

学 术 文 库



中南财经政法大学学术文库

我国家族企业 资本结构研究

WOGUO JIAZU QIYE
ZIBEN JIEGOU YANJIU

郑家喜 著



中国财政经济出版社

ZHONGNANCAIJINGZHENGFA DAXUE XUESHU WENKU

中南财经政法大学学术文库

我国家族企业资本 结构研究

郑家喜 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国家族企业资本结构研究/郑家喜著. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.12

(中南财经政法大学学术文库)

ISBN 7-5005-9514-X

I. 我… II. 郑… III. 家族-私营企业-资本的有机构成-研究-中国 IV. F279.245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 136502 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 9 印张 211 000 字

2006 年 12 月第 1 版 2006 年 12 月涿州第 1 次印刷

印数: 1-1 000 定价: 23.00 元

ISBN 7-5005-9514-X/F·8257

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



作者简介

郑家喜，男，生于1969年11月，现为中南财经政法大学工商管理学院副教授，博士，主要从事农业投资、企业投融资决策等领域的研究与教学工作。近年来，先后发表了《股权结构对家族上市公司治理效率影响的实证研究》、《负债融资对中国家族上市公司治理影响的实证研究》等学术文章20多篇；参与完成国家社科基金及省级课题多项，主持完成了《区域投资环境评估体系建构及实证分析》、《湖北省直接投资环境分析与引资策略选择机制》等课题。

中南财经政法大学学术文库

《资本结构契约论》

《投资银行战略重构与整合：基于核心竞争力研究》

《中国企业债券市场深化论》

《经济全球化背景下美国对外直接投资研究》

《票据行为论》

《我国家族企业资本结构研究》

《中国老年市场细分研究》

《全球会计准则研究——兼论中国会计准则国际化》

《中国城镇就业难点与反失业政策研究》

责任编辑：陈迈利
装帧设计：邹海东

本 书 由

中南财经政法大学出版基金

资 助

中南财经政法大学学术文库

编辑委员会

主 任：吴汉东

副 主 任：郭道扬 张中华 陈小君

委 员：刘可风 卢现祥 熊胜绪 杨灿明

范忠信 罗 飞 朱新蓉 陈池波

齐文远 张新国 杨云彦 夏成才

姚 莉 陈景良 杨宗辉 朱延福

主 编：张中华

编辑部成员：姚 莉 陈敦贤 刘普生 朱冬生

本 书 主 审：陈池波

总 序

一个没有思想活动和缺乏学术氛围的大学校园，哪怕它在物质上再美丽、再现代，在精神上也是荒凉、冷清和贫瘠的。欧洲历史上最早的大学就是源于学术。大学与学术的关联不仅体现在字面上，更重要的是，思想与学术可谓大学的生命力与活力之源。

我校是一所学术气氛浓郁的财经政法高等学府。范文澜、嵇文甫、潘梓年、马哲民等一代学术宗师播撒的学术火种，五十多年来一代代薪火相传。因此，在世纪之交，在合并组建新校而揭开学校发展新历史篇章的时候，学校确立“学术兴校，科研强校”的发展战略。这不仅是对学校五十多年学术文化与学术传统的历史性传承，而且将成为谱写新世纪学校发展新篇章的战略性手笔。

“学术兴校，科研强校”的“兴”与“强”，是奋斗目标，更是奋斗过程。我们是目

的论与过程论的统一论者。我们将对宏伟目标的追求过程寓于脚踏实地的奋斗过程之中。由学校斥资资助出版《中南财经政法大学学术文库》，就是学校采取的具体举措之一。

本文库的指导思想或学术旨趣，首先在于推出学术精品。通过资助出版学术精品，形成精品学术成果的园地，培育精品意识和精品氛围，提高学术成果的质量和水平，为繁荣国家财经、政法、管理以及人文科学研究，解决党和国家面临的重大经济、社会问题，做出我校应有的贡献。其次，培养学术队伍，特别是通过对一批处在“成长期”的中青年学术骨干的成果予以资助推出，促进学术梯队的建设，提高学术队伍的实力与水平。第三，培育学术特色。通过资助在学术思想、学术方法以及学术见解等方面有独到和创新之处的成果，培育科研特色，力争通过努力，形成有我校特色的学术流派与学术思想体系。因此，本文库重点面向中青年，重点面向精品，重点面向原创性学术专著。

春华秋实。让我们共同来精心耕种文库这块学术园地，让学术果实挂满枝头，让思想之花满园飘香。



2001年11月28日

Preface

A university campus, if it holds no intellectual activity or possesses no academic atmosphere. No matter how physically beautiful or modern it is in, would be desolate and barren in spirit. In fact, the earliest European universities in history were originated from academic learning. The relationship between a university and the academic learning is not simply incarnated literally, more importantly, ideas and learning constitute the sources of the energy and vitality of all universities.

