

家族控制权结构与银行信贷合约： 寻租还是效率？*

□陈德球 肖泽忠 董志勇

摘要：本文以2003~2010年沪深两市家族上市公司样本为研究对象，实证研究了家族控制权异质性特征与银行信贷合约之间的关系，以检验家族控制权寻租效应和效率效应的适应性情景。结果发现，家族通过金字塔结构和超额董事席位两种控制权增强机制对上市公司的控制程度越高，其获得银行信用借款的比例越低，担保借款比例越高。家族对企业的超额控制权传递着公司未来预期和信息风险，增加了银行面临的代理成本，体现了寻租观而非效率观。进一步研究发现，家族控制程度与银行信用借款之间的负相关性在具有政治关联、较高公司声誉和公司透明度高的企业中会降低。提高地区法律制度水平会降低家族超额控制引发的代理成本和信贷违约风险。地区银行业腐败会降低银行对借款企业超额控制所引发的信贷风险的评估能力。此外，家族对企业的超额控制影响企业信用借款的机制是通过提高企业债务违约风险来实现，家族对企业超额控制程度越高，企业债务违约概率越高。

关键词：家族控制 金字塔结构 超额董事席位 银行借款

一、引言

在中国转型经济下，家族控制企业一直扮演着重要的角色，但家族控制对企业经济行为的影响仍是一个存在普遍争议的话题(Bertrand and Shoar, 2006; Heugens et al., 2009; Liu, et al., 2011)。现有对家族企业的研究主要比较家族与非家族企业之间的差异，其潜在的假设是把家族企业作为一个同质性的经济实体，而忽略了家族企业之间的异质性特征，特别是家族控制权结构(Chua et al., 2012)。许多小企业最初都是由家族所有和管理的，随着企业规模扩大和公开上市，创始家族依然会积极保持对企业的控制权(Chu, 2011; Faccio et al., 2002)。家族企业最重要的结构特征是创业家族对企业所有权和经营权的控制。为了最大化家族财富与企业价值，控制家族将会在家族内部，家族与外部人之间进行不同层级上的控制权配置，而这种配置将会对家族企业的治理结构、持续成长和竞争力提升有着直接的影响，由此也会影响家族企业在我国经济发展中的作用。控制权是家族企业治理结构研究的核心问题。在转轨阶段中的中国家族企业在成长过程中面临着既要保持高速增长，又要保持控制权的困境。一方面，家族企业的发展需要外部融资，缓解发展过程中所面临的融资约束问题，实现企业的发展(大股东与小股东之间的共有利益)。但另一方面，当外部资本进入家族企业时，家族企业面临着控制权的稀释，特别是在制度效率低的地区，家族需要考虑到在企业成长过程中能否持续掌握企业控制权，有时为保留家族对企业的控制权，甚至放弃一些有利于企业成长壮大的外源融资或者合作。因此，了解控制权结构对其融资行为的影响

*本文得到了国家自然科学基金项目(71102076; 71272041; 71272221)、国家社会科学基金重点项目(11AZD010)、教育部人文社科项目(10YJC630019)、中国博士后科学基金(2012M520001)、特别资助项目(2013T60006)、对外经济贸易大学优秀青年学者培育计划资助和对外经济贸易大学学术创新团队等项目的资助。文责自负。作者感谢在第十一届中国实证会计研讨会上清华大学陈晓教授、中国人民大学戴德明教授、重庆大学刘星教授、辛清泉副教授、复旦大学陈超教授、中山大学郑国坚副教授、中央财经大学会计学院陈运森博士、上海财经大学会计学院黄俊副教授对本文提出的宝贵意见。

对于促进中国家族企业的健康成长具有重要价值。

Villalonga 和 Amit (2010) 将家族控制理论归为两类:一种是基于竞争优势视角的效率观。家族控制企业兼具家族与企业的目标,也时常面临短期和长期的权衡。家族企业控制权体现了家族与企业的相互嵌入,使得企业成为家族的一部分,成为整个家族身份和传统的象征。家族的财富和声誉与企业紧密相连,家族的延续与企业的延续息息相关。家族控制程度越高的时候,控制家族越有动力和能力做出长期有益的决策,这能够为企业带来竞争优势。在效率观下,企业旨在最大化家族和非家族股东的价值。另一种是控制权的私人收益视角的寻租观,即家族控股股东具有较强的动机通过转移、掏空资源追求私人收益,因为他们获取了全部收益,但不需要承担全部的经济后果(Lin et al., 2012)。于是,家族可能侵占小股东和其他投资者(如提供贷款的银行)利益。在转型的中国经济环境下,家族控制权所体现的效率观和寻租观如何影响家族企业的财务决策?哪一种治理效应占据主导地位?现有研究没有给出合理的理论分析和经验证据。

在金融市场不发达的制度环境中,家族企业面临严重的融资约束,权益融资较为困难,债务融资尤其是信贷融资是企业的主要融资渠道。在过去20年间,银行贷款已经成为全球公司融资的主要来源(Chui et al., 2010)。在我国,由于资本市场发展不平衡,银行贷款一直是上市公司融资的主渠道之一。2011年中国企业家调查系统^①调查显示,银行贷款作为间接融资的主渠道,目前依然是企业家们所追求的融资最佳途径。

在家族控制权的效率观假设下,家族通常对他们的投资有长期的视野,并且是属于经典的长期投资者类型(Villalonga and Amit, 2010),这种长期的经营视野通常有动机将企业传承到下一代,这需要家族建立企业与金融市场之间的稳固关系。一旦生存成为优先需要考虑的事情,从事过度风险的行为可能不符合家族企业的目标。同时,家族声誉与企业的声誉和永续发展紧密相连,在上述动机下,可以合理地推断,家族控制权动机会与债权人的动机保持高度一致,偏好于降低公司经营风险,从而降低对债权人利益侵占的可能性。相反,在家族控

制权寻租观假设下,家族通过多种混合的控制权实现机制在企业中占据强势地位,运用组织中的不透明性来侵占公司的现金流,这种行为可能会导致公司债务代理成本的提高(Ellul et al., 2009)。而对于企业的银行债权人而言,在最基本的层次上,他们最重要的不是追究代理成本来自于什么地方,而是家族大股东的行为是否会导致公司接近或者已经破产。

在上述家族控制权引发的效率观和寻租观的理论分析框架下,本文试图回答3个问题,首先,家族超额控制是否会影响到企业的信贷风险?家族超额控制是恶化还是缓解企业的债务代理成本?其次,这些经济后果是否会受到公司其他因素的影响而发生变化?最后,家族控制权影响债务代理成本的机制和渠道是什么?

家族企业控制权作为权利配置的核心,其配置模式将直接受到公司所在地区制度效率的高低的影响,进而影响企业的整体绩效水平和竞争力。家族企业应对转型风险,有赖于完善其公司治理结构,真正实现所有权与经营权相互分离、相互制约。现有的家族控制权分析框架主要以股东大会的终极控制权和现金流权分离度作为主要内容,忽略了董事会层面的控制权。家族控制权结构不仅需要股东大会层面的控制权,而且,也需要董事会层面的决策权。以黄光裕家族企业为例。在国美上市之初,黄光裕不断修改公司章程,使得董事会凌驾于股东会之上,无需股东大会批准,董事会可以随时调整董事会结构;以各种方式增发回购股份,以及对管理层和员工实行股权期权激励等;董事会还可以订立各种与董事会成员“有重大利益相关的”合同。2010年5月,国美股东大会做出决定,阻止贝恩3名董事进国美董事会;晚上,董事会就以“投票结果并没有真正反映大部分股东的意愿”为由,否决了股东大会的相关决定。可见,控制权权能不仅体现在股东大会层次上的控制权和现金流权,而且还体现在董事会层面上的决策控制权。

基于上述理论分析和现实背景需要,本文将家族企业控制权分解为股东大会剩余控制权和董事会决策控制权两个层次,从而将控制权结构研究由股东大会层面推进至董事会层面,揭示了更完整意义上的家族控制权结构特征,考察其对企业银行借

款合约的影响机理,以检验中国家族控制权的效率观和寻租观的适用性。具体而言,本文首先对家族企业控制权结构进行分解,从股东大会层面推进至董事会层面,以家族终极控制权和现金流权分离度、家族董事席位超额控制两种控制权增强机制,分别考察其对企业银行借款结构的影响,以检验家族控制权的效率观和寻租观的主导性;其次,从企业层面的政治关联、企业透明度、企业声誉等视角和宏观层面的地区法律保护水平和银行业腐败程度等视角考察家族控制权结构对银行贷款契约影响的情境因素;最后,从企业违约破产风险视角,考察家族控制权影响银行借款结构的作用机理。实证结果发现,家族通过金字塔结构和超额董事席位控制对家族的超额控制程度越高,企业获得银行信用借款的比例越低,担保借款比例越高。家族对企业的超额控制传递着公司未来预期和信息风险,增加了家族企业经营过程中的道德风险和逆向选择问题,银行面临着家族企业带来的债务违约风险。因此,银行在与家族企业的借款合约中要求家族企业提供更严格的担保性条款。家族控制权的寻租观在我国家族上市公司中占据主导地位。进一步研究发现,具有政治关联的企业,企业的社会捐赠行为和企业的透明度较高的企业会降低家族控制权所带来的控制权私人收益对企业银行贷款合约的影响,家族控制权结构与银行信用借款之间的负相关性在具有政治关联、社会捐赠行为和公司透明度更高的企业中会降低。家族超额控制所引发的信贷违约风险对银行借款行为的影响在地区法律保护水平较高的地区企业中会降低。地区法律制度水平会降低家族超额控制引发的代理成本和信贷违约风险。地区银行业腐败会降低银行对借款企业代理问题所引发的信贷风险的评估能力。家族控制权影响企业信用借款的机制是提高了企业债务违约风险,家族对企业的超额控制程度越高,企业银行借款的债务违约概率越高。由于家族控股股东的控制权越大,其受到制约的力量就越小;这意味着债权人受到利益侵害的可能性越大,银行增加对其贷款合约的担保要求是为了减少自己利益受侵害的程度,以降低风险。

