

中国上市公司融资 决策的产品生命周期因素分析

肖虹

摘要: 实证检验证明,中国上市公司的资产负债率与产品生命周期存在显著的负相关关系。随着产品生命周期阶段的上升,公司更加偏好债务融资,进而增加了其资金风险和经营风险。与成长期相比,成熟期内资产负债率与公司产品获利能力的负相关关系更大。在控制公司产品生命周期因素情况下,上市公司债务融资期限选择与投资期限基本匹配,公司债务融资与其产品生命周期所决定的自由现金流量负相关,反映了公司寻求负债融资的资金短缺动因。

关键词: 产品生命周期 融资决策行为 相关性

产品生命周期不仅是公司规划和实施其竞争战略所必须着重考虑的重要因素之一,也是分析公司盈利能力的关键,并与公司融资决策之间存在着密切的相互联系。从中国当前的现实情况来看,一方面,不少上市公司忽略或不重视对其产品竞争战略中融资效用的评价,对其所处产品生命周期的相关影响因素缺乏研究,具有“资金饥渴症”下的盲目融资决策行为和相应的盲目投资扩张冲动;另一方面,中国资本市场管理层在制定公司融资行为监管相关规则时,尚未对公司产品生命周期因素影响下的盈利能力指标内涵及其形成规律予以足够的关注。此外,在中国现存的大量公司融资决策文献中,从产品生命周期角度所进行的相关分析研究也还比较缺乏。因此,进一步研究产品生命周期阶段因素下的公司融资决策行为,不仅有利于公司实现其产品竞争战略目标,有助于投资者和监管层更好地分析和把握公司的融资行为性质,而且对中国公司融资决策行为理论研究也是一个有益的补充。

一、文献回顾与假设的提出

关于公司产品生命周期(product life cycle,简称PLC)概念,Rink和Swan(1979)指出,最早出现于营销学中。研究认为,产品生命周期各阶段各具其特征。在成长期,产品经过一段时间已有相当知名度,销售快速增长,利润也显著增加,但由于市场及利润成长较快,容易吸引更多的竞争者;在成熟期,由于市场成长趋势减缓或饱和,产品已被大多数潜在购买者所接受,利润在达到顶点后逐渐走下坡路,市场

竞争激烈,公司为保持产品地位往往需要投入大量的营销费用;在衰退期,产品销售量显著下降,利润也大幅度滑落。

在财务与会计的文献中,也存在某些以产品生命周期为切入点的相关研究。例如,一些研究人员认为在时间序列下不能观察到盈利反应系数(Lev, 1989)的原因,与不同生命周期阶段相关。从公司生命周期视角出发,Anthony和Ramesh(1992)发现成长期的公司比衰退期的公司在销售收入以及资本费用上有更大的反应系数。Black(1998)则发现在公司不同生命周期阶段中,公司盈余与经营现金流量的信息含量不同。随着公司进入不同的生命阶段,其盈余、经营现金流量和融资现金流也发生相应改变。关于公司生命周期阶段的判断标准,按照Anthony和Ramesh(1992),Black(1998),Chin、Tsao和Chi(2005)的分析,一般可以使用股利支付率、销售增长率、资本费用和公司年龄4个变量来判断公司生命周期阶段。其中,股利支付率为当年普通股股利除以非经常项目之前的收入;销售增长率为年度内销售变化额除以 $t-1$ 年的销售额并乘以100;资本费用率为年度内资本费用除以 $t-1$ 年的销售额并乘以100;公司年龄(AGE_{it})从公司成立时算起。正是根据这种生命周期阶段判断方法,Chin、Tsao和Chi(2005)证明了从成长到停滞阶段商标的反应系数单调递减,使用Chandrananth Seethamraju(2000)模型所估计的商标价值从生命周期的早期到晚期也是单调递减的。不同产品生命周期阶段下公司的融资方式选择,对公司产品的获利能力常常会产生相应的影

