



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

市场环境、实际控制人 控制方式与负债治理效应 ——基于中国上市家族企业的研究

江金锁 / 著

SHICHANG HUANJING SHIJI KONGZHIREN
KONGZHI FANGSHI YU FUZHAI ZHILI XIAOYING
JIYU ZHONGGUO SHANGSHI JIAZU QIYE DE YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press



中青年经济学家文库

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

- ◆ 广东金融学院尖峰文库
- ◆ 广东省哲学社会科学基金项目：不同产权安排下负债治理效应研究（项目批准号：GD10XGL05）

市场环境、实际控制人 控制方式与负债治理效应 ——基于中国上市家族企业的研究

江金锁 / 著

SHICHANG HUANJING SHIJI KONGZHIREN
KONGZHI FANGSHI YU FUZHAI ZHILI XIAOYING
JIYU ZHONGGUO SHANGSHI JIAZU QIYE DE YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

市场环境、实际控制人控制方式与负债治理效应：
基于中国上市家族企业的研究 / 江金锁著. —北京：
经济科学出版社，2014. 4
ISBN 978 - 7 - 5141 - 4480 - 2

I. ①市… II. ①江… III. ①家族 - 私营企业 - 上市
公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 059334 号

责任编辑：王冬玲
责任校对：王苗苗
责任印制：邱



市场环境、实际控制人控制方式与负债治理效应

——基于中国上市家族企业的研究

江金锁 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

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcs. tmall. com

北京万友印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 9.75 印张 200000 字

2014 年 7 月第 1 版 2014 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4480 - 2 定价：42.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

在中国上市家族企业中，一部分实际控制人采用“金字塔控制方式”，另一部分实际控制人采用“直接控制方式”。对这个问题的解释，有法制环境决定论、降低政府干预论、融资优势论。这些论争为本书提供了第一个研究问题，即到底是法制环境抑或是政府干预程度还是金融市场化发展水平对控制方式构成影响？

理论分析表明，家族企业存在这样一种传导机制，即“实际控制人控制方式→企业产权安排→公司信誉→负债治理效应”。为了验证其正确性，本书研究的第二个问题是，控制方式是否对公司负债融资治理效应构成影响？

本书借鉴产权理论、代理理论、信息不对称等理论，以上市家族企业 2005~2009 年的数据为样本，对上述问题进行了理论论证与经验实证。研究发现：（1）公司所处地区金融市场化发展水平越落后，实际控制人越倾向于采用金字塔控制方式，证实了融资优势论。（2）只有在直接控制方式下负债融资才具有治理效应，证实了上述传导机制存在。

本书构建了全新的理论分析框架，阐明了负债融资比例不一定具有治理效应，并且利用边际分析法论证了债务期限结构与债务代理成本之间的倒“U”形关系，表明债务期限结构应避免处于倒“U”形曲线的顶端部位。这些研究既有理论创新，又有很强的现实指导意义。

江金锁

2014 年 3 月

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景及研究问题	1
1.2 概念界定	8
1.3 基本假设	12
1.4 研究思路与本书结构	15
1.5 研究方法	18
第 2 章 文献回顾	21
2.1 金字塔式控制方式的成因	21
2.2 债务融资比例的治理效应	23
2.3 债务期限结构的治理效应	27
2.4 上市家族企业的代理问题	31
第 3 章 制度背景	39
3.1 法制环境	39
3.2 政府干预	44
3.3 金融市场状况	48
3.4 民营经济的发展历程及其所处的文化环境	57
3.5 中国家族企业上市的动机与上市方式	59
第 4 章 负债治理效应的信誉与产权基础：理论构建	64
4.1 信誉是负债治理效应的保证	64
4.2 信誉的产生	67
4.3 家族企业信誉的载体与传承	70