本文可能的贡献主要体现在3个方面:第一,相对于已有对中国家族企业控制权研究,本文将控制

权结构分解为股东大会剩余控制权和董事会决策控制权两个层次,从而将控制权结构研究由股东大会层面推进至董事会层面,揭示了更完整意义上的家族终极控制权配置特征与模式,突破了现有研究家族企业控制权机制仅仅考虑金字塔结构的局限性,扩展了现有的国内外家族企业治理的研究视角,而且将控制权与银行信贷相结合也推进了家族企业的经济后果研究,为家族控制权结构与银行信贷之间提供了一种合乎逻辑的解释,从而丰富和拓展了家族控制权类文献。第二,本文为转型经济下的中国家族企业控制权的“寻租理论”和“效率理论”提供了理论分析和实证支持,拓展了现有家族企业控制权理论分析框架。第三,本文从债权人角度深入分析了家族控制权结构影响企业债务行为的渠道。相对于已有银行借款的研究,本文分解了银行借款结构特征,这有助于我们更深入了解企业与银行之间的信贷融资契约。本文的研究结果有助于进一步了解中国家族企业控制权的经济后果,增进关于一国内部以及转型经济和新兴市场中的家族企业异质性治理结构与企业财务决策的研究积累。

下文的安排如下:第二部分描述制度背景、进行理论分析并提出研究假设;第三部分是研究设计;第四部分检验假设和讨论检验结果;最后一部分给出研究结论。

二、制度背景、理论分析与研究假设

(一)制度背景

影响家族企业发展的金融体制环境主要由大的商业银行机构发挥主导作用。四大国有商业银行占据了我国总储蓄存款和贷款的2/3之多^②。在2009年底,四大国有商业银行存款有30.06万亿元,贷款有17.32万亿元,13家股份制商业银行存款有10.95万亿元,贷款有8.19万亿元(中国人民银行,2010)。中国企业外部融资的主要来源是银行贷款。从1990到2008年,总的银行贷款占GDP平均年度比率为82.4%,1995年为61.6%,2003年达到了顶峰,为108%。自上海和深圳证券交易所分别在1990年和1991年建立以来,中国证券市场取得了突飞猛进的发展。在2010年底,2063家公司在两个交易所上市,总值达到4万亿美元,这相当于中国

GDP的66.7%(中国证券监督管理委员会,2011)。然而,相比银行贷款提供的数量,股票市场的融资规模较小。1990~2008年间,其总融资额占GDP的年度平均比例仅为0.81%。在这个时期,公司的债券市场滞后于股票市场的发展。公司债券市场的融资额占GDP的年度平均比率在1990~2008年间之间仅为0.76%。通过比较银行贷款和股票市场融资与GDP之间的比率,我们发现在中国融资体制中,银行部门占主导地位,总银行贷款的数量大约是证券市场融资的数量的75倍。由此可见,中国资本市场中的上市企业特别是上市家族企业的融资来源主要来自于银行贷款等借贷资本。家族企业所处的是一个以银行信贷融资为主、直接融资为辅、政府支配过多的金融资源的金融市场环境。随着地区金融深化的发展,企业的融资环境不断改善,企业获得银行信贷的绝对值和相对值开始逐步上升(黄速建,2008)。

作为企业最主要的外部资金来源,银行在公司治理中,特别是当企业处于财务困境或破产时,占有举足轻重的地位。银行授信的主要风险来自于企业的信用风险,即银行面临着企业不能按期偿债的风险。银行在进行信贷决策和制定贷款契约时应该充分考虑各种风险因素,以权衡评价企业的整体风险,进而决定是否发放贷款,如果已决定放贷给某企业,那么随后则需决定相应的贷款额度、贷款条件、贷款利率和贷款期限等。根据贷款合约的宽松程度,贷款可分为信用贷款和担保贷款,其中,信用贷款是指银行根据借款人的信用状况并据此发放的贷款,这种贷款无需提供抵押或者担保,而担保贷款则需要提供抵押或担保^③。担保是企业债务合约要素。大量实证研究发现,银行在贷款合约中要求企业提供担保的现象非常普遍,我国上市公司担保贷款的比例也高达74%。借款企业的信用风险以及逆向选择与道德风险是银行要求担保的重要缘由(Boot,2000)。商业银行的期望收益取决于贷款利率和借款人的还款概率,商业银行不仅关心利率水平,而且关心贷款的风险。然而,企业的信用风险与企业的代理问题息息相关。就转型经济中的家族企业而言,家族主要通过增强控制权与现金流权分离和超额董事席位控制来控制企业(Amit et al.,2011),由此引发寻租问题和效

率问题等家族企业的代理问题,进而影响企业信贷风险。下面我们将从家族控制权偏好的效率观和寻租观两条逻辑分别进行分析。

(二)家族控制权偏好:寻租观假设

家族企业的代理问题从传统的所有者与管理层的冲突转成大股东有动机和能力以牺牲其他小股东和债权人的利益获取私人收益。银行贷款则增加了终极控制人能够控制的资源,为其掠夺放款人提供了便利(Lin et al.,2011a,2011b)。家族通过金字塔结构和董事席位两种控制权方式让自己在企业中处于一个不同寻常的权力位置,实现对企业的超额控制,从而能够随意配置资源(陈德球等,2012)。而这会加剧企业内部管理者对资本的争夺,不仅扭曲信贷资本的有效配置,而且导致租金的耗散,降低企业的经营效率。首先,家族有能力为了自己的私利来转移公司财富,不需要承担全部的经济后果。他们有较强的动机来从事掏空和其他道德风险行为,从事更多的寻租等非生产性活动(Shleifer and Vishny,1997;Johnson et al.,2000)。这些行为会提高公司的信贷风险,降低公司价值,提高公司财务困境的期望成本(Lin et al.,2011a)。这些成本包括直接的破产成本,如律师费用、行政管理与会计分析、专家证据费用以及间接成本(Purnanandam,2008)。研究表明间接的财务困境成本比直接的成本更高,大约占公司价值的20%(Bris et al.,2006)。其次,潜在的寻租行为会损害公司担保行为的价值,从而降低公司在破产事件中的回收价值。预期到借款公司这种财务困境成本和破产状态,债权人会在其借贷决策中考虑这些因素,以提高银行对企业贷款合约的担保条款。再次,家族控股股东超额控制程度越高,其实现控制权的私人收益动机越强。而部分控制权私人收益往往是通过控股股东进行非效率投资行为来实现。在家族超额控制下,最终控制人通过投资于不盈利但有利于自己的投资项目来侵占中小股东利益,从而导致投资决策的扭曲。特别是在企业负债比例较高时,他们会提高他们投资于高收益、高风险项目的动机,这是因为由于项目成功时股东可以获取大部分利益,而如果失败,则由债权人承担大部分成本,股东具有以低风险为保证来发行所谓的低风险债务,然后去从事高风险投资的倾向,借此实现财富从债

权人向股东的转移(Brealy and Myers, 2000)。并且,家族控制的企业很可能放弃现金流稳定且净现值为正的项目,而接受现金流波动较大但净现值为负的项目,将财富从债权人手中转移给股东,从而损害债权人和企业整体利益,而这会降低企业经营绩效,提高债务违约风险。

为了降低由家族超额控制形成的寻租行为,对家族更多的约束和监督工作需要发生在借贷行为发生之前进行。由于对企业的监督和约束是有成本的,银行有动机回避监督责任,特别是当它发现借款人需要更紧密的监督时,更是如此(Holmstrom and Tirole, 1997)。因为监督产生成本,并且借款人的资质存在很多不可观测性,银行可能需要借款公司提供更多的担保贷款。由于要对借款人事前和事后进行密切监督,银行缺乏动机为企业提供最优的银行借款合同(Sufi, 2007; Ivashina, 2009)。因此,家族企业超额控制程度越强,银行债权人对企业所面临的违约情况更为敏感,他们会更倾向于要求企业提供良好的信誉保证。根据银行信贷决策中的信息不对称理论,借贷双方之间信息不对称会加剧银行面临的借款人道德风险和逆向选择问题(Diamond, 1984; Myers and Majluf, 1984),进而提高银行的放贷风险,降低银行的放贷意愿,提高信贷条件。因此,家族超额控制产生的寻租问题提高了家族产生掏空和其他道德风险行为的可能性,提高了公司的信贷风险,同时也提高了银行面临的监督成本和信贷风险。因此,银行会更倾向于要求公司提供良好的贷款担保。基于上述理论分析,我们提出家族控制权的寻租假说。