响。值得指出的是,在研究文献上,目前关于公司盈利能力与其资本结构关系问题,存在两种不同的看法。Myers 和 Mujluf (1984) 的融资优序模型, Friend 和 Lamg (1988), Wald (1999), Beavan 和 Dambolt (2001) 以及肖作平 (2005) 的研究均认为公司盈利能力与资本结构负相关,而考虑债务税盾效应的权衡理论以及 Chaplinsky 和 Niehaus (1990), Miguel 和 Pindado (2001), 洪锡熙和沈艺峰 (2000) 的研究则发现公司盈利能力与其资本结构正相关。本文认为,从产品生命周期因素的角度进行考虑,应当对厘清不同观点有所助益。

实际上,从大量现存事实角度来看,我们也可以观察到,在不同产品生命周期阶段,公司往往具有相应不同的现金流特征和经营风险,其产品竞争战略各异,因而对公司融资方式选择的要求也不尽相同。为防止现金流量的不利波动,公司的融资决策必须考虑防范经营风险和财务风险的因素,其所选择的短期融资和长期融资的比例,能够反映出它对未来获利能力的预测。具体而言,在正常情况下,在产品成长阶段中,由于产品收益快速增长,公司往往谋求通过大量的投资来实现产品生产的规模经济效应,因此为满足公司的生产扩张需要,会通过包括举债在内的各种方法,大量地进行外部融资。而在公司产品收益稳定增长的成熟阶段或停滞阶段,为优化现有资源的配置,提高现有资源的使用效率,公司则常以可靠的利润积累而不是负债作为基本资金来源。此外,在不同产品生命周期阶段中,公司产品销售需求量和获利能力情况各不相同,也会影响公司融资方式的选择。通常情况下,未来不确定性越强,净现金流量的概率分布越分散,则需要保持的债务期限结构安全边际也越大。关于公司的负债选择,詹森从控制经理人员滥用自由现金流量而产生的委托代理成本角度出发,提出具有大量自由现金流量的公司具有较高债务水平的假说。但从中国上市公司所大量存在的资产规模扩张强烈冲动因素考虑,本文认为中国上市公司的债务水平选择可能还与其不同产品生命周期阶段可利用的自由现金流量多少有关,自由现金流量越少,公司的债务水平越高。

与公司产品生命周期发展阶段特点相适应的融资决策,还涉及到负债与资产期限匹配的问题。根据期限匹配假说,每一项负债的期限从理论上讲都应该与一种资产的到期日相对应,即一般地短期负债应与流动资产相匹配,长期负债与长期资产相匹配。因为如果负债期限小于资产的期限,在债务到期时公司将由于没有足够的现金偿还债务而增加违约风险;如果负债期限大于资产的期限,则资产到期产生的现金将因为债务未到期而浪费。对此,Myers (1977) 认为,进行新项目投资时发行与资产同时到

期的负债,使负债与资产的期限结构有效匹配,有助于重新建立相容的投资激励,从而降低负债融资的代理成本。Graham 和 Harvey (2001) 在调查资产和负债久期匹配实务时也认为,如果资产和负债久期不一致,利率波动会影响投资所需获得的资金量。他们在调查公司是如何选择债务到期期限问题时,发现公司在债务的长短期选择依据上,普遍的做法是将资产寿命与债务期限相配比。特别是对于小公司和私人公司而言,这种期限配比是最重要的。在中国企业实务中曾出现不少因为盲目投资扩张而导致资金危机的案例,其债务期限与投资项目期限的匹配则更具有特别的重要性。

根据上述文献研究成果及相关分析,为了研究证实中国上市公司产品生命周期因素与其融资决策之间的实际关系,本文提出以下假设:

假设 1: 公司资产负债率与其产品生命周期因素具有显著相关性。同时,这种相关关系因公司所处的不同产品生命周期阶段而有所不同,特别是产品生命周期的早期与晚期阶段存在明显的差异。

假设 2: 产品生命周期因素和资产负债率对公司获利能力都具有解释力。同时,不同产品生命周期阶段和资产负债率的联合因素,对公司获利能力影响有所不同。

假设 3: 公司负债期限选择与其投资期限具有匹配的一致性,并在不同产品生命周期阶段各因素具有显著差异。公司债务选择,还与其所拥有的自由现金流量的状况负相关。

二、样本选择、数据来源 与变量定义、模型构造

(一) 样本选择与数据来源

本文以 1997 年前在沪深上市的公司 (A 股) 为研究对象,以 1998 - 2004 年为研究期间,剔除 ST、PT 公司和金融公司,得到 4 848 个公司 - 年度样本进行检验。其中,各个模型的回归,都是在该总样本基础上,剔除指标不全的数据后进行进一步分析的,具体情况如各回归结果表所示,样本公司所有财务数据均来自万德数据库。