4.4	家族企业的产权安排：实际控制人控制方式	72
4.5	本章小结及其学术贡献	75
第5章	实际控制人控制方式的影响因素：市场环境视角	76
5.1	理论分析与假说发展	76
5.2	研究设计	82
5.3	实证研究结果	88
5.4	本章小结及其学术贡献	91
第6章	不同控制方式的经济后果：债务融资比例治理效应视角	93
6.1	理论分析与假说发展	93
6.2	研究设计	97
6.3	实证研究结果	101
6.4	本章小结及其学术贡献	107
第7章	不同控制方式的经济后果：债务期限结构治理效应视角	108
7.1	理论分析与假说发展	108
7.2	研究设计	112
7.3	实证研究结果	116
7.4	本章小结及其学术贡献	119
第8章	研究结论与政策建议	121
8.1	研究结论	121
8.2	政策建议	123
8.3	学术创新、不足之处与后续研究方向	125
参考文献		128
后记		147

第 1 章

绪 论

1.1

研究背景及研究问题

1.1.1 研究背景

一部改革开放史，就是新中国的一部民营家族企业发展史。20 世纪 70 年代之前，受政治因素以及严重“左”倾意识形态的影响，中国国内的民营经济以及家族与家文化在一浪接一浪的政治运动中遭受到毁灭性的打击，民营家族企业几乎不复存在。之后，中国政府逐步纠正了“左”倾错误的做法，转向以经济建设为中心，经过 30 多年的发展，中国的民营经济已经成为国民经济的重要构成部分之一。即使是在金融危机最为严重的 2008 年，中国的民营经济仍然呈现出良好的发展态势，其在企业数量、注册资本金、城镇固定资产投资、进出口总额、实现企业利润、完成国家税收等多方面的增长率均高于全国平均水平，为整个国民经济发展和社会和谐稳定做出了重要贡献。作为民营经济发展与证券市场发展的产物，中国民营上市公司的发展大致经历了三个阶段。

第一阶段为民营企业上市的起步阶段（1990~1995 年）。1990 年，“深圳世纪星源”、“上海爱使”以及“上海华源制药”三家股份有限公司利用间接上市方式成为中国最早上市的民营企业。1992 年，“深华源”（目前所有权性质变为国有）进入证券市场，揭开了民营企业直接上市的序幕。1993 年在上海

海证交所上市的“福耀玻璃”、1994年在深圳证交所上市的“万向钱潮”，标志着家族控股民营上市公司的诞生。1995年股市进入低迷期，上市节奏放缓。同时，在股票发行中存在一定程度的所有制歧视，民营企业上市步伐也相应放慢，基本上处于徘徊状态。

第二阶段为民营企业上市的平稳发展阶段（1996~2000年）。从1996年开始，民营企业进入上市公司行列呈明显递增趋势。1999年浙大海纳上市，自然人首次出现在发起人当中，四名自然人“发起人”股东共占了2%的股份。2000年，民生银行作为中国首家主要由民营企业入股的全国性股份制商业银行正式上市，民营上市公司数目达到了前所未有的高峰。

第三阶段为民营企业上市的扩容阶段（2001年至今）。2001年之前，没有自然人直接控股的民营上市公司，这是因为1999年7月前，法律上规定自然人持股比例不得超过0.5%，之后《证券法》取消了这个限制，给予自然人与法人同等的权利。2001年1月通天股份上市，开创了自然人作为发起人并控股的先河。2001年5月，用友软件在上海证交所上市，成为首家采用核准制发行并上市的民营企业。截止到2009年年底，中国民营上市企业累计达792家，在全部上市公司数量中所占的比重越来越大，已经超过了35%。

笔者根据国泰安《中国民营上市公司数据库（2010版）》中“实际控制人类型”字段，将上市民营企业区分为上市家族企业与非家族民营上市企业。具体的划分标准为，若上市公司的实际控制人为家族或具有血亲与姻亲的自然人，则该上市民营企业被归类为上市家族企业，否则，为非家族民营上市企业，见图1-1。从图1-1可以看出，绝大部分民营上市公司采取的是家族企业的组织形式。为此，笔者并不打算将全部的民营企业都作为本书的研究对象，而是对其中占主要构成部分的上市家族企业展开研究。这样处理的好处是，克服以往政府控股与私人或家族控股产权比较研究的局限性，深入私人产权内部，探究不同的私人产权安排下负债的治理效应问题。

