

第!"卷第#期
\$%!"\$年#月

管 理 科 学 学 报
&'()*+, '- .+*/0.0*1 2340*302 4* 354*+

6789!"*79#
2:;\$%!"\$

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^[+88:S]等^[1%]研究发现,就债权人和股东保护方面看,无论和, D [7V0D 等^[11]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⁹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⁹

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⁹本文的研究意义体现在:第!,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\$,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?,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⁹

" 文献综述

自, D [7V0D 等^[#]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一⁹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^[1\$ @ \$<]⁹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⁹

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⁹如 aH 和 aDe^[\$"]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⁹ *7V 和 +VEXES^[\$A]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⁹ 3R7ST^[\$=]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⁹ b7HeD':V^[\$>]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⁹ aVEXE:8L 等^[\$#]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⁹ -DJJE7 等^[?%]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⁹国内的研究,韩亮亮和李凯^[?1]研究发现,控制权和现金流量权的一致性 & 债务水平正相关⁹孙健^[?8]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⁹李增泉等^[??]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⁹

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⁹比如, a:CEVTHJQBHS0 和 .D'UEC7PEJ^[?<]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⁹, D [7V0D 等^[?"]研究发现,法律渊源和实施质量显著影响公司融资决策⁹ a:CEVTHJQBHS0 和 .D'UEC7PEJ^[?A]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⁹融资期限方面的差异主要是由于制度差异造成的⁹ /EDSS:0Q 0E^[?"]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 & 更高的杠杆相关,也与更高长期债务的获得性相关⁹ -DS 等^[?>]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⁹国内沈艺峰等^[?#]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 & 负债—权益比之间均呈显著负相关关系⁹肖作平^[A]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 & 相对低的长期债务⁹

通过文献综述发现:!)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⁹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⁹ \$)目前还没有把终极控制股东 & 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。

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。

#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^[1]。Bebchuk 等^[2]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。Cheng 和 Warfield^[3]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^[4]。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。Zhang 和 Wang^[5]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。Aggarwal 和 Dewettene^[6]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^[7]。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^[2]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分离度低的公司在其融资结构中具有显著高的债务水平。

\$ 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。2R8:EX:V 和

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⁹, ESU^[10] 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⁹ 5DW 等^[11] 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⁹, :Hh 等^[12] 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⁹ 他们的实证证据表明投资者法律保护与盈余管理负相关⁹ 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⁹ 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⁹ 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⁹ 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⁹ 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⁹ 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⁹ 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⁹ 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⁹ 加强公司治理已成为中国政府和相关监管部门的重要任务⁹ 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⁹ 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⁹, 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⁹

假设 \$ 法律环境好的地区的上市公司具有相对高的债务水平⁹

假设 % 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⁹

\$ 研究变量与研究样本

\$ " 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⁹ 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⁹ 选择的控制变量参考了先前的实证研究^[13-15]

29 ! 9 ! 3 解 4 n /

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^[16] 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 $(1a+)$ ⁹ 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^[17], 考虑债务所有权结构问题, 还采用银行借款占总资产比重 $(ba+)$, 以及商业信用占总资产比重 $(13+)$ 度量融资结构⁹

29 ! 9 \$) L n / i A R n /

表 ! 是对检验变量进行定义, 表 \$ 是对控制变量进行定义⁹

\$ # 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⁹ 上市公司的年度报告来自巨潮资讯网(WWW. JSESX79 J7C9 JS) ⁹ 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(32 . +) ⁹ 各地区的法律环境指数数据来自文献^[18]

% 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⁹ 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^[19]

表 " 检验变量定义

1De8: ! a:XESE0E7SU 7X 0:U0 PDVEDe8:U

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	Z
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 !, 否则为 %	@
法律环境	<i>LB</i>	樊纲等构建的法律制度环境指数 ^[7] . 数值越大, 法律制度环境越好	Z
控制权和现金流量权分离度与法律环境的交互项	<i>LB w COR</i>	法律制度环境指数 w 现金流量权/控制权	@

注: !. 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, D [7] 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^[8];

\$. 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;

?. “Z”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 # 控制变量定义

1De8: \$ a:XESE0E7SU 7X J7S0V78 PDVEDe8:U

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	Z
资产结构	<i>TANG</i>	固定资产净值/总资产	Z
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_i</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 \$\$ 个行业, 剔除金融业后, 模型中共 \$% 个行业虚拟变量	?

