979,7(2):117—161.

Family Control and Debt Financing of Private Enterprises: Promotion Effect or Block Effect?

CHEN Jian-lin

(Accounting School, Guangdong University of Business Studies,
Guangzhou 510320, China)

Abstract: Academia believes that family control has dual effects on debt financing of private enterprises, namely promotion effect and block effect. In view of the debate above-mentioned and the financing difficulties of private enterprises, this paper discusses the effects of family control on debt financing of private enterprises. It arrives at the conclusions as follows: firstly, for all private listed companies, family control is conducive to debt financing; secondly, in regions with sound institutional environment, family control rights can significantly promote debt financing of private enterprises, and in regions with poor institutional environment, the relation between family control rights and debt financing of private enterprises is not significant; thirdly, for enterprises with a strong tendency towards family self-interest, family control rights play a block role in debt financing of private enterprise, and for enterprises with a weak tendency towards family self-interest, family control rights play a promotion effect in debt financing of private enterprise.

Key words: family control; private enterprise; debt financing; agency cost

(责任编辑 金 澜)