研究假设1:家族超额控制程度越高,企业银行借款中的信用借款比例更低、担保借款比例更高。

(三)家族控制权偏好:效率观假说

Wiwattanakantang (1999)认为家族所有权能够降低企业的债务融资成本。与他的研究相一致,Anderson等(2003a)研究发现,美国家族企业的债务融资成本较低,可能是因为家族企业的长期经营视野以及管理层对声誉的关注。家族除了财务利益最大化行为以外,对声誉的关注和经营的可持续性特征也格外关注,这些特征会影响股东—债权人之间的代理关系。特别是,家族企业长期经营特征可能会降低企业的债务融资成本。Anderson和

Reeb (2003b)指出,家族股东相对于其他股东具有更长的投资视野,相比于短期项目,更可能愿意投资那些长期的项目,这是家族控制企业所带来的竞争优势。基于此,家族股东相比于其他类型的股东更加具有耐心,更愿意考虑一些非短期结果的投资决策,提高公司的长期经营效率。正是由于家族长期投资者特征,与短期视角的股东不一样,这种长期的经营视野通常有动机将企业传到下一代(陈德球、钟响珈, 2011),这需要家族建立企业与金融市场之间的稳固关系。当家族作为企业控制者时,企业不再是随意买卖的资产,而是成为家族财富和地位的象征(Ellul et al., 2009),对控制权的孜孜以求往往寄托着家业持续延绵的愿望。为将企业传承到下一代,家族希望不仅能通过企业实现财务最大化的目标,而且希望企业有较高的生存价值。因此,家族有动机与债权人建立长期的关系,并与债权人的动机保持高度一致,降低对债权人侵占的可能性,进而降低企业的债务代理成本。在家族长期经营的战略决策下,家族控制程度越高,家族越有动力和能力做出长期有益的决策,银行在做信贷决策时会降低对家族企业的事前筛选标准和事后监督程度,进而降低对家族企业的担保要求。基于上述理论分析,我们提出家族控制权的效率假说。

研究假设2:家族超额控制程度越高,企业银行借款中的信用借款比例更高、担保借款比例更低。

以上两个假设是竞争性假设,如果实证结果发现家族控制程度与信用借款正相关、与担保借款负相关,则说明在中国家族上市公司中控制权偏好体现的是一种效率观。而如果结果显示家族控制程度与信用借款负相关,与担保借款正相关,则控制权偏好体现的是寻租观而非效率观。

在前述假说的基础上,在家族企业中,是否存在其他治理特征缓解或者加重家族企业控制权结构所释放的寻租或效率信号?具体而言,哪些因素会影响家族控制权偏好与银行贷款结构之间的关系?家族控制权偏好对银行借款合同的影响应该在导致家族终极控股股东产生的道德风险行为更为严重的公司中更为显著。相反,这种影响应该被一些能够阻止这些掏空行为或者降低债权人所面临的信贷风险和监督成本的机制所缓解。

在家族超额控制的寻租观假设下,家族超额控

制产生的寻租动机通过上述两个渠道影响银行与企业之间的信贷合约,进而产生债务风险;在家族超额控制的效率观下,家族超额控制会降低债务风险。然而企业的债务风险又会受到3个方面的影响,即法律环境、信息不对称和企业声誉(孙铮等,2006),那么法律环境、信息不对称、企业声誉会影响家族超额控制所产生的寻租动机与银行借款之间的关系吗?如何影响?在转型经济中的中国,政治关联往往与法律约束交织在一起,政治关联与法律制度之间隐含着一种相互替代的关系,若法律制度比较完善,则企业政治关联的发生就要少一些;若法律制度比较薄弱,则企业建立政治关联的动机就会更强烈(Chen et al., 2011)。同时,商业银行本身也存道德风险和经理人腐败浪费问题,并引发银行业的危机。因此,在明确家族超额控制影响银行信贷决策机制后,我们将进一步地分别从公司层面的政治关联、公司透明度和公司声誉等和宏观层面地区法律保护水平和地区银行业腐败程度等视角展开研究。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

家族企业研究的一个难点是关于家族企业的定义。根据现有文献(Anderson and Reeb, 2003b; 黄俊、张天舒, 2011; Yu and Zheng, 2011),本文界定家族企业的标准为:(1)企业创立者或者其家族成员为公司第一大股东,并持有至少10%的股份;(2)企业的创立者或其家族成员为公司董事。该定义的一个关键词是“创立者”即在判定家族企业时应考察企业创立者或者其家族成员是否为公司第一大股东和董事会成员。我们选择了2003~2010年间的初始样本,在剔除ST、PT以及一些数据缺失的公司后,最终样本为1929个公司一年度观测值。我们通过年报人工收集整理家族控制权结构特征数据(终极控制权和现金流、家族对董事席位超额控制程度)和银行借款结构数据。其他公司财务和治理数据均来自CSMAR数据库。对所有的连续变量上下1%样本进行Winsorize处理。

(二)主要研究变量的定义

1. 家族控制权结构变量

结合转轨经济背景下中国家族企业公司治理

特征,借鉴和拓展Villalonga和Amit(2009)及La Porta等(1999)对家族企业控制权测度的方法,我们分别以股东大会层面公司终极控制权和现金流权分离度、董事会层面家族董事席位超额控制为度量指标,对家族企业控制权进行分解,度量家族控制权偏好程度。

(1)家族对股东大会的超额控制为其所获得的控制权(*Control Rights*)与现金流权(*Cash Flow Rights*)分离度($Wedge = Control\ Rights - Cash\ Flow\ Rights$),这主要是通过金字塔结构的增强机制来实现。*Control Rights*是指最终控制人的表决权比例,即直接或间接持有上市公司股份比例的总和。*Cash Flow Rights*指最终控制人享有上市公司的现金流量(收益)权。借鉴La Porta等(1999)的计算方法, $Control\ Rights = \min(a_1, a_2, a_3, \dots)$,各条控制链上最低的控制权比例相加即为控制权比例。*Cash Flow Rights*是通过各级控股比例相乘得到,如果存在多条链,则将各个代理链控制权相乘的结果进行汇总。现金流权*Cash Flow Rights*是控制权*Control Rights*的相抵因素。*Control Rights*和*Cash Flow Rights*分离度*Wedge*越大,代表家族控制权偏好程度越高,其侵占上市公司和其他股东利益的动力就越大,代理冲突就越严重。

(2)家族对董事席位的超额控制程度(*Family Board Control*),指公司董事会成员中家族成员和在家族控制链的公司中担任职务的非家族成员人数之和与董事会规模的比例(*Board Control*)与公司控制权(*Control Rights*)之间的差额(Villalonga and Amit, 2009)。即 $Family\ Board\ Control = Board\ Control - Control\ Rights$,这是通过董事席位控制增强机制来实现。

(3)家族控股股东对公司的总超额控制程度为: $Total\ Excess\ Control = (Board\ Control - Control\ Rights) + (Control\ Rights - Cash\ Flow\ Rights) = Family\ Board\ Control - Cash\ Flow\ Rights$

2. 银行借款结构

*Credit Loan*用来表示银行授予给企业贷款合约的宽松程度。根据贷款合约的宽松程度,贷款可分为信用贷款和担保贷款,其中,信用贷款是指银行根据借款人的信用状况并据此发放的贷款,这种贷款无需提供抵押或者担保,而担保贷款则需要提供

抵押或担保。我们从两个方面定义 *Credit Loan*：一是全部银行贷款中的信用贷款比例；二是公司是否存在信用贷款 (*Dummy Credit Loan*)。贷款是否为信用贷款或担保贷款的相关信息从公司年报附注中通过手工收集整理。

3. 检验模型

为验证上文提出的研究假设，我们构建以下方程。

$$Bank\ Loan_{i,t} = \alpha + \beta_1 Family\ Excess\ Control_{i,t-1} + \beta_2 Control\ variables + \xi_{i,t} \quad (1)$$

被解释变量 *Bank Loan* 为企业银行借款的代理变量，主要由 *Credit Loan*、*Collateral Loan* 和 *Dummy Credit Loan* 分别表示。*Family Excess Control* 为家族控制权结构代理变量，主要由 *Wedge*、*Family Board Control* 和 *Total Excess Control* 分别表示。建立在以前的研究基础上 (Lin et al., 2011a, 2012)，我们引入了公司规模 (*Size*)、有形资产比率 (*Tangibility*)、公司成长性 (*Growth*)、公司业绩 (*Roa*)、利息保障倍数 (*Intcov*) 等控制变量，为降低在回归分析过程中可能存在的内生性问题，我们对所有的解释变量和控制变量都滞后一期。同时，我们控制了年份和行业因素，行业分类按照中国证监会行业分类标准，其中制造业“C”子头代码，取 2 位，其他行业取 1 位代码，剔除金融行业，一共有 21 个行业。变量具体定义见表 1。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计分析