注: 由于样本公司中将近 “A%” 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 !% 大类⁹

“Z”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⁹

本文以 \$%%A 年 ! \$ 月 ?! 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: ! 金融类上市公司 &; \$ 21 或 [1 类上市公司; % 资产负债率大于 ! 的上市公司; & 数据缺损的上市公司; ’ 无法获得相关数据的上市公司⁹ 根据上述原则, 最终得到 ! \$”< 家在深、沪上市的非金融公司为本文有效研究样本’⁹

% 实证研究设计

% ” 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

& 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^[72];

’ 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⁹

股东与融资结构选择之间的关系是否受法律环境的影响⁹

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

$$TDA = \alpha + \beta_1 COR + \beta_2 UCT + \beta_3 LB + \gamma (J7S0V78 \text{ PDVEDe8:U}) Z \eta \sum_{i=1}^{100} ID_i + \varepsilon \quad (!)$$

$$BDA = \alpha + \beta_1 COR + \beta_2 UCT + \beta_3 LB + \gamma (J7S0V78 \text{ PDVEDe8:U}) Z \eta \sum_{i=1}^{100} ID_i + \varepsilon \quad (\$)$$

$$TCA = \alpha + \beta_1 COR + \beta_2 UCT + \beta_3 LB + \gamma (J7S0V78 \text{ PDVEDe8:U}) Z \eta \sum_{i=1}^{100} ID_i + \varepsilon \quad (?)$$

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^{*}

$$TDA = \alpha + \beta_1 COR + \beta_2 UCT + \beta_3 COR \times LB + \gamma (J7S0V78 \text{ PDVEDe8:U}) Z \eta \sum_{i=1}^{100} ID_i + \varepsilon \quad (<)$$

$$BDA = \alpha + \beta_1 COR + \beta_2 UCT + \beta_3 COR \times LB + \gamma (J7S0V78 \text{ PDVEDe8:U}) Z \eta \sum_{i=1}^{100} ID_i + \varepsilon \quad (")$$

$$TCA = \alpha + \beta_1 COR + \beta_2 UCT + \beta_3 COR \times LB + \gamma (J7S0V78 \text{ PDVEDe8:U}) Z \eta \sum_{i=1}^{100} ID_i + \varepsilon \quad (A)$$

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; α 为截距; β_1 、 β_2 、 β_3 为回归系数; γ 和 η 为回归系数向量; ε 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. 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选择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 3⁹。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⁹。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⁹。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

* 当在模型 (<)、(") 和 (A) 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 10⁹。因此, 为了减缓多重共线性问题, 在模型 (<)、(") 和 (A) 中没有加入法律环境指数这一变量⁹。

司更可能发生掠夺行为⁹ 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⁹ 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⁹

表\$ 终极控制股东、法律环境与融资结构选择的回归结果

1De8: ?) :TV:UUE7S V:UH8OU 7X H80ECD0: J7SOV780EST URDV:R78L:V ,8DW :SPEV7SC:S0 DSL 0R: JR7EJ: 7X XESDSJEST UOVHJ0HV:

