

# 债务融资和掠夺

## ——来自中国家族上市公司的证据

冯旭南\*

**摘 要** 以 295 家公司为样本, 本文重点探讨我国家族上市公司债务融资的动机。结果发现, 无论是用短期债务融资还是长期债务融资来衡量, 银行借款行为都反映了家族终极控制人的掠夺动机。具体表现为: 终极控制权和所有权的分离程度越大, 负债融资的比例越高; 在治理环境不完善的地区, 这一特征尤其明显。这说明上市公司进行银行融资的目的不是为了发挥债务的治理效应, 而是为了增加其可以控制的资源, 为终极控制人的掏空行为提供便利。本文的分析有提醒金融监管当局防范金融风险的政策含义。

**关键词** 家族公司, 代理问题, 债务融资, 公司治理

### 一、引 言

债务在公司治理中的监督、约束作用得到西方学界的普遍认可。如, Jensen (1986) 指出, 债务融资对经理层的自利行为 (在职消费、王国建设、管理松懈等) 具有较强的约束作用, 因为还本付息的内在压力能够降低经理层自由支配的现金流量。此外, 一旦企业破产清算, 经理层的声誉就会受到较大影响, 因此激烈竞争的职业经理人市场也会对管理层的负债融资行为起到约束作用 (Fama and Jensen, 1983a, 1983b)。简言之, 就是债务融资具有治理效应。但和任何契约一样, 债务合约同样需要执行才能产生预期效果。然而, 正如 Djankov *et al.* (2008) 所指出的那样, 即使在发达国家, 企业破产清算执行情况也不尽如人意, 更不用说新兴市场国家了。在这些地区, 债权人往往缺乏保护 (Dahiya and Klapper, 2007), 司法体系缺乏效率 (Claessens *et al.*, 2003; Claessens and Klapper, 2005), 债务合约的执行成本又很高 (Djankov *et al.*, 2008)。在这种情况下, 债务融资还能起到预期的约束作用吗? 制度因素是否影响到公司的债务融资行为? 此外, 如果债务融资难以

\* 上海大学管理学院。通信地址: 上海市宝山区上大路 99 号, 200444; E-mail: xunanfeng@gmail.com。作者感谢李心愉教授、姜国华教授、李杰博士、郝君富博士、饶品贵博士以及北京大学、上海财经大学、上海交通大学研讨班对本文写作和修正提供的帮助, 衷心感谢两位匿名评审人的宝贵意见和建议。当然, 文责自负。

发挥治理效应,那么它能在一定程度上反映其他问题吗?本文将对这些问题进行初步探讨。

我们以中国为背景来探讨这一问题,主要基于以下考虑:(1)中国作为世界上最大的新兴市场和转轨经济体,和其他新兴市场相比,具有许多相同特点。如,破产法律在中国的执行情况并不理想,一个重要表现是我们在中国股市见到不少ST公司,却很少听说哪个上市公司进入破产程序。因此,来自中国的经验可能对其他同样缺乏高效司法制度的新兴市场具有一定借鉴意义。(2)在中国从计划经济向市场经济的转轨过程中,区域发展呈现高度的不平衡性,法制化进程参差不齐,金融发达程度具有显著差异,这为我们研究治理环境在债务融资中的作用提供了难得的条件。(3)冯旭南和李心愉(2009)发现,中国家族上市公司治理所面临的问题并不是传统公司金融教科书所强调的“所有权和管理权相分离而产生的广大股东和经理层之间的代理问题”,其管理权仍牢牢掌握在家族手中,同时家族对上市公司的控制权往往超过其本身所拥有的现金流量权<sup>1</sup>,因而终极控制权和所有权相分离所带来的家族控制人掠夺中小投资者问题比较严重<sup>2</sup>,因为这种复杂的金字塔控股结构不利于外部人了解公司运营的真实信息(Faccio *et al.*, 2001)。因此,探讨中国家族企业的银行借款行为,能够使我们更清楚地认识债务在公司治理中的作用。

我们重点研究家族上市公司,主要原因如下:(1)近年来,家族上市公司发展迅速,对其利弊众说纷纭,因此有必要对其进行系统研究,以作为政策制定的依据。(2)家族对上市公司的控制更容易度量,而国有企业的结构相当复杂,难以找到有效的度量指标。<sup>3</sup>(3)已有学者对民营企业提出种种批评,如果这些指责成立的话,如何抑制家族控制对中小股东带来的消极影响成为当务之急,本文对此进行初步的探讨。

本文的核心结论如下:无论是用短期债务融资、长期债务融资还是总的银行负债融资来衡量,家族控制人终极所有权和控制权的分离程度越大,银行负债融资的比例越高;在治理环境不完善的地区,这一特征尤其明显。这说明家族上市公司进行银行融资的目的不是为了发挥债务的治理效应,而是为了增加其可以控制的资源,为终极控制人的掏空行为提供便利。这在一定程度上为我国的公司治理改革和银行改革指明了方向:控制终极控制人的掠夺

<sup>1</sup> 在学术研究中,终极控制权通常指终极控制人所拥有的投票权,终极所有权指终极控制人所拥有的现金流量权,如分得红利的权利。

<sup>2</sup> 具体表现为:两权分离程度越大,公司价值越低(冯旭南等,2011),分配的现金股利越少(冯旭南,2011)。

<sup>3</sup> 公司金融理论告诉我们,不同的所有权结构产生不同的代理问题。青木昌彦和钱颖一(1995)认为国有企业治理面临的主要问题是“内部人控制”;而 La Porta *et al.* (1999, 2000a, 2000b, 2002a, 2002b), Claessens *et al.* (2003), 冯旭南等(2011)、冯旭南(2011)认为家族企业治理面临的主要问题是大股东对小股东的掠夺。尽管在我国资本市场上,国有上市公司占据主导地位(冯旭南和李心愉,2009),但学者们难以找到度量“内部人控制”的代理变量,因此我们把研究重点放在家族上市公司上。

行为至关重要。此外，本文的学术贡献主要体现在以下几个方面：首先，本文的研究突显了制度因素在资金配置中的作用。研究表明，即使在中国这样破产法律制度不健全的新兴市场，上市公司的银行借款行为仍深受制度和市场力量的约束，这不仅丰富了制度经济学的研究成果，而且在一定程度上减少了跨国比较研究中文化（Stulz and Williamson, 2003; Guiso *et al.*, 2006）、社会规范（Fukuyama, 1995; Manski, 2000 等）等因素对公司债务融资行为的影响。再次，本文的研究拓展和丰富了法律和金融学领域的研究成果。因为该领域的大多数研究，如 La Porta *et al.*（1997a, 1998, 2000a, 2000b, 2002），Demirguc-Kunt and Maksimovic（1998, 1999）在分析法律制度对公司治理和金融发展的影响时，主要集中于从法律条文（law in book）角度进行思考；和 Djankov *et al.*（2008）、冯旭南等（2011）相类似，我们则侧重于从法律执行（law enforcement）角度进行分析。最后，本文对我国家族上市公司银行负债融资行为的分析能够丰富国内学者在资本结构、债务融资等领域的研究成果，因为公司负债来源的重要组成部分——银行借款不仅受公司规模、抵押品等个体特征的影响，同时也深受公司所处制度环境的影响。<sup>4</sup>

本文接下来的主要结构如下：第二部分简单评述我国学者的研究成果；第三部分在介绍制度背景的基础上，提出本文的研究假设；第四部分是研究设计；第五部分是实证检验的结果和分析；第六部分是结论。

## 二、文献评述

中国上市公司倾向于采取什么样的融资方式，引起了国内学者的激烈争论。黄少安和张岗（2001）指出中国上市公司具有强烈的股权融资偏好，这一现象得到绝大多数学者的认同，如阎达五等（2001）、陆正飞和叶康涛（2004）、唐国正和刘力（2006）等，但对这一现象产生的原因，学者们则存在不同的看法。黄少安和张岗（2001）认为主要原因在于股权融资的成本较低，但陆正飞和叶康涛（2004）却发现公司采用股权融资的概率和股权融资成本正相关；此外，根据沈艺峰和田静（1999）以及王宁（1999）的测算，股权融资的名义成本要高于债务融资。肖泽忠和邹红（2008）提供的证据则表明，“股权融资偏好”的上述立论都站不住脚。我们认为，这些分析相互矛盾的一个重要原因是他们的样本中包括了太多的国有上市公司。对国有企业融资行为进行解释，无论从何种角度出发，都具有一定的合理性，但都存在

<sup>4</sup> Rajan and Zingales(1995), La Porta *et al.* (1997a), Demirguc-Kunt and Maksimovic(1998, 1999), Booth *et al.* (2001), Giannetti(2003), Fan *et al.* (2006)以及 Mitton(2008)都注意到法律和制度因素对公司资本结构的影响,但这些跨国比较研究侧重从资金供给方面考虑问题,而本文同时考虑了需求因素。此外,和这些跨国研究侧重于从资本结构出发思考问题不同的是,本文侧重于分析上市公司的银行负债融资行为。

不少遗憾。只要简单回顾一下 Allais (1947)、Meade (1948) 和 Lewis (1949) 等诺贝尔经济学奖获得者对国有企业发展做出的错误评论, 就能深深了解到国有企业的复杂性。为了降低分析的难度, 我们仅考察家族上市公司。此外, 与这些研究不同的是, 我们考察股权融资的对立面——债务融资。