表 2 报告了主要研究变量的描述性统计特征。从表 2 中，我们发现，*Credit Loan* 的比例均值为 0.208，*Collateral Loan* 的均值为 0.782，标准差分别为 0.333 和 0.342。在家族企业样本中，公司 CEO 或者董事长具有政治关联的公司比例占 23.7%。在家族控制权结构代理变量中，家族企业股东大会

层面上的终极控制权与现金流权分离度均值为 11.2%，董事会层面家族超额董事席位控制比例为 -8.1%，家族总超额控制均值为 3.1%，这与 Amit 等 (2011) 的研究相一致^④。企业声誉代理变量 *Donation* 的均值为 4.727，公司信息透明度的代理变量 *Analyst Number* 均值为 1.519，企业债务违约的代理变量 *Default* 的均值为 0.146，标准差为 0.353。

(二) 实证结果与分析

1. 家族控制权结构与银行信贷结构

表 3 报告了家族控制权结构与银行贷款结构之间的回归结果。从表 3 模型 1~3 回归结果，我们发现，*Wedge*、*Family Board Control* 和 *Total Excess Control* 的回归系数显著为负，这表明，家族对企业的超额控制程度越高，家族上市公司银行借款中的信用借款比例越低。在模型 4 中，

表 2 主要研究变量的描述性统计特征

变量名称	平均值	标准差	p25	中位数	p75
<i>Credit Loan</i>	0.208	0.333	0.000	0.000	0.310
<i>Collateral Loan</i>	0.782	0.342	0.660	1.000	1.000
<i>Wedge</i>	0.112	0.150	0.008	0.054	0.164
<i>Family Board Control</i>	-0.081	0.216	-0.199	-0.060	0.050
<i>Total Excess Control</i>	0.031	0.186	-0.089	0.025	0.144
<i>Political Connection</i>	0.237	0.426	0.000	0.000	0.000
<i>Donation</i>	4.727	6.304	0.000	0.000	11.51
<i>Analyst Number</i>	1.519	0.990	0.693	1.099	2.197
<i>Default</i>	0.146	0.353	0.000	0.000	0.000
<i>Size</i>	21.07	0.956	20.44	21.00	21.67
<i>Tangibility</i>	0.259	0.163	0.129	0.241	0.370
<i>Growth</i>	1.908	1.247	1.108	1.461	2.254
<i>Roa</i>	0.025	0.092	0.010	0.035	0.065
<i>Intcov</i>	3.373	43.12	-0.418	2.005	6.639

表 1 主要研究变量定义

	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	信用借款	<i>Credit Loan</i>	全部银行贷款中的信用贷款比例
	信用借款	<i>Dummy Credit Loan</i>	虚拟变量，如果该企业当年存在信用借款，赋值为 1，否则为 0
	公司债务违约	<i>Default</i>	虚拟变量，表示企业是否发生贷款违约的虚拟变量，如果企业当年没有按时偿还银行贷款则定义为 1，否则为 0
解释变量	两权分离度	<i>Wedge</i>	家族的终极控制权和所有权之差
	家族超额董事席位控制	<i>Family Board Control</i>	家族对公司董事席位控制比例与家族终极控制权之差
	家族超额总控制	<i>Total Excess Control</i>	两权分离度与家族超额董事席位控制之和
细分变量	政治关联	<i>Political Connection</i>	企业的董事长或总经理过去或现在是否在政府部门任过职
	企业捐赠	<i>Donation</i>	企业捐赠金额，采用 $\ln(1+Donation)$ 计算
	公司透明度	<i>Analyst Number</i>	分析师跟踪人数，采用 $\ln(1+Analyst\ number)$ 计算
	地区法律保护水平	<i>Law</i>	来自樊纲、王小鲁和朱恒鹏 (2011) 地区市场化进程指数中的法律保护水平分指数
	银行腐败程度	<i>Relation</i>	企业信贷关系维护费
	控制变量	公司规模	<i>Size</i>
有形资产		<i>Tangibility</i>	公司固定资产与总资产的比值
公司成长性		<i>Growth</i>	公司会计年度末所有者权益的市场价值除以所有者权益的账面价值
公司盈利		<i>Roa</i>	净利润除以年平均总资产
利息保障倍数		<i>Intcov</i>	息税前利润除以财务费用
行业分类		<i>Industry</i>	行业分类按照中国证监会行业分类标准，其中制造业“C”子头代码，取 2 位，其他行业取 1 位代码，剔除金融行业，一共有 21 个行业

表3 控制权结构与银行贷款回归结果

	Credit Loan	Credit Loan	Credit Loan	Credit Loan
	1	2	3	4
Wedge	-0.149*** (0.002)			-0.278*** (0.000)
Family Board Control		-0.056* (0.086)		-0.164*** (0.000)
Total Excess Control			-0.180*** (0.000)	
Size	0.047*** (0.000)	0.040*** (0.000)	0.043*** (0.000)	0.047*** (0.000)
Tangibility	-0.053 (0.273)	-0.035 (0.470)	-0.024 (0.628)	-0.032 (0.515)
Growth	0.038*** (0.000)	0.039*** (0.000)	0.042*** (0.000)	0.043*** (0.000)
Roa	0.477*** (0.000)	0.483*** (0.000)	0.448*** (0.000)	0.441*** (0.000)
Intcov	0.001 (0.153)	0.001 (0.143)	0.001 (0.229)	0.001 (0.246)
Industry and Year	控制	控制	控制	控制
N	1929	1929	1929	1929
Adjust-R-squared	0.123	0.120	0.127	0.130

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平上显著。

表4 家族超额控制与担保借款回归结果

	Collateral Loan	Collateral Loan	Collateral Loan	Collateral Loan
	1	2	3	4
Wedge	0.117** (0.016)			0.238*** (0.000)
Family Board Control		0.061* (0.069)		0.153*** (0.000)
Total Excess Control			0.165*** (0.000)	
Size	-0.048*** (0.001)	-0.042*** (0.001)	-0.045*** (0.001)	-0.048*** (0.001)
Tangibility	0.0666 (0.174)	0.0502 (0.309)	0.0403 (0.414)	0.0460 (0.351)
Growth	-0.042*** (0.001)	-0.042*** (0.001)	-0.045*** (0.001)	-0.045*** (0.001)
Roa	-0.581*** (0.001)	-0.582*** (0.001)	-0.552*** (0.001)	-0.548*** (0.001)
Intcov	-0.001 (0.494)	-0.001 (0.512)	-0.001 (0.626)	-0.001 (0.633)
Industry and Year	控制	控制	控制	控制
N	1929	1929	1929	1929
Adjust-R-squared	0.123	0.122	0.127	0.129

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平上显著。

表5 控制权结构与企业贷款违约回归结果

	Default	Default	Default	Default
	1	2	3	4
Wedge	0.930* (0.084)			3.193*** (0.000)
Family Board Control		1.561*** (0.001)		2.624*** (0.000)
Total Excess Control			2.672*** (0.000)	
Size	-0.754*** (0.000)	-0.696*** (0.000)	-0.740*** (0.000)	-0.756*** (0.000)
Tangibility	0.624 (0.238)	0.353 (0.504)	0.393 (0.462)	0.439 (0.412)
Growth	0.058 (0.452)	0.044 (0.565)	0.010 (0.903)	0.006 (0.940)
Roa	-4.203*** (0.000)	-4.096*** (0.000)	-3.926*** (0.000)	-3.920*** (0.000)
Intcov	0.001 (0.696)	0.001 (0.560)	0.001 (0.405)	0.001 (0.390)
Industry and Year	控制	控制	控制	控制
N	1821	1821	1821	1821
Pseudo R ²	0.20	0.22	0.22	0.32

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平上显著。

我们同时加入 *Wedge* 和 *Family Board Control* 两个变量,其回归系数仍然显著为负,研究结论不变。这说明,家族通过金字塔和董事席位形成的超额控制给家族带来了超额的权力,增强了家族攫取私人收益和寻租的能力,提高了企业的代理成本,这传递着公司未来预期和信息风险,增加了银行面临的借款者道德风险和逆向选择问题(Diamond, 1984; Myers and Majluf, 1984),进而提高银行的放贷风险,提高银行担保贷款比例,降低信用贷款比例。家族控制权的寻租假设得到了验证。在控制变量中, *Size* 回归系数显著为正,这说明公司规模越大,越有可能获得信用借款。*Growth* 和 *Roa* 的回归系数显著为正,这表明,公司成长性越高,企业银行借款融资能力越强,信用借款比例越高。公司盈利能力越强,信用借款比例越高。

上文的研究结论说明,当家族对企业的超额控制程度越强时,其所引发的代理成本和信贷风险越高,银行给企业的贷款也要求提供相应的担保,银行更倾向于要求上市公司提供良好的担保抵押条件,降低信贷借款比例,为此,我们进一步构建抵押借款的代理变量(*Collateral Loan*), *Collateral Loan* 采用企业银行贷款中的抵押贷款比例计算,回归结果分别列于表4。我们发现,家族控制权结构的代理变量与抵押借款 *Collateral Loan* 的回归系数显著为正,这说明,家族超额控制程度越高,企业的抵押类借款比例提高。随着家族对企业超额控制程度的提高,增强了企业的信贷风险,同时也增加了银行对企业贷款合约的条件,银行在贷款合约中要求企业提供更多的担保行为,这进一步支持了家族控制权的寻租假说。