Zhongnan University of Economics and Law is an institution of higher learning enjoying full – embodied academic atmosphere. With the academic germs seeded by such great masters as Fanwenlan, Jiwenfu, Panzinian and Mazhemin, generations of scholars and students in this university have been sharing the favorable

academic atmosphere and making their own contributions to it as well during the past fifty – five years. As a result, at the beginning of the new century and a time when a new historical developing page is turned over with the combination of Zhongnan University of Finance and Economics and Zhongnan University of Politics and Law, the newly established university has set its developing strategy as “Prospering the University with academic learning. Strengthening the University with scientific research”, which is not only a historical inheriting of more than fifty years of academic culture and tradition, but also a strategic decision which is to lift our university onto a new developing stage in the 21st century.

Prospering and Strengthening the university is our ultimate goal; it is, however, in greater sense our struggling process. We tend to make a unification of the destination and the process by embodying the pursuing process of our grand goal in the down – to – earth struggling process. *Academic Library of Zhongnan University of Economics and Law*, published under the financial aid from the university, is one of our specific measures.

The guideline or academic purport of this *Library* lies first at promoting the publishing of elaborate academic works by funding them, thus an academic garden with high – quality fruits can come into being. We should also endeavor to foster the consciousness and atmosphere of elaborate works and improve the quality and level of our academic productions, so as to make our due contributions in prospering national scientific research in such fields as finance and economics, politics and law and humanities, as well as in working out solutions for major economic and social problems facing our

country and the Chinese Communist Party. Secondly, our aim is to cultivate academic groups, especially through funding the publishing of works of middle-aged and young academic backbone, to boost the construction of academic echelon and elevate the strength and level of our academic groups. Thirdly, we aim at fostering the academic characteristic of our university. By funding those academic fruits which have some original or innovative points in their academic ideas, methods and views, we expect to engender our own characteristic in scientific research. Our final goal is to form an academic school and an academic idea system of our university through our efforts. Thus, this *Library* emphasizes particularly on middle-aged and young people, on elaborate works and on original academic monographs.

Spring flowers and autumn fruits. Let us join in hand to cultivate this academic garden and make it be opulent with academic fruits and intellectual flowers.

Wuhandong

A stylized, handwritten signature in black ink, likely belonging to Wuhandong, the author of the preface.

摘 要

改革开放以来，家族（私营）企业在我国经济发展中的地位日益重要。目前大多数家族企业正处在成长的关键时期，如何引导家族企业持续健康发展已成为亟需研究解决的问题。特别是 2001 年以来，随着一批家族企业公开发行股票和上市，家族上市公司的融资方式、家族股东的“一股独大”和家族企业治理等方面的问题受到理论界的普遍关注，这些问题都与资本结构密切相关，而当前理论界对此还缺乏深入的研究。

本书就是要根据资本结构理论，结合我国家族企业的历史和现实，利用家族上市公司的数据，实证研究负债融资、股权融资、资产负债率和股权结构对家族上市公司治理效率的影响，研究影响我国家族企业资本结构决策的因素，在此基础上提出优化我国家族企业资本结构的目标、方法和对策，以期为我国家族企业

资本结构的优化和政府相关政策的制定提供参考。

研究资本结构对家族企业融资方式、资金成本、财务风险和公司治理等方面的影响,优化家族企业的资本结构,对于充分发挥家族企业的优点、克服和消除家族企业的缺点、优化企业治理结构、实现家族企业的成长壮大和可持续发展、提高社会资源的配置效率、促进非公有制经济健康发展有重要的现实意义。

本书的研究内容可以概括为以下五个方面:

第一,阐述家族企业和资本结构理论,全面分析资本结构对家族企业发展的影响。对家族企业进行界定和分类,分析家族企业存在的合理性和缺点,归纳总结家族企业的发展模式;根据资本结构理论的演变历程,分别介绍传统资本结构理论、现代资本结构理论和资本结构理论的新发展,并对本书资本结构进行界定;根据资本结构理论,全面分析资本结构对家族企业融资方式、资本成本、财务风险、投资决策、资产结构和公司治理等方面的影响。

第二,揭示我国家族企业资本结构的现状。融资方式的不同组合类型决定着家族企业的资本结构及其变化,本书分析了家族企业创立和发展过程中的融资方式;根据家族上市公司的数据,分析了家族上市公司债务融资率和资产负债率的水平和变化趋势,研究发现我国家族上市公司债务融资的比重较低,家族上市公司资产负债率的总体水平不高,但呈现出上升的趋势;根据家族上市公司的数据,分析了家族上市公司股权结构和公司治理等方面的特征,研究发现我国家族上市公司股权构成比较复杂、家族股东“一股独大”的现象比较普遍,而且公司治理家族化的特征非常明显。

第三,分析资本结构对家族企业治理效率的影响。利用家族上市公司的数据,定量分析了债务融资率对家族企业治理效率的

影响。研究表明, 负债融资有利于加强家族上市公司治理、提高公司盈利能力和公司价值。因此, 家族上市公司应重视负债融资, 在防范风险的同时, 积极调整资本结构; 利用家族上市公司的数据, 定量分析了资产负债率对家族上市公司治理效率的影响。研究表明, 从 Tobin'sQ 值和主营业务收入增长率的角度, 资产负债率与家族上市公司治理效率正相关。由于 Tobin'sQ 值反映了公司市场价值的高低, 主营业务收入增长率反映了公司的成长性, 因此, 提高资产负债率有助于提高家族上市公司的市场价值和成长性; 采用定性分析和定量分析相结合的方法, 研究了股权构成、股权集中度和股权均衡度对家族上市公司治理效率的影响。结果表明, 法人股比例与公司治理效率显著正相关、流通股比例与公司治理效率不存在显著相关性、股权集中度与公司治理效率显著负相关、股权均衡度与公司治理效率显著正相关。

第四, 确定家族企业资本结构决策的影响因素。首先归纳了前人对我国企业资本结构决策影响因素的研究成果, 定性分析了我国家族企业资本结构决策的影响因素, 在此基础上, 通过定量分析, 确定了影响我国家族企业资本结构决策的因素。研究表明, 我国家族上市公司的账面资产负债率随公司规模、可抵押性和成长性而上升, 随公司的盈利能力、非负债税盾而下降; 股权结构对我国家族上市公司资本结构的决策有重要的影响。公司账面资产负债率随家族控股比例的提高而下降, 而法人股比例、流通股比例则与账面资产负债率显著正相关。

第五, 提出优化家族企业资本结构的目标、方法和对策。对家族企业而言, 为了优化企业的资本结构, 必须明确资本结构优化的目标, 并选择正确的决策方法。通过对不同目标的分析比较, 本书确定了家族企业应该以“企业价值最大化”作为资本结构优化的目标; 通过对常用的资本结构定量决策方法的分析比

较，本书认为多目标或多因素综合决策方法中的线性目标规划法和模糊综合评判法有利于考虑多目标或多因素，有利于实现家族企业价值最大化的目标，适合于家族企业最优资本结构的决策；对政府而言，为了优化家族企业资本结构，应该制定相应的政策措施，为家族企业的融资和股权流动创造相应的条件和环境。同时，应完善相关法律法规，加强负债的监督激励和约束作用，加强非家族股东，特别是非家族法人股东在公司治理中的作用。此外，应充分发挥资本市场、经理人市场和控制权市场等外部公司治理机制的作用，促使家族企业从提高企业价值的角度，自觉地去调整资产负债率，自觉地优化股权结构。

Abstract

Since China's reform and openness family (private) enterprises are playing more important roles in Chinese economic and social development. At present, most family enterprises are in the key period of growth. How to lead family enterprises to sustaining and healthy development is becoming an imperative issue. Especially since 2001, a passel of family enterprises openly issued stock and listed. So family listed companies' issues of financing methods, household sole major shareholder and family enterprise's governance are widely focused by scholars. All the problems correlate with capital structure. At the same time scholars lack deep study on these issues.

Based on the capital structure theories, combined with the history and real life of family