变量符号	TDA			BDA			TCA		
	+	,	-	+	,	-	+	,	-
<i>Intercept</i>	@ %9 <" !	@ %9 <=A	@ %9 <=	@ %9 <>	@ %9 " !<	@ %9 "%<	@ %9 ?">		
<i>COR</i>	(@ <\$ \$?) ^D	(@ <\$ <\$%) ^D	(@ <\$ <?=) ^D	(@ "9 A##) ^D	(@ "9 #<#) ^D	(@ "9 >A) ^D			
<i>LB</i>	%9 %<\$	%9 %=>	%9 %"#	%9 %\$"	%9 %A%	%9 %?>			
<i>COR × LB</i>	(\$9 \$#%) ^e	(?9 <?) ^D	(?9 %<) ^D	(!9 A>%) ^J	(?9 ???) ^D	(\$9 <"A)) ^e			
<i>COR × HL</i>	@ %9 %%%"			@ %9 %%%"					
<i>UCT</i>	(@ ?9 !>A) ^D	@ %9 %%%"		(@ ?9 A\$A) ^D	@ %9 %%%"				
<i>SIZE</i>		(@ \$9 A">) ^D			(@ ?9 ??!) ^D				
<i>TANG</i>		@ %9 %%%">	@ %9 %\$#						
<i>GROW</i>		(@ ?9 \$!) ^D	(@ \$9 >"\$) ^D						
<i>UNIQ</i>	@ %9 %?""	@ %9 %?""	@ %9 %?""	@ %9 %?<	@ %9 %?""	@ %9 %?<			
<i>PROF</i>	(@ ?9 !>!) ^D	(@ ?9 !A=) ^D	(@ ?9 \$%!) ^D	(@ ?9 #<=) ^D	(@ ?9 A#%) ^D	(@ ?9 #!%) ^D			
	%9 %""%	%9 %<#	%9 %<#	%9 %?<	%9 %?<	%9 %??			
	(#9 #<?) ^D	(#9 >?%) ^D	(#9 >=?) ^D	(>9 <#?) ^D	(>9 <\$) ^D	(>9 ??=)) ^D			
	@ %9 %A>	@ %9 %A"	@ %9 %A#	%9 !%\$	%9 !%<	%9 !%<			
	(@ \$9 A#<=) ^D	(@ \$9 ">\$) ^D	(@ \$9 =<\$) ^D	("9 %<=) ^D	("9 !<=) ^D	("9 !%!) ^D			
	%9 %?A	%9 %?<=	%9 %?A	%9 %!?	%9 %!<	%9 %!<			
	(?9 =A\$) ^D	(?9 >"<) ^D	(?9 >?%) ^D	(!9 ="%) ^J	(!9 >"%) ^J	(!9 >?!) ^J			
	@ %9 !A?	@ %9 !A\$	@ %9 !A!	@ %9 !A<	@ %9 !A\$	@ %9 !A!			
	(@ \$9 <A") ^D	(@ \$9 <?<=) ^e	(@ \$9 <\$) ^e	(@ ?9 %<=) ^D	(@ ?9 %<=) ^D	(@ ?9 %?!) ^D			
	@ !9 %"\$	@ !9 %"?<	@ !9 %"<=	@ %9 A##	@ %9 =%<	@ %9 =%<			
	(@ !?9 AA<) ^D	(@ !?9 AAA) ^D	(@ !?9 =?<) ^D	(@ !!9 ?\$%) ^D	(@ !!9 ?\$%) ^D	(@ !!9 ?<=) ^D			

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^[7-9]。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⁹。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⁹。结果,这个地区的上市公司将减少对债务融资的依赖性⁹。

“) 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<,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

$$TDA = \alpha + (\beta_1 + \beta_5 HL) COR + \beta_2 UCT + \gamma (J7S0V78 \text{ PDVEDe8:U}) Z \eta \sum_{i=1}^{5\%} ID_i + \varepsilon \quad (=)$$

$$BDA = \alpha + (\beta_1 + \beta_5 HL) COR + \beta_2 UCT + \gamma (J7S0V78 \text{ PDVEDe8:U}) Z \eta \sum_{i=1}^{5\%} ID_i + \varepsilon \quad (>)$$

$$TCA = \alpha + (\beta_1 + \beta_5 HL) COR + \beta_2 UCT + \gamma (J7S0V78 \text{ PDVEDe8:U}) Z \eta \sum_{i=1}^{5\%} ID_i + \varepsilon \quad (\#)$$

其中 β_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1; $(\beta_1 + \beta_5)$ 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0。结果显示(见表2中的第3-4栏) β_5 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0.001和0.002。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(0.001 - 0.002 = 0.001)和(0.002 - 0.001 = 0.001),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。

8 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⁹。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度量融资结构,在控制相关变量下应用一系列^{1,2}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⁹。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⁹。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

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⁹。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⁹。