(二) 变量定义

对于产品生命周期变量的定义,本文根据上述相关文献的方法,即以销售增长率、资本项目费用和公司成立年龄、股利支付率 4 个变量作为公司产品生命周期阶段的判断标准,采用复合生命周期得分来判断公司的生命周期阶段。本文认为,之所以可以选择这些变量作为判断标准,主要是因为它们与产品生命周期变化密切相关。例如,在产品生命周期成长期,产品销售增长率快速上升,公司不断对生产设备进行投资,因此它们的股利支付率相对较低。

在产品生命周期的成熟期,利润在达到顶点后逐渐走下坡路,销售增长率缓慢增长,在衰退期则显著下降,销售增长率和生产设备投资率都较低,因此公司的股利支付率也会比较高。但与此同时,由于中国特殊制度环境所造成的股利支付率特殊性以及数据可得性的限制,本文仅选择公司总资产增长率、主营业务收入增长率两个指标,作为公司产品生命周期阶段的判断标准,并构造了一个产品生命周期变量(SMZQ)。具体过程如下:分别将主营业务收入增长率和总资产增长按从低到高排序,属于最低部分的为停滞期组,属于最高部分的为成长期组,属于中间部分的为成熟期组。然后,各自配以一个数值,相应定义成长期数值为2,成熟期数值为1,停滞期数值为0,将这个过程获得的复合得分作为产品生命周期因素的表征变量。

在产品生命周期得分变量的基础上,本文进一步依据复合得分(SMZQ)的从高到低的分顺序,将公司-年度组分为成长期、成熟期和停滞期三个生命周期组合,其中复合得分在3~4范围内为成长期,复合得分在1~2范围内为成熟期,复合得分在0范围内为停滞期。并且,设计成长期组(SCZ)和成熟期组(SCS)两个哑变量,规定如果样本属于成熟期组,则SCS为1,其他为0;如果属于成长期组,SCZ为1,其他为0。

表1 研究变量

变量	变量定义
SMZQ	产品生命周期得分变量:将主营业务收入增长率和总资产增长率分别排序分组并赋值得分。其中,定义成长期数值为2,成熟期数值为1,停滞期数值为0,该过程所获得的复合得分作为产品生命周期因素的表征值。
SCS	成熟期组产品生命周期哑变量
SCZ	成长期组产品生命周期哑变量
ZYYWLRV	主营业务利润率
DCS	成熟期组产品生命周期哑变量SCS与资产负债率的交乘项
DCZ	成长期组产品生命周期哑变量SCZ与资产负债率交乘项
D	资产负债率
DQTZ	短期投资
CQTZ	长期投资
CQFZLV	长期负债率
LDFZLV	流动负债率

(三) 回归模型构造

第一,对于假设1,本文以资产负债率(D)为被解释变量,以产品生命周期得分变量(SMZQ)和主营业务利润率(ZYYWLRV)所代表的产品盈利能力为解释变量,运用Panel Data的基本回归模型(1)进行初步检验。

$$D_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ZYYWLRV_{it} + \alpha_2 SMZQ_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

第二,为进一步比较分析不同产品生命周期阶

段对模型(1)相关关系的影响,我们在回归模型(1)的基础上,将两个产品生命周期哑变量与主营业务利润率(ZYYWLRV)交乘,形成成熟期组(SCS)与主营业务利润率交乘项(ZYCS)、成长期组(SCZ)与主营业务利润率交乘项(ZYCZ),由此得到对假设1进行进一步检验的回归模型(2)。

$$D_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ZYYWLRV_{it} + \alpha_2 ZYCS_{it} + \alpha_3 ZYCZ_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

第三,以代表公司盈利能力的主营业务利润率(ZYYWLRV)为被解释变量,以不同产品生命周期组的哑变量(SCS和SCZ)与资产负债率所形成的两个交叉乘积项(DCS和DCZ)为解释变量,运用回归模型(3),对假设2进行检验。

$$ZYYWLRV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DCS_{it} + \alpha_2 DCZ_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