和本文相关的另一条研究线索是考察中国上市公司的资本结构。大多数研究主要是检验外国文献中提到的资本结构的决定因素在中国的适用性, 如陆正飞和辛宇 (1998)、Huang and Frank (2002)、吕长江和韩慧博 (2002)、黄贵海和宋敏 (2004) 等。这些研究取得了丰富的成果, 但较少考虑中国特有的制度背景因素。正如唐国正和刘力 (2006, 第 65 页) 所述, “制度对资本结构可能产生本质影响, 采用美国主流的资本结构理论来解释中国上市公司的资本结构现象可能产生严重错误”。最近的文献扩大了研究范围, 如郭鹏飞和孙培源 (2003) 深入研究了资本结构的行业特征, 刘志彪等 (2003)、姜付秀等 (2008) 对产品市场竞争与资本结构的动态调整关系进行了探讨, 李青原等 (2007) 从资产专用性角度进行讨论, 唐国正和刘力 (2005) 则把目光集中于税制因素。这些研究成果大大丰富了我们对于资本结构的认识, 但其分析问题的出发点是财务杠杆的决定因素, 即上市公司资产负债率具有哪些特点或由什么因素决定。但正如 Brandt and Li (2003) 以及 Cull *et al.* (2007) 所指出的, 贸易信用 (trade credit) 已经成为中国企业负债融资的一种重要形式。从这个意义上讲, 不把负债的具体来源如银行借款、贸易信用、债券融资以及应付工资薪酬和应交税费等分开讨论, 则难以看清资本结构的本来面目和债务融资在公司治理中的具体效果。尽管 Allen *et al.* (2005, 2007) 反复强调中国私人部门融资主要来源于非正式途径, 但 Johnson *et al.* (2002) 猜测: 随着市场竞争的日益白热化, 产品和交易日趋复杂, 银行等正式部门的融资会更加重要。这些猜想在中国正逐步变为现实, 因此本文重点讨论家族上市公司负债结构中来自银行借款的部分。我们仅考察银行借款的另一个好处在于: 这样更容易发现负债的治理效应, 因为银行在债务监督方面具有比较优势。

### 三、制度背景、理论分析和研究假设

#### (一) 商业银行及其借贷行为

随着我国银行业的不断开放, 民营和外资银行发展迅速, 但经营效率不高且规模庞大的四大国有商业银行仍在中国银行体系占据统治地位 (Allen *et al.*, 2007)。中国银行、中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行都通过股份化、上市进行了战略性改革, 大量地方性中小银行更是蠢蠢欲动。上市是国有银行改善经营, 提高综合竞争力, 走向市场化的关键一步, 但政府仍然是这些上市银行的最大股东和终极控制人。从这种意义上讲, 其国有性

质没有发生根本性改变。国有银行上市后，仍不断爆出内部人通过“内外勾结”和“监守自盗”等手段挥霍挪用资金等丑闻，足以说明完善其治理结构绝非举手之劳。Lardy 早在 1998 年就对中国国有银行业提出了尖锐批评，Boyreau-Debray and Wei (2006) 提供的证据进一步表明，中国银行业的另一重要问题是信贷市场严重分割，资金配置效率不高。Boubakri *et al.* (2005) 对 22 个发展中国家 81 家实施私有化的银行进行研究，发现私有化和银行效率的相关性不大。尽管中国国有银行日益市场化，银行业竞争程度不断增加，但弱的公司治理机制和落后的风险管理体制往往使借款人处于未监督状态，直到出现坏账迹象 (Fan *et al.*, 2008)。田利辉 (2005) 详细描述了中国银行业的制度变迁，他认为我国银行的市场化改革并没有导致其监督管理能力的增强。鉴于中国商业银行风险管理方式的落后 (Li *et al.*, 2006)，我们认为，在当前的市场环境下，商业银行加强贷款风险管理的一个最简单、最原始的方式是：审慎发放长期贷款，侧重短期贷款。<sup>5</sup> 主要原因在于短期贷款的周转期在一年以下，易于限制借款人的投机行为，便于银行及时发现坏账，进行风险监控。<sup>6</sup> 考虑到我国“关系型”融资的特点<sup>7</sup> (Allen *et al.*, 2005)，在风险管理技术落后的情况下，长期贷款的风险难以得到有效控制。在这种意义上，对银行来说，短期贷款更容易制约终极控制人的自利行为。

## (二) 中国的破产法律制度

中国于 1986 年制定了第一部《破产法》，由于该法律颁布于改革开放初期，因此远远落后于经济实践的需要。直到 2006 年，新的《破产法》才颁布并于 2007 年 6 月正式生效。根据北京思源兼并与破产咨询事务所的数据库，2007 年全国企业破产立案数仅为 3207 件 (《联合早报》，2008 年 2 月 19 日)。而根据美国法院的统计，同期美国企业破产立案数为 28322 起 (Administrative Office of the Courts 数据库，2008)。

尽管中国的破产法律制度不完善，但民营企业有强烈的动力经营好公司。第一，民营企业的产权比较清晰，在中国经济高度增长的大背景下，优秀的经营管理能够给企业主带来较多的利润 (Fan *et al.*, 2007)。第二，民营企业的银行借款主要来自各级政府控制的商业银行。而根据世界银行 (2006) 的调查，民营企业在向银行借款时，往往都有非正式支付。简单来说，就是显性或者隐性的贿赂行为。因此，无法偿付贷款的后果不仅仅是企业破产清算，更有可能使民营企业家锒铛入狱。第三，对于家族上市公司来说，获得上市

<sup>5</sup> 在本文中，长期贷款与短期贷款的分界点是以一年为标准，一年以下称为短期贷款，一年以上称为长期贷款。

<sup>6</sup> Diamond (1984, 1991) 和 Rajan (1992) 详细论证了短期债务融资能够遏制借款人的掠夺行为。

<sup>7</sup> Fan *et al.* (2007) 详细论证了“关系”在我国企业长期贷款中的关键作用。

资格绝非易事。上海证券交易所(2004)的研究报告指出,在每年申请在A股上市的众多企业中,获批的民营企业凤毛麟角。上市使家族公司具有了增发、配股等再融资的潜在资格,因此家族上市公司至少有动力持续经营,尽量避免“ST”或“\*ST”以免再遭受“摘牌”厄运。在本研究中,我们感兴趣的是:在当前的破产制度和融资环境下,家族上市公司债务融资具有哪些特点,都由什么因素决定。

### (三) 家族控制、治理环境和外部融资

张华等(2004)以及冯旭南和李心愉(2009)都认为,和其他东亚国家相类似,我国家族上市公司面临的主要问题是终极控制权和所有权相分离所产生的代理问题。Allen *et al.* (2005) 特别强调,我国投资者受到的保护程度明显不足。如,中国债权人受到的保护程度低于 La Porta *et al.* (1998) 中样本的均值。按照 La Porta *et al.* (2000a, 2000b, 2002) 的分析,当投资者缺乏保护时,家族终极控制人往往倾向于掠夺中小股东的利益,具体表现为较低的公司价值和较少的现金股利。遗憾的是,他们并没有分析在这种情况下,上市公司的债务融资行为。

西方学者普遍认为,债务融资具有治理效应,主要是因为还本付息的内在压力能够减少管理层的松懈怠慢行为,提高管理质量(Jensen and Meckling, 1976; Maloney *et al.*, 1993);此外,偿债减少了公司能够自由支配的现金流,减少企业的盲目扩张行为(Jensen, 1986),导致公司经常接受来自外部市场的监督;增加了财务危机发生的概率(Aghion and Bolton, 1992),并能够实现银行的专业化监督(Diamond, 1984; Fama, 1985; Titman and Wessels, 1988)。基于债务融资在降低代理成本方面的这些优势, Ross (1977) 以及 Leland and Pyle (1977) 认为,债务融资成为内部人向外部投资者传递公司质量的信号:负债比例越高,公司质量越高。我们认为,债务融资之所以能够约束内部人的自利行为,主要是因为发达国家,出于对债权人的严格保护,在不履行债务的情况下,公司破产或者重组的可能性非常大。经营不善的“恶名”能够严重损害公司高管的声誉,经理人市场的激烈竞争实现了声誉这一无形资产的宝贵价值。

尽管债务融资具有这么多优势,但如果债权人利益无法得到充分保护(如司法成本较高)或商业银行监管方式落后,公司破产的可能性较低,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。在传统计划经济思维占主导的情况下,这种情况更可能发生,因为借款人没有还债的动力,放款人也缺少收款的压力。我们认为,在终极控制人采用金字塔结构控制上市公司,同时法律制度不健全的情况下,负债还增加了其掠夺中小股东的可能性,因为终极控制人往往能够通过关联交易等手段转移上市公司的资金,包括银行贷款。假设家族 F 持有 B 公司 100% 的股权, B 持有 C

公司50%的股权，C公司持有D上市公司20%的股权。显然，F仅拥有D公司10% ( $100\% \times 50\% \times 20\%$ ) 的现金流量权（用 Ownership 表示）。家族F在D公司拥有的终极控制权（用 Control 表示）为20%，即控制链条中的最小值。如果D公司从银行获得一笔贷款，家族F可以利用B公司通过低买高卖的方式与D公司进行交易，把这笔贷款转为己有；由于D公司的有限责任性质，亏损主要由中小股东承担，银行也只能对D公司求偿。家族F的这种掠夺行为降低了D公司的价值，导致其自身遭受相应10%的损失。但另一方面，家族F在公司D的控制权越大，它掠夺D公司的能力就越强。因此可以认为，两权分离程度越大（用  $Wedge = Control - Ownership$  来表示），中小股东和债权人遭受掠夺的可能性也就越大。