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⁹?) 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⁹ <) 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,公司更容易获得银行贷款⁹ 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⁹ 结果,这个地区的上市公司将减少对债务融资的依赖性⁹ ") 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⁹

参考文献:

- [!]B&C] 2,27V:U:S O 59 OPEL:SJ: 7S OR: EC;DJ0 7X DT:SJG J7U0 7X L:e0 7S J7V;7VD0: L:e0 ;78EJG [&]9 &7HVSD8 7X -ESDSJED8 DSL nHDSOE0D0EP: +SD8GUEU ,!#>A ,\$(\$): !?! @ !<<9
- [\$]-VE:SL 4 , ,DST , 5 [9 +S :C;EVEJD8 0:U0 7X OR: EC;DJ0 7X CDSDT:VED8 U:8XQSO:V:U0 7S J7V;7VD0: JD;E0D8 UOVHJ0HV: [&]9 &7HVSD8 7X -ESDSJ: ,!#>> ,<?(\$): \$=! @\$>!9
- [?] .:RVDS 59 OF:JH0EP: ESJ:S0EP: ;8DSU ,J7V;7VD0: J7S0V78 ,DSL JD;E0D8 UOVHJ0HV: [&]9 &7HVSD8 7X -ESDSJED8 DSL nHDSOE0D0EP: +Q SD8GUEU ,!##\$, \$(<): "?# @ "A%9
- [<]吕长江,王克敏⁹ 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 [&]9 会计研究 ,%%\$\$(?): ?# @ <>9
- ,P 3RDST&EDST ,] DST B:CES9) :U:DVJR 7S OR: ES0:VDJ0E7S C:JRDSEUC DC7ST 8EU0:L J7C;DSE:U' JD;E0D8 UOVHJ0HV: ,LEPEL:SL DSL OR: ;V7;7V0E7S 7X CDSDT:VED8 7WS:VURE; [&]9 +JJ7HS0EST) :U:DVJR ,%%\$\$(?): ?# @ <>9 (ES 3RES:U:)
- ["]肖作平⁹ 公司治理结构对资本结构类型的影响——一个 ,7TE0 模型 [&]9 管理世界 ,%%\$\$(D , (#): !?=@ !<=9
- gED7 dH7;EST9 OXX:J0 7X J7V;7VD0: T7P:VSDSJ: 7S OR: OG;: 7X JD;E0D8 UOVHJ0HV: : + 87TE0 C7L:8 [&]9 .DSDT:C:S0] 7V8L , \$%%\$\$(D , (#): !?=@ !<=9 (ES 3RES:U:)
- [A]肖作平⁹ 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 [&]9 南开管理评论 ,%%\$\$(, (!): \$=@ ?#9
- gED7 dH7;EST9 ,DVT: URDV:R78L:VU ,8:TD8 ESU0E0H0E7SU DSL JD;E0D8 UOVHJ0HV: L:JEUE7S: OC;EVEJD8 :PEL:SJ: XV7C 3RES:U: 8EU0:L J7C;DSE:U [&]9 *DS'DE bHUES:UU) :PE:W ,%%\$\$(, (!): \$=@ ?#9 (ES 3RES:U:)
- [=]肖作平⁹ 公司治理对资本选择的影响:理论和证据 [&]9 管理科学学报 ,%%\$\$(> , !!(!%): !\$# @ !<<9
- gED7 dH7;EST9 OXX:J0U 7X J7V;7VD0: T7P:VSDSJ: 7S JD;E0D8 JR7EJ: : 1R:7VG DSL :PEL:SJ: [&]9 &7HVSD8 7X .DSDT:C:S0 2JE:SJ:U ES 3RESD ,%%\$\$(> , !!(!%): !\$# @ !<<9 (ES 3RES:U:)
- [>]b:V8: + , .:DSU /9 1R: .7L:VS 37V;7VD0E7S DSL [VEPD0: [V7;:V0G [.]9 *:W _7V': .DJ .E88DS ,!#?9\$9
- [#],D [7V0D) , ,7;:hQa:QE8DS:U - ,2R8:EX:V +9 37V;7VD0: 7WS:VURE; DV7HSL OR: W7V8L [&]9 &7HVSD8 7X -ESDSJ: ,!### , "<(\$): <=! @ " !<=9
- [!%]+88:S - , nEDS & , nEDS .9 ,DW ,XESDSJ: ,DSL :J7S7CEJ TV7W0R ES 3RESD [&]9 &7HVSD8 7X -ESDSJED8 OJ7S7CEJU ,%%\$\$(, == (!): "= @ !!A9
- [!!],D [7V0D) , ,7;:hQa:QE8DS:U - ,2R8:EX:V + , :0 D89 ,DW DSL XESDSJ: [&]9 &7HVSD8 7X [78E0EJD8 OJ7S7CG ,!##> , !%A(A): !!!? @ !!""9
- [!\$]38D:UU:SU 2 , acDS' 7P 2 , -DS & [5 , :0 D89 aEU:S0DST8EST OR: ESJ:S0EP: DSL :S0V:SJRC:S0 :XX:J0U 7X 8DVT: URDV:R78LEST [&]9 &7HVSD8 7X -ESDSJ: ,%%\$\$(, "(A): \$=<! @\$==!9
- [!?] ,D [7V0D) , ,7;:hQa:QE8DS:U - ,2R8:EX:V + , :0 D89 4SP:U07V ;V70:J0E7S DSL J7V;7VD0E7S PD8HD0E7S [&]9 &7HVSD8 7X -ESDSJ: , \$%%\$\$(, "(?): !!<= @ !!<=!9
- [!<]a:SEU a B , .J37SS:88 & &9 4S0:VSD0E7SD8 37V;7VD0: /7P:VSDSJ: ()]9 03/4 -ESDSJ: , *79 " ,%%\$\$(?9