第四,本文首先以资本结构为被解释变量,在控制公司产品生命周期因素情况下,以短期投资(DQTZ)、长期投资(CQTZ)为解释变量,以公司产品生命周期得分为控制变量,构造模型(4)进行总体回归分析。在此基础上,增加自由现金流量FCF控制变量,分别以公司长期负债率(CQFZLV)和流动负债率(LDFZLV)为被解释变量,构造模型(5)和模型(6)对这种配比关系做进一步考察。

$$D_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CQTZ_{it} + \alpha_2 DQTZ_{it} + \alpha_3 SMZQ_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$CQFZLV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CQTZ_{it} + \alpha_2 DQTZ_{it} + \alpha_3 SMZQ_{it} + \alpha_4 FCF_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

$$LDFZLV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CQTZ_{it} + \alpha_2 DQTZ_{it} + \alpha_3 SMZQ_{it} + \alpha_4 FCF_{it} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

由于模型(1)至(6)都是仅就中国A股上市公司数据资料所进行的研究,所以选择Panel Data分析中的确定效应模型。为减少由于截面数据造成的异方差影响,本文选择使用广义最小二乘法,并运用Eviews软件同时输出加权条件和未加权条件下的模型检验结果。所有模型的实证检验结果显示,加权条件下模型的拟合程度高于未加权条件下的模型拟合度,即采用广义最小二乘法有效地解决了样本横截面的异方差问题。

三、检验结果分析

第一,表2显示模型(1)和模型(2)的调整R²分别达到了0.611268和0.506698,具有较好的拟合度。其中,模型(1)实证检验结果表明,资产负债率(D)与主营业务利润率和产品生命周期得分变量(SMZQ)均存在显著的负相关关系,即产品生命周期得分越低,资产负债率越高。模型(2)检验结果则进一步区分证明,在考虑产品生命周期不同阶段与主营业务利润率交乘因素后,即成长期组(SCZ)与主营业务利润率交

乘项(ZYCZ)、成熟期组(SCS)与主营业务利润率交乘项(ZYCS)、资产负债率(D)与主营业务利润率的负相关关系分别为 - 0.001339 (= - 0.003644 + 0.002305) 和 - 0.001599 (= - 0.003644 + 0.001845),进一步表明,随产品生命周期阶段的上升,这种资产负债率(D)与主营业务利润率的负相关关系进一步加大,边际效应为 - 0.00027 (= - 0.001599 + 0.001339)。由此说明,中国大多数上市公司的融资决策行为并不符合一定产品生命周期下公司价值最大化目标。随产品生命周期阶段的上升和主营业务利润率的下降,公司不是从优化现有资源的配置和提高现有资源的使用效率角度出发,更多地以利润积累作为公司经营规模扩张的基本资金来源,而是进一步提高公司资产负债率,更加偏好债务融资,从而增加了公司的资金风险和经营风险。

导致这种公司融资行为的原因,本文认为,可能是由于中国证券市场监管当局主要以公司获利能力为标准考核其能否获得股权融资资格,在公司产品获利能力下降情况下,公司以发行股权方式融资的难度增加。但是有意思的是,当我们还以资产利润率(ROE)作为公司盈利能力的表征变量,分别以模型(1)和模型(2)进行回归时,却不能发现上述相关关系。对此本文认为,可能与中国转轨制度环境下不少公司曾操纵 ROE 这一融资门槛具体指标的原因有关。

表2 公司资产负债率与产品生命周期阶段相关性的回归分析结果

变量	模型(1)	模型(2)
常量	0.555854 *** (78.12968)	0.539304 *** (134.1377)
SMZQ	- 0.003957 * (- 1.831208)	
ZYYWLRV	- 0.003644 *** (- 26.39358)	- 0.005584 *** (- 4.882958)
ZYCZ		0.002305 ** (2.010589)
ZYCS		0.001845 * (1.612621)
R ²	0.611428	0.507003
调整的 R ²	0.611268	0.506698
F 统计量	3811.869 ***	1660.541 ***
Durbin - Watson Stat	1.664868	1.987035

