

转轨经济条件下的信贷配给分析

马 宏

摘要: 信贷配给是信息不对称的金融市场上的一种长期均衡现象。在转轨经济条件下,银行、企业和利率都具有一定的独特性,这就使得转轨经济条件下的信贷配给和完全市场经济条件下的信贷配给存在一定的差别。在银行改革初期,银行对政治收益的追求会使得其扩大信贷供给,从而在某种程度上缓解了市场总体的信贷配给程度。随着银行改革的深化,银行的利润压力加大,普遍出现“惜贷”行为,市场信贷配给程度随之大大加深。缓解市场信贷配给程度的主要手段就是加快利率市场化改革以及推进银行改革和企业改革齐头并进。

关键词: 信贷配给 转轨经济 市场经济

信贷配给是金融市场上的一种常见现象,按照 Stiglitz 和 Weiss 所下的定义,信贷配给是指:“1. 在一些看起来差不多的贷款申请人中,有的申请到了贷款,有的没有,而遭到拒绝的申请人尽管愿意出更高的利率也无法得到贷款;2. 存在着可以确认的经济人群体,在既定的信贷供给量下,无论什么样的利率水平都无法得到贷款,尽管在更多的信贷供给量下,他们可以得到。”

我国正处于转轨经济时期,信贷市场经历了一个从无到有、从小到大、从混乱走向规范的逐渐发展成熟的过程。但伴随着银行商业化改革的深入,我国信贷市场上信贷配给现象日益严重:一方面,企业特别是民营企业、中小企业贷款难,信贷紧张;另一方面,银行存贷差额扩大,超额备付增长,大量资金积淀在银行。虽然中央银行采取了降低法定存款准备金率、降低利率等一系列货币扩张政策,信贷市场似乎仍无动于衷,商业银行依旧“惜贷”,货币市场上依然资金充裕,出现了所谓“松货币”与“紧货币”并存的现象。

关于信贷配给存在的原因,理论界给出了诸多解释,最早是认为信贷市场资金供求双方面临的制度限制(如利率管制、准入限制等)、市场竞争的不完全及银行的资产结构偏好使得银行实施配给,后来以 Hodgman 为代表的经济学家开始从银行对贷款风险的判断和态度以及银行与客户的关系来探讨信贷配给问题。20世纪70年代中期以后,Stiglitz 和 Weiss 等经济学家将不完全信息理论引入信贷配给理论中,提出金融市场信息不对称是信贷配给存在的主要原因,从而将信贷配给理论推上了一个新的高度。

上述信贷配给理论都是建立在完全市场经济条件下的。转轨经济国家的市场环境及作用机制与市

场经济国家相比存在很大的差别,这就使得转轨经济条件下的信贷配给和完全市场经济条件下的信贷配给存在一定的差别。因此在西方信贷配给理论的基础上,结合转轨经济的种种特点,构建转轨经济条件下的信贷配给模型来分析我国转轨经济条件下的信贷配给问题,具有十分重要的理论意义和现实意义。

一、完全市场经济条件下的信贷配给模型

Stiglitz 和 Weiss 认为银行的期望收益取决于贷款利率和借款人还款概率两个方面。由于利率不仅具有提高银行收益的效应,还对借款人项目的风险性具有逆向选择效应和激励效应,因此当借款者与贷款者之间存在事前非对称信息时,银行事先难以分清“好的借款者”和“坏的借款者”,借款者愿意支付的利率成为银行甄别风险的手段,借款人愿意支付的利率越高,银行认为其风险越大。银行贷款平均收益是利率的非单调函数,存在一个市场均衡利率 r^* ,在 r^* 处,银行的期望收益最大;当利率超过 r^* 时,逆向选择效应和道德风险效应大于正向效应,利率的提高将降低银行的预期收益,因此银行宁愿选择在高利率水平上拒绝一部分贷款要求,而不愿意选择在高利率水平上满足所有借款人的申请,信贷市场的信贷配给均衡就出现了。