- [!"] , :CC7S . , , ESU B9 'WS:VURE; UOVHJOHV: , J7V;7VD0: T7P:VSDSJ: , DSL XEVC PD8H:: OPEL:SJ: XV7C 0R: ODUO +UEDS XESDSJED8 JVEUEU [&]9 &7HVSDB 7X -ESDSJ: , \$%%? , ">(<) : !<<" @ !<A>9
- [!A] bD: ' & 2 , BDST & B , [DV' B 29 37V;7VD0: T7P:VSDSJ: DSL XEVC PD8H:: OPEL:SJ: XV7C 0R: B7V:DS XESDSJED8 JVEUEU [&]9 &7HVQ SD8 7X -ESDSJED8 OJ7S7CEJU , \$%%< , =(\$) : \$A" @?!?9
- [!=] 刘芍佳, 孙 霁, 刘乃全⁹ 终极产权论、股权结构及公司绩效 [&]9 经济研究, \$%%? , (<) : " ! @A\$9
EH 2RD7cED, 2HS [:E , , EH *DefHDS9 1R: H80ECD0: 7WS:VURE; DSL EOU URDV:R78LEST UOVHJOHV:U: a7:U E0 CD00:V X7V J7V;7VD0: ;:VX7VCDSJ: [&]9 OJ7S7CEJ) :U:DVJR &7HVSDB , \$%%? , (<) : " ! @A\$9 (ES 3RES:U:)
- [!>] 苏启林, 朱 文⁹ 上市公司家族控制与企业价值 [&]9 经济研究, \$%%? , (>) : ?A @<"9
2H nE8ES , dRH] :S9 -DCe8G J7S0V78 DSL XEVC PD8H:: OPEL:SJ: XV7C 3RES8 8EU0:L J7C;DSE:U [&]9 OJ7S7CEJ) :U:DVJR &7HVQ SD8 , \$%%? , (>) : ?A @<"9 (ES 3RES:U:)
- [!#] 王 鹏, 周黎安⁹ 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 [&]9 金融研究, \$%%A , (\$) : >> @#>9
] DST [:ST , dR7H , EDS9 37S0V78 VETRO , 7WS:VURE; 7X 8DVT: URDV:R78L:V DSL J7V;7VD0: ;:VX7VCDSJ: [&]9 &7HVSDB 7X -ESDSJED8) :U:DVJR , \$%%A , (\$) : >> @#>9 (ES 3RES:U:)
- [\$] 叶 勇, 刘 波, 黄 雷⁹ 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 [&]9 管理科学学报, \$%%= , !(<) : AA @=#9
_ : _7ST , , EH b7 , 5HDST , :E9 (80ECD0: J7S0V78 VETROU , JDUR X87W VETROU DSL XEVC PD8H:: OC;EVEJD8 V:U:DVJR 7X 3RES:U: ;HeQ 8EJ8G 8EU0:L J7C;DSE:U eDU:L 7S V:J:UUEP: H80ECD0: J7S0V78 VETROU [&]9 &7HVSDB 7X . DSDT:C:S0 2JE:SJ:U ES 3RES8 , \$%%= , !(<) : AA @=#9 (ES 3RES:U:)
- [\$!] 冉 戎, 刘 星⁹ 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 [&]9 管理科学学报 , \$%%! , !(A) : =? @>?9
) DS) 7ST , , EH gEST9) :U:DVJR 7S V:DU7SDe8: ;VEPD0: e:S:XEOU 7X J7S0V78 DSL :FJ:UUEP: ;VEPD0: e:S:XEOU 7X J7S0V78: 2CD88 URDV:R78L:VU' ;:VU;:JOEP: [&]9 &7HVSDB 7X . DSDT:C:S0 2JE:SJ:U ES 3RES8 , \$%%! , !(A) : =? @>?9 (ES 3RES:U:)