1.1.2 研究问题

1. 公司实际控制人控制上市公司方式

公司实际控制人也就是公司的最终控制人，是指通过投资关系、协议或其

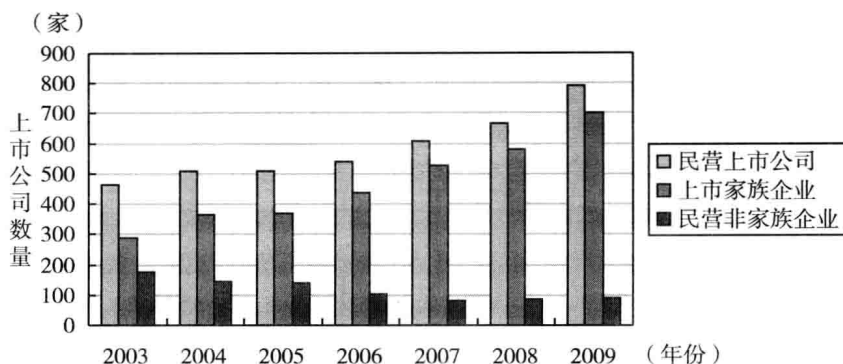


图 1-1 民营上市公司中上市家族企业与非家族企业数量比较

他安排，能够实际支配公司行动的人。公司实际控制人可以利用“金字塔式控股”、“水平式直接控股”、“复式投票权”、“交叉持股”、“多重持股”等方式控制上市公司。

金字塔式控股方式是指公司的实际控制人拥有某一家企业（如企业 A）的多数股份，而这一家企业又持有上市家族企业的多数股份，而且这一过程可以被多次重复。见图 1-2，上市家族企业的实际控制人采用金字塔方式对企业集团内的各个公司进行控制，甚至形成了家族企业系（例如“德隆系”、“格林柯尔系”等）。

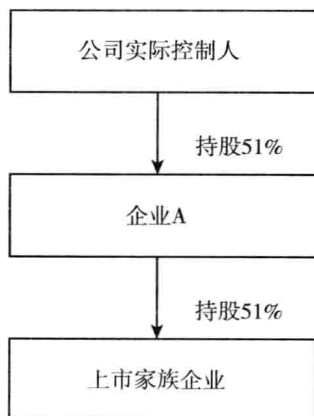


图 1-2 典型的金字塔式控制方式

水平式直接控股是指公司实际控制人同时持有多家公司的股份，而这些公

司不再持有其他公司的股份，见图 1-3。在这种控制方式下，上市家族企业的实际控制人同时也是上市家族企业的家族大股东。

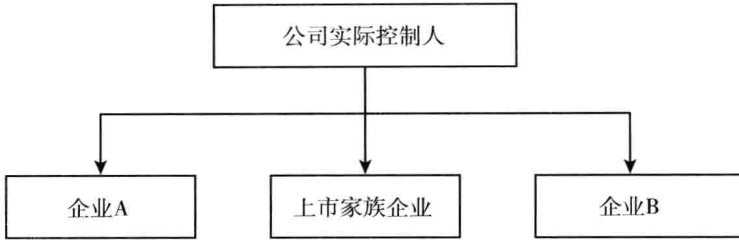


图 1-3 典型的水平式直接控制方式

笔者根据国泰安《中国民营上市公司数据库（2010 版）》数据，对上市民营企业实际控制人控制上市公司方式进行了比较，见图 1-4。可以看出，中国大部分民营上市公司的实际控制人主要采用“金字塔式控股”、“水平式直接控股”两种控股方式，除了这两种控制方式外，公司实际控制人很少采用“复式投票权”、“交叉持股”、“多重持股”等方式控制上市公司。考虑到后三种控制方式在中国上市家族企业中应用并不普遍，样本量较小而不便于展开经验研究，故本书后面的论述仅限于“金字塔式控股”与“水平式直接控股”两种控股方式。