同时，这种转移贷款资金的手法不容易为商业银行所察觉，因为终极控制人往往可以通过多种方式周转贷款，如利用金字塔结构中的其他公司进行贷款担保或抵押等。即使有严格的外部审计，终极控制人也很容易把资金转移到银行账面，因为家族控制着很多家公司，他们之间的交易结构又非常复杂。对于无形资产（比如专营权、商标）这样的交易，每一笔都能找到定价的“合理”理由，在外部市场上又很难确定其公允价值。在经济形势看好的情况下，上市公司很容易按期偿付银行借款，因为及时还款的信誉是其获得更多贷款的必要条件。一旦经济形势逆转，家族公司之间的资金链断裂，其掠夺中小股东和商业银行的行径就会暴露无遗，不仅会给商业银行造成大量坏账，而且严重影响中小投资者的信心，引起股市暴跌。1997年东南亚金融危机就是这方面的典型例子。中国资本市场上红极一时的德隆系、格林柯尔系等纷纷因为资金链断裂而倒闭，说明负债可能成为家族掠夺中小投资者和商业银行，甚至绑架政府和纳税人的一种方式。

另一方面，债务违约很难对控股股东的声誉造成损害，因为终极控制人往往通过复杂而隐蔽的金字塔结构控制上市公司，人们很难了解终极控制人的真实身份（Faccio *et al.*, 2001）。在收集数据的过程中，我们的确发现：家族不仅通过多条控制链控制上市公司，而且仅披露终极控制的部分信息，普通投资者很难通过公司年报了解到自然人之间错综复杂的家族关系。

根据以上分析，我们提出假设

H1：家族终极控制权和所有权的分离程度越大，其银行负债比例越高。因为两权分离程度反映了家族的潜在掠夺能力，此时无论是负债的治理效应，还是家族终极控制人的掠夺动机<sup>8</sup>，都表现为上市公司具有较多的银行负债。

<sup>8</sup> 此外，Harris and Raviv(1991)认为，负债融资不会稀释大股东的控制权，同时减少了来自控制权市场的竞争。在这种意义上，仅从控制权因素出发，也会导致公司负债增加。但由于我国家族上市公司的发展历史较短，家族成员往往出任公司管理层，同时控制权市场的竞争要缓和得多，因此在本文中，我们较少考虑债务融资的“股权非稀释效应”。

在假设 H1 成立的前提下,我们尽可能区分债务融资到底是发挥“限制终极控制人掠夺动机的治理效应”,还是“为终极控制人的掠夺行为提供便利”的作用。显然,这取决于外部治理环境的有效性。

在较好的制度环境下,债权人的利益能够得到比较充分的保障,因此债务人违约的可能性就会相对较低。在这种情况下,如果上市公司的负债水平较高,这说明债务人倾向于通过债务融资这种硬信息(hard information)向外部投资者传递公司质量较好的信号(Ross, 1977; Leland and Pyle, 1977; Jensen, 1986)。也就是说,在较好的治理环境下,较多的债务融资更容易发挥“治理效应”(Faccio *et al.*, 2001)。相反,在相对较差的制度环境下,债权人的利益难以得到充分保护,因此当其他条件完全相同时,制度环境较差地区上市公司债务发生违约的可能性就相对较高。在这种情况下,如果上市公司从银行获得的借款较多,则终极控制人能够控制的资源也就相对较多。一旦发生坏账,银行等债权人发生的损失就较大。因此,如果终极控制人的“掠夺动机”占据主导地位,则在制度环境较差的地区,上市公司的负债水平就较高。

基于上述分析,我们提出假设

H2: 如果债务融资的“治理效应”占据主导地位,则当外部治理环境较好时,家族上市公司的负债融资水平较高,这是因为在制度环境较好的地区,负债作为公司质量较高的信号传递给外部投资者。

H3: 如果债务融资的“掠夺效应”占据主导地位,则当外部治理环境较差时,家族上市公司的负债融资水平较高,这是因为在外部治理环境不利于保护投资者利益的情况下,负债则更容易成为家族控制人掠夺中小股东和商业银行的手段。

尽管与债权人保护有关的法律法规(如公司法、破产法、合同法、担保法、民事诉讼法等)在全国基本相同,但各地保护债权人的具体实践可能有所差异。在我国从计划经济向市场经济的转轨过程中,各地的市场化进程存在明显差异(樊纲等, 2006)。可以预期,在市场化程度较高的地区,对债权人的保护会更相对完善一些。对债权人的有效保护不仅影响到人们对司法公正性的整体信心,更会对人们的预期产生重要影响,进而助长好的或坏的借贷风气。此外,在金融业发达的地区,基于激烈竞争的需要,商业银行可能会有更好的手段维护自己的切身利益。较完善的债权人保护同时对法律执行提出了较高的要求。在法律成本较低,法制体系比较健全的情况下,债权人才能够得到较好的保护。

因此,我们认为:在市场化程度较高的地区,或在金融市场较发达的地区,或在法制化程度比较高的地区,对债权人的保护比较充分。

## 四、研究设计

### (一) 样本建立

我们仅研究家族企业。采用 La Porta *et al.* (1999) 的方法, 我们通过层层追溯所有权关系链寻找上市公司的终极控制人, 只要家族或个人对上市公司的控制权达到 10%, 就称该公司为家族企业。<sup>9</sup> 依据此标准, 2007 年年底, 在能找到终极控制人的上市公司中, 共有 506 家家族企业。对于这些候选样本, 我们依次执行以下筛选程序: (1) 删除金融业上市公司, 因为金融企业的会计处理、负债特征与其他企业之间存在重大差异, 不具有可比性。<sup>10</sup> (2) 删除发行 B 股的上市公司, 因为这些公司的会计信息披露与 A 股上市公司有所不同。(3) 删除 ST、\*ST、SST、S\*ST 和 S 上市公司, 因为这些公司的财务状况普遍存在问题。(4) 删除 2007 年上市的家族公司, 因为新上市公司的财务指标与其他企业有所不同。(5) 删除终极控制人被采取司法措施 (如被逮捕、判刑) 的上市公司, 因为这类公司的运营很容易受异常事件影响。经过上述五步处理后, 我们的样本总数为 340 家家族企业。

由于本文的研究重点是分析在正常情况下, 家族公司的债务融资行为。因此, 我们有必要再删除“净利润为负”的上市公司和“利息支付倍数小于 1”的上市公司, 因为这样的上市公司很容易陷入财务困境。这样, 我们的最终样本为 2007 年年底的 295 家家族公司。

### (二) 主要变量定义和数据来源

本文使用的主要变量如表 1 所示。表 2 给出了这些变量未经处理时的描述性分析结果。我们接下来主要介绍这些变量的构造、含义和数据来源。

#### 1. 负债融资指标

这是本文分析的主要变量, 我们分别通过短期、长期银行负债和总银行负债来表示家族上市公司的债务融资结构, 因为这些分析指标排除了非金融负债, 如应付账款、递延税款、应付工资等。集中于银行信贷的好处在于能够看清公司的正式融资行为, 因为这是企业发展壮大的基础。

和大多数公司金融文献相类似, 我们用一年期以下银行贷款占总资产账面价值的比例  $STD/Assets$  来度量家族上市公司获得的短期银行借款。考虑到长期借款是公司进行长期投资的必要保障, 我们用一年期以上银行贷款与总

<sup>9</sup> 如果我们把控制权的标准设为 20%, 这样的家族公司共有 249 家, 但主要结论未发生变化; 如果把控制权的标准设为 30%, 这样的家族公司共有 147 家, 主要结论仍未发生实质性变化。

<sup>10</sup> 此外, 本研究的主要目的是分析家族企业的银行借款行为, 考虑到金融业公司的融资动机与其他企业存在不少差异, 因此有必要剔除金融业上市公司。

资产的账面价值之比  $LTD/Assets$  来度量公司获得的长期银行借款。此外,我们用总银行负债与总资产的账面价值之比  $BD/Assets$  来全面度量家族上市公司从银行融得的全部信贷资金,其中  $BD = STD + LTD$ 。

需要指出的是,上述指标中公司总资产不仅包括了银行负债,而且包括股权融资和非金融负债。为了进一步看清公司的负债融资结构,我们分别用  $STD/(BD+E)$ 、 $LTD/(BD+E)$ 、 $BD/(BD+E)$  来表示短期负债、长期负债和总负债融资。其中  $E$  为股权的账面价值。显然,该指标排除了非金融负债的影响。