2. 家族控制权结构与银行信贷违约

银行授信的主要风险来自于企业的信用风险,即银行面临着企业不能按期偿债的风险。因此,银行在进行信贷决策和制定贷款契约时应该充分考虑企业所面临的信贷风险。上文研究结论说明,家族通过金字塔结构和董事席位形成的超额控制增强了家族从事掏空和其他道德风险行为的动机和能力,引发了公司的代理成本,增强了信贷风险。那么家族超额控制是否会增加企业的信贷违约风险?我们以企业信贷违约事件,考察家族控制权结构对企业银行信贷合约的作用机理。*Default* 表示企业是否发生贷款违约的虚拟变量,如果企业当年没有按时偿还银行贷款,则定义为1,否则为0。家族控制权结构与 *Default* 的回归结果列于表5。从表5的结果,我们发现, *Wedge*、*Family Board Control* 和 *Total Excess Control* 的回归系数显著为正。这说明,家族对企业的超额控制程度越高,企业的信贷违约概率越高,信贷风险较强。我们将 *Wedge*、*Family Board Control* 同时放入到基本方

程中,发现 *Wedge*、*Family Board Control* 的回归系数仍然显著为正。这就进一步地验证了家族控制权的寻租假说。

3. 政治关联、企业声誉和透明度的作用

已有的研究表明,具有政治联系的企业可以获得融资便利,有政治关系的企业比无政治关系的企业获得更多的银行贷款和更长的贷款期限(余明桂、潘红波,2008),那么企业的这种政治关联是否会影响家族控制权偏好与公司银行借款合同之间的关系?为此,我们引入 *Political Connection* 与家族控制权结构代理变量(*Wedge*、*Family Board Control* 和 *Total Excess Control*)的交互项,回归结果见表6。从表6回归1~3中,我们发现,交互项回归系数显著为正,这说明,企业的政治关联能够缓解家族控制权所带来的寻租和控制权私人收益效应。家族企业的政治关联能够向外部债权人发送可承诺的担保信号,降低银行对企业借款合同的严格性。

如果家族可能预期到外部投资者特别是债权人意识到公司的家族超额控制所引发的代理问题和信贷风险,他们是否会通过一些提高公司声誉的行为,向外部释放可承诺信号,降低外部投资者对公司未来预期的折价?我们以企业捐赠行为(*Donation*)作为公司声誉的代理变量,在基本方程中引

表6 政治关联、家族控制权与银行借款回归结果

	Credit Loan 1	Credit Loan 2	Credit Loan 3
<i>Wedge</i>	-0.118** (0.025)		
<i>Family Board Control</i>		-0.144*** (0.000)	
<i>Total Excess Control</i>			-0.309*** (0.000)
<i>Political Connection</i> × <i>Wedge</i>	0.267* (0.083)		
<i>Political Connection</i> × <i>Family Board Control</i>		0.271*** (0.000)	
<i>Political Connection</i> × <i>Total Excess Control</i>			0.529*** (0.000)
<i>Political Connection</i>	0.024 (0.281)	0.072*** (0.000)	0.031 (0.104)
<i>Size</i>	0.043*** (0.000)	0.035*** (0.000)	0.043*** (0.000)
<i>Tangibility</i>	-0.050 (0.304)	-0.036 (0.458)	-0.027 (0.581)
<i>Growth</i>	0.036*** (0.000)	0.038*** (0.000)	0.042*** (0.000)
<i>Roa</i>	0.468*** (0.000)	0.455*** (0.000)	0.401*** (0.000)
<i>Intcov</i>	0.001 (0.119)	0.001 (0.106)	0.001 (0.140)
<i>Industry and Year</i>	控制	控制	控制
N	1929	1929	1929
Adjust-R-squared	0.126	0.130	0.146

注: *、**、***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平上显著。

入 *Donation* 与家族控制权结构代理变量(*Wedge*、*Family Board Control* 和 *Total Excess Control*)的交互项,回归结果列于表7。从表7中,我们发现这些交互项均显著正相关,这说明,企业捐赠能够降低家族对企业超额控制所带来的经营风险。其可能的原因是,企业捐赠会在一定的程度上提高公司的声誉,降低银行对企业的监督动机,同时,银行会认真评估企业的捐赠行为,并且将评估效应反映在银行给企业的银行贷款结构中(Goss and Roberts, 2011)。

公司信息透明度可能会提高控股股东从公司转移资源和为了私利从事其寻租行为的边际成本(Lin et al., 2012),因此,信息不透明会提高公司的侵占概率和期望水平,强化家族控制权结构所引发的代理问题与公司借款成本之间的关系。公司有更多的分析师跟踪,更有可能受到中介评级机构和分析师的监督,其透明度会更高,信息不对称会更低(Bharath et al., 2011)。因此,我们采用公司分析师跟踪人数(*Analysts Number*)作为信息透明度的代理变量。将 *Analysts Number* 与家族控制权结构的代理变量的交互项放在基本的方程中,回归结果列于表8。从表8中,我们发现, *Analysts Number*×*Wedge* 交互项系数没有通过显著性检验,但 *Analysts Num-*

表7 公司声誉、家族控制权与银行借款回归结果

	Credit Loan 1	Credit Loan 2	Credit Loan 3
<i>Wedge</i>	-0.190*** (0.002)		
<i>Family Board Control</i>		-0.115*** (0.005)	
<i>Total Excess Control</i>			-0.272*** (0.000)
<i>Donation</i>	0.001 (0.413)	0.004*** (0.009)	0.003** (0.038)
<i>Donation</i> × <i>Wedge</i>	0.014** (0.042)		
<i>Donation</i> × <i>Family Board Control</i>		0.010* (0.079)	
<i>Donation</i> × <i>Total Excess Control</i>			0.020*** (0.002)
<i>Size</i>	0.039*** (0.000)	0.034*** (0.001)	0.034*** (0.000)
<i>Tangibility</i>	-0.045 (0.346)	-0.033 (0.493)	-0.023 (0.638)
<i>Growth</i>	0.036*** (0.000)	0.038*** (0.000)	0.040*** (0.000)
<i>Roa</i>	0.478*** (0.000)	0.475*** (0.000)	0.438*** (0.000)
<i>Intcov</i>	0.001 (0.145)	0.001 (0.150)	0.001 (0.228)
<i>Industry and Year</i>	控制	控制	控制
N	1929	1929	1929
Adjust-R-squared	0.125	0.124	0.133

注: *、**、***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平上显著。

ber×*Family Board Control* 和 *Analysts Number*×*Total Excess Control* 的交互项回归系数为正,并分别通过显著性检验。这在一定程度上说明,家族超额控制所释放的代理成本及其引发的信贷违约风险对银行借款行为的影响在较高的信息透明度的企业中会降低。公司信息透明度会降低家族超额控制引发的代理成本和信贷违约风险。

4. 制度环境、家族控制与银行信贷结构

不同的制度环境会对银行借款契约的签订和执行有重要的影响,如法律和市场发展水平等(La Porta et al., 1998)。一国的法律税收体系、腐败程度和信息透明度都是决定公司债务契约的重要因素。在法律环境相对完善、契约执行成本较低的情况下,如果借款方违反债务契约,贷款方会根据契约条款要求借款人赔偿违约带来的损失。在法律环境不完善,契约成本较高的经济环境里,贷款人很难对违反债务契约的借款企业提起诉讼并要求其立即变现抵押资产(Dewatripont and Maskin, 1995),因此,贷款担保行为被银行视为缓解贷款人懈怠行为的重要途径。

在我国金融业尤其是银行业向市场经济转轨的过程中,由于地区间资源禀赋、地理位置以及国家政策的不同,导致了我国各地区在金融发展水平

表8 公司信息透明度、家族控制权与银行借款回归结果

	Credit Loan		
	1	2	3
<i>Wedge</i>	0.042 (0.589)		
<i>Family Board Control</i>		-0.186*** (0.000)	
<i>Total Excess Control</i>			-0.234*** (0.000)
<i>Analysts Number</i>	0.142*** (0.000)	0.151*** (0.000)	0.136*** (0.000)
<i>Analysts Number</i> × <i>Wedge</i>	-0.050 (0.291)		
<i>Analysts Number</i> × <i>Family Board Control</i>		0.118*** (0.002)	
<i>Analysts Number</i> × <i>Total Excess Control</i>			0.119** (0.011)
<i>Size</i>	-0.017* (0.085)	-0.020** (0.039)	-0.020** (0.043)
<i>Tangibility</i>	-0.024 (0.587)	-0.020 (0.649)	-0.019 (0.676)
<i>Growth</i>	0.014 (0.128)	0.014 (0.126)	0.015 (0.104)
<i>Roa</i>	0.193** (0.018)	0.186** (0.021)	0.177** (0.028)
<i>Intcov</i>	0.001 (0.307)	0.001 (0.301)	0.001 (0.331)
<i>Industry and Year</i>	控制	控制	控制
N	1929	1929	1929
Adjust-R-squared	0.216	0.220	0.219