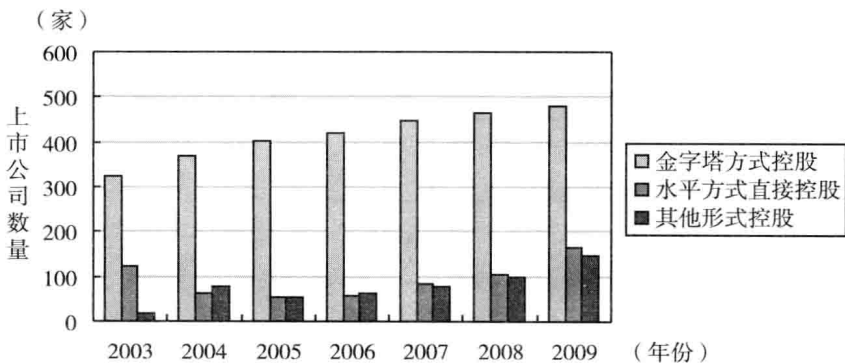


图 1-4 民营上市公司控制方式比较

结合图 1-1 与图 1-4，应该说，中国绝大多数上市家族企业实际控制人采用的是金字塔式控股方式。但是，在西方国家，金字塔式并不是最主要的控股方式。法西奥等（Faccio and Lang, 2002）对西欧国家 5232 家企业的研究发

现,平均只有 19.13% 的企业采用了金字塔式控股方式,即使在采用金字塔式控股方式最多的国家挪威,也只有 33.90% 的企业采用了这种方式。

为什么中国的上市家族企业实际控制人主要采用金字塔式控股方式呢?这里有“法制环境影响论”(控制权私利论)、“政府干预影响论”(中性论)与“金融市场环境影响论”(融资优势论)三种竞争性的观点。法制环境影响论(控制权私利论)认为,在法律对投资者利益保护较弱的国家或地区,上市公司的实际控制人倾向于采用金字塔式间接控股方式,以便利用金字塔式股权结构实现控制权与现金流权的分离,从而获取较多的控制权私利。持这种观点的有刘启亮(2008)以及拉波特(La Porta et al., 1999)、克拉森(Claessens et al., 2000)等学者。

政府干预影响论(中性论)认为,在政府对公司生产经营活动干预较多的国家或地区,上市公司的实际控制人倾向于采用金字塔式间接控股方式,以便利用金字塔式股权结构降低政府对企业的干预。持这种观点的有程仲鸣、夏新平、余明桂(2008)以及范宏博等(Fan, Wong and Zhang, 2005)学者。

金融市场环境影响论(融资优势论)认为,在金融市场发展水平较弱的国家或地区,上市公司的实际控制人倾向于采用金字塔式间接控股方式,以便利用金字塔式股权结构构造企业集团内部资本市场,缓解企业的融资约束。持这种观点的有阿尔梅达与沃尔芬森(Almeida and Wolfenzon, 2006),韩亮亮、李凯、徐业坤(2008)以及卡纳(Khanna and Palepu, 1997, 2000)等学者。

那么,到底哪种理论具有解释力呢?或者说,到底是哪种或哪几种市场环境因素(法制环境、政府干预程度、金融市场化发展水平)对公司实际控制人控制上市公司方式构成影响呢?这是本书要研究的第一个问题。

2. 公司负债融资的治理效应

上市家族企业尽管可以从资本市场上直接融资,但是,它们仍然需要从商业银行等渠道获得资金。这是从民营上市公司的负债率数据得出的结论。夏新平、邹振松、余明桂(2006)选取 2001~2004 年在沪、深证券交易所上市交易的公司为样本,得到的统计数据是,民营上市公司资产负债率的均值与中位数分别为 57.02%、53.86%,非民营上市公司资产负债率的均值与中位数分别为 49.45%、43.97%,民营上市公司的负债水平显著高于非民营上市公司。朱凯、俞伟峰(2009)以 2002~2006 年上市公司为样本,统计数据表明,民

营控股的上市公司负债率最高，中央控股的上市公司负债率最低，地方政府控股的上市公司负债率居于两者之间。《中国民营经济发展分析报告（2008～2009）》显示，2008年民营控股上市公司的资产负债率为55.26%，地方国有控股上市公司的资产负债率为41.69%。而笔者收集的数据是，2005年到2009年上市家族企业银行借款占企业资产比重最高值为56.19%，平均数为22.37%，表明银行借款是上市家族企业不可或缺的资金来源渠道，一部分上市家族企业甚至对银行金融资源有很强的依赖性。