- [\$\$] 5DW 4 , 5H b b , 5WDST , , :0 D89 (80ECD0: 7WS:VURE; , ESJ7C: CDSDT:C:S0 , DSL 8:TD8 DSL :FOVDQ:TD8 ESUOE0H0E7SU [&]9 &7HVSDB 7X +JJ7HS0EST) :U:DVJR , \$%%< , <\$ (?) : <\$? @<A\$9
- [\$?] -DJJE7 . , , DST , 5 [, _7HST , 9 aEPEL:SLU DSL :F;V7;VED0E7S [&]9 +C:VEJDS OJ7S7CEJ) :PE:W , \$%%! , #!(!) : "< @=>9
- [\$<] 雷光勇, 刘慧龙⁹ 市场化进程、最终控制人性与现金股利行为——来自中国 + 股公司的经验证据 [&]9 管理世界 , \$%%= , (=) : !\$% @!\$>9
, :E /HDSTG7ST , , EH 5HE87ST9 1R: ;V7J:UU 7X CDV':0EH0E7S , 0R: SD0HV: 7X H80ECD0: 7WS:VURE; , DSL JDUR LEPEL:SLU [&]9 . DSDT:C:S0] 7V8L , \$%%= , (=) : !\$% @!\$>9 (ES 3RES:U:)
- [\$"] aH & , aDE _9 (80ECD0: J7V;7VD0: 7WS:VURE; UOVHJOHV:U DSL JD;E0D8 UOVHJOHV:U OPEL:SJ: XV7C ODUO +UEDS :J7S7CE:U [&]9 37VQ ;7VD0: /7P:VSDSJ:: +S 4S0:VSD0E7SD8) :VPE:W , \$%%" , !(!) : A% @=!9
- [\$A] *7V - . , +VEXES b9 a7:U ;GVDCELEST RDP: DS EC;DJ0 7S XEVC' U JD;E0D8 UOVHJOHV: L:JEU7S DC7ST . D8DGUES LEUOV:UU J7C;DQ SE:U [&]9 37V;7VD0: 'WS:VURE; DSL 37S0V78 , \$%%" , \$(<) : #? @!%A9
- [\$=] 3R7ST b 29 1R: -ESDSJEST 20VHJOHV:U 7X -EVCU WE0R [77V 37V;7VD0: /7P:VSDSJ: ()]9 22) * , \$%%A9
- [\$>] b7HeD':V 29 'S 0R: V:8D0E7SURE; e:0W:S 7WS:VURE;QJ7S0V78 UOVHJOHV: DSL L:e0 XESDSJEST: *:W :PEL:SJ: XV7C -VDSJ: [&]9 37V;7VD0: 'WS:VURE; DSL 37S0V78 , \$%%= , "(!) : !?# @!"<9
- [\$#] aVEXE:8L * , . DRDCeDV: 6 , [D8 29 57W L7:U 7WS:VURE; UOVHJOHV: DX:J0 JD;E0D8 UOVHJOHV: DSL XEVC PD8H:?) :J:S0 :PEL:SJ: XV7C ODUO +UED [&]9 OJ7S7CEJU 7X 1VDSUE0E7S , \$%%= , !(?) : "?" @"=?9
- [?%] -DJJE7 . , , DST , 5 [, _7HST , 9 a:e0 DSL OF;V7;VED0E7S ()]9 22) * , \$%%#9
- [?!] 韩亮亮, 李 凯⁹ 控制权、现金流与资本结构——一项基于我国民营上市公司面板数据的实证分析 [&]9 会计研究 , \$%%> , (?) : AA @=?9
5DS , EDST8EDST , , E BDE9 37S0V788EST VETROU , JDUR X87W VETROU DSL JD;E0D8 UOVHJOHV: +S :C;EVEJD8 DSD8GUEU eDU:L 7S ;DS:8 LDQ OD 7X ;VEPD0: 8EU0:L J7C;DSE:U ES 3RES8 [&]9 +JJ7HS0EST) :U:DVJR , \$%%> , (?) : AA @=?9 (ES 3RES:U:)
- [?\$] 孙 健⁹ 终极控制权与资本结构的选择——来自沪市的经验证据 [&]9 管理科学 , \$%%> , (\$) : !> @\$"9
2HS &EDS9 (80ECD0: J7S0V78 DSL 0R: JR7EJ: 7X JD;E0D8 UOVHJOHV: OPEL:SJ: XV7C 2RDSTRDE :JHVE0G CDV':0 [&]9 &7HVSDB 7X . DSQ

