

# 终极控制股东、法律环境与融资结构选择<sup>①</sup>

肖作平<sup>1</sup>, 廖理<sup>2</sup>

(1. 西南交通大学经济管理学院, 成都 610031; 2. 清华大学经济管理学院, 北京 100084)

**摘要:** 采用总债务占总资产比重, 银行借款占总资产比重和商业信用占总资产比重量度融资结构, 使用中国非金融上市公司截面数据, 应用一系列 OLS 实证检验终极控制股东, 法律环境与融资结构选择之间关系。研究发现: 商业信用水平不受终极控制股东和法律环境的影响; 现金流量权和控制权分离度低的公司具有显著高的总债务水平和银行借款; 终极控制股东是国有公司者, 其总债务水平和银行借款显著低于终极控制股东是民营等非国有公司者; 法律环境好的地区的上市公司具有显著低的总债务水平和银行借款; 终极控制股东与融资结构选择之间关系受法律环境的影响。

**关键词:** 终极控制股东; 法律环境; 融资结构; 实证证据

**中图分类号:** F832.4   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1007-9807(2012)09-0084-13

## 0 引言

大量的财务经济学文献把股权结构和融资结构联系在一起<sup>[1-7]</sup>。但先前的这些研究往往只注重分析管理者或大股东的直接持股如何影响债务对权益的选择, 较少关注终极控制股东和融资结构选择之间的关系, 且没有把法律环境纳入研究框架, 没有分析终极控制股东与融资结构选择之间关系如何受法律环境的影响。终极控制股东和外部投资者之间的利益冲突是公司获得资本能力的一个重要因素, 而这些代理冲突的减缓依赖于公司面临的法律环境。由于不同地区的法律环境差异很大, 不同地区可观察的融资结构可能呈现系统性差异。同时, 良好的法律环境能在一定程度上增加掠夺成本和掠夺风险, 进而影响终极控制股东与融资结构选择之间的关系。

最近的研究意识到, 基于所有权分散的 Berle 和 Means<sup>[8]</sup> 范式仅仅适用于英美的大型公司, 而基于所有权集中的 La Porta 等<sup>[9]</sup> 的范式才是全球

公司所有权结构的主导形态。终极控制股东通常通过金字塔结构施加控制, 通过处于金字塔较高层的公司控制那些处于金字塔底层的公司, 进而通过“隧道”掠夺外部投资者。比如, 终极控制股东拥有 A 公司 60% 的股份, A 公司拥有 B 公司 50% 的股份, B 公司拥有 C 公司 25% 的股份, 那么终极控制股东对 C 公司的现金流量权(所有权)为 7.5% (即  $60\% \times 50\% \times 25\%$ )。通过对 A 公司和 B 公司的控制, 终极控制股东对 C 公司的控制权为 25%——这通常已能够对 C 公司实施有效的控制。此时, 控制股东对 C 公司的现金流量权和控制权产生了分离。通过指示 C 公司向外部投资者增发新股募集资金, 接着通过“隧道”将这些资金转移到终极控制股东手中, 进而掠夺外部投资者。另外, 通过指示 C 公司和 A 公司进行关联交易或资产置换等行为, 终极控制股东可从 C 公司的其他股东手中掠夺 92.5% (即  $100\% - 7.5\%$ ) 的溢价。

① 收稿日期: 2011-01-18; 修订日期: 2011-08-26。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71002062; 71272140); 教育部新世纪优秀人才支持计划资助项目(NCET-10-0666); 教育部人文社会科学研究资助项目(09XJC630013); 教育部高等学校博士学科点专项科研基金资助项目(200806131003)。

作者简介: 肖作平(1975—), 男, 福建周宁人, 博士, 教授, 博士生导师。Email: xzp4061@sina.com

同时,中国上市公司的公司代理问题通常被中国不健全的投资者法律保护所加剧。Allen等<sup>[10]</sup>研究发现,就债权人和股东保护方面看,无论和La Porta等<sup>[11]</sup>的样本中的发达国家还是发展中国家相比,中国的法律和执行力度都处于劣势。在投资者法律保护不健全的制度背景下,终极控制股东往往会根据自身利益调整融资政策以增强壕沟效应,掠夺外部投资者和获取控制权私有收益。

因此,在中国特有的制度背景下,理清终极控制股东、法律环境与融资结构选择之间关系具有重要的学术价值。本文的研究意义体现在:第1,揭示终极控制股东和法律环境在融资结构选择中的作用机理,为设计公司治理结构、制定公司融资政策和改革国有企业等提供依据;第2,探究终极控制股东的融资行为,深刻了解终极控制股东和小股东之间的代理问题,推动公司融资行为的规范化进程和促进资本市场的健康发展;第3,探讨融资结构研究的新方法、新思路,拓展和充实中国现有的融资结构问题研究,丰富现代财务理论体系。

## 1 文献综述

自La Porta等<sup>[9]</sup>的开创性工作以来,大量的文献源于控制股东和小股东之间的利益冲突,对终极控制股东问题进行研究,并逐渐成为公司治理研究的主流方向之一。这些研究主要集中在终极控制股东如何影响公司价值、盈余管理和股利政策上<sup>[12-24]</sup>。研究结果表明,控制权和现金流量权的分离度越大,终极控制股东掠夺小股东的动机越强。

最近的研究把注意力转向终极控制股东与融资结构选择之间关系上。如Du和Dai<sup>[25]</sup>研究发现,控制权和现金流量权分离度大的公司倾向使用多的债务融资。Nor和Ariffin<sup>[26]</sup>研究发现,控制权和现金流量权的分离导致困境公司债务水平的提高。Chong<sup>[27]</sup>研究发现,控制权和现金流量权分离度高的公司使用显著多的银行债务,以及具有更高比例的短期债务和使用更多的商业信用。Boubaker<sup>[28]</sup>研究发现,由于债务供给的约束,控

制权和现金流量权分离度大的公司具有相对低的债务水平。Driffield等<sup>[29]</sup>研究发现,控制权和现金流量权的分离度与债务水平正相关。Faccio等<sup>[30]</sup>研究发现,当投资者保护体制较弱时,现金流量权/控制权与杠杆负相关;但在投资者保护较好的国家,现金流量权/控制权与杠杆正相关。国内的研究,韩亮亮和李凯<sup>[31]</sup>研究发现,控制权和现金流量权的一致性与债务水平正相关。孙健<sup>[32]</sup>得出结论,终极控制人控制上市公司进行债务融资是为了通过举债获得可控制的资源。李增泉等<sup>[33]</sup>研究表明,在我国民营上市公司中金字塔结构具有债务融资优势。