上市家族企业对银行金融资源的需求，原因与动机是多方面的。其一，由于中国的金融市场是一个“以银行为基础”的市场，上市家族企业从资本市场上获得的资金可能不能完全满足企业发展的资金需求；其二，为了优化企业资本结构，获得负债融资的杠杆利益；其三，利用负债的公司治理功能，优化企业公司治理结构；其四，维护家族企业主对上市家族企业的控制权；其五，恶意侵占商业银行的信贷资源等，不一而足。由此，造成了银行贷款不同的经济后果性，即有些上市家族企业能有效地运用银行借款，企业自身发展壮大、贷款银行承担的金融风险较低，实现了企业与银行的“双赢”；但是，也有些家族企业情况恰恰相反，企业在使用银行借款上缺乏效率，同时贷款银行的金融风险较高。前些年相继坍塌的托普系案例、鸿仪系案例就是很好的例证。

托普系的坍塌与它的控股股东在银行借款问题上犯错不无关系。托普软件公司的控股股东大量侵占公司的资金，并且要求托普软件公司为多家关联方公司的100多笔银行借款提供担保，截至2004年上半年，总金额达21亿多元。由于关联方公司未能按时归还银行借款，托普软件的或有（担保）负债变成了巨额的实际负债，最后，受到贷款银行的起诉而蒙受巨大的经济损失，使得公司的中小股东与贷款银行均深受其害。

鸿仪系的坍塌如出一辙。由于证监会否决了鸿仪系旗下上市公司提出的配股方案，鸿仪系无法从资本市场获得集团扩张所需的全部资金，转而利用旗下的上市公司从银行进行大规模借款，并且利用关联占款与关联担保将旗下的众多上市公司和非上市公司牢牢地拴在了一起。最后，鸿仪系内部资本市场中的某些环节出现了资金问题，产生多米诺骨牌效应，以致整个产业集团土崩瓦解。在这个过程中，贷款银行同样遭受了巨大的损失。

事实与个案表明，有的上市家族企业对银行借款的运用有效率，而另一些上市家族企业对银行借款的运用无效率，即不同企业的银行借款（负债融资）

具有不同的经济后果。这实际上就为我们提出了一个研究课题：为什么不同家族企业的负债融资具有不同的经济后果？

这个学术性命题目前还远没有得到学者们的系统研究。田利辉（2004）是国内较早研究负债融资治理效应的一位学者，他的一项研究表明，中国企业负债融资非但没有提升企业的公司治理水平，反而扩大了经理的代理成本；而西方传统理论认为负债是一种公司治理机制，这一结论显然与传统理论相悖。他对此的理论解释是，由于中国政府的“父爱主义”带来的“预算软约束”，使得负债的治理效应失效。应该讲，这种理论比较好地解释了国有上市公司负债治理无效率问题，因而被后来的许多研究者所接受。但是，如果套用预算软约束理论来解释上市家族企业的相同问题，可能就有一些牵强附会了。

如果用公司实际控制人控制方式理论，那么就可以很好地解释负债融资治理无效率现象。在“金字塔式控制方式”的公司中，上市家族企业处于由公司实际控制人编织的金字塔式网络之中，负债融资扩大了公司实际控制人的最终控制权与现金流分离程度，从而可能不是降低了而是增加了公司的股权代理成本。而在“水平式直接控制”的公司中，实际控制人的控制权与现金流权是一致的，负债融资治理应该有效率。因此，本书要研究的第二个问题是，公司实际控制人控制方式是否对公司负债融资治理效应构成影响？

负债融资是一个内涵非常丰富的概念，本书所谓的负债融资包括债务融资比例与债务期限结构两个方面。这样，上述第二个大的问题就分解为两个具体问题。（1）公司实际控制人控制方式是否对公司债务融资比例治理效应构成影响？（2）中国上市家族企业的债务期限普遍偏短，在这个大的制度背景下，不同企业有不同的债务期限结构。公司实际控制人控制方式是否对公司债务期限结构治理效应构成影响？