DT:C:S0 2JE:SJ:U ,\$\$\$> ,(\$): !> @\$"9 (ES 3RES:U:)
[??]李增泉,辛显刚,于旭辉9 金融发展、债务融资约束与金字塔结构[&]9 管理世界, \$\$\$> ,(!): !\$? @!?"9
,E d:STfHDS ,gES gEDSTDST ,_H gHRHE9 1R: XESDSJED8 L:P:87;C:S0 ,0R: L:e0 XESDSJEST J7SU0VDES0 DSL 0R: ;GVDCELD8 U0VHJQ
0HV: [&]9 .DSDT:C:S0] 7V8L ,\$\$\$> ,(!): !\$? @!?"9 (ES 3RES:U:

8EU0:L J7C;DSE:U[&]9 +JJ7HS0EST):U:DVJR,\$%%<,(\$): ?A @<!9 (ES 3RES:U:)
 ["""]赵长青,朱武祥9 上市公司资本结构影响因素经验研究[&]9 南开管理评论,\$%%A,(\$): !! @!>9
 dRD7 a7STfEST,dRH]HFEDST9 +S :C;EVEJD8 U0HLG 7S 0R: L:0:VCESDS0U 7X JD;E0D8 U0VHJ0HV:U 7X 3RES:U: ;He8EJ8G 8EU0:L J7CQ
 ;DSE:U[&]9 *DS'DE bHUES:UU):PE:W,\$%%A,(\$): !! @!>9 (ES 3RES:U:)
 ["A"]肖作平9 中国上市公司资本结构影响因素研究——理论和证据[.]9 北京: 中国财政经济科学出版社,\$%%"e9
 gED7 dH7;EST9 + 20HLG 7S a:0:VCESDS0U 7X 3D;E0D8 20VHJ0HV:: 1R:7VG DSL OPEL:SJ: X7C 3RES:U: ,EU0:L 37C;DSE:U[.]9
 b:EeEST: 3RES0 -ESDSJED8 DSL 0J7S7CEJ 2JE:SJ: [V:UU,\$%%"e9 (ES 3RES:U:)
 ["=]樊 纲,王小鲁,朱恒鹏9 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 \$%%A 年度报告[.]9 北京: 经济科学出版
 社,\$%%=9
 -DS /DST,] DST gED78H,dRH 5:ST;:ST9 *O)4 4SL:F 7X .DV':0EhD0E7S 7X 3RES0'U [V7PESJ:U \$%%A): ;7V0[.]9 b:EeEST: OQ
 J7S7CEJ 2JE:SJ: [V:UU,\$%%=9 (ES 3RES:U:)
 [">]2D;E:ShD [9 1R: :XX:J0U 7X T7P:VSC:S0 7WS:VURE; 7S eDS' 8:SLEST[&]9 &7HVSD8 7X -ESDSJED8 0J7S7CEJU,\$%%< ,=\$(\$): ?"=
 @ ?><9