在完全市场经济条件下,我们假设借款人和贷款人都是风险中性的,贷款额为 D ,贷款利率为 r ,外部投资者想获得投资项目的收益是有成本的。如果投资项目的收益超过某个特定值 $D(1+r)$,那么这个借款人将付给投资者 $D(1+r)$,而投资者不再去验证。如果投资项目的收益小于 $D(1+r)$,那么借款人将违约,投资者支付一个验证费用 C 而获得所有的产出。

假设项目收益 R 均匀分布在 $[0, \bar{R}]$ 范围内。当 $D(1+r)$ 小于投资项目最大可能产出时, 如果投资项目的收益 R 大于 $D(1+r)$, 借款人不会违约, 贷款人就不必花费验证费用而获得 $D(1+r)$, 这种情况的概率为 $[\bar{R} - D(1+r)]/\bar{R}$; 如果 R 小于 $D(1+r)$, 那么借款人将违约, 贷款人将花费验证成本 C 并获得所有的项目产出, 这种情况的概率为 $D(1+r)/\bar{R}$, 这种情况下的预期平均所得为 $D(1+r)/2$ 。如果 $D(1+r) > \bar{R}$, 那么投资项目的产出就总小于 $D(1+r)$, 因此, 在此情况下贷款人将总会花费验证费用并获得所有的产出, 所获得的预期回报为 $\bar{R}/2$ 。

对于理性的贷款人来说, 贷款的期望收入至少要等于投资于安全项目上的收入 $D(1+\bar{r})$, \bar{r} 是无风险利率。因此贷款人的期望利润可用下面的公式表达:

$$= \begin{cases} \frac{\bar{R} - D(1+r)}{\bar{R}} D(1+r) + \frac{D(1+r)}{\bar{R}} [\frac{D(1+r)}{2} - C] - D(1+\bar{r}) & \text{当 } D(1+r) \leq \bar{R} \\ \frac{\bar{R}}{2} - C - D(1+\bar{r}) & \text{当 } D(1+r) > \bar{R} \end{cases} \quad (1)$$

方程(1)的最大化必要条件为:

$$\frac{\partial}{\partial D} = \bar{R}(r - \bar{r}) - D(1+r)^2 - C(1+r) = 0 \quad (2)$$

解(2)可得:

$$D^* = \frac{1}{(1+r)^2} [\bar{R}(r - \bar{r}) - C(1+r)] \quad \dots (3)$$

$$\text{由于 } \frac{\partial^2}{\partial D^2} = - (1+r)^2 < 0 \quad \dots (4)$$

因此, (3) 式是 (1) 式最大化的充分条件。当 $D(1+r) \leq \bar{R}$ 时, 随 D 增加而增加。当 $D = \frac{1}{(1+r)^2} [\bar{R}(r - \bar{r}) - C(1+r)]$ 时, 达到最大值。当 $D > \frac{1}{(1+r)^2} [\bar{R}(r - \bar{r}) - C(1+r)]$ 时, 开始下降。因为当 $D(1+r)$ 趋于投资项目可能的最大产出时, D 的提高意味着投资者所需验证的概率增加, 从而减少投资者预期的净收入。最后, 在 $D = \frac{\bar{R}}{1+r}$ 时降至 $\frac{\bar{R}}{2} - C - D(1+\bar{r})$ 。此后 D 的进一步增加不影响。

可见, 在完全市场经济条件下, 贷款人的期望利润和贷款额不再具有单调关系, 存在一个最优贷款额 D^* 使贷款人利润最大化。如果贷款额超过最优贷款额, 贷款人收益反而下降 (见图 1)。因此即使借款人有更多的贷款需求, 也没有贷款人愿意贷出。

下面我们看看信贷市场均衡状况 (如图 2 所示)。信贷需求 D^d 是贷款利率 r 的递减函数。

$$\begin{cases} D^d = 0 & \text{当 } r > r^m \\ D^d = D(r) & \text{当 } 0 < r < r^m, D(r) < 0 \end{cases}$$