另外,近年来法律环境在公司融资结构选择中的作用日益受到学术界的广泛关注。比如, Demircu-Kunt和Maksimovic<sup>[34]</sup>研究发现,效率指数得分越高的法律体系国家,公司使用长期外部融资的比例越高,表明健全的法律体系在为公司成长性融资中是至关重要的。La Porta等<sup>[35]</sup>研究发现,法律渊源和实施质量显著影响公司融资决策。Demircu-Kunt和Maksimovic<sup>[36]</sup>研究发现,潜在的法律和制度差异能在很大程度上解释不同国家的公司在长期债务使用上的差异。融资期限方面的差异主要是由于制度差异造成的。Giannetti<sup>[37]</sup>研究表明,制度在决定融资决策代理问题程度中起着重要作用,支持了债权人权利和确保更严格实施的制度与更高的杠杆相关,也与更高长期债务的获得性相关。Fan等<sup>[38]</sup>的证据表明,在保护投资者较好的国家中,公司倾向使用低的债务水平和多的长期债务。国内沈艺峰等<sup>[39]</sup>研究发现,保护投资者执行情况是影响资本结构的重要因素之一,保护投资者执行指数与公司负债比率和负债—权益比之间均呈显著负相关关系。肖作平<sup>[6]</sup>研究发现,法律制度对不同期限的债务水平具有不同的影响,法律制度环境好的公司具有相对高的短期债务和相对低的长期债务。

通过文献综述发现:1)最近的研究把终极控制股东和融资结构选择联系在一起,取得一定成果。但这些研究多数集中在终极控制股东如何影响资本结构选择上,较少考查终极控制股东如何影响融资结构的其他问题,如债务所有权结构等。2)目前还没有把终极控制股东和制度背景结合

起来研究融资结构选择,没有把终极控制股东和制度因素对融资结构选择的交互影响纳入研究框架.本文在这一方面作了有益补充,把终极控制股东和法律制度对融资结构选择的交互影响纳入研究视野,并把焦点从资本结构的检查移向融资结构的其他问题,拓展了先前的研究,为融资结构问题研究提供了新思想、新视角.

## 2 理论分析和研究假设

本节以终极控制股东和小股东之间的代理冲突为切入点,理论推演终极控制股东、法律环境与融资结构选择之间关系,提出相关的研究假设.

### 2.1 终极控制股东与融资结构

大股东,尤其是终极控制股东具有显著影响公司财务政策的能力.拥有更多现金流量权的终极控制股东具有强烈的动机使公司价值最大化,且其能够收集信息并监督管理者,从而克服了现代公司中的第一个委托代理问题,即管理者和股东之间的利益冲突问题<sup>[40]</sup>. Bebchuk 等<sup>[41]</sup>研究表明,在其他条件相同的情况下,代理成本随着终极控制股东现金流量权的增加而减少. Lemmon 和 Lins<sup>[15]</sup>认为当投资机会受到不利冲击时,以较少的现金流量权获得对公司有效控制的内部人会增加掠夺的动机.随着现金流量权的增加,终极控制股东和小股东之间的利益冲突减小,从而克服了现代公司中的另一委托代理问题,即终极控制股东和小股东之间的利益冲突<sup>[42]</sup>. 另外,在控制权超过现金流量权的情况下,终极控制股东往往会选择利用手中的控制权去“掏空”公司的资源. Shleifer 和 Vishney<sup>[42]</sup>认为当终极控制股东获得几乎全部公司控制权时,他们偏好产生私有控制权收益,而这些私有控制权收益是小股东不能分享的. Dyck 和 Zingales<sup>[43]</sup>指出,终极控制股东可以通过控制公司而获取大量的控制权私有收益,如某些特权,甚至在某些情况下可以完全窃取公司资源.特别地,终极控制股东也许会通过关联交易从事“隧道”行为.然而,在较大的债务负担下公司需要使用大量的现金来偿还债务,这将减少终

极控制股东通过“隧道”转移到自己控制的关联公司去的资源,抑制了终极控制股东的隧道挖掘能力.为了摆脱“隧道”的约束,终极控制股东也许会选择减少融资结构中的债务融资,即为了“隧道”而减少债务的效应<sup>[25]</sup>. 同时,更多的控制权集中在终极控制股东手中,股东越不易更换,终极控制股东和小股东之间的代理冲突加剧,股权融资偏好更加强烈.控制权和现金流量权的分离度在公司治理中是非常重要的,因为控制权和现金流量权的分离使终极控制股东有动机从公司获取控制权私有收益,进而影响融资结构选择.控制权和现金流量权的分离度越大,终极控制股东越有动机和能力掠夺小股东利益. Bebchuk 等<sup>[41]</sup>认为,控制权和现金流量权分离会产生大量的代理成本,比控制股东在公司中同样持有控制性现金流量权相关联的成本高出 1 个数量级.控制权和现金流量权分离度越大,终极控制股东越有动机进行利益侵占,掠夺外部投资者.总之,控制权和现金流量权分离度越大预示着终极控制股东更有动机和能力掠夺小股东利益,因为终极控制股东利用控制权进行“隧道”获取的利益远远超过其作为一个股东由于“隧道”导致公司利益受损而带来的损失.更大的控制权和现金流量权的分离度意味着终极控制股东通过“隧道”掠夺小股东的动机越强,股权融资偏好越强烈,债务融资水平下降.同时,在控制权和现金流量权分离度增大的情况下,终极控制股东将十分厌恶债务融资,因为债务可以作为控制机制,它能限制终极控制股东进行“隧道”转移公司资源的能力.由于债务定期还本付息的特征,较重的债务将使得终极控制股东可支配的自由现金减少,进而约束终极控制股东的利益侵占行为.因此,在其他情况相同下,控制权和现金流量权的分离度越大,终极控制股东从银行等金融机构举借到的借款数量越少.综上所述,控制权和现金流量权分离度低的公司具有相对高的债务水平.

假设 1 控制权和现金流量权<sup>②</sup>分离度低的公司在其融资结构中具有显著高的债务水平.

② 所有权指的是现金流量权,也就是有主张获得股息红利的权力.控制权是普通股股东具有亲自或者委托代理人成为董事会成员以及对发行债权、股票分割和公司经营的实质性变更等公司决策而进行投票的权力(也称为投票权).