横截面的数据:693

总的的面版观测量:4 848

注:括号内的数值为 t 值; *、**、*** 分别表示显著水平为 10%、5%、1%。

第二,表 3 的实证检验结果显示,模型(3)的调整 R² 达到 0.335899,模型(4)的检验结果证实不同产品生命周期阶段和资产负债率的交叉因素,对公司获利能力影响有所不同,DCS 与 DCZ 的边际效应为 - 0.80834 (= - 20.02856 + 19.22022),表明与成长期相比,成熟期内资产负债率与公司产品获利能力的负相关关系更大。

表3 产品生命周期因素影响下资产负债率与对公司获利能力关系的回归分析结果

变量	模型(3)
C	31.79034 *** (75.62654)
DCZ	- 19.22022 *** (- 21.51516)
DCS	- 20.02856 *** (- 21.88774)
R ²	0.336174
调整 R ²	0.335899
F 统计量	1226.038
Durbin - Watson Stat	1.774042

横截面的数据:693

总的的面版观测量:4 848

注:括号内的数值为 t 值; *** 表示显著水平为 1%。

第三,表 4 的实证检验结果显示,模型(4)、模型(5)和模型(6)调整的 R² 分别高达 0.893613、0.977008 和 0.999808,方程具有很好的解释力(其中,模型(5)、模型(6)是在增加了 FCF 控制变量后,拟合度分别从 0.8 和 0.7 提高到 0.977008 和 0.999808)。从总体来看,公司的资产负债率与长期投资正相关,与产品生命周期和短期投资负相关。由此可知,一方面,公司债务比例随产品生命周期从成长期到衰退期的演进(得分下降)而增高;另一方面,长期投资的增加是其债务比例(特别是长期负债率)上升的主要因素。与此同时,短期负债率与长期投资的负相关性关系比其短期投资的负相关性更大。因此,可以得出中国上市公司债务融资期限选择与投资期限基本匹配的结论。而公司债务融资与其产品生命周期所决定的自由现金流量负相关,不仅完全符合詹森关于负债与自由现金流量关系的假说,也反映了公司寻求负债融资的资金短缺动因。

表4 公司债务期限选择与其投资期限的匹配性回归分析结果

解释变量	模型(4)	模型(5)	模型(6)
C	0.482541 *** (61.29486)	0.069004 *** (35.55082)	0.424171 *** (102.4950)
CQTZ	2.87E - 11 *** (1.862302)	8.25E - 12 *** (7.777943)	- 1.45E - 11 *** (- 2.805367)
DQTZ	- 1.45E - 10 *** (- 4.96268)	- 2.52E - 11 ** (- 2.477009)	- 1.33E - 10 *** (- 7.697473)
SMZQ	- 0.005875 ** (- 2.391279)	- 0.007409 *** (- 8.707770)	- 0.004690 *** (- 3.073380)
FCF		- 4.53E - 11 *** (- 13.74839)	- 2.02E - 11 *** (- 4.223197)
R ²	0.89376	0.977051	0.999809
调整的 R ²	0.893613	0.977008	0.999808
F 统计量	5763.155 ***	16504.03 ***	2674435 ***
Durbin - Watson Stat	1.938476	1.816214	1.886779

横截面的数据:669

总的的面版观测量:2 059

注:括号内的数值为 t 值; **、*** 分别表示显著水平为 5%、1%。

(下转第 89 页)

有银行和国有企业之间的产权同一性使得它们之间更适合发展紧密型银企关系,通过“主办银行制”充分发挥银行对企业的相机监控作用,但这种紧密型银企关系是建立在市场化基础之上的,是以利润最大化为目标的,与原有的行政性干预造成的紧密关系有着本质的区别。

参考文献:

1. Eastwood, Robert and Köhli, Renu, 1999. "Directed Credit and Investment in Small - scale Industry in India: Evidence from Firm - level Data 1965 - 78." *The Journal of Development Studies*, London, Vol. 35, Iss. 4, p. 42, p. 22.
2. Tybout, James R., 1983. "Credit Rationing and Investment Behavior in a Developing Country." *The Review of Economics and Statistics*, Cambridge, Vol. 65, Iss. 4, p. 598, p. 10.
3. 王明华:《企业融资效率、融资制度、银行危机》,北京,中国经济出版社,2000。
4. 邹至庄:《中国经济转型》,北京,中国人民大学出版社,2005。

5. 文远华:《中国经济转型时期信贷配给问题研究》,上海,上海人民出版社,2005。
6. 赵爱玲:《信息不对称对中小企业融资的不利影响及其解决途径》,载《中国物价》,2004(8)。
7. 李大武:《中小企业融资难的原因剖析及对称选择》,载《金融研究》,2001(10)。
8. 李志斌:《银行结构与中小企业融资》,载《经济研究》,2002(6)。
9. 万解秋:《信贷配给条件下的中小企业融资》,载《经济学动态》,2005(2)。
10. 程卫红:《评述信贷配给论》,载《金融研究》,2003(11)。
11. 康立:《民营经济融资困境的理论分析及出路》,载《投资研究》,2004(8)。
12. 莫万贵:《信息不对称与商业银行信贷风险研究》,载《投资研究》,2002(9)。
13. 潘立志、刘超颖:《从“中国之谜”看政府主导型经济模式与银行信贷问题》,载《经济理论与实践》,2005(4)。

(作者单位:中南民族大学经济学院 武汉 430064)
(责任编辑:K)

(上接第 84 页)

四、结论

上述实证检验结果证明,中国上市公司的资产负债率与产品生命周期存在显著的负相关关系。随着产品生命周期阶段的上升,公司更加偏好债务融资,进而增加了其资金风险和经营风险。同时,不同产品生命周期阶段与公司融资决策交互结合因素,对公司产品获利能力也具有不同的影响力。与成长期相比,在成熟期内资产负债率与公司产品获利能力的负相关关系更大。在控制公司产品生命周期因素情况下,上市公司债务融资期限选择与投资期限基本匹配,公司债务融资与其产品生命周期所决定的自由现金流量负相关,反映了公司寻求负债融资的资金短缺动因。

注释:

在此鉴于篇幅,本文省略了该不相关关系的具体回归分析数据。

参考文献:

1. Anthony J. H. and Ramesh, K., 1992. "Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis." *Journal of Accounting and Economics*, 15, pp. 203 - 227.
2. Black, E. L., 1998. "Life Cycle Impacts on the Incremental Value Relevance of Earnings and Cash Flow Measures." *The Journal of Financial Statement Analysis*, 4, pp. 40 - 56.
3. Seethamraju, Chandrakanth, 2000. "The Value Relevance of Trademarks." *The Leonard N. Stern School of Business of New York University, Working Paper*, October.
4. Chaplinsky, S. and Niehaus, G., 1990. "The Tax and Distributional Effects of Leveraged ESOPs." *Financial Management*, 19, pp. 29 - 38.
5. Chin, C. L.; Tsao, S. M. and Chi, H. Y., 2005. "Trademark

Value and Accounting Performance: Analysis from Corporate Life Cycle." *The Journal of American Academy of Business*, Vol. 7, September, pp. 106 - 112.

6. Vidhan, Goyal K.; Lehn, Kenneth and Racic, Stanko, 2001. "Growth Opportunities and Corporate Debt Policy: The Case of the U. S. Defense Industry." *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, No. 1.
7. Graham, John R. and Harvey, Campbell R., 2001. "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." *Journal of Financial Economics*, 60, pp. 187 - 243.
8. Lev, B., 1989. "On the Usefulness of Earning and Earning Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research." *Journal of Accounting Research*, 27, pp. 153 - 201.
9. Myers, 1977. "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147 - 175.
10. Myers, Stewart C. and Nicholas, Majluf S., 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187 - 221.
11. Miguel, A. and Pindado, J., 2001. "Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data." *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 77 - 99.
12. Rink, D. R. and Swan, J. E., 1979. "Product Life Cycle Research: A Literature Review." *Journal of Business Research*, September, pp. 219 - 242.
13. Wald, J., 1999. "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison." *Journal of Financial Research*, 22, pp. 161 - 187.
14. 洪锡熙、沈艺峰:《我国上市公司资本结构影响因素的实证分析》,载《厦门大学学报》(哲学社会科学版),2000(3)。
15. 肖作平:《上市公司资本结构与公司绩效互动关系实证研究》,载《管理科学》,2005(3)。
16. 袁卫秋:《上市公司债务期限结构的实证研究——来自汽车制造业的证据》,载《经济评论》,2005(3)。

(作者单位:厦门大学会计系 厦门 361005)
(责任编辑:Q)