文中使用的这些债务融资数据均来自于公司财务报表附注,由手工收集完成。

表1 主要变量及其含义

变量	变量含义
$STD/Assets$	短期银行负债与总资产的账面价值之比
$LTD/Assets$	长期银行负债与总资产的账面价值之比
$BD/Assets$	总的银行负债与总资产的账面价值之比。其中 $BD = STD + LTD$
$STD/(BD+E)$	短期银行负债与 $(BD+E)$ 之比。其中 $BD$ 为总的银行负债, $E$ 为股权的账面价值
$LTD/(BD+E)$	长期银行负债与 $(BD+E)$ 之比。其中 $BD$ 为总的银行负债, $E$ 为股权的账面价值
$BD/(BD+E)$	总的银行负债与 $(BD+E)$ 之比。其中 $BD$ 为总的银行负债, $E$ 为股权的账面价值
Ownership	家族的终极所有权
Control	家族的终极控制权
Wedge	家族的终极控制权和所有权之差
Financel	金融机构给非国有企业贷款额占金融机构贷款总额的比例。用来度量银行业的竞争环境。来自樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2006),取2001—2005年各省的均值。Financel 越大,说明该地区的金融业越发达
Finance2	非国有金融机构吸收存款占金融机构吸收存款的比例。用来度量银行业的竞争环境。来自樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2006),取2001—2005年各省的均值。Finance2 越大,说明该地区的金融业越发达
Law1	樊纲等(2006)从律师等中介组织的发育,生产者、消费者等合法权益受到的保护来度量各地的法律制度环境,编制了“市场中介组织的发育和法律治理环境”子指标。为了尽可能减少测量误差,我们对各省在2001—2005年间在子指标的表现取均值。Law1 越大,说明该地区的法制环境越好
Law2	世界银行《2008中国营商环境报告》以2007年1月为基准,通过对律师、地方官员等人士进行问卷调查,跟踪地方法院审理一起假定的商业买卖纠纷案的过程,衡量地方法司法系统在强制执行合同方面的效率。参考 Djankov(2003),我们用该案例的分析结果度量法律环境。与前面三个指标不同的是, Law2 越小,说明法制环境越有利于保护债权人
Marketization	樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2006)编制的“中国市场化指数”从五个方面来衡量不同地区的市场化程度。为了尽可能减少度量误差,我们取该指标在2001—2005年的均值。Marketization 越大,说明该地区的市场化程度越高
Industry	根据中国证监会2001《上市公司行业分类指引》进行行业分类,以农业类上市公司为参照系。由于篇幅所限,我们未公布行业变量的影响
BankrDec	我们把公司的税息折旧及摊销前利润(EBITDA)与支付利息的比值按升序排列,共分成10组,分别用1到10表示
Growth	公司在2003—2007年年销售增长率的均值,作为增长机会的代理变量
Size	公司在年末总资产的自然对数
Tangibility	用公司固定资产与总资产的比值来表示
Tax	用公司缴纳的所得税除与税前利润的比值来表示

表 2 主要变量的描述性分析结果

	平均值	中位数	标准差	下四分位	上四分位	最小值	最大值
STD/Assets	17.61%	16.42%	11.39%	8.73%	25.42%	0.00%	50.24%
LTD/Assets	5.38%	2.34%	7.60%	0.00%	7.81%	0.00%	39.06%
Ownership	24.04%	21.29%	14.91%	12.55%	32.04%	1.44%	79.50%
Control	33.52%	30.29%	13.95%	22.64%	42.43%	10.00%	79.72%
Wedge	9.48%	7.08%	9.44%	0.00%	16.25%	0.00%	42.35%
BankrDec	69.77	5.24	522.34	3.24	11.73	1.02	6535.16
Growth	-651.09%	15.49%	1633.64%	-10.52%	34.75%	-4998.21%	10049.14%
Size	2.84	2.75	0.91	2.24	3.32	0.46	6.02
Tangibility	23.69%	21.00%	16.00%	11.24%	32.50%	1.04%	88.31%
Tax	21.05%	19.15%	17.82%	10.45%	31.58%	0.00%	81.72%

## 2. 两权分离指标 Wedge

与 La Porta *et al.* (1999) 相一致，终极控制人的所有权以现金流量权来度量，用变量 Ownership 表示；控制权通过表决权来度量，用变量 Control 来表示；两权分离程度用终极控制权和所有权的差值来度量，用变量  $Wedge = Control - Ownership$  表示。

我们以家族为单位来计算 Ownership、Control 和 Wedge。我们首先根据 2007 年上市公司年报“股本变动及其股东情况”，寻找上市公司的终极控制人，同时结合 WIND 数据库“股本结构”子库中的“上市公司实际控制人”字段进一步确认。

对于家族成员的界定，我们以 2007 年年报“控股股东和实际控制人”和“董事、监事和高级管理人员”所披露的信息为基础，尽最大可能分析自然人之间的夫妻关系或血缘关系。利用中国报纸资源全文数据库，同时通过 Google 进行补充和确认，我们查询了每一家家族上市公司的所有新闻报道，整理、确认自然人之间的关系，以最大限度降低分析误差。最后，为了尽可能保证手工收集数据的准确性，对于每家公司，我们分别进行了三次分析、计算、确认。

## 3. 治理环境指标

本文的治理环境指标主要根据樊纲、王小鲁和朱恒鹏 (2006) 编制的中国各地区市场化进程指数及其子指数构建而成。这些指标在学术研究中得到广泛应用，如 Li *et al.* (2006), Fan *et al.* (2007)。他们主要从政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育、要素市场的发育以及市场中介和法制环境五个方面来衡量各地区的市场化进程。其中第四个方面和第五个方面与本文的研究密切相关，分别包括了各地银行业的发达程度和法制环境指标。我们使用他们编制的子指标 (4a1) 和 (4a2) 来衡量商业银行的竞争环境，子指标 (5a) 衡量各地的法制化程度。为了尽可能减少度量误差，我们取各指标在 2001—2005 年的均值。此外，为了从不同的角度验证分析结论的可靠性，我们还采用世界银行《2008 中国营商环境报告》来度量当地的

法制环境。<sup>11</sup>世界银行(2008)通过对当地诉讼律师的调研以及对民事诉讼法和其他法院法规的研究编制了诉讼成本指数,从法律执行角度较好地衡量了地方司法系统的效率。表3详细描述了各地区的治理环境。需要注意的是,根据樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2006)的指数编制规则,如果一个地区的治理环境指标越高,则表明该地区的治理环境越有利于保护投资人的利益。而根据世界银行(2008)的指数编制方法,一个地区的法制成本越低,则表明该地区的司法系统越有效率,从而有利于保护债权人利益。

表3 各地区治理环境变量

地区	银行 业发 展1	银行 业发 展2	法制 环境1	法制 环境2	市场化 进程	地区	银行 业发 展1	银行 业发 展2	法制 环境1	法制 环境2	市场化 进程
安徽	5.34	6.42	2.93	41.8	5.52	江西	4.07	4.43	2.92	16.50	5.13
北京	6.57	5.65	7.85	9.6	7.48	吉林	5.31	1.97	3.78	18.40	4.93
重庆	8.54	7.75	3.32	14.8	6.36	辽宁	7.80	6.09	5.07	24.80	6.67
福建	2.81	9.41	5.16	13.7	7.93	宁夏	5.49	6.57	2.27	28.70	3.92
甘肃	3.28	3.44	1.73	29.9	3.56	青海	-0.12	6.89	1.51	24.80	2.87
广东	8.07	10.25	8.37	9.7	9.04	陕西	6.16	5.80	2.50	21.70	4.13
广西	2.77	5.51	3.09	17.1	4.98	山东	7.64	7.52	4.66	22.00	6.89
贵州	3.35	3.62	2.11	23	3.68	上海	11.19	9.24	11.24	9.00	9.11
海南	2.32	8.64	3.68	14.5	5.35	山西	5.73	6.51	3.30	26.40	4.47
河北	6.18	7.54	3.60	12.2	5.65	四川	4.76	7.62	3.94	35.50	5.89
黑龙江	2.43	2.41	4.37	31.5	4.52	天津	7.43	6.60	6.98	11.30	7.31
河南	7.03	5.64	3.21	31.5	5.03	西藏	-3.83	6.58	2.38	n. a.	1.16
湖北	5.77	3.64	3.55	33.1	5.43	新疆	2.31	6.23	4.04	20.50	4.13
湖南	5.46	5.96	3.07	26.6	5.21	云南	4.86	5.74	2.53	36.40	4.36
内蒙古	1.82	4.82	3.62	23.7	4.51	浙江	9.12	11.14	7.83	11.20	8.96
江苏	6.89	9.58	6.15	13.6	7.98						

#### 4. 控制变量

和大多数学术研究相一致,我们主要控制以下因素对公司负债的影响。<sup>12</sup>

(1) 增长机会 Growth。在国际学术研究中,经常使用 Tobin\_Q 作为增长机会的代理变量,因为 Tobin\_Q 反映了市场对公司未来增长能力的评价。在本文中,我们不使用该指标而从公司销售收入增长角度出发寻找增长机会的代理变量,主要原因如下:① 中国股票价格涨跌具有较高的联动性(Morck *et al.*, 2000),即普涨普跌,因此我国股市更多的是反映交易噪音,而非公司的基本面价值。和该观点相一致,Mei *et al.* (2003)提供的证据进

<sup>11</sup> 该报告没有考察我国西藏自治区。在本文的研究样本中,共有两家西藏企业,分别为西藏旅游(600749)和西藏发展(000752)。

<sup>12</sup> 由于数据限制,我们难以控制非债务税盾、贸易融资对家族公司银行借款行为的影响。从另外一个角度来看,我们分析的主要目的在于债务融资究竟是发挥治理效应还是为终极控制人的掏空行为提供便利,在这种意义上,不控制非债务税盾和贸易融资不会对分析结果产生重大影响,更深入的讨论有待于未来。

一步表明，中国股市的投资性交易气氛非常浓厚。<sup>②</sup> 尽管大股东操纵利润现象在我国资本市场普遍存在 (Aharony *et al.*, 2000; Ming and Wong, 2004)，但上市公司难以操纵或平滑销售收入，因此，从销售收入出发，更能反映我国上市公司的真实状况。<sup>③</sup> 考虑到改革开放 30 年，我国经济高速增长的现实，具有较高历史增长率的上市公司，往往预示着未来较多的增长机会。为了进一步减少中国上市公司会计造假现象对分析结论可能产生的影响，我们取样本公司在 2003—2007 年年销售增长率的均值作为增长机会的代理变量。为了最大化样本数量，对于上市不足 5 年的公司，我们从公司上市之日开始计算。