另外,不同的终极控制股东类型具有不同的激励特征。为了详细检查终极控制股东与融资结构选择之间的关系,本文考虑了终极控制股东的类型(国有控制和民营等非国有控制)如何影响融资结构选择。如果终极控制股东是国有的,那么它相对于终极控制股东是家族的公司具有不同的目标。Shleifer 和 Vishny<sup>[44]</sup>提出了“榨取手”论点。他们认为政府官员(政治家)从他们控制的国有上市公司中榨取资源来满足与公司价值最大化不一致的目标。股东和政府官员监督公司之间的利益冲突,政府官员可能以公司利益为代价追求社会目标或私人利益。国有股先天所具有的产权残缺,以及后天所承担的政府行为,决定国有控股公司治理的低效率。作为国有股的“代理人”——国有资产管理机构,在公司治理中并不是积极的监督者,难以对管理者进行有效地监督和约束,有时甚至出现所有权“虚置缺位”的情况。作为国有资本出资人代表的政府官员同一般企业的自然人出资主体的根本区别在于,政府官员并不具有对企业资产剩余的索取权利,而只能得到固定的工资以及与其他行政人员类似的福利,这种没有剩余收益权的控制权是缺乏激励的控制权,所以无法从制度上保证其拥有充分的监督动机和积极性。国有股权代表委派机制没有真正形成,没有解决好产权主体进入企业问题,国有股背后的产权模糊以及多重代理拉长了代理链条,使所有者不能对管理者实行有效的控制和监督。由于缺乏激励和能力对管理者进行有效监督,国有控股公司的代理冲突更为严重,各种治理机制(如监督机制、收购兼并、契约约束和破产机制等)对国有股权的保护明显弱于非国有企业<sup>[45]</sup>。于是,在其他条件相同的情况下,国有控股公司内部人的利益侵占行为比民营等非国有控股公司要严重得多。终极控制股东是国有的上市公司相对终极控制股东是其他类型的上市公司更有可能发生榨取控制权私人利益。因此,在其他条件相同的情况下,与终极控制股东是民营等非国有公司相比,终极控制股东是国有公司的“隧道”行为较严重,终极控制股东和小股东之间的利益冲突更为加剧。因此,终极控制股东为了“掏空”上市公司,榨取控制权私人利益,终极控制股东是国有上市公司具有相对

低的债务水平。

假设2 终极控制股东是国有公司,其债务水平低于终极控制股东是民营等非国有公司。

## 2.2 法律环境与融资结构

现代公司的中心代理问题是终极控制股东和小股东之间的代理冲突。减缓这一代理问题的重要方法是加强对投资者的法律保护。控制权和现金流量权分离度的提高增大了终极控制股东掠夺小股东的动机,而对投资者的法律保护影响终极控制股东的掠夺能力。正如 La porta 等<sup>[13]</sup>指出的,如果对投资者的法律保护较弱,那么控制权和现金流量权分离度的提高将会加剧代理冲突。Shleifer 和 Vishny<sup>[42]</sup>认为对投资者的法律保护为中小投资者通过法律条文赋予的法律力量,以限制掠夺来减少与控制股东的代理问题。通过使掠夺具有更大的法律风险和成本,功能完善的法律体系在保护小股东免受控制股东掠夺中是非常重要的。公司法和其他法规给予小股东一定的权利来保护他们的投资,以免被控制股东掠夺。单就对股东而言,其权利包括他们的投资和控制股东一样得到同样的回报,而且他们有权就重要的公司事务进行投票,其中包括董事的选举,甚至还有权因受到损失而起诉公司。因此,良好的法律制度被认为是公司治理的重要机制和代理问题的主要补救措施<sup>[46]</sup>。学术界已逐渐注意到在对投资者法律保护好的国家中,控制权私有收益会受到显著地抑制<sup>[43, 47]</sup>。

良好的法律制度会促进股票和信贷市场的发展,使公司获得外部资金,增加公司价值,以及抑制控制权私有利益等变得更加容易。这些证据表明对投资者良好的法律保护可获得可观的效率。La porta 等运用公司治理法律方法研究公司融资问题<sup>[11, 35, 46]</sup>,他们认为,法律及其实施质量是公司治理和公司融资的必要成分,对股东和债权人的法律保护对于理解不同国家的公司融资模式是很重要的。Dyck 和 Zingales<sup>[43]</sup>、Nenova<sup>[47]</sup>、Doidge<sup>[48]</sup>的实证证据表明法律制度在约束控制权私有收益中扮演着重要角色。Johnson 等<sup>[49]</sup>研究发现,在亚洲金融危机期间,与对小股东法律保护较弱的国家相比,法律保护较强的国家,其汇率跌价和市场衰退并不是那么严重;用法律保护来

解释汇率跌价和股市衰退比用标准的宏观变量度量要好得多。Lins<sup>[50]</sup> 研究发现,控制权和现金流量权的分离度与公司价值负相关,特别是在对外部股东保护相对弱的国家中。Haw 等<sup>[22]</sup> 研究发现,由控制权和现金流量权相分离导致的盈余管理在法律保护水平较高的国家中显著地受到抑制。Leuz 等<sup>[51]</sup> 认为当对投资者保护较好时终极控制股东的盈余管理将减少,因为良好的投资者法律保护制约了终极控制股东的掠夺能力,因此终极控制股东很少通过盈余管理来掩饰公司表现。他们的实证证据表明投资者法律保护与盈余管理负相关。从上述研究中可以得出结论——对投资者良好的法律保护能在一定程度上抑制终极控制股东的掠夺能力。因为,投资者法律保护限制了掠夺的方式和减少了掠夺发生的可能性。完善的法律,特别是有效地执法使终极控制股东以高昂的代价才能取得掠夺收益,从而抑制掠夺行为的发生。这是因为被揭露和起诉的可能性降低了终极控制股东获取控制权私有收益的动机和能力。因此,当投资者得到了较好的保护,且法律实施质量较高时,终极控制股东和小股东之间的代理冲突得到缓和。综上所述,在对投资者法律保护好的地区,终极控制股东的掠夺风险和掠夺成本上升,他们的掠夺行为将在一定程度上受到抑制,债务资本提供者(如银行等金融机构)愿意为这些地区的公司提供债务资金。因此,对投资者法律保护好的地区的公司具有相对高的债务水平。同时,较差的公司治理被认为是中国公司融资困难的一个重要原因。加强公司治理已成为中国政府和相关部门的重要任务。促进良好的公司治理的重要关注点是加强对投资者法律保护以缓解终极控制股东和小股东之间的利益冲突。当控制权和现金流量权的分离度很大时,终极控制股东具有强烈的动机掠夺小股东利益,从而加剧终极控制股东的壕沟效应问题,而良好的法律环境能在一定程度上抑制终极控制股东的掠夺行为,增加终极控制股东的掠夺风险和掠夺成本,从而减缓终极控制股东和小股东之间的代理冲突<sup>③</sup>,因此良好的

法律制度能减缓终极控制股东与融资结构选择之间的关系。

假设 3 法律环境好的地区的上市公司具有相对高的债务水平。

假设 4 法律制度环境的改善能减缓终极控制股东与融资结构选择之间的关系。

### 3 研究变量与研究样本

#### 3.1 研究变量

本文的被解释变量是融资结构(包括债务对权益的选择,债务所有权结构);检验变量包括控制权和现金流量权分离度、终极控制股东的类型、法律环境,以及控制权和现金流量权分离度与法律环境的交互项。同时,为了详细检查本文提出的研究假设,对影响融资结构选择的特征加以控制。选择的控制变量参考了先前的实证研究<sup>[52-55]</sup>。

##### 3.1.1 被解释变量

在融资结构实证研究中,债务对资产比值是使用较频繁的融资结构度量<sup>[53]</sup>。本文使用总债务占总资产比重度量融资结构,即资产负债率(TDA)。同时,由于中国上市公司的债务主要由商业信用和银行借款等私有债务组成,公共债务(债券融资)比重极低<sup>[56]</sup>,考虑债务所有权结构问题,还采用银行借款占总资产比重(BDA),以及商业信用占总资产比重(TCA)度量融资结构。

##### 3.1.2 检验变量和控制变量

表 1 是对检验变量进行定义,表 2 是对控制变量进行定义。

#### 3.2 样本选择

根据上市公司年度报告披露的“公司与实际控制人之间的产权和控制关系方框图”手工计算获得终极控制股东的现金流量权、控制权,以及终极控制股东类型的代理变量。上市公司的年度报告来自巨潮资讯网([www.cninfo.com.cn](http://www.cninfo.com.cn))。上市公司的财务数据来自国泰安信息技术有限公司开发的中国股票市场数据库(CSMAR)。各地区的法律环境指数数据来自文献<sup>[57]</sup>。

③ 运作良好的法律和司法体系以及有效的信息披露标准通过增加财富掠夺的法律风险和成本,从而限制了内部人的私有控制利益。这是因为被揭露和起诉的可能性降低了控制股东获取控制权私有收益的激励和能力<sup>[47]</sup>。

表1 检验变量定义

Table 1 Definitions of test variables

变量名称	变量符号	变量定义	理论预期
控制权和现金流量权分离度	<i>COR</i>	现金流量权/控制权	+
终极控制股东类型	<i>UCT</i>	当终极控制股东为国有时, <i>UCT</i> 为 1, 否则为 0	-
法律环境	<i>LB</i>	樊纲等构建的法律制度环境指数 <sup>[57]</sup> , 数值越大, 法律制度环境越好	+
控制权和现金流量权分离度与法律环境的交互项	<i>LB × COR</i>	法律制度环境指数 × 现金流量权/控制权	-

注: 1. 现金流量权/控制权(*COR*) 越大, 说明控制权和现金流量权的分离程度越小, 它是控制权(投票权)和现金流量权(所有权)分离度的反向代理变量。因此, 检验变量现金流量权/控制权(*COR*) 应与债务水平正相关。现金流量权(所有权)和控制权(投票权)的度量, 参照 La Porta 等的方法, 即现金流量权指每条控制链上公司股权比例的乘积之和, 控制权指每条控制链上最小的一个股权比例之和<sup>[9]</sup>;

2. 控制权和现金流量权分离大的公司, 其终极控制股东更有动机通过“隧道”掠夺小股东利益。而法律环境指数高的地区的上市公司, 其终极控制股东的掠夺行为将在一定程度受到制约, 因此, 法律环境指数(*LB*) 与控制权和现金流量权分离度的反向代理变量(现金流量权/控制权(*COR*)) 的交互项应与债务水平负相关;

3. “+”表示公司债务水平随该因素的增加而增加, “-”表示公司债务水平随该因素的增加而减小。

表2 控制变量定义

Table 2 Definitions of control variables

变量名称	变量符号	变量定义	理论预期
公司规模	<i>SIZE</i>	总资产的自然对数	+
资产结构	<i>TANG</i>	固定资产净值/总资产	+
成长机会	<i>GROW</i>	总资产增长率	-
独特性	<i>UNIQ</i>	营业费用/销售收入	-
盈利能力	<i>PROF</i>	净利润/总资产	-
行业虚拟变量	<i>ID<sub>i</sub></i>	行业虚拟变量用来控制行业因素的影响。按证监会的分类标准(除制造业继续划分为小类外, 其他行业以大类为准), 共有 22 个行业, 剔除金融业后, 模型中共 20 个行业虚拟变量	?

注: 由于样本公司中将近 56% 的公司集中在制造业中, 因此为了减缓结果产生偏差, 对制造业按大类进行细分, 总共分为 10 大类。

“+”表示公司债务水平随该因素的增加而增加, “-”表示公司债务水平随该因素的增加而减小, “?”表示没有明确的理论预期或实证结果。

本文以 2006 年 12 月 31 日之前在深、沪上市的所有公司为原始研究样本, 同时按照以下原则对样本公司进行筛选, 剔除: ①金融类上市公司<sup>④</sup>; ②ST 或 PT 类上市公司; ③资产负债率大于 1 的上市公司; ④数据缺损的上市公司; ⑤无法获得相关数据的上市公司。根据上述原则, 最终得到 1 254 家在深、沪上市的非金融公司为本文有效研究样本<sup>⑤</sup>。

## 4 实证研究设计

### 4.1 实证模型设定

本文的目标是在中国制度背景下, 实证检验控制权和现金流量权分离度、终极控制股东类型、法律环境对融资结构选择的影响, 以及终极控制

④ 这是因为: 首先, 金融公司的融资结构受到诸如储蓄保险等显形(或隐性)投资者保险计划的强烈影响; 其次, 从严格意义上讲, 金融公司的债务与非金融公司的债务不具有可比性; 最后, 法规对金融公司的最少资本金要求管制更为严格, 这也许会直接影响到它们的融资结构<sup>[53]</sup>。

⑤ 数据描述性统计因篇幅有限从略, 有兴趣的读者可向作者索取。

股东与融资结构选择之间的关系是否受法律环境的影响。

为了检验终极控制股东、法律环境如何影响融资结构选择,构建如下的回归模型

$$TDA = \alpha + \beta_1 COR + \beta_2 UCT + \beta_3 LB + \gamma(\text{control variables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \varepsilon \quad (1)$$

$$BDA = \alpha + \beta_1 COR + \beta_2 UCT + \beta_3 LB + \gamma(\text{control variables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \varepsilon \quad (2)$$

$$TCA = \alpha + \beta_1 COR + \beta_2 UCT + \beta_3 LB + \gamma(\text{control variables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \varepsilon \quad (3)$$

为了检验终极控制股东与融资结构选择之间的关系是否受法律环境的影响,本文构建如下的回归模型<sup>⑥</sup>

$$TDA = \alpha + \beta_1 COR + \beta_2 UCT + \beta_3 COR \times LB + \gamma(\text{control variables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \varepsilon \quad (4)$$

$$BDA = \alpha + \beta_1 COR + \beta_2 UCT + \beta_3 COR \times LB + \gamma(\text{control variables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \varepsilon \quad (5)$$

$$TCA = \alpha + \beta_1 COR + \beta_2 UCT + \beta_3 COR \times LB + \gamma(\text{control variables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \varepsilon \quad (6)$$

其中:  $TDA$ 、 $BDA$  和  $TCA$  为融资结构的代理变量,它们分别是总债务占总资产的比重,银行借款占总资产的比重和商业信用占总资产的比重;  $\alpha$  为截距;  $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_3$  为回归系数,  $\gamma$  和  $\eta$  为回归系数向量;  $\varepsilon$  为随机误差项; 检验变量和控制变量的含义见变量定义表 1 和表 2。

## 4.2 实证证据

本文采用普通最小二乘法 (OLS) 估计上述

的回归方程。回归结果见表 3。

从表 3 可见: 1) 在以商业信用占总资产的比重  $TCA$  为被解释变量的回归方程中, 本文设定的检验变量系数在常规置信水平上都不显著, 说明终极控制股东和法律环境对商业信用的影响不显著, 表明中国上市公司的控制股东和要素供应商之间不存在严重的利益冲突, 法律环境不能影响要素供应商是否把货物赊销给上市公司的决策。同时也说明由于商业信用不需要支付利息, 不会约束终极控制股东的“隧道”行为, 表明中国上市公司不能通过使用改变融资政策来改变股东激励和向要素供应商传递友好的和非机会主义行为的信号, 债务融资不能加强股东与要素供应商交易中的谈判地位。

2) 无论以总债务占总资产比重, 还是以银行借款占总资产比重为被解释变量的回归中, 控制权和现金流量权分离度的反向代理变量—— $COR$  (现金流量权 / 控制权) 的系数都是正的且显著。这说明控制权和现金流量权分离程度小的公司具有显著高的债务水平。这是因为在控制权和现金流量权分离程度低的情况下, 终极控制股东和小股东之间的利益冲突得到缓和, 终极控制股东的掠夺行为在一定程度上受到制约。同时也表明为了摆脱“隧道”的约束, 控制权和现金流量权分离度大的公司的终极控制股东会减少融资结构中的债务融资数量。因为高债务水平需要偿还大量的利息和本金, 这将约束终极控制股东的掠夺能力。

3) 无论以总债务占总资产比重, 还是以银行借款占总资产比重为被解释变量的回归中, 终极控制股东类型的系数是负的且都在 1% 的水平上显著, 验证了假设 2。说明国有股先天所具有的产权残缺, 以及后天所承担的政府行为, 决定国有控股公司治理的低效率。由于缺乏激励和能力对管理者进行有效监督, 国有控股公司的代理冲突更为严重, 各种治理机制对国有股权的保护明显弱于非国有企业。因此, 在其他条件相同下, 终极控制股东是国有公司比终极控制股东是其他类型公

⑥ 当在模型 (4)、(5) 和 (6) 的基础上加入法律环境指数时, 通过多重共线性诊断, 发现法律环境指数的方差膨胀因子 (VIF) 大于 10。因此, 为了减缓多重共线性问题, 在模型 (4)、(5) 和 (6) 中没有加入法律环境指数这一变量。

司更可能发生掠夺行为. 与终极控制股东是民营等国有公司相比, 终极控制股东是国有公司的“隧道”行为会更加严重. 这些公司的终极控制股

东和小股东之间的代理冲突更加严重, 终极控制股东的股权融资偏好和减少债务融资(尤其是金融性债务)以摆脱“隧道”约束的效应明显.

表 3 终极控制股东 法律环境与融资结构选择的回归结果

Table 3 Regression results of ultimate controlling shareholder, law environment and the choice of financing structure

变量符号	TDA			BDA			TCA		
	I	II	III	I	II	III	I	II	III
<i>Intercept</i>	-0.451 (-4.232) <sup>a</sup>	-0.476 (-4.420) <sup>a</sup>	-0.477 (-4.437) <sup>a</sup>	-0.488 (-5.699) <sup>a</sup>	-0.514 (-5.949) <sup>a</sup>	-0.504 (-5.846) <sup>a</sup>	-0.358 (-4.775) <sup>a</sup>	-0.358 (-4.738) <sup>a</sup>	-0.356 (-4.725) <sup>a</sup>
<i>COR</i>	0.042 (2.290) <sup>b</sup>	0.078 (3.438) <sup>a</sup>	0.059 (3.084) <sup>a</sup>	0.025 (1.680) <sup>c</sup>	0.060 (3.333) <sup>a</sup>	0.038 (2.456) <sup>b</sup>	0.008 (0.600)	0.010 (0.616)	0.008 (0.597)
<i>LB</i>	-0.005 (-3.186) <sup>a</sup>			-0.005 (-3.626) <sup>a</sup>			-0.001 (-0.572)		
<i>COR × LB</i>		-0.005 (-2.658) <sup>a</sup>			-0.005 (-3.331) <sup>a</sup>			-2.06E-04 (-0.206)	
<i>COR × HL</i>			-0.038 (-3.021) <sup>a</sup>			-0.029 (-2.852) <sup>a</sup>			-3.96E-04 (-0.044)
<i>UCT</i>	-0.035 (-3.181) <sup>a</sup>	-0.035 (-3.167) <sup>a</sup>	-0.035 (-3.201) <sup>a</sup>	-0.034 (-3.947) <sup>a</sup>	-0.035 (-3.690) <sup>a</sup>	-0.034 (-3.910) <sup>a</sup>	5.232E-05 (0.007)	2.64E-04 (0.033)	3.84E-04 (0.048)
<i>SIZE</i>	0.050 (9.928) <sup>a</sup>	0.049 (9.830) <sup>a</sup>	0.049 (9.873) <sup>a</sup>	0.034 (8.493) <sup>a</sup>	0.034 (8.428) <sup>a</sup>	0.033 (8.337) <sup>a</sup>	0.029 (8.348) <sup>a</sup>	0.029 (8.301) <sup>a</sup>	0.029 (8.288) <sup>a</sup>
<i>TANG</i>	-0.068 (-2.697) <sup>a</sup>	-0.065 (-2.582) <sup>a</sup>	-0.069 (-2.728) <sup>a</sup>	0.102 (5.077) <sup>a</sup>	0.104 (5.174) <sup>a</sup>	0.104 (5.101) <sup>a</sup>	-0.217 (-12.283) <sup>a</sup>	-0.216 (-12.250) <sup>a</sup>	-0.216 (-12.162) <sup>a</sup>
<i>GROW</i>	0.036 (3.762) <sup>a</sup>	0.037 (3.854) <sup>a</sup>	0.036 (3.830) <sup>a</sup>	0.013 (1.750) <sup>c</sup>	0.014 (1.850) <sup>c</sup>	0.014 (1.831) <sup>c</sup>	0.001 (0.088)	0.001 (0.110)	0.001 (0.112)
<i>UNIQ</i>	-0.163 (-2.465) <sup>a</sup>	-0.162 (-2.437) <sup>b</sup>	-0.161 (-2.428) <sup>b</sup>	-0.164 (-3.077) <sup>a</sup>	-0.162 (-3.047) <sup>a</sup>	-0.161 (-3.031) <sup>a</sup>	-0.128 (-2.756) <sup>a</sup>	-0.128 (-2.751) <sup>a</sup>	-0.128 (-2.750) <sup>a</sup>
<i>PROF</i>	-1.052 (-13.664) <sup>a</sup>	-1.053 (-13.666) <sup>a</sup>	-1.057 (-13.734) <sup>a</sup>	-0.699 (-11.320) <sup>a</sup>	-0.700 (-11.322) <sup>a</sup>	-0.704 (-11.387) <sup>a</sup>	-0.257 (-4.747) <sup>a</sup>	-0.257 (-4.758) <sup>a</sup>	-0.258 (-4.766) <sup>a</sup>
ADJ - R <sup>2</sup>	0.183	0.181	0.182	0.167	0.166	0.164	0.143	0.143	0.142
F 统计量	10.996	10.859	10.950	9.968	9.879	9.750	8.450	8.483	8.436
Wald 检验	73.23(20)	70.18(20)	72.56(20)	69.28(20)	69.24(20)	68.98(20)	74.32(20)	74.77(20)	73.68(20)

注: 1. TDA, BDA 和 TCA 为融资结构的代理变量, 它们分别是总债务占总资产比重, 银行借款占总资产比重和商业信用占总

资产比重; 估计系数下的括号中显示的为 t 统计量;

2. a, b, c 分别代表在 1%, 5% 和 10% 的水平上显著;

3. Wald 检验为行业虚拟变量的联合显著性检验, 括号中显示了自由度.

4) 无论以总债务占总资产比重, 还是以银行借款占总资产比重为被解释变量的回归中, 法律环境指数的系数是负的且都在 1% 的水平上显著. 这与假设 3 不一致. 造成这一现象的原因可能与中国的制度背景相关. 根据樊纲等<sup>[57]</sup>的研究, 法律环境指数低的地区, 政府的干预越多. 而政府干预会对公司的融资政策产生重要影响, 主要体

现在以下 4 个方面: 一是通过财政补贴降低公司违约的可能性, 从而使公司更容易从银行获得贷款; 二是直接通过对银行借贷决策的影响, 帮助公司获得贷款, 并且, 为了降低官员轮换对贷款成本的影响, 这种贷款更多的是长期贷款<sup>[38]</sup>; 三是通过维持货币的可预测值为长期债务的发行提供便利<sup>[36]</sup>. 四是具有“政治关系”的企业即使在没有

陷入困境的情况下,也会得到政府的优惠补助,尤其是当银行也被国家控制时,政府通过银行贷款对企业进行补助的现象普遍存在<sup>[58]</sup>.因此,法律环境指数低的地区,政府干预越多,公司越容易获得银行贷款.另外一个可能的原因是当一个地区改善了有关保护投资者的法律环境时,这个地区的权益投资者将更愿意提供长期融资,更多的权益资金进入资本市场<sup>⑦</sup>.结果,这个地区的上市公司将减少对债务融资的依赖性.

5) 无论以总债务占总资产比重,还是以银行借款占总资产比重为被解释变量的回归中,现金流量权/控制权(COR)和法律环境指数LB的交互项的系数是负的且都在1%的水平上显著,验证了假设4,说明控制权和现金流量权分离度与融资结构选择之间的关系受法律环境的影响,表明良好的法律环境能在一定程度上约束终极控制股东的掠夺能力,保护投资者法律使终极控制股东以高昂的代价才能取得掠夺收益,从而限制了掠夺的方式和减少了掠夺发生的可能性,进而影响终极控制股东与融资结构选择之间的关系.这是因为控制权和现金流量权分离度大的公司,终极控制股东更有动机和能力通过“隧道”掠夺小股东利益.而法律环境指数高的地区上市公司,终极控制股东的掠夺行为将在一定程度上受到制约.为了得到终极控制股东与融资结构选择之间的关系是否受法律环境影响的稳健结论,构建表示法律环境指数高低的虚拟变量HL,即当某个公司所在地区的法律环境指数LB大于样本公司法律环境指数均值时,HL为1,表明公司所处的地区的法律环境较好,当LB小于样本公司法律环境指数均值时,HL为0,表明公司所处的地区的法律环境较差.为了实证分析融资政策对控制权和现金流量权分离度的敏感性是否取决于法律环境,此虚拟变量HL与控制权和现金流量权分离度的代理变量交互作用.即新估计的回归模型为

$$TDA = a + (\beta_1 + \beta_2 HL) COR + \beta_3 UCT + \gamma(\text{control variables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \varepsilon \quad (7)$$

$$BDA = a + (\beta_1 + \beta_2 HL) COR + \beta_3 UCT + \gamma(\text{control variables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \varepsilon \quad (8)$$

$$TCA = \alpha + (\beta_1 + \beta_2 HL) COR + \beta_3 UCT + \gamma(\text{control variables}) + \eta \sum_{i=1}^{20} ID_i + \varepsilon \quad (9)$$

其中 $\beta_1$ 是公司所处地区的法律环境较差的系数,因为所处地区的法律环境较差的公司,其HL等于0; $(\beta_1 + \beta_2)$ 是公司所处地区的法律环境较好的系数,因为所处地区的法律环境较好的公司,其HL等于1.结果显示(见表3中的第Ⅲ栏) $\beta_2$ 是负的且在1%的水平上显著,表明控制权和现金流量权分离度与融资结构的不同关系取决于法律环境.所处地区的法律环境较差的公司,其现金流量权对控制权比率(COR)的系数是0.059和0.038.所处地区的法律制度环境较好的公司,其现金流量权对控制权比率(COR)的系数是为(0.059 - 0.038 = 0.021)和(0.038 - 0.029 = 0.009),比所处地区的法律环境较差公司的现金流量权对控制权比率(COR)的系数小.进一步证实了良好的法律环境能抑制终极控制股东的掠夺行为.终极控制股东与融资结构选择之间的关系受法律环境的影响.

## 5 结束语

本文结合中国制度背景理论推演终极控制股东和法律环境如何影响融资结构选择,以及终极控制股东与融资结构选择之间的关系如何受法律环境的影响.接着,考虑债务所有权结构问题,使用总债务占总资产比重,银行借款占总资产比重和商业信用占总资产比重量度融资结构,在控制相关变量下应用一系列OLS实证检验终极控制股东,法律环境与融资结构选择之间关系.研究发现:1) 终极控制股东、法律环境对商业信用水平的影响不显著.2) 控制权和现金流量权分离度小的公司具有显著高的总债务水平和银行

⑦ 一般而言,在较强法律保护的地区具有更成熟的证券市场,因此可以更依赖于权益资金而非债务资金.同时,在较强法律保护以及较高法律执行力的地区,投资者在证券市场也更有投资信心.

借款,表明控制权和现金流量权分离度越大,终极控制股东掠夺小股东的动机越强,以及为了摆脱“隧道”约束,这些公司的终极控制股东会减少融资结构中的债务融资数量。3) 终极控制股东是国有上市公司的总债务水平和银行借款显著低于终极控制股东是民营等非国有上市公司,表明在其他条件相同的情况下,终极控制股东是国有上市公司时他和小股东之间的代理冲突会更加严重,其掠夺动机更加强烈。4) 所处地区的法律环境好的公司具有显著低的总债务水平

和银行借款,这可能与中国的制度背景相关,法律环境指数低的地区,政府干预越多,公司越容易获得银行贷款。另外,当一个地区改善了有关保护投资者的法律环境时,这个地区的权益投资者将更愿意提供长期融资,更多的权益资金进入资本市场。结果,这个地区的上市公司将减少对债务融资的依赖性。5) 良好的法律制度环境能抑制终极控制股东的掠夺行为,终极控制股东与公司融资结构选择之间关系受法律环境的影响。

### 参考文献:

- [1] Kim W S, Soresen E H. Evidence on the impact of agency cost of debt on corporate debt policy [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1986, 21(2): 131 - 144.
- [2] Friend I, Lang L H P. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure [J]. *Journal of Finance*, 1988, 43(2): 271 - 281.
- [3] Mehran H. Executive incentive plans, corporate control, and capital structure [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1992, 27(4): 539 - 560.
- [4] 吕长江, 王克敏. 上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究 [J]. *会计研究*, 2002, (3): 39 - 48.  
Lv Changjiang, Wang Kemin. Research on the interaction mechanism among listed companies' capital structure, dividend and the proportion of managerial ownership [J]. *Accounting Research*, 2002, (3): 39 - 48. (in Chinese)
- [5] 肖作平. 公司治理结构对资本结构类型的影响——一个 Logit 模型 [J]. *管理世界*, 2005a, (9): 137 - 147.  
Xiao Zuoping. Effect of corporate governance on the type of capital structure: A logit model [J]. *Management World*, 2005a, (9): 137 - 147. (in Chinese)
- [6] 肖作平. 大股东、法律制度和资本结构决策——来自中国上市公司的经验证据 [J]. *南开管理评论*, 2009, (1): 27 - 39.  
Xiao Zuoping. Large shareholders, legal institutions and capital structure decision: Empirical evidence from Chinese listed companies [J]. *Nankai Business Review*, 2009, (1): 27 - 39. (in Chinese)
- [7] 肖作平. 公司治理对资本选择的影响: 理论和证据 [J]. *管理科学学报*, 2008, 11(10): 129 - 144.  
Xiao Zuoping. Effects of corporate governance on capital choice: Theory and evidence [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2008, 11(10): 129 - 144. (in Chinese)
- [8] Berle A, Means G. *The Modern Corporation and Private Property* [M]. New York: Mac Millan, 1932.
- [9] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world [J]. *Journal of Finance*, 1999, 54(2): 471 - 517.
- [10] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1): 57 - 116.
- [11] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance [J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6): 1113 - 1155.
- [12] Claessens S, Djankov S, Fan J P H, et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholding [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(6): 2741 - 2771.
- [13] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporation valuation [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(3): 1147 - 1171.
- [14] Denis D K, McConnell J J. *International Corporate Governance* [R]. ECGI Finance, No. 5, 2003.

- [15] Lemmon M, Lins K. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis [J]. *Journal of Finance*, 2003, 58(4): 1445–1468.
- [16] Baek J S, Kang J K, Park K S. Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 71(2): 265–313.
- [17] 刘芍佳, 孙霏, 刘乃全. 终极产权论、股权结构及公司绩效 [J]. *经济研究*, 2003, (4): 51–62.  
Liu Shaojia, Sun Pei, Liu Naiquan. The ultimate ownership and its shareholding structures: Does it matter for corporate performance [J]. *Economic Research Journal*, 2003, (4): 51–62. (in Chinese)
- [18] 苏启林, 朱文. 上市公司家族控制与企业价值 [J]. *经济研究*, 2003, (8): 36–45.  
Su Qilin, Zhu Wen. Family control and firm value: Evidence from China listed companies [J]. *Economic Research Journal*, 2003, (8): 36–45. (in Chinese)
- [19] 王鹏, 周黎安. 控股股东的控制权、所有权与公司绩效: 基于中国上市公司的证据 [J]. *金融研究*, 2006, (2): 88–98.  
Wang Peng, Zhou Lian. Control right, ownership of large shareholder and corporate performance [J]. *Journal of Financial Research*, 2006, (2): 88–98. (in Chinese)
- [20] 叶勇, 刘波, 黄雷. 终极控制权、现金流量权与企业价值: 基于隐性终极控制论的中国上市公司治理实证研究 [J]. *管理科学学报*, 2007, 10(4): 66–79.  
Ye Yong, Liu Bo, Huang Lei. Ultimate control rights, cash flow rights and firm value: Empirical research of Chinese publicly listed companies based on recessive ultimate control rights [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2007, 10(4): 66–79. (in Chinese)
- [21] 冉戎, 刘星. 合理控制权私有收益与超额控制权私有收益: 基于中小股东视角的解释 [J]. *管理科学学报*, 2010, 13(6): 73–83.  
Ran Rong, Liu Xing. Research on reasonable private benefits of control and excessive private benefits of control: Small shareholders' perspective [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2010, 13(6): 73–83. (in Chinese)
- [22] Haw I, Hu B B, Hwang L, et al. Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions [J]. *Journal of Accounting Research*, 2004, 42(3): 423–462.
- [23] Faccio M, Lang L H P, Young L. Dividends and expropriation [J]. *American Economic Review*, 2001, 91(1): 54–78.
- [24] 雷光勇, 刘慧龙. 市场化进程、最终控制人性质与现金股利行为——来自中国 A 股公司的经验证据 [J]. *管理世界*, 2007, (7): 120–128.  
Lei Guangyong, Liu Huilong. The process of marketization, the nature of ultimate ownership, and cash dividends [J]. *Management World*, 2007, (7): 120–128. (in Chinese)
- [25] Du J, Dai Y. Ultimate corporate ownership structures and capital structures: Evidence from East Asian economies [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2005, 13(1): 60–71.
- [26] Nor F M, Ariffin B. Does pyramiding have an impact on firm's capital structure decision among Malaysian distress companies [J]. *Corporate Ownership and Control*, 2005, 2(4): 93–106.
- [27] Chong B S. The Financing Structures of Firms with Poor Corporate Governance [R]. SSRN, 2006.
- [28] Boubaker S. On the relationship between ownership-control structure and debt financing: New evidence from France [J]. *Corporate Ownership and Control*, 2007, 5(1): 139–154.
- [29] Driffield N, Mahambare V, Pal S. How does ownership structure affect capital structure and firm value? Recent evidence from East Asia [J]. *Economics of Transition*, 2007, 15(3): 535–573.
- [30] Faccio M, Lang L H P, Young L. Debt and Expropriation [R]. SSRN, 2009.
- [31] 韩亮亮, 李凯. 控制权、现金流权与资本结构——一项基于我国民营上市公司面板数据的实证分析 [J]. *会计研究*, 2008, (3): 66–73.  
Han Liangliang, Li Kai. Controlling rights, cash flow rights and capital structure: An empirical analysis based on panel data of private listed companies in China [J]. *Accounting Research*, 2008, (3): 66–73. (in Chinese)
- [32] 孙健. 终极控制权与资本结构的选择——来自沪市的经验证据 [J]. *管理科学*, 2008, (2): 18–25.  
Sun Jian. Ultimate control and the choice of capital structure: Evidence from Shanghai security market [J]. *Journal of Man-*

- agement Sciences, 2008, (2): 18-25. (in Chinese)
- [33]李增泉, 辛显刚, 于旭辉. 金融发展、债务融资约束与金字塔结构[J]. 管理世界, 2008, (1): 123-135.  
Li Zengquan, Xin Xiangang, Yu Xuhui. The financial development, the debt financing constraint and the pyramidal structure[J]. Management World, 2008, (1): 123-135. (in Chinese)
- [34]Demirguc-Kunt A, Maksimovic V. Law, finance and firm growth[J]. Journal of Finance, 1998, 53(6): 2107-2137.
- [35]La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, et al. Legal determinants of external finance[J]. Journal of Finance, 1997, 52(3): 1131-1150.
- [36]Demirguc-Kunt A, Maksimovic V. Institutions, financial markets, and firm debt maturity[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 54(3): 295-336.
- [37]Giannetti M. Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(1): 185-212.
- [38]Fan J P H, Titman S, Twite G. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices[R]. SSRN, 2008.
- [39]沈艺峰, 肖珉, 林涛. 投资者保护与上市公司资本结构[J]. 经济研究, 2009, (7): 131-142.  
Shen Yifeng, Xiao Min, Lin Tao. Investor protection and firm capital structure[J]. Economic Research Journal, 2009, (7): 131-142. (in Chinese)
- [40]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [41]Bebchuk L A, Kraakman R, Triantis G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights[M]// Morck R K, ed., Concentrated Corporate Ownership, Chicago: University of Chicago Press, 2000.
- [42]Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52(2): 737-783.
- [43]Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison[J]. Journal of Finance, 2004, 59(2): 537-600.
- [44]Shleifer A, Vishny R W. The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures[M]. Cambridge: Harvard University Press, 1998.
- [45]Shirley M, Walsh P. Public Versus Private Ownership: The Current State of the Debate[R]. World Bank Policy Research Series, 2000.
- [46]La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1/2): 3-27.
- [47]Nenova T. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68(3): 325-351.
- [48]Doidge C. U. S. cross-listings and the private benefits of control: Evidence from dual-class firm[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 72(3): 519-553.
- [49]Johnson S, Boone P, Breach A, et al. Corporate governance in the Asian financial crisis[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1/2): 141-186.
- [50]Lins K V. Equity ownership and firm value in emerging markets[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(1): 159-184.
- [51]Leuz C, Nanda D, Wysocki P. Investor protection and earnings management[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 69(3): 505-527.
- [52]Titman S, Wessels R. The determinants of capital structure choice[J]. Journal of Finance, 1988, 43(1): 1-19.
- [53]Rajan R, Zingales L. What do we know about optimal capital structure? Some evidence from international data[J]. Journal of Finance, 1995, 50(5): 1421-1460.
- [54]肖作平. 资本结构影响因素和双向效应动态模型——来自中国上市公司面板数据的证据[J]. 会计研究, 2004, (2): 36-41.  
Xiao Zuoping. Determinants of capital structure and two-way effects of dynamic model: Evidence from panel data of Chinese

- listed companies [J]. *Accounting Research*, 2004, (2): 36–41. (in Chinese)
- [55] 赵冬青, 朱武祥. 上市公司资本结构影响因素经验研究 [J]. *南开管理评论*, 2006, (2): 11–18.  
Zhao Dongqing, Zhu Wuxiang. An empirical study on the determinants of capital structures of Chinese publicly listed companies [J]. *Nankai Business Review*, 2006, (2): 11–18. (in Chinese)
- [56] 肖作平. 中国上市公司资本结构影响因素研究——理论和证据 [M]. 北京: 中国财政经济科学出版社, 2005b.  
Xiao Zuoping. *A Study on Determinants of Capital Structure: Theory and Evidence from Chinese Listed Companies* [M]. Beijing: China Financial and Economic Science Press, 2005b. (in Chinese)
- [57] 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 2006 年度报告 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2007.  
Fan Gang, Wang Xiaolu, Zhu Hengpeng. *NERI Index of Marketization of China's Provinces 2006 Report* [M]. Beijing: Economic Science Press, 2007. (in Chinese)
- [58] Sapienza P. The effects of government ownership on bank lending [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 72(2): 357–384.

## Ultimate controlling shareholders, law environment and the choice of financing structure

XIAO Zuo-ping<sup>1</sup>, LIAO Li<sup>2</sup>

1. School of Economics and Management, Southwest Jiaotong University, Chengdu 610031, China;

2. School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China

**Abstract:** The paper adopts the ratios of total debt to total assets, bank loan to total assets and trade credit to total assets to measure financing structure, uses the cross-section data of non-financial listed companies in China and applies a series of OLS to empirically test the relationship between ultimate controlling shareholders, legal environment and the choice of financing structure. The results show that: the level of trade credit is not affected by the ultimate controlling shareholder or the legal environment; the firms with low degree of divergence between cash flow and control right have remarkably higher levels of total debt and bank loans; the firms whose ultimate controlling shareholders are state-owned enterprises have remarkably lower levels of total debt and bank loans than those firms whose ultimate controlling shareholders are non-state owned enterprises like private companies; the firms located in areas with excellent legal environment have remarkably lower levels of total debt and bank loan; the relationship between the ultimate controlling shareholder and the choice of financing structure is affected by legal environments.

**Key words:** ultimate controlling shareholder; legal environment; financing structure; empirical evidence