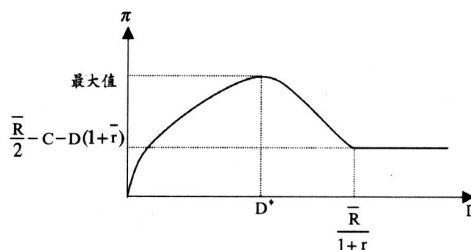
即存在一个利率边界 r^m , 当利率超过这个边界时, 贷款利息就会超过投资收益。因此, 理性的借款人

就不会再贷款。

对于贷款人来说, 贷款人的理性行为使得贷款供给是贷款利率的非单调函数。存在一个最小贷款利率 r^s 和最优贷款利率 r^* , 当贷款利率低于 r^s 时, 银行贷款无利可图, 因此不会贷款。当贷款利率达到 r^* 时, 银行达到利润最大化, 因此不会再增加贷款。此时的贷款额 D^* 就是银行的最大贷款额, 利率的进一步提高只会让银行预期收益下降和贷款额下降。

$$\begin{cases} D^s = 0 & \text{当 } r < r^s \\ D^s = D(r), D(r) > 0 & \text{当 } r^s < r < r^* \\ D^s = D^* & \text{当 } r = r^* \\ D^s = D(r), D(r) < 0 & \text{当 } r > r^* \end{cases}$$

当信贷需求大于信贷供给时, 由银行理性行为决定的弯曲的供给曲线使这一差额长期存在, 所以市场无法出清, 信贷配给存在。信贷配给数量为图 2 中的 AB 段。



注: 为银行期望收益, D 为贷款, D^* 为最优贷款。

图 1 银行期望收益与贷款关系图

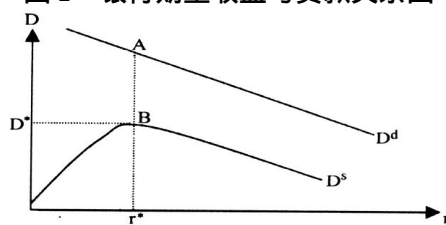


图 2 市场经济条件下的信贷配给

二、转轨经济条件下的信贷配给模型

在转轨经济条件下, 除了市场分配机制以外, 非市场化的指令性信贷分配机制也会发挥重要作用。政府用行政手段, 将国内可贷资金和国外贷款以低于市场利率的形式分配给国有企业和私有“关系”客户。这就使得信贷供给方银行、信贷需求方企业和市场价格利率都具有了与市场经济条件下银行、企业和利率所不同的一些特点。将这些独特性引入就可以构建转轨经济条件下的信贷模型。

1. 银行并不是完全追求利润最大化, 而是追求效用最大化

这种效用既包括利润, 也包括一定的政治收益, 即为满足政府的政治目标而发放的“政治性贷款”所带来的收益, 主要是指政府作为回报为银行提供的种种金融支持。银行的效用目标函数可以用下面这个公式表达:

$$U = (- \phi D) + (1 -) p \quad \dots (5)$$

其中, 为利润在银行效用中的考评权重, 越大, 则银行越注重利润目标。为银行的利润函数, 由于政治贷款的回收率比较低, 对利润影响较大, 因此在利润目标中将其单独核算。假设政治性贷款在银行总贷款 D 中的比例为 α , 则政治性贷款所带来的坏账损失为 ϕD , 其中 ϕ 为政治性贷款的坏账损失率, p 为政治性贷款所带来的政治收益。 $(1 - \alpha)$ 为政治收益在银行效用中的考评权重, p 随着 D 线性递增, 即 $\frac{\partial p}{\partial D} > 0, \frac{\partial^2 p}{\partial D^2} = 0$ 。

银行效用最大化的条件为:

$$\frac{\partial U}{\partial D} = \left[\frac{\partial}{\partial [(1 - \alpha)D]} (1 - \alpha) - \phi \right] + (1 - \alpha) \frac{\partial p}{\partial D} = 0 \quad (6)$$

银行利润最大化条件如(2)式所示, 可见:

$$\frac{\partial^2 U}{\partial D^2} = - (1 + r)^2 < 0 \quad (7)$$

因此, (6) 式是银行效用最大化的充分条件。

银行最优贷款为:

$$D_L = \frac{1}{(1 + r)^2} [\bar{R}(r - \bar{r}) - C(1 + r) - \phi + \frac{1 - \alpha}{\alpha} \times \frac{\partial p}{\partial D}] \quad (8)$$

我们将转轨经济中效用最大化的银行最优贷款 D_L 和完全市场经济中利润最大化的银行最优贷款 D^* 相比较, 可以得出以下结论:

假设其他条件不变, 当 $\frac{1 - \alpha}{\alpha} \times \frac{\partial p}{\partial D} - \phi > 0$ 时, $D_L > D^*$, 转轨经济条件下银行最优信贷供给扩张; 当 $\frac{1 - \alpha}{\alpha} \times \frac{\partial p}{\partial D} - \phi = 0$ 时, $D_L = D^*$, 银行最优信贷供给不变; 当 $\frac{1 - \alpha}{\alpha} \times \frac{\partial p}{\partial D} - \phi < 0$ 时, $D_L < D^*$, 转轨经济条件下银行最优信贷供给下降。

2. 市场利率受到管制

转轨经济政府实行低利率的金融抑制政策, 因此管制利率一般低于完全市场经济条件下的最优利率。由于银行贷款是市场利率的非单调函数, 在市场利率达到最优时, 银行贷款达到最大(优)。当市场利率低于最优利率时, 银行贷款也会低于最优贷款。因此, 在管制利率水平下, 银行贷款供给是低于完全市场经济条件下的最优贷款的。

3. 国有企业处于预算软约束

转轨经济条件下的银行与国有企业同属于国家所有, 银行信贷资金对国有企业来说是软约束的。即使国有企业按时足额偿还银行信贷, 银行也难以对国有企业施加压力。因此大多数国有企业对于软约束的信贷资金需求量十分巨大, 远远高于完全市场经济条件下同等利率水平的信贷需求。

将上述三方面结合起来分析, 得到转轨经济条件下的信贷配给模型(如图3所示)。我们将之与市场经济条件下的信贷配给模型相比较, 可以看出: 在

完全市场经济条件下, D^s 和 D^d 分别为信贷供给和需求曲线, r^* 为市场最优利率, 则信贷配给程度为 AB 直线。在转轨经济条件下, 信贷需求曲线会由完全市场经济条件下的 D^d 右移到 D^d' , 市场抑制利率为 r^0 。在银行改革初期, 政治收益在效用考评中占的权重较大, 利润约束并不是很强, 信贷供给曲线会由完全市场经济条件下的 D^s 右移到 D^s' , 则市场信贷配给为 CD 直线。如果银行政治收益导致的信贷扩张小于利率抑制所带来的信贷减少, 则 CD 直线长度大于 AB 直线长度, 市场信贷配给程度加深。如果银行政治收益导致的信贷扩张大于利率抑制所带来的信贷减少, 则 CD 直线长度小于 AB 直线长度, 市场信贷配给程度下降。随着银行商业化改革力度的深化, 信贷供给曲线会逐渐左移到 D^s , 则市场信贷配给为 CE 直线, 远远大于完全市场经济条件下的信贷配给 AB 直线, 信贷配给程度加深。其中大于 AB 直线的为政府管制和干预影响的信贷配给。

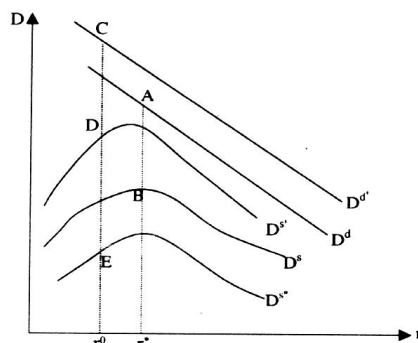


图3 转轨经济条件下的信贷配给模型

三、我国转轨经济时期的信贷配给分析

改革初期, 为了支持国民经济的长期持续增长, 我国采取了国家高度控制的融资制度安排。张宗新(2002)认为国家通过强有力的金融控制, 一方面利用可靠的国家信誉消除国有银行储蓄者的风险顾虑(因为国家信用为国有银行系统的存款提供了隐含担保), 从而使国有银行体系把分散于居民的金融剩余迅速集中起来, 增强了国家控制的可供资金数量, 并保持较强的聚集金融剩余的能力。另一方面, 国家掌握着银行信贷分配权和利率决策权, 对银行信贷规模投向和资本市场融资存在严重的“所有制歧视”, 确保了国家对金融资源的支配地位, 有效地实现了金融资源的动员, 国家转而以补贴的形式, 将不断增大的资金总量注入到国有企业中, 支撑了国有企业的改革与发展, 有力地推动了经济的持续稳定增长。在国家强有力的金融控制下, 我国银行并不是真正的商业银行, 政治收益在效用考评中占的权重较大, 利润约束并不是很强, 这就使得 $\frac{1 - \alpha}{\alpha} \times \frac{\partial p}{\partial D}$ 非常大。而同时那个时期的银行会计核算也不严格, 不良贷款基本上被隐瞒起来, 不在账上反映, 导致账务上的 ϕ 十分小, 因此在那个时期, $\frac{1 - \alpha}{\alpha} \times$

$\frac{\partial P}{\partial D} - \phi > 0$ 的可能性较大, 银行最优信贷供给增加, 信贷市场上银行表现为超计划积极放贷。从表 1 中可以看出, 1993 年之前, 我国存款增加额一直是低于贷款增加额的, 存贷差为负, 这说明我国银行在贷款发放方面是比较积极的。信贷的松懈在很大程度上大大缓解了国有企业的信贷配给程度, 但我们也要看到, 这种缓解是通过行政手段和制度制约来实现的, 并不是完全市场行为下的信贷配给缓解。并且由于信贷融资按照“所有制原则”向国有经济倾斜, 造成国有企业和非国有企业在信贷配给方面存在巨大的差别, 国有企业可以以较低的成本获得大量的外部资金, 导致信贷过度, 资金使用效率低下, 而非国有企业却基本上很难获得信贷资金, 遭受了严重的信贷配给。

表 1 1991 - 2003 年金融机构存贷差额分析表

项目	信贷余额		增加额	
	存贷差 (亿元)	占贷款余 额比重 (%)	存贷差 (亿元)	占贷款增加 额比重 (%)
1991	- 3 258.8	- 15.3	- 411.0	- 11.2
1992	- 2 854.9	- 10.9	403.9.0	8.1
1993	- 3 316.1	- 10.1	- 461.2	- 7.0
1994	526.5	1.3	3 842.6	54.6
1995	3 324.2	6.4	2 797.7	26.5
1996	7 418.4	12.1	4 094.2	38.6
1997	7 476.2	10.0	57.8	0.4
1998	14 722.6	10.1	7 276.4	62.6
1999	15 044.6	16.1	322.0	4.5
2000	24 433.3	24.6	9 388.7	166.6
2001	31 302.5	27.9	6 869.2	53.1
2002	39 623.5	30.2	8 321.0	43.8
2003	49 059.4	30.9	9 435.9	34.1
2004	63 226.5	35.5	14 167.1	73.8

资料来源:《中国统计年鉴》(2001 - 2005);《中国金融年鉴》(1996 - 2005)。

20 世纪 90 年代中期以后, 随着银行商业化改革的逐步深入, 银行的经营机制发生了较大变化, 风险意识和收益意识增强, 市场化的融资约束开始发挥作用, 利润指标在效用考评中的权重逐渐加强, 行政干预和政治收益则逐渐减少, $\frac{\partial P}{\partial D}$ 开始下降。同时前期累计的大量不良贷款开始浮出水面, 居高不下, 成为影响银行经营效益的主要因素。因此这一时期 $\frac{\partial P}{\partial D} - \phi$ 大大减少, 银行最优信贷供给也随之大幅度下降, 市场上信贷资金开始紧张。随着市场化影响的加大, 最优信贷配给逐渐减少, 市场信贷配给程度加深。面对大量经营出现困难的国有企业和巨额不良贷款, 银行的贷款行为趋于谨慎, 出现“惜贷”, 集中表现为从 1993 年开始, 银行存款增加额开始超过贷款增加额, 存贷差不断扩大。存贷差扩大并不表明我国资金已经过剩, 而是我国银行在信息不对称的金融市场上表现出的正常信贷配给行为, 是一种市场化的信贷配给行为。

四、结论和建议

从上述分析中我们可以得到如下启示: 在银行改革初期, 虽然利率抑制加深了信贷配给程度, 但银行对政治收益的追求会使得其扩大信贷供给, 发放大量的政治性贷款, 从而在某种程度上缓解了市场总体的信贷配给程度。但随着银行改革的深化, 银行的利润压力加大, 政治性贷款越来越谨慎, 银行普遍出现“惜贷”行为, 市场信贷配给程度大大加深。此时缓解市场信贷配给程度的主要手段有以下两种:

1. 加快利率市场化改革

利率市场化使得贷款方可以根据借款人的风险状况确定相应的利率水平, 可使原来处于“边际贷款”的客户, 即那些由于利率约束未能“成为贷款客户”的潜在客户获得资金支持。这样, 利率市场化实际上会相应增加整个金融体系的融通能力, 扩大金融机构对经济的支持力度, 降低企业尤其是中小企业的信贷配给水平。1980 年 3 月, 美国政府制定了《1980 年废止对存款机构管制及货币控制法案》之后, 银行成为中小企业外部融资的主要供应者, 37% 的中小企业得到商业银行的贷款。而商业银行等金融机构则从中小企业贷款中得到了比大企业贷款利率高出 2~5 个百分点的高收益, 实现了商业银行和中小企业双赢的局面。

2. 银行改革与企业改革齐头并进, 构建新型多层次银企关系

要降低我国企业尤其是民营中小企业面临的信贷配给程度, 最主要的就是要提高企业的经营效率, 降低银行的信贷风险。因此除了要继续加快企业改革以外, 银行改革步伐也要进一步加快, 与企业改革齐头并进, 任何一方面的突进都会降低融资效率, 引发深层次的危机。我国在转轨初期, 银行改革滞后于企业改革, 结果使得银行利益大量流向企业, 银行累积了大量的不良资产。

同时, 银行与企业之间要构建新型的多层次银企关系。首先, 银企关系市场化。即合约双方都是独立的经济主体, 具有自主决策权; 合约内容建立在双方自愿的基础上, 具有硬性的法律约束力; 资金价格主要由市场供求关系所决定。其次, 不同性质的银行和企业之间应形成不同的银企关系。如大型股份制银行和大企业之间应该构建松散型银企关系, 融资业务要以市场化合约方式进行, 强化银行的债权人约束。这是因为, 大企业信息比较透明, 融资成本较低, 因此松散型的银企关系不会大量增加其融资成本, 还可以避免其被单一银行控制; 中小金融机构与中小企业之间应该构建紧密型银企关系, 密切银企在管理机制、产权关系等方面的联系。这是因为, 大量的中小企业都面临信息不透明、融资成本较高的问题, 因此, 银行通过与中小金融机构构建紧密型银企关系, 参与企业管理, 与企业保持长期合作等方式, 可以降低信息不对称程度; 国家绝对控股的国

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. 李志燮:《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)