(2) 公司规模 Size，取公司总资产的对数。Rajan and Zingales (1995) 认为大公司的破产概率低，因此倾向于负债融资。

(3) 有形资产比例 Tangibility。世界银行 (2008) 指出，民营企业在向银行借款时，往往要求提供抵押品。因此，我们用有形资产比例，即固定资产占总资产账面价值的比例作为代理变量。

(4) 税率 Tax。经济学家们很早就意识到税收对公司融资的影响，因为债务融资的利息支付可以在税前扣除，而股利只能在税后支付，即负债融资具有税收盾牌 (tax shield) 效应。<sup>13</sup> 尽管绝大多数中国上市公司都执行统一的公司所得税率，但我们发现，很多上市公司能够获得各种各样的税收优惠，如部分高新技术企业、某些区域内的企业等，还能享受税收亏损抵免、“两免三减半”等政策优惠。除此之外，地方政府为吸引投资，往往会给注册在当地的上市公司各种各样的变相税收优惠政策，同时由于税收制度的不健全和征管工作的不完善，上市公司的实际税率并不相同。纯粹出于计算便利，我们用公司缴纳的所得税除与税前利润的比值作为税率的度量指标。

(5) 财务困境 BankrDec。负债的重要特征是还本付息，否则公司要进入破产清算程序，或者要进行债务重组。Ross (1977) 和 Harris and Raviv (1991) 都认为，公司的破产概率越低，公司越愿意进行负债融资。为了度量公司陷入财务困境的可能性，和 Harris and Raviv (1991)、Faccio *et al.* (2001) 相一致，我们以利息支付倍数，即税息折旧及摊销前利润 (EBITDA) 与支付利息的比值来度量公司面临的破产风险 (bankruptcy risk)。<sup>14</sup>

本文使用的这些财务数据来自 CSMAR 数据库，为了尽可能保证数据的正确性和全面性，我们又使用 WIND 数据库进行核对和补充。对于数据库中缺失的数据，我们尽可能通过公司年报加以补充。

<sup>13</sup> 在经济学区，税盾通常指避免或减少企业税负作用的工具或方法。Miller (1977) 深入讨论了这一问题，Graham (2003) 做了进一步的综述。

<sup>14</sup> 破产风险，通常指经济主体的资产不足以偿还其负债所带来的风险。在本文中，若采用息税前利润 (EBIT) 与支付利息的比值来度量公司面临的破产风险，主要结论不变。

### (三) 初步证据

如本文第三部分所述,我们的分析重点是研究终极控制与负债融资之间的关系,为了对变量关系有初步感性认识,我们首先用示意图来表示终极所有权和控制权的分离与银行负债之间的关系,分别如图1和图2所示。<sup>15</sup>从图中可以看出,无论是用短期债务融资,还是长期债务融资来衡量,都表现为:随着终极控制权和所有权的分离程度增加,银行负债的比例增多,尽管两者并非严格的单调关系。显然,仅从这一简单的相关关系,我们不能判定银行负债究竟是发挥治理作用还是便利家族终极控制人的掏空动机。同时,我们也没有控制其他因素对公司负债融资的影响,因此有必要采用多元回归来进一步探讨家族控制与债务融资之间的关系。

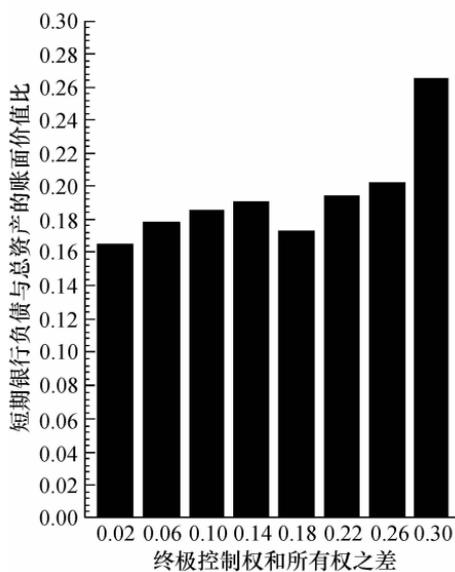


图1 短期银行借款融资

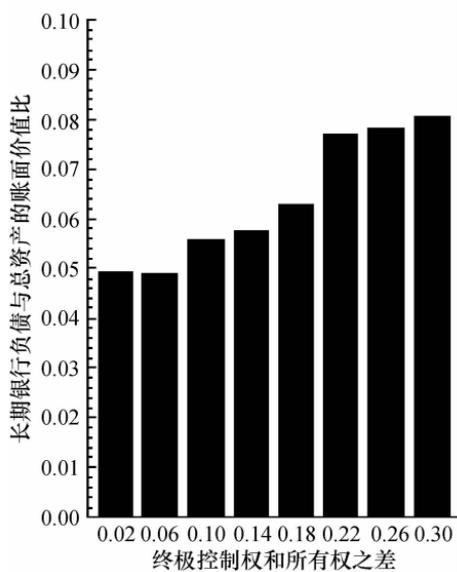


图2 长期银行借款融资

### (四) 检验模型

本文使用的 OLS 回归模型如下所示:

$$\begin{aligned} \text{LEV} = & \beta_0 + \beta_1 \times \text{Wedge} + \beta_2 \times \text{Institution} \\ & + \beta_3 \times \text{Wedge} \times \text{Institution} + \beta_4 \times \text{Growth} + \beta_5 \times \text{Size} \\ & + \beta_6 \times \text{Tangibility} + \beta_7 \times \text{Tax} + \beta_8 \times \text{BankrDec} + \beta_{8+i} \sum_{i=1}^{12} \text{Industry}_i + \epsilon, \end{aligned}$$

<sup>15</sup> 由表2可知,Wedge的分布很不均匀。Wedge在32%以上的上市公司共有三组,在[32%,36%)上有3家,在[36%,40%)上有3家,在[40%,44%)有1家,为了尽可能减少样本分布不均匀带来的影响,对于Wedge在32%以上的7个家族上市公司,我们进行了合并处理,将其与Wedge位于[28%,32%)的5个样本进行合并。在图1和图2中,统一用30%近似替代。

其中, LEV 表示债务融资比例。Institution 是治理环境的统称, 在经济现实中, 由于使用任何一个指标来描述治理环境都难以尽善尽美。为了保证结果的可靠性, 我们分别使用 Finance1、Finance2、Law1、Law2 和 Marketization 来描述。如果从不同的分析指标中得出的结论比较一致, 则能够增强结论的可信性。需要指出的是, 交叉项 Wedge $\times$ Institution 是本文的分析重点, 因为它能够反映在不同的治理环境下, 两权分离程度与债务融资之间的关系。上述 OLS 回归模型中用到的所有变量的具体定义与计算方法详见表 1。

## 五、实证结果及分析

### (一) 主要回归结果分析<sup>16</sup>

我们首先分析短期银行债务融资与两权分离和治理环境之间的关系, 主要回归结果如表 4 所示。在模型 (1.1) 到模型 (1.5) 中, Wedge 系数为正, 且通过显著性检验。<sup>17</sup>这说明, 随着两权分离程度的增加, 家族上市公司的短期银行债务融资显著增加。此外, Institution 也通过显著性检验。<sup>18</sup>这说明, 治理环境的改善显著增加了上市公司的短期债务融资。我们认为, 产生这一现象的主要原因是: 随着各地市场化程度的提高, 法制环境的完善以及商业银行市场化程度的增强, 由于短期融资具有便于银行监督的特征, 因此在制度环境相对较好的地区, 商业银行倾向于发放短期贷款, 因此较好的制度环境有利于提升公司的短期负债水平。

需要注意的是, 在模型 (1.1) 和模型 (1.2) 中, 交叉项 Wedge $\times$ Institution 为负且通过显著性检验, 这说明在银行业发达的地区, 两权分离程度较高的家族公司获得的短期贷款较少。我们的解释是: 金融业发达地区的商业银行具有较完善的风险监控手段, 因此具有较强掠夺能力的家族公司难以获得较多的短期银行借款。结合变量 Wedge、Institution 和 Wedge $\times$ Institution, 这也说明了家族公司获得短期银行融资的目的是为了增加其掠夺行为, 因为根据本文第三部分的分析, 短期负债的治理效应主要体现为: 治理环境完善的地区, 两权分离程度较高的家族公司会进行较多的短期银行借款。在

<sup>16</sup> 在回归检验中, 我们不必考虑多重共线性对结果的影响。因为对于每一个回归模型, 自变量间的相关系数都非常低, 绝对值都小于 0.3。此外, 方差膨胀因子 (VIF) 均小于 4。

<sup>17</sup> 需要指出的是, 这些变量的显著性水平不是很高的重要原因是: 在当前阶段, 我国家族控制人加强控制的手段很多, 如任命亲信担任董事会或管理层成员等, 股权结构仅为加强控制的一种途径。在这种情况下, 变量 Wedge 事实上低估了家族终极所有权和控制权的分离程度。

<sup>18</sup> 需要强调的是, 在模型 (1.4) 中, Law2 衡量地方司法系统在强制执行合同方面的效率。与 Finance1、Finance2 和 Market 三个指标不同, Law2 越小, 说明法制环境越有利于保护债权人。

模型(1.1)和模型(1.2)中,在治理环境相对较差的地区,两权分离程度较高的家族公司进行的短期借款却较多,这说明,家族控制人的“掠夺动机”占据主导地位。事实上,他们可以通过多种形式(如关联交易)把上市公司获得的短期银行借款转为己有。模型(1.3)、(1.4)和(1.5)进一步验证了上述结论,表现为:在法制环境较差(或司法效率较低)或市场化程度较低的地区,两权分离程度较大的家族公司能够获得较多的短期银行贷款。

表4 家族上市公司短期负债融资的主要回归结果

	STD/Assets				
	Finance1	Finance2	Law1	Law2	Market
	模型(1.1)	模型(1.2)	模型(1.3)	模型(1.4)	模型(1.5)
Wedge	0.033* (1.84)	0.033* (1.78)	0.034* (1.87)	0.033** (2.11)	0.033* (1.86)
Institution	0.003* (1.82)	0.004* (1.95)	0.003* (1.92)	-0.004** (-2.09)	0.006** (2.13)
Wedge×Institution	-0.004** (-2.15)	-0.022* (-1.78)	-0.012** (-2.15)	0.001** (2.14)	-0.023** (-2.04)
Growth	-0.005 (-1.17)	-0.005 (-1.17)	-0.005 (-1.26)	-0.005 (-1.18)	-0.005 (-1.10)
Size	0.002 (0.28)	0.002 (0.25)	0.002 (0.27)	0.002 (0.25)	0.001 (0.19)
Tangibility	0.180*** (4.36)	0.172*** (4.16)	0.180*** (4.32)	0.176*** (4.26)	0.178*** (4.30)
Tax	0.009 (0.26)	0.009 (0.26)	0.011 (0.31)	0.007 (0.18)	0.009 (0.25)
BankrDec	-0.003** (-2.40)	-0.003** (-2.51)	-0.003** (-2.39)	-0.003** (-2.49)	-0.003** (-2.40)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.105*** (3.12)	0.097*** (2.61)	0.103*** (3.06)	0.134*** (4.25)	0.042** (2.07)
样本数	295	295	295	293	295
模型 F 值	4.01	4.00	4.00	3.89	4.06
调整 R <sup>2</sup> 值	0.102	0.101	0.101	0.099	0.102

注:(1)\*\*\*、\*\*、\*分别表示回归系数在1%、5%和10%的水平上,显著不等于0。

(2)括号中为 robust-t 值。

从表4还可以看出,销售增长率以及公司规模对短期借款的影响均不显著。公司的固定资产比例越高,越容易获得短期银行借款。这说明商业银行发放短期贷款的主要考虑是抵押品而非公司的增长前景。

我们接下来考虑长期债务融资与两权分离和治理环境之间的关系,主要回归结果如表5所示。在这些模型中,Wedge都显著为正。这表明,两权分离程度较高的家族上市公司倾向于进行较多的长期银行债务融资。此外,Institution也通过显著性检验。这说明,治理环境比较完善的地区,家族上市

公司筹到的长期银行借款较少<sup>19</sup>，这一结果与 Demircug-Kunt and Maksimovic (1999) 形成鲜明对比。他们发现有利于保护债权人的制度环境增加了企业的长期债务融资。我们认为，产生这一差别的主要原因在于：治理环境较完善地区的商业银行的市场化程度较高，由于其风险管理技术仍然比较落后，其发放贷款时比较重视产生不良贷款的消极后果，因此发放较少的长期贷款是其最优选择。

表5 家族上市公司长期负债融资的主要回归结果

	LTD/Assets				
	Finance1	Finance2	Law1	Law2	Market
	模型(2.1)	模型(2.2)	模型(2.3)	模型(2.4)	模型(2.5)
Wedge	0.053** (2.38)	0.050** (1.98)	0.050** (2.08)	0.050*** (2.13)	0.051** (2.16)
Institution	-0.003** (-2.12)	-0.001*** (-2.62)	-0.001* (-1.81)	0.003** (2.47)	-0.002* (-1.83)
Wedge×Institution	-0.008** (-2.21)	-0.010* (-1.85)	-0.002** (-2.09)	0.001** (2.12)	-0.004** (-2.17)
Growth	0.005** (1.99)	0.005* (1.71)	0.005** (2.04)	0.005* (1.95)	0.005* (1.86)
Size	0.020*** (4.19)	0.020*** (4.25)	0.019*** (4.11)	0.020*** (4.23)	0.020*** (4.17)
Tangibility	0.073*** (2.72)	0.073*** (2.71)	0.075*** (2.76)	0.077*** (2.84)	0.074*** (2.71)
Tax	0.018 (0.74)	0.019 (0.79)	0.017 (0.72)	0.020 (0.84)	0.018 (0.76)
BankrDec	-0.005 (-0.61)	-0.004 (-0.48)	-0.004 (-0.51)	-0.004 (-0.12)	-0.005 (-0.52)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.004 (0.19)	-0.012 (-0.50)	-0.017 (-0.76)	-0.030 (-1.46)	-0.010 (-0.37)
样本数	295	295	295	293	295
模型 F 值	4.39	4.46	4.22	4.38	4.30
调整 R <sup>2</sup> 值	0.110	0.112	0.106	0.111	0.108

注：(1) \*\*\*、\*\*、\* 分别表示回归系数在 1%、5% 和 10% 的水平上，显著不等于 0。

(2) 括号中为 robust-t 值。

在模型 (2.1) 到模型 (2.5) 中，交叉项 Wedge×Institution 通过显著性检验。这和家族上市公司进行短期债务融资的结论相一致，结合表 5 的回归系数 Wedge、Institution 和 Wedge×Institution，这再次说明了两权分离程度较高的家族公司进行较多银行借款的主要目的是掠夺而非突显债务融资的治理效应，也说明了商业银行已经意识到终极控制人的这种掠夺动机，从而

<sup>19</sup> 我们的这一结果与 Li *et al.* (2006) 比较类似，但他们根据中国工业行业数据库，而且主要分析非上市公司的资本结构，而我们重点分析家族上市公司的银行借款动机。

发放较少的长期贷款。

在模型(2.1)到(2.5)中,控制变量 Growth、Size 和 Tangibility 的系数都显著为正,说明了增长较快、规模较大、具有较多固定资产的家族上市公司能够获得较多的长期银行借款。这也从另一个方面反映出,在商业银行发放贷款时,公司的增长速度、规模和担保等简单传统指标可能是其重要考虑因素,风险管理技术有待进一步提高。

结合表4和表5,销售增长率对家族上市公司的短期银行借款融资的影响为负但不显著,对长期借款融资的影响却显著为正。我们对这种现象的一种解释是,尽管高增长公司需要大量资金,但由于短期银行借款还本付息的周期较短,按照 Myers (1977)的“投资不足”理论,短期借款更容易剥夺高增长公司面临的大量投资机会。在这种意义上,高增长公司更愿意使用长期银行借款。从另外一个角度,这也间接反映出商业银行长期贷款的资金被配置到了有增长前景的部门。

另一个对银行借款产生不同影响的控制变量是公司规模。公司规模对长期借款的影响显著,对短期借款的影响却不明显,这可能是因为“大而不倒”的心态在商业银行长期贷款发放时产生一定作用。而由于短期借款具有便于监督的特征,银行放贷时较少考虑公司规模。

表6进一步分析了总的银行债务融资与两权分离和治理环境之间的关系。模型(3.1)到(3.5)中交叉项 Wedge $\times$ Institution 均通过显著性检验。结合表6的回归系数 Wedge、Institution 和 Wedge $\times$ Institution,这再次说明,较弱的公司治理环境强化了终极控制人利用债务融资掠夺上市公司的动机。

表6 家族上市公司全部银行债务融资的回归结果

	BD/Assets				
	Finance1 模型(3.1)	Finance2 模型(3.2)	Law1 模型(3.3)	Law2 模型(3.4)	Market 模型(3.5)
Wedge	0.086** (2.09)	0.083** (2.05)	0.085*** (2.49)	0.082** (2.88)	0.084*** (2.71)
Institution	0.003** (2.47)	0.002*** (2.66)	0.003** (2.11)	-0.001** (-2.01)	0.004* (1.86)
Wedge $\times$ Institution	-0.011** (-2.15)	-0.033** (-2.47)	-0.014** (-2.58)	0.002** (2.06)	-0.027*** (-2.71)
Growth	0.006 (0.12)	-0.002 (-0.05)	0.002 (0.07)	0.004 (0.09)	0.004 (0.11)
Size	0.022*** (2.88)	0.022*** (2.89)	0.021*** (2.83)	0.022*** (2.87)	0.021*** (2.79)
Tangibility	0.253*** (5.87)	0.244*** (5.68)	0.255*** (5.85)	0.253*** (5.84)	0.252*** (5.81)
Tax	0.027 (0.71)	0.028 (0.74)	0.028 (0.74)	0.027 (0.70)	0.027 (0.71)

(续表)

	BD/Assets				
	Finance1 模型(3.1)	Finance2 模型(3.2)	Law1 模型(3.3)	Law2 模型(3.4)	Market 模型(3.5)
BankrDec	-0.004*** (-2.68)	-0.004*** (-2.70)	-0.003*** (-2.61)	-0.004*** (-2.69)	-0.003*** (-2.62)
截距项	0.109*** (2.86)	0.085** (2.18)	0.086** (2.45)	0.104*** (3.15)	0.031* (1.75)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
样本数	295	295	295	293	295
模型 F 值	7.36	7.52	7.42	7.37	7.44
调整 R <sup>2</sup> 值	0.172	0.175	0.173	0.173	0.173

注：(1) \*\*\*、\*\*、\* 分别表示回归系数在 1%、5% 和 10% 的水平上，显著不等于 0。

(2) 括号中为 robust-t 值。

需要指出的是，在这些模型中，公司所得税率对负债融资的影响均为正，但都不显著，这说明我国家族公司在进行银行借款融资时，较少考虑负债的税盾效应。<sup>20</sup>

从表 4、表 5 和表 6 中 Wedge 和 Wedge×Institution 的回归系数，可以得出结论：家族公司终极所有权和控制权的分离程度越大，其银行负债融资越多；终极控制人进行负债融资不是为了利用债务融资的治理机制，而是为了增加其可控制的资源，便于其掏空上市公司。

## (二) 稳健性检验

在这些样本中，有 5 家上市公司还进行长期债券融资。删除这 5 家公司，结论基本不变。有 10 家公司没有任何银行借款；删除这 10 家公司，结论仍然不变。有 17 家公司没有短期银行借款；删除这 17 家公司，结论基本不变。还有 104 家公司没有长期银行借款；删除这 104 家公司，主要结论不变。此外，我们还对 295 家公司是否进行长期银行借款进行 Logit 回归，主要结论没有发生根本性变化。

在上述分析中，我们用 STD/Assets、LTD/Assets、BD/Assets 来度量家族公司的银行负债结构，为了进一步看清上市公司来自正式融资的债务结构，我们用 STD/(BD+E)、LTD/(BD+E) 和 BD/(BD+E) 作为银行债务融资的度量指标，主要回归结果如表 7 模型 (4.1) 到 (4.3) 所示，上述结论基本不变。为了节约篇幅，稳健性检验中，我们仅给出采用 Marketization 作为治理变量时的回归结果。

<sup>20</sup> 也可能是因为，基于数据限制，我们难以找到有效税率较好的代理变量。

表7 稳健性检验

	$\frac{STD}{BD+E}$	$\frac{LTD}{BD+E}$	$\frac{BD}{BD+E}$	$\frac{STD}{BD+E}$	$\frac{LTD}{BD+E}$	$\frac{BD}{BD+E}$
	全样本, Marketization			“两权分离”样本, Marketization		
	模型(4.1)	模型(4.2)	模型(4.3)	模型(5.1)	模型(5.2)	模型(5.3)
Wedge	0.428** (2.13)	0.047** (2.19)	0.475** (2.20)	0.460*** (2.99)	0.213*** (2.72)	0.673** (2.40)
Institution	0.010** (2.58)	-0.002*** (-2.82)	0.008** (2.10)	0.014** (1.99)	-0.001** (-2.08)	0.013** (2.12)
Wedge×Institution	-0.054* (-1.88)	-0.007** (-2.21)	-0.06** (-2.17)	-0.068** (-2.08)	-0.017** (-2.42)	-0.084** (-2.30)
Growth	-0.004 (-0.78)	0.007** (1.98)	0.003 (0.51)	0.001 (0.07)	0.004 (0.98)	0.005 (0.66)
Size	0.009 (0.84)	0.029*** (4.42)	0.038*** (3.60)	0.007 (0.62)	0.027*** (3.66)	0.035*** (2.85)
Tangibility	0.153*** (2.66)	0.049 (1.28)	0.202*** (3.36)	0.154** (2.15)	0.027 (1.59)	0.181** (2.45)
Tax	0.041 (0.81)	0.052 (1.57)	0.093 (1.77)	0.006 (0.10)	0.042 (1.19)	0.048 (0.83)
BankrDec	-0.004** (-2.35)	-0.005 (-0.49)	-0.005** (-2.56)	-0.006*** (-3.59)	-0.005 (-0.31)	-0.006*** (-3.67)
截距项	0.104* (1.80)	-0.013 (-0.33)	0.091 (1.51)	0.106 (1.39)	-0.023 (-0.48)	0.083 (1.05)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数	295	295	295	220	220	220
模型 F 值	2.64	4.23	5.70	2.87	2.75	4.89
调整 R <sup>2</sup> 值	0.069	0.107	0.138	0.099	0.095	0.158

注:(1)\*\*\*、\*\*、\*分别表示回归系数在1%、5%和10%的水平上,显著不等于0。

(2)括号中为 robust-t 值。

此外,我们还把 Wedge 分为五组,分别进行回归,主要结论没有发生根本性变化。<sup>21</sup>

在模型(5.1)到(5.3)中,我们仅考虑“两权分离”的样本,即 Wedge≠0,这样的家族公司仅有220家,主要结论仍然不变。

考虑到我国不同地区民营企业发展的不平衡性,我们以民营经济较为发达,经济发展水平比较接近的广东省、江苏省、浙江省、山东省和上海市共152家家族公司进行分析,主要结论没有实质性改变。<sup>22</sup>

## 六、结 论

传统公司金融理论认为,公司进行债务融资的关键在于债务的税盾效应

<sup>21</sup> 由于篇幅所限,我们没有在文中给出这些回归结果,感兴趣的读者可以向我们索取。

<sup>22</sup> 同上。

和破产风险之间的权衡。优序融资理论又认为信息不对称是公司不倾向考虑股权融资的重要原因。事实上，这些研究的出发点都建立在债务合约能够得到有效执行的基础上，以至于从 Jensen (1986) 开始的大量文献强调“公司债务融资具有治理效应”。事实上，在大多数新兴市场国家，债务合约能够得到充分执行的前提假设并不成立 (Djankov *et al.*, 2008)，债权人的监督能力也有待商榷，因此公司进行债务融资的动机值得进一步探讨。相对于贸易融资、应付工资等其他非正式债务融资，银行债务得到执行的可能性更高，因此考察上市公司的银行借款行为能够使我们得出一些有趣的结论。

我们发现：无论是用短期债务融资还是长期债务融资来衡量，家族公司终极所有权和控制权的分离程度越大，银行负债比例越高。在治理环境较为完善的地区，两权分离程度较高的家族公司却进行较少的负债融资。这说明，家族公司进行负债融资的主要目的并不是发挥债务融资的治理效应，而是增加其可以控制的资源，便利终极控制人的掏空行为。

我们还发现，在治理环境较为完善的地区，家族公司能够获得较多的短期银行借款，获得的长期银行借款却较少。考虑到家族公司的掠夺动机，这间接说明，治理环境完善地区的商业银行在发放贷款时，已经能够使用最简单、最原始的方式维护自身的利益，主要是因为短期银行借款具有便于监督的特征，因此家族公司违约的可能性较低。事实上，家族公司的掠夺动机反映在终极控制人可能会通过关联交易等手段把贷款资金转为己有。在市场前景看好的情况下，这一掠夺行为能够周转下去，不会给债权人带来较多负面影响；一旦经济形势急转直下，家族公司的债务链条可能断裂，不仅给商业银行造成大量坏账，还会打击中小投资者的信息，从而不利于资本市场的健康发展。在这种意义上讲，保护中小股东利益，限制终极控制人的掠夺行为对中国金融体系的发展和完善至关重要。

## 参 考 文 献

- [1] Aghion, P., and P. Bolton, "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies*, 1992, 59(3), 473—494.
- [2] Aharony, J., J. Lee, and T. Wong, "Financial Packaging of IPO Firms in China", *Journal of Accounting Research*, 2000, 38(1), 103—126.
- [3] Allais, M., "Le Probleme de la Planification Economique dans une Economie Collectiviste", *Kyklos*, 1947, 2, 48—71.
- [4] Allen, F., J. Qian, and M. Qian, "Law, Finance, and Economic Growth in China", *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1), 57—116.
- [5] Allen, F., J. Qian, and M. Qian, "China's Financial System: Past, Present, and Future", book chapter in Brandt, L., and T. Rawski (eds.) *The Transition that Worked: Origins, Mechanism, and Consequence of China's Long Boom*. Cambridge University Press, 2007.

- [6] Ayyagari, M., C. Demircu-Kunt, and V. Maksimovic, "Formal versus Informal Finance: Evidence from China", Working Paper, World Bank, and University of Maryland George Washington University, 2007.
- [7] Baker, M., and J. Wurgler, "Market Timing and Capital Structure", *Journal of Finance*, 2002, 57(1), 1—32.
- [8] Bolton, P., and D. Scharfstein, "A theory of Predation based on Agency Problems in Financial Contracting", *American Economic Review*, 1990, 80(1), 93—106.
- [9] Booth, L., A. Varouj, A. Demircu-Kunt, and V. Maksimovic, "Capital Structure in Developing Countries", *Journal of Finance*, 2001, 56 (1), 87—130.
- [10] Boubakri, J., O. Cosset, and K. Fisher, "Privatization and Bank Performance in Developing Countries", *Journal of Banking and Finance*, 2005, 29(8—9), 2015—2041.
- [11] Boyreau-Debray, G., and S. Wei, "Can China Grow Faster? A Diagnosis of the Fragmentation of Its Domestic Capital Market", Working Paper, IMF, 2006.
- [12] Brandt, L., and H. Li, "Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information, or Incentives?" *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31(3), 387—413.
- [13] Claessens, S., S. Djankov, and L. Klapper, "Resolution of Corporate Distress in East Asia", *Journal of Empirical Finance*, 2003, 10(1—2), 199—216.
- [14] Claessens, S., and L. Klapper, "Bankruptcy around the World: Explanations of Its Relative Use", *American Law and Economics Review*, 2005, 7(1), 253—283.
- [15] Cull, R., and C. Xu, "Institutions, Ownership, and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment among Chinese Firms", *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1), 117—146.
- [16] Cull, R., C. Xu, and T. Zhu, "Informal Institutional Arrangements and Economic Growth in Developing Countries: The Many Faces of Trade Finance in China", Working Paper, World Bank, 2007.
- [17] Dahiya, S., and L. Klapper, "Who Survives? A Cross-country Comparison", Working Paper, Georgetown University and the World Bank, 2007.
- [18] Demircu-Kunt, A., and V. Maksimovic, "Law, Finance, and Firm Growth", *Journal of Finance*, 1998, 53(6), 2107—2187.
- [19] Demircu-Kunt, A., and V. Maksimovic, "Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity", *Journal of Financial Economics*, 1999, 54(3), 295—336.
- [20] Djankov, S., R. La Porta, F. López-de-Silanes, and A. Shleifer, "Courts, the Lex Mundi Project", *Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118(2), 453—517.
- [21] Djankov, S., O. Hart, C. McLeish, and A. Shleifer, "Debt Enforcement around the World", *Journal of Political Economy*, 2008, 116(6), 1105—1149.
- [22] Diamond, D., "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 1984, 51(3), 393—414.
- [23] Diamond, D., "Debt Maturity and Liquidity Risk", *Quarterly Journal of Economics*, 1991, 106 (3), 709—737.
- [24] Faccio, M., L. Lang, and L. Young, "Debt and Corporate Governance", Working Paper, SSRN, 2001.