注: *、**、***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平上显著。

方面呈现出较大的差异(樊纲等,2009),由此导致在处理企业银行借款时,各地区银行的意愿和能力也存在着差别。市场化水平较高的地区,法律和信用水平也往往较高,体现为这些地区法律对契约双方的履约情况进行更好地监督,并准确及时地处罚违约者。在这些地区,较高的法律执行力可能会降低家族控制权所带来的寻租效应,进而降低潜在在违约风险给银行带来事前或事后损失。我们引入地区法律制度水平的度量指标(*Law*),将*Law*与家族控制权结构的代理变量的交互项放在基本的方程中,回归结果列于表9。从表9中,我们发现,*Law*×*Wedge*、*Law*×*Family Board Control* 和 *Law*×*Total Excess Control* 的交互项回归系数为正,并分别通过显著性检验,这说明,家族超额控制所释放的代理成本及其引发的信贷违约风险对银行借款行为的影响在地区法律保护水平较高的地区企业中会降低。地区法律制度水平会降低家族超额控制引发的代理成本和信贷违约风险。

5. 银行业腐败、家族控制权与银行信贷结构

其他条件相同的情况下,债务契约的签订成本和执行成本取决于债务人借款创造的收益和债权人风险评估及控制能力。然而,上文研究结论的一个潜在假设是,银行可以通过借款企业的治理指标

表9 地区法律保护水平、家族控制权与银行借款回归结果

	Credit Loan		
	1	2	3
<i>Wedge</i>	-0.211*** (0.003)		
<i>Family Board Control</i>		-0.108*** (0.009)	
<i>Total Excess Control</i>			-0.235*** (0.000)
<i>Law</i>	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)
<i>Law</i> × <i>Wedge</i>	0.023** (0.018)		
<i>Law</i> × <i>Family Board Control</i>		0.008* (0.088)	
<i>Law</i> × <i>Total Excess Control</i>			0.015*** (0.009)
<i>Size</i>	0.044*** (0.000)	0.040*** (0.000)	0.0427*** (0.000)
<i>Tangibility</i>	-0.054 (0.255)	-0.039 (0.426)	-0.034 (0.482)
<i>Growth</i>	0.037*** (0.000)	0.038*** (0.000)	0.039*** (0.000)
<i>Roa</i>	0.467*** (0.000)	0.475*** (0.000)	0.446*** (0.000)
<i>Intcov</i>	0.001 (0.134)	0.001 (0.162)	0.001 (0.202)
<i>Industry and Year</i>	Yes	Yes	Yes
N	1929	1929	1929
Adjust-R-squared	0.131	0.128	0.137

注: *、**、***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平上显著。

对其信贷风险进行考核。然而,商业银行本身也存在着道德风险和经理人腐败浪费问题,并引发银行业危机。如果金融机构本身腐败,他们更倾向于和不具备偿还能力的借款人共谋,因为这比有效率的借款人所提供的租金要高得多(谢平、陆磊,2005),因为他们双方直接分割本金,而不是依靠企业利润支付租金。中国银行业腐败显著影响债务契约签订(Fan et al., 2008),并加剧金融资源误配和银行经理人员腐败行为(田利辉,2005;谢平、陆磊,2005;朱凯、陈信元,2007)。因此,家族控制权结构与银行信贷结构之间的关系也会受到银行自身的代理问题的影响。

我们借鉴谢平和陆磊(2005)的银行业腐

地区	信贷关系维系费 (Relation)
华北	5.1934
东北	4.1589
华中	6.0942
华东	3.3933
华南	4.0256
西部	6.2835

数据来源:谢平和陆磊,2005,《中国金融腐败的经济学分析——体制、行为与机制设计》。

败指数,作为银行代理问题的表征变量,考察银行自身的代理问题对家族控制权结构与银行借款结构之间的关系^⑤。该指标取自于向2002~2003年全国范围内29个城市(6省会城市和计划单列市)的银行监管部门、银行机构、企业、农户和个体工商户

表11 银行业腐败、家族控制权与银行借款

	Credit Loan 1	Credit Loan 2	Credit Loan 3
Wedge	-0.717*** (0.000)		
Family Board Control		-0.283** (0.035)	
Total Excess Control			-0.468*** (0.004)
Relation	-0.043*** (0.000)	-0.022*** (0.000)	-0.028*** (0.000)
Relation×Wedge	0.144*** (0.000)		
Relation×Family Board Control		0.053* (0.072)	
Relation×Total Excess Control			0.079** (0.024)
Size	0.047*** (0.000)	0.040*** (0.000)	0.044*** (0.000)
Tangibility	-0.051 (0.293)	-0.043 (0.376)	-0.035 (0.472)
Growth	0.040*** (0.000)	0.040*** (0.000)	0.042*** (0.000)
Roa	0.467*** (0.000)	0.456*** (0.000)	0.442*** (0.000)
Intcov	0.001 (0.146)	0.001 (0.138)	0.001 (0.199)
Industry and Year			
N	1929	1929	1929
Adjust-R-squared	0.132	0.128	0.132

注: *、**、***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平上显著。

发放5种6000份问卷(有效问卷3561份)的调查。本文选取了该指数中与企业贷款相关的企业信贷关系维护费(Relation)作为衡量银行业腐败制度变迁过程中经济体制自律性的表现,对金融资源配置的影响。表10列示了各地区信贷关系维系费用数据,从表10中容易发现,企业信贷关系维系费存在明显的地区差异。

表11报告了银行腐败指数中企业信贷关系维护费(Relation)与家族控制权交互项与银行借款之间的回归结果。研究结果显示,Relation与家族控制权的代理变量的交互项显著为正,这在一定的程度上说明,当地区银行腐败程度较高时,银行事前的风险控制能力会降低,他们倾向于和不具备偿还能力的借款人共谋,银行风险控制的意愿也由原来的主动渐渐转为被动,甚至与企业合谋损害国家利益。

6.稳健性检验

(1)内生性检验。家族控制权偏好与银行借款合同之间的关系可能存在着内生性问题。公司控制权结构特征可能会受到一些没有在我们的模型中加以控制的公司专有特征变量的影响,该特征变量可能同时影响家族控制权结构和银行借款合同。控制权结构和一些无法观察或无法控制的因素的联合决定因素可能会潜在地影响上文的研究结论。尽管要完全解决内生性问题很困难,但我们仍然试图解决这个问题。我们采用工具变量方法并分别进行2SLS进行回归分析。借鉴Laeven和Levine(2009)、Lin等(2012)的研究,我们采用公司期初行业平均的控制权结构特征变量作为家族控制权结构的工具变量。行业控制权结构的均值与公司控制权结构相关,但不大可能直接影响企业的银行借款行为。

在第一阶段,我们用内生性变量(Wedge、Family Board Control和Total Excess Control)对工具变量和基本方程中的控制变量进行回归,得到内生性变量的预测变量。在第二阶段回归过程中,我们用Credit Loan对家族超额控制代理变量的预测变量进行回归,结果报告于表12。家族控制权结构代理变量分别与Credit Loan显著负相关,这与前文的研究结果一致,进一步说明前文研究结论的稳健性。

(2)诚如上文所示,当家族对企业的超额控制程度越强时,其所引发的代理成本和信贷风险越高,在贷款期限方面,银行更倾向于提供短期借款,降低长期借款比例。为此,我们构建长期借款的代理变量(Long Term Loan),Long Term Loan采用企业银行借款中的长期借款

表12 家族超额控制与信用借款内生性检验结果

	Credit Loan	Credit Loan	Credit Loan
	1	2	3
Wedge	-0.093* (0.052)		
Family Board Control		-0.056* (0.084)	
Total Excess Control			-0.142*** (0.001)
Size	0.045*** (0.000)	0.040*** (0.000)	0.043*** (0.000)
Tangibility	-0.050 (0.301)	-0.035 (0.466)	-0.027 (0.571)
Growth	0.038*** (0.000)	0.039*** (0.000)	0.041*** (0.000)
Roa	0.483*** (0.000)	0.483*** (0.000)	0.458*** (0.000)
Intcov	0.001 (0.132)	0.001 (0.139)	0.001 (0.185)
Industry and Year	控制	控制	控制
N	1929	1929	1929
Adjust-R-squared	0.120	0.120	0.124

注: *、**、***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平上显著。

表13 控制权结构与企业长期借款回归结果

	Long Term Loan	Long Term Loan	Long Term Loan	Long Term Loan
	1	2	3	4
Wedge	-0.063* (0.094)		-0.121** (0.010)	
Family Board Control		-0.026** (0.016)	-0.073** (0.041)	
Total Excess Control				-0.080** (0.023)
Size	0.067*** (0.000)	0.070*** (0.000)	0.067*** (0.000)	0.069*** (0.000)
Tangibility	0.078* (0.085)	0.070 (0.125)	0.069 (0.133)	0.065 (0.152)
Growth	0.005** (0.027)	0.006** (0.029)	0.007** (0.019)	0.007** (0.019)
Roa	0.07** (0.025)	0.073** (0.026)	0.090** (0.016)	0.087** (0.017)
Intcov	0.001 (0.714)	0.001 (0.706)	0.001 (0.839)	0.001 (0.821)
Industry and Year	控制	控制	控制	控制
N	1929	1929	1929	1929
Adjust-R-squared	0.123	0.120	0.127	0.130

注: *、**、***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平上显著。

比例计算。回归结果分别列于表13。我们发现,家族控制权结构的代理变量与长期借款 Long Term Loan 的回归系数显著为负,家族超额控制程度越高,企业的长期借款比例降低,这也进一步支持了家族控制权的寻租假说。

五、研究结论

基于我国转型市场经济治理背景,本文检验了家族控制权结构寻租效应和效率效应对其银行借款融资能力的影响,为家族所有权结构与其融资行为的研究提供了新的视角,深化了对家族企业异质性特征的研究积累。从银行信贷合约结构分析,我们发现,家族通过金字塔结构和超额董事席位对家族的超额控制程度越高,企业获得银行信用借款的比例越低,担保借款比例越高。家族对企业的超额控制传递着公司未来预期和信息风险,增加了银行面临的借款者道德风险和逆向选择问题,银行对企业的借款合同有更高的保护性要求,从而验证了家族控制权的寻租观而非效率观。进一步研究发现,家族控制权结构与银行信用借款之间的负相关性在具有政治关联、社会捐赠行为和公司透明度更高的企业中会降低。家族超额控制所引发的信贷违约风险对银行借款行为的影响在地区法律保护水平较高的地区企业中会降低。地区法律制度水平会降低家族超额控制引发的代理成本和信贷违约风险。地区银行业腐败会降低银行对借款企业代理问题所引发的信贷风险的评估能力。家族控制权偏好影响企业信用借款的机制是提高了企业债

务违约风险,家族对企业超额控制程度越高,企业银行借款的债务违约概率越高,但这种相关性在具有政治关联、社会捐赠和公司透明度较高的企业会较低。家族控股股东的控制权越大,其受到制约的力量就越小,意味着债权人受到利益侵害的可能性越大。于是,银行会增加对其贷款合约的担保要求以降低风险和减少自己利益受侵害的程度。

本文研究结论表明,转型经济中的家族企业控制权结构是决定企业债务融资成本的一个重要因素,寻租效应占据主导地位,银行借款成本是家族控制权影响公司价值的一个渠道。上述结论在一系列稳健性检验后依然成立。本文研究结果不仅有助于我国银行业加强落实风险识别、评价、控制和管理措施,而且为证券监管机构进一步整改家族上市公司的治理机制提供了有力的证据。

(作者单位:陈德球,对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心/国际商学院,北京大学光华管理学院;肖泽忠,英国卡迪夫大学卡迪夫商学院;董志勇,北京大学经济学院;责任编辑:尚增健)

注释

①《资本市场与中国企业家成长:现状与未来、问题与建议——2011·中国企业经营成长与发展专题调查报告》。

②在20世纪中期,中央政府制定了商业银行法律,建立了3个政策银行来承担四大商业银行相关的政策性借贷业务。因此,四大银行逐渐商业化。除了四大商业银行,另外有13家股份制商业银行,如中国交通银行、中信银行、深圳发展银行、招商银行等。除了这17家银行之外,2009年底还有143家城市商业银行、43家农村商业银行、196家城市信用合作银行(中国银行监督管理委员会,2010)。

③担保贷款通常包括3种:一是保证贷款,即以第三方承诺在借款人不能偿还贷款时按约定承担一般保证责任或连带

责任;二是抵押贷款,即以借款人或第三方财产作为抵押物;三是质押贷款,即以借款人或第三方的动产或权利作为质押物。

④样本公司家族董事席位超额控制比例的均值为-0.081,这个数字与 Amit、Ding、Villalonga、Zhang(2011)对中国家族上市公司的研究样本相近,他们的研究样本中家族董事席位超额控制均值为-0.07。产生这种原因主要是跟研究样本的分布有关,在样本分布中,有些公司的家族控制董事席位比例较低,甚至为0,而在另一些公司的中的超额控制比例较高。

⑤考察银行业自身代理问题,理想的代理变量应该是考察家族企业每一笔银行借款合约中银行的代理问题,但由于对每一笔借款银行数据很难获取,我们无法找到最优的代理变量。为了控制银行代理问题对银行信贷合约的影响,我们采用一个次优的代理变量,该变量来自于谢平和陆磊(2005)构建的地区银行业腐败指数,该指标已在相关的著作和学术期刊中被广泛引用。作者特别感谢在第十一届中国实证会计研讨会中中山大学管理学院郑国坚副教授对此提出的宝贵建议。

参考文献

(1)陈德球、钟响珈:《制度效率、家族化途径与家族投资偏好》,《财经研究》,2011年第12期。

(2)陈德球、李思飞、雷光勇:《政府治理、控制权结构与投资决策》,《金融研究》,2012年第3期。

(3)樊纲、王小鲁、朱恒鹏:《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》,经济科学出版社,2009年。

(4)黄俊、张天舒:《家族企业的会计信息质量——来自中国资本市场的经验证据》,《中国会计与财务研究》,2011年第4期。

(5)黄速建:《中国民营企业治理演进问题研究》,经济管理出版社,2008年。

(6)谢平、陆磊:《中国金融腐败的经济学分析——体制、行为与机制设计》,中信出版社,2005年。

(7)田利辉:《国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理》,《管理世界》,2005年第7期。

(8)余明桂、潘红波:《政治联系、制度环境与民营企业银行贷款》,《管理世界》,2008年第8期。

(9)孙铮、李增泉、王晋斌:《所有权性质、会计信息与债务契约——来自我国上市公司的经验证据》,《管理世界》,2006年第10期。

(10)朱凯、陈信元:《银行腐败和资本结构决策》,《金融研究》,2007年第1期。

(11)中国人民银行:《2009年金融机构的信贷资金来源与用途》,中国人民银行网站(<http://www.pbc.gov.cn/>),2010年。

(12)中国银行监督管理委员会:《中国银行监督管理委员会年度报告(2009年)》,中国银监会网站(<http://www.cbrc.gov.cn>),2010年。

(13)中国证券监督管理委员会:《证券市场月度报告(2010年12月)》,中国证券监督管理委员会网站(<http://www.csrc.gov.cn>),2011年。

(14) Amit, Raffi, Ding, Y., Villalonga, B. and Zhang, H., 2011, "The Role of Institutional Development in the Prevalence and Value of Family Firms", Working Paper.

(15) Anderson, R. C., Mansi, S. A. and Reeb, D. M., 2003a, "Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt", *Journal of Financial Economics*, 68, pp.263~285.

(16) Anderson, R. C. and Reeb, D. M., 2003b, "Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P

500", *Journal of Finance*, Vol.58(3), pp.1301~1327.

(17) Bertrand, M. and Shoar, A., 2006, "The Role of Family in Family Firms", *Journal of Economic Perspectives*, 20, pp.73~96.

(18) Bharath, S., Dahiya, S., Saunders, A. and Srinivasan A., 2011, "Lending Relationships and Loan Contract Terms", *Review of Financial Studies*, Vol.24(4), pp.1141~1203.

(19) Boot, A., 2000, "Relationship Banking: What do We Know?" *Journal of Financial Intermediation*, Vol.9, pp. 7~25.

(20) Brealey, R., S. Myers, 2000, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill.

(21) Bris, A., Welch, I. and Zhu, N., 2006, "The Costs of Bankruptcy", *Journal of Finance*, 61, pp.1253~1303.

(22) Chu, W., 2011, "Family Ownership and Firm Performance—Influence of Family Management, Family Control and Firm Size", *Asia Pacific Journal of Management*, Vol.28(4), pp. 833~851.

(23) Chen, J. P., Li Z., Q., Su, X., J., Sun, Z., 2011, "Rent-seeking Incentives, Corporate Political Connections and the Control Structure of Private Firms: Chinese Evidence", *Journal of Corporate Finance*, 17, pp.229~243.

(24) Chua, J. H., Chrisman, J., Steier, L. P. and Rau, S. B., 2012, "Sources of Heterogeneity in Family Firms: An Introduction", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.23(4), 1103~1113.

(25) Chui, M., Domanski, D., Kugler, P. and Shek, J., 2010, "The Collapse of International Bank Finance during the Crisis: Evidence from Syndicated Loan Markets", *BIS Quarterly Review September*, Vol.9, pp.39~49.

(26) Dewatripont, M. and Eric Maskin E., 1995, "Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies", *Review of Economic Studies*, Vol.62(4), pp.541~555.

(27) Diamond, D., 1984, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, Vol. 51, pp.393~414.

(28) Ellul, A., Guntay, L. and Lel, U., 2009, "Debt Agency Costs and Legal Protection", SSRN Working Paper.

(29) Faccio, M. and Lang, H. P., 2002, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol.65, pp.365~395.

(30) Fan P. H., Rui, O. and Zhao, M., 2008, "Public Governance and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases", *Journal of Comparative Economics*, Vol.36(3), pp.343~364.

(31) Goss, A. R. and Gordon S., 2011, "The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans", *Journal of Banking & Finance*, Vol.35(7), pp.1794~1810.

(32) Heugens, P. P. M. A. R., van Essen, M. and van Oosterhout, J., 2009, "Meta-analyzing Ownership Concentration and Firm Performance in Asia: Towards a More Fine-Grained Understanding", *Asia Pacific Journal of Management*, Vol.26(3), pp.481~512.

(33) Holmstrom, B. and Tirole, J., 1997, "Financial Intermediation, Loanable Funds and the Real Sector", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.112, pp.663~691.

(34) Ivashina, V., 2009, "Asymmetric Information Effects on Loan Spreads", *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, pp.300~319.

(35) Johnson, S., La Porta, R., Lo'pez-de-Silanes, F. and

Shleifer, A., 2000, "Tunneling", *American Economic Review*, Vol.90, pp.22~27.

(36) Liu Q., Zheng, Y. and Zhu, Y., 2011, "The Evolution and Consequence of Chinese Pyramids", Peking University Working Paper.

(37) Lin, C., Ma, Y. and Xuan, Y., 2011a, "Ownership Structure and Financial Constraints: Evidence from a Structural Estimation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, pp.416~431.

(38) Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P. and Xuan, Y., 2011b, "Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol.100, pp.1~23.

(39) Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P. and Xuan, Y., 2012, "Corporate Ownership Structure and Bank Loan Syndicate Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, pp.1~22.

(40) La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol.106, pp.1113~1155.

(41) La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 1999, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 471~517.

(42) Laeven, L. and Levine, R., 2009, "Bank Governance, Regulation and Risk Taking", *Journal of Financial Economics*,

Vol.93, pp.259~275.

(43) Myers, S. and Majluf, N., 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp.187~221.

(44) Purnanandam, A., 2008, "Financial Distress and Corporate Risk Management: Theory and Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol.87, pp.706~739.

(45) Shleifer, A., Vishny, R., 1997, "A survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol.52, pp.737~783.

(46) Sufi, A., 2007, "Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans", *Journal of Finance*, Vol.62, pp.629~66.

(47) Wiwattanakantang, Y., 1999, "An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 7, pp. 371~403.

(48) Villalonga, B. and Amit, R., 2009, "How are U.S. Family Firms Controlled?" *Review of Financial Studies*, Vol.22(8), pp.3047~3091.

(49) Villalonga, B. and Amit, R., 2010, "Family Control of Firms and Industries", *Financial Management*, Vol.39(3), pp. 863~904.

=====

(上接第129页)

(31) Ma, D. & W. Parish, 2006, "Tocquevillian Moments: Charitable Contributions by Chinese Private Entrepreneurs", *Social Forces*, 85(2), pp.943~964.

(32) Mackey, A., Mackey, T. B. & J. B. Barney, 2007, "Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies", *Academy of Management Review*, 32, pp.817~813.

(33) McWilliams, A. & D. Siegel, 2001, "Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective", *Academy of Management Review*, 26, pp.117~127.

(34) Mescon, T. S. & D. J. Tilson, 1987, "Corporate Philanthropy: A Strategic Approach to the Bottom-line", *California Management Review*, 2, pp.49~62.

(35) Meyer, J. & B. Rowan, 1977, "Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony", *American Journal of Sociology*, 83, pp.340~363.

(36) Mezner, M. B. & D. Nigh, 1995, "Buffer or Bridge? Environmental and Organizational Determinants of Public Affairs Activities in American Firms", *Academy of Management Journal*, 38, pp.975~96.

(37) Orlitzky, M., Schmidt, F. L. & S. L. Rynes, 2003, "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis", *Organization Studies*, 24, pp.403~441.

(38) Peng, M. W. & Y. Luo, 2000, "Managerial Ties and Firm Performance in a Transition Economy: The Nature of a Micro-macro Link", *Academy of Management Journal*, 43, pp.486~501.

(39) Porter, M. E., 1991, "Towards a Dynamic Theory of Strategy", *Strategic Management Journal*, 12, pp.95~117.

(40) Porter, M. E. & M. R. Kramer, 2006, "Strategy and Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility", *Harvard Business Review*, 85, pp.78~92.

(41) Qu, R., 2007, "Corporate Social Responsibility in China: Impact of Regulations, Market Orientation and Ownership Structure", *Chinese Management Studies*, 1(3), pp.198~207.

(42) Ricks, J. M. Jr. & J. A. Williams, 2005, "Strategic Corporate Philanthropy: Addressing Frontline Talent Needs Through an Educational Giving Program", *Journal of Business Ethics*, 60, pp.147~157.

(43) Shleifer, A. & R. Vishny, 1994, "Politicians and Firms", *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), pp.995~1025.

(44) Stinchcombe, F., 1965, "Social Structure and Organizations", in March J., (ed.): *Handbook of Organizations*, Rand McNally Chicago.

(45) Swanson, D. L., 1995, "Addressing a Theoretical Problem by Reorienting the Corporate Social Performance Model", *Academy of Management Review*, 20(1), pp.43~64.

(46) Swanson, D. L., 1999, "Toward an Integrative Theory of Business and Society: A Research Strategy for Corporate Social Performance", *Academy of Management Review*, 24(3), pp.506~521.

(47) Varadarajan, P. R. & A. Menon, 1988, "Cause-related Marketing: A Coalignment of Marketing Strategy and Corporate Philanthropy", *Journal of Marketing*, 52, pp.58~74.

(48) Waddock, S. A. & S. B. Graves, 1997, "The Corporate Social Performance Financial Performance Link", *Strategic Management Journal*, 18, pp.303~319.

(49) Weaver, G. R., Trevino, L. K. & P. L. Cochran, 1999, "Integrated and Decoupled Corporate Social Performance: Management Commitment, External Pressures and Corporate Ethics Practices", *Academy of Management Journal*, 42, pp.539~552.

(50) Xin, K. R. & J. L. Pearce, 1996, "Guanxi: Connections as Substitutes for Formal Institutional Support", *Academy of Management Journal*, 39(6), pp.1641~1658.

der the background of the process of China's reform, and at testing the nature of the multi-level of its multi-dimension complicated conception and the multi-level influencing effects it has produced. Our first study is on the basis of the method of the taking-root theory, to develop the multi-dimension conception of TOWEL under the background of the process of China's reform. Our second study is to compile a measurement table of the behavior of TOWEL; by exploring factor analysis of the data of 246 women entrepreneurs who have been tested, we have preliminarily tested and verified the degree of the effect of the conception of 248 women entrepreneurs and enterprisers; further, by means of the factor analysis, of the nature of test, of the data on 302 women pioneers and enterprisers who have been tested, we have tested and verified the best of the six-dimension conception of the TOWEL; we have adopted the composite confidence degree and the AVE method to examine it's the degree of the efficiency of good conglomeration and the degree of the efficiency of differentiation. At the same time, we have tested and verified that the above-mentioned table has good degree of confidence and efficiency. Our third study is, by means of the collection, from many sources and at many stages, of data on 152 enterprises managed by women, to further study and approve the multi-level nature of the conception of TOWEL, and by the adoption of OLS regression and the HLM analysis, to test and verify the multi-level effect of TOWEL. The results of our study show that, at the organization level, the WE of the focal organization has obvious positive effect on the performance (including the financial performance, the organizational innovative performance and the social responsibility performance), that, at the level of individual employees, the WEL of the focal employees has active influencing impact on employees' promise of reform and their individual initiative, and that the WEL of the focal organization and the charisma and affinity embodied in women leaders have positive influencing impact on employee's promise of reform and on the individuals' initiative above their ability.

**The Composition of the Clannish Control Rights and the Credit
Contract of Banks: Is it Rent-seeking or Efficiency?**

Chen Deqiu, Xiao Zezhong and Wang Cong

Taking as the object of study the sample of Shanghai and Shenzhen Listed Companies between 2003 and 2010, we have made a case study on the relationship between the heterogeneous characteristic controlled by the clan and bank's debit in order to examine the effect of seeking renting of the clan control right and the state of the adaptability of the efficiency effect. By the results of our study, we have discovered that the greater the degree of the control, through the pyramid structure and the exceeding seats of directors - the two kinds of control right, of the family's strengthened mechanism, over listed companies, the smaller the proportion of the fiduciary loan obtained from the bank, the greater the proportion of the guaranteed loan. The excess control right of the family over firms transfers company's anticipation of the future and the information risks, increases bank's agency cost, which embodies the concept of seeking rent and not the concept of efficiency. By further study, we have discovered that the negative relationship between the degree of the family control and bank's loan has political connection in firms with greater political connections, better reputations and higher levels of transparency. The rise of the level of the regional law system will reduce the agency cost and the risks, triggered by the excess control of the family, from the breaking a contract in credit. The corruption of the regional banks will lower bank's ability of evaluation of the credit risks aroused by the excess control over enterprises with debit. Moreover, the mechanism in which the family's impact on firm's excessive control affecting firm's unsecured loan is realized by the increase in the risk of breaking a contract of debit; the greater the degree of family's control over firm's excessive amount, the greater the probability of firm's breaking a contract in debit.

Editor in Chief:	Li Kemu
Vice Chief_Editor:	Tian Yuan, He Shaohua, Lu Jian & Jiang Dongsheng
General Editor:	Xie Yue
President:	Gao Yanjing
Sponsor:	Development Research Centre of the State Council,P.R.C.
Add:	No.8 Dazhongsi, Donglou, Beijing, China
Tel:	(010)62112235 62111169

MANAGEMENT WORLD

Original Name: ADMINISTRATIVE WORLD