从“公司实际控制人直接控制”→“公司实际控制人金字塔式控制”的过程，是一个实际控制人的公司产权“份额”在逐渐下降的过程，也是实际控制人建立与维护公司“信誉”的动力逐渐下降的过程，同时又是一个债务契约履约机制逐渐弱化的过程。本书研究的理论意义是，深入私有产权内部，研究不同的私有产权安排对债务契约履约机制的影响，为以往相关实证研究结论的不一致性提供逻辑一贯的、统一的理论解释，也为负债融资在公司治理中的角色提供直接的经验证据。

2005年，国务院讨论并通过了《国务院关于鼓励支持和引导非公有制经

济发展的若干意见》，广东省也发布了《中共广东省委关于制定全省国民经济和社会发展的第十一个五年规划的建议》，这些文件明确提出要从金融资源等诸多方面进一步加大对国家或广东省民营经济的支持力度，表明中央与地方两级政府高度重视民营经济。在此大的政治经济背景下，本书研究的现实意义是，为上市家族企业有效地利用负债融资、完善其公司治理结构、以保护企业中小投资者的利益提供帮助，也为政府与商业银行完善不同“类别”上市家族企业负债融资监管法规、降低金融风险提供现实依据。

1.2

概念界定

1.2.1 家族企业 (Family Firm)

1. 家族企业的理论性定义

家族企业是由家庭系统和企业系统不同程度重叠而构成的混合体，这两个系统具有不同的特征（张强，2003）。具体表述见表1-1。它可以更家庭化一些，也可以更企业化一些，但二者总是不能彻底分割开来（朱卫平，2004）。

表 1-1 家族企业双系统特征

家庭系统	企业系统
培育子女成年	赚取利润
互相关怀	培育人才
无条件接受	要求绩效和表现
根据家庭里的辈分确定权威	根据在企业里的角色和职务确定权威
血缘关系是永久的	员工关系是暂时的
非正式的行为关系	正式的雇佣关系
世代相传的人生周期	有限的工作或产品周期

家族企业本身是一个过程，家族企业一般会沿着个体企业→家庭企业→家族企业（狭义）→泛家族企业→准家族企业的路径演变（朱卫平，2004）。本

书的研究对象是上市家族企业，是指由家庭系统和企业系统重叠构成的、最终控制权能归结到个人或家族的那些公开发行股票的上市公司。

值得一提的是，华人家族企业与西方家族企业在含义上有所不同。华人家族企业中包含有家庭与家族血缘亲情关系，家族企业在某种程度上是家族“信誉”的载体以及实现家族愿景的工具。而西方家族企业中亲情关系往往比较淡漠，特别是上市家族企业，尽管有“家族企业”之名，但基本上就是完全意义上的公众公司。

2. 家族企业的操作性定义

学术界对个人或家族持有一家股份公司的控制权达到多大份额才算控制了该公司，至今没有一个明确的数量界定标准。目前研究中应用最广的界定标准是，单一家族持有一家上市公司10%以上的控制权份额（苏启林、钟乃雄，2005）。

但是，谷祺、邓德强、路倩（2006）认为，人为划定明确界定标准的做法有失偏颇，因为家族控制权还取决于其他股东的持股状况，在某些情况下，由于存在其他大股东，单一家族持有特定公司20%或更多的股份，仍然无法控制该公司，而在另一些情况下，由于其他股东持股分散，单一家族持有特定公司10%以下的股份，也有可能控制该公司。为此，他们提出“实质性控制”概念，所谓“实质性控制”，就是控制人必须是上市公司的第一大股东，但考虑控制人持有上市公司控制权的具体份额，而所谓“控制”，就是能够实质地影响一家上市公司的经营决策。申明浩（2007）对家族企业的界定，采用的就是这种标准。

本书认为，当家族企业的实际控制人对家族企业的控制权份额过低（比如低于10%）时，即使控制人拥有上市家族企业的实质性控制权，但如果其他股东有一致行为人，则控制人原先的实质性控制权很容易旁落。为此，本书将“实质性控制”与“划分明确界线”这两种做法结合起来，参考有关文献，本书研究的上市家族企业必须同时符合以下几个条件：

（1）该上市公司的实际控制人必须是自然人或家族，当自然人不止一个人时，他（她）们之间必须有血亲、姻亲关系；（2）若自然人直接持股，其与家族成员必须累计是第一大股东；（3）若自然人或家族通过其他公司间接持有上市股票的，该中间公司必须是上市公司的第一大股东或实际控股股东；

(4) 若自然人或家族同时采用直接持股与间接持股两种方式的,其控制权累计计数必须能使之确保第一大股东的地位。(5) 实际控制人拥有的控制权比例不低于10%。

3. 上市家族企业与上市民营企业的区分

上市家族企业与上市民营企业是既有联系又不完全相同的两个概念。(1) 家族企业是指企业的控制权掌握在有血缘关系或姻缘关系的人手中。有的国有企业经过私有化改造(MBO方式),变化为民营企业,但如果管理层之间没有血缘关系或姻缘关系,则该企业不是家族企业。(2) 上市民营企业包括上市家族企业,但并非所有的上市民营企业都是家族企业。广义上的上市民营企业是指除国有、国有控股以及外资控股以外的各种类型的企业,包括集体企业、职工持股企业、管理层实施MBO后控制的公司等,但它们不是上市家族企业。(3) 上市家族企业是上市民营企业的主要组成部分,在我国大多数上市民营企业是以家族企业的形式存在的。

4. 上市家族企业的分类

舒尔茨(Schulze, 2002)强调,家族企业是一个连续分布的谱系,研究者应该对各类家族企业分别展开研究。目前关于家族企业的相关研究,已经不是停留在“将家族企业作为一个整体”这样一个层面上,而是对家族企业做进一步的细分。这里蕴含一个道理:只有对家族企业做进一步的分类,并对各类家族企业分别展开研究,才有可能发现一些规律性、获得可靠的研究结论。受有关研究文献的启发,本书以公司“实际控制人控制上市公司方式”将上市家族企业分为两类:“实际控制人直接控制”家族企业与“实际控制人金字塔式控制”家族企业。

1.2.2 负债融资(Debt Finance)

企业全部的负债分为经营性负债与融资性负债两大部分。经营性负债是指公司在经营过程中与特定的交易行为相联系的、自然形成的、主要来源于供应商和客户的债务,包括应付账款和预收账款等。而融资性负债是指由企业的融资活动产生的负债,包括银行借款、应付债券等。

本书研究的负债主要指融资性负债中的“银行借款”，不包括融资性负债中的“应付债券”，更不包括经营性负债。这是因为：（1）只有极少数上市家族企业发行了企业债券。由于中国政府严格控制企业利用发行债券来筹集资金，所以，能发行企业债券的企业绝大多数是大型国有企业，能发行企业债券的家族企业在债券市场上是凤毛麟角。尽管近几年中国债券市场发展很快，也有学者呼吁要求政府尽快对民营企业开放债券发行市场，但在实际经济生活中民营企业在这个问题上还有很长一段路要走。（2）“银行借款”这种负债的治理效应对公司所处的市场环境比较敏感，而“应付债券”和经营性负债却与此大不相同。在中国，当地企业的借款通常来源于当地的银行，上市家族企业所处的市场环境对银行借款的治理效应有重要的影响。而经营性负债或应付债券对应的债权人可能来自市场环境较好的地区，也可能来自市场环境较差的地区，不具有明显的地域特征（谢德仁，2009）。因此，在研究上也应该将它们分开。

但是，银行借款以外的负债可能对银行借款有一定的“替代效应”，为了验证研究结论的可靠性，在本书的稳健性检验部分，采用的是“全部负债”的含义。

不同期限的负债也许具有不同的治理效应，进一步的研究，不能将不同期限的负债仍然作为“同质负债”来看待。因此，本书的负债包括两个方面的含义：债务融资比例（Leverage）与债务期限结构。

1.2.3 市场环境（Market Environment）

市场环境是指上市家族企业所处的、对企业公司治理产生影响的制度环境因素。借鉴樊纲、王小鲁、朱恒鹏（2010）编制的《中国市场化指数》，市场环境主要指公司所处地区的法律制度环境水平（执法水平）、地方政府干预程度、地区金融市场发展水平三个方面。

1.2.4 治理效应

债务杠杆的治理效应是指债务杠杆对公司股权代理成本的作用。当债务杠杆降低了股权代理成本时，就是债务杠杆治理有效率；否则，即是债务杠杆治