- [25] Fama, E., "What's Different about Banks?" *Journal of Monetary Economics*, 1985, 15(1), 29—39.
- [26] 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》。北京:经济科学出版社,2006年。
- [27] Fan, J., J. Huang, and Z. Ning, "Distress without Bankruptcy: An Emerging Market Perspective", Working Paper, Chinese University of Hong Kong, 2008.
- [28] Fan, J., O. Rui, and M. Zhao, "Rent Seeking and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases", Working Paper, Chinese University of Hong Kong, 2006.
- [29] Fan, J., S. Titman, and G. Twite, "An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices", Working Paper, Chinese University of Hong Kong and University of Texas in Austin, 2006.
- [30] Fan, J., T. Wong, and T. Zhang, "Organizational Structure as a Decentralized Device: Evidence from Corporate Pyramids", Working Paper, Chinese University of Hong Kong, 2007.
- [31] 冯旭南、李心愉,“终极所有权和控制权的分离:来自中国上市公司的证据”,《经济科学》,2009年第2期,第84—97页。
- [32] 冯旭南、李心愉、陈工孟,“家族控制,治理环境和公司价值”,《金融研究》,2011年第3期,第149—164页。
- [33] 冯旭南,“股利和掏空:来自我国家族上市公司的证据”,《中国金融评论》,2011年第5卷第2期。
- [34] Fukuyama, F., *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*. New York: Free Press, 1995.
- [35] Giannetti, M., "Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38(1), 185—212.
- [36] Graham, J., "Taxes and Corporate Finance: A Review", *Review of Financial Studies*, 2003, 16(4), 1075—1129.
- [37] Guiso, L., S. Paola, and L. Zingales, "Does Culture Affect Economic Outcomes?" Working Paper, CRSP, 2006.
- [38] 郭鹏飞、孙培源,“资本结构的行业特征:基于中国上市公司的实证研究”,《经济研究》,2003年第5期,第66—73页。
- [39] Harris, M., and A. Raviv, "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, 1991, 46(1), 297—355.
- [40] 黄贵海、宋敏,“资本结构的决定因素——来自中国的证据”,《经济学》(季刊),2004年第3卷第2期,第395—414页。
- [41] 黄少安、张岗,“中国上市公司股权融资偏好分析”,《经济研究》,2001年第11期,第12—20页。
- [42] Huang, S., and M. Frank, "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", Working Paper, University of Hong Kong, 2002.
- [43] Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 1986, 76(2), 323—339.
- [44] Jensen, M., and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), 305—60.
- [45] 姜付秀、屈耀辉、陆正飞、李焰,“产品市场竞争与资本结构动态调整”,《经济研究》,2008年第4期,第99—111页。

- [46] Johnson, S., J. McMillan, and M. Woodruff, "Property Rights and Finance", *American Economic Review*, 2002, 92(5), 1335—1356.
- [47] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 1999, 54(2), 471—517.
- [48] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6), 1113—1155.
- [49] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 1997, 52(3), 1131—1150.
- [50] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1—2), 3—27.
- [51] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, 2000, 55(1), 1—33.
- [52] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, 2002, 57(3), 1147—1170.
- [53] Lardy, N., *China's Unfinished Economic Revolution*. Washington, D. C: Brookings Institution Press, 1998.
- [54] Leland, H. and D. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 1977, 32(2), 371—387.
- [55] Lewis, W., *The Principles of Economic Planning*. London: George Allen & Unwin Ltd. 1949.
- [56] Li, K., H. Yue, and L. Zhao, "Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from Chinese Firms", Working Paper, University of British Columbia, 2006.
- [57] 李青原、陈晓、王永海, "产品市场竞争、资产专用性与资本结构——来自中国制造业上市公司的经验证据", 《金融研究》, 2007年第4期, 第100—113页。
- [58] 刘志彪、姜付秀、卢二坡, "资本结构与产品市场竞争", 《经济研究》, 2003年第7期, 第60—67页。
- [59] 陆正飞、辛宇, "我国上市公司资本结构的影响因素的实证分析", 《会计研究》, 1998年第8期, 第34—37页。
- [60] 陆正飞、叶康涛, "中国上市公司股权融资偏好解析", 《经济研究》, 2004年第4期, 第50—59页。
- [61] 吕长江、韩慧博, "我国上市公司资本结构特点的实证分析", 《南开管理评论》, 2001年第5期, 第26—29页。
- [62] Maloney, M., R. McCormick, and M. Mitchell, "Managerial Decision Making and Capital Structure", *Journal of Business*, 1993, 66(2), 189—217.
- [63] Manski, C., "Economic Analysis of Social Interactions", *Journal of Economic Perspectives*, 2000, 14(3), 115—136.
- [64] McMillan, J., and C. Woodruff, "The Central Role of Entrepreneurs in Transition Economies", *Journal of Economic Perspectives*, 2002, 16(3), 153—170.
- [65] Meade, J., *Planning and the Price Mechanism: the Liberal Socialist Solution*. London: George Allen & Unwin Ltd, 1948.
- [66] Mei, J., J. Scheinkman, and W. Xiong, "Speculative Trading and Stock Prices: An Analysis of Chinese A-B Share Premia", Working Paper, SSRN, 2003.
- [67] Miller, M., "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, 1977, 32(2), 261—275.

- [68] Ming, J., and T. Wong, "Earnings Management and Tunneling through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups", Working Paper, SSRN, 2004.
- [69] Mitton, T., "Why Have Debt Ratio Increased for Firms in Emerging Markets?" Working Paper, Brigham Young University, 2008.
- [70] Morck, R., B. Yeung, and W. Yu, "The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets have Synchronous Stock Price Movements?" *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1), 215—260.
- [71] Myers, S., "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 1977, 5(2), 147—175.
- [72] Myers, S., and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(2), 187—221.
- [84] 青木昌彦、钱颖一,《转轨经济中的公司治理结构》。北京:中国经济出版社,1995年。
- [85] Rajan, R., "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-length Debt", *Journal of Finance*, 1992, 47(4), 1367—1399
- [86] Rajan, R., and L. Zingales, "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance*, 1995, 50(5), 1421—1460.
- [87] Ross, S., "The Determination of Financial Structure: the Incentive Signaling Approach", *Bell Journal of Economics*, 1977, 8(1), 23—40.
- [88] 沈艺峰、田静,“我国上市公司资本成本的定量研究”,《经济研究》,1999年第11期,第61—68页。
- [89] 世界银行,《中国:政府治理、投资环境与和谐社会:120个中国城市竞争力的提高》。北京:中国财经出版社,2006年。
- [90] 世界银行,“中国营商环境报告”,世界银行工作报告,2008年。
- [91] Stulz, R., and R. Williamson, "Culture, Openness, and Finance", *Journal of Financial Economics*, 2003, 70(3), 313—349.
- [92] 唐国正、刘力,“利率管制对我国上市公司资本结构的影响”,《管理世界》,2005年第1期,第50—58页。
- [93] 唐国正、刘力,“公司资本结构理论——回顾与展望”,《管理世界》2006年第5期,第158—169页。
- [94] 田利辉,“制度变迁、银企关系和扭曲的杠杆治理”,《经济学》(季刊),2005年第4卷增刊,第119—134页。
- [95] Titman, S., and R. Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, 1988, 43(1), 1—19.
- [96] 王宁,“我国上市公司资本成本的比较”,《中国工业经济》,1999年第11期,第59—64页。
- [97] 肖泽忠、邹红,“中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好”,《经济研究》,2008年第6期,第119—134页。
- [98] 阎达五、耿健新、刘文鹏,“我国上市公司配股融资行为的实证研究”,《会计研究》,2001年第9期,第21—27页。
- [99] 张华、张俊喜、宋敏,“所有权和控制权分离对企业价值的影响——我国民营上市企业的实证研究”,《经济学》(季刊),2004年第3卷增刊,第2—13页。

# Debt and Expropriation: Evidence from China's Family-Controlled Listed Firms

XUNAN FENG

*(Shanghai University)*

**Abstract** Using the data of 295 family-controlled listed-firms, this paper explores the relationship between ultimate control and financial debt. It is found that both the short-term debts and long-term debts from banks reflect the tunneling motivation of controlling families. The debt increases with the wedge between ownership and control, especially in a poor institutional environment. The study suggests that financial debt facilitates the expropriation of controlling families, rather than plays a role of governance.

**JEL Classification** G10, K20, C51