\1,6 - 3,* 40(,/0116(9 +.3/* .012*/+ ,138 *()6/0(- *(, 3(2 ,.* 4.064* 0C C6(3(D
 46(9 +,/B4,B/*

XIAO Zuo-ping[!], LIAO Li^{\$}

!9 2JR778 7X 0J7S7CEJU DSL .DSDT:C:S0 ,27H0RW:U0 &ED707ST (SEP:VUE0G ,3R:STLH A!%%?! ,3RES0;
 \$9 2JR778 7X 0J7S7CEJU DSL .DSDT:C:S0 ,1UESTRHD (SEP:VUE0G ,b:EeEST !%%>< ,3RES0

; <+ ,/34, : 1R: ;D; :V DL7;0U 0R: VD0E7U 7X 070D8 L:e0 07 070D8 DUU:0U ,eDS' 87DS 07 070D8 DUU:0U DSL 0VDL: JV:LE0 07
 070D8 DUU:0U 07 C:DUHV: XESDSJEST U0VHJ0HV: ,HU:U 0R: JV7UUQJ:J0E7S LD0D 7X S7SQESDSJED8 8EU0:L J7C;DSE:U ES 3REQ
 SD DSL D; ;8E:U D U:VE:U 7X ' ,2 07 :C;EVEJD88G 0:U0 0R: V:8D0E7SURE; e:0W::S H80ECD0: J7S0V788EST URDV:R78L:VU ,8:Q
 TD8 :SPEV7SC:S0 DSL 0R: JR7EJ: 7X XESDSJEST U0VHJ0HV:9 1R: V:UH80U UR7W 0RD0: 0R: 8:P:8 7X 0VDL: JV:LE0 EU S70 DXQ
 X:J0:L eG 0R: H80ECD0: J7S0V788EST URDV:R78L:V 7V 0R: 8:TD8 :SPEV7SC:S0; 0R: XEVCU WE0R 87W L:TV:: 7X LEP:VT:SJ:
 e:0W::S JDUR X87W DSL J7S0V78 VETRO RDP: V:CDV'De8G RETR:V 8:P:8U 7X 070D8 L:e0 DSL eDS' 87DSU; 0R: XEVCU WR7U:
 H80ECD0: J7S0V788EST URDV:R78L:VU DV: U0D0:QWS:L :S0:V;VEU:U RDP: V:CDV'De8G 87W:V 8:P:8U 7X 070D8 L:e0 DSL
 eDS' 87DSU 0RDS 0R7U: XEVCU WR7U: H80ECD0: J7S0V788EST URDV:R78L:VU DV: S7SQI0D0: 7WS:L :S0:V;VEU:U 8E': ;VEPD0:
 J7C;DSE:U; 0R: XEVCU 87JD0:L ES DV:DU WE0R :FJ:88:S0 8:TD8 :SPEV7SC:S0 RDP: V:CDV'De8G 87W:V 8:P:8U 7X 070D8
 L:e0 DSL eDS' 87DS; 0R: V:8D0E7SURE; e:0W::S 0R: H80ECD0: J7S0V788EST URDV:R78L:V DSL 0R: JR7EJ: 7X XESDSJEST
 U0VHJ0HV: EU DXX:J0:L eG 8:TD8 :SPEV7SC:S0U9
 =*7 80/2+: H80ECD0: J7S0V788EST URDV:R78L:V; 8:TD8 :SPEV7SC:S0; XESDSJEST U0VHJ0HV: ; :C;EVEJD8 :PEL:SJ: