

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

袁卫秋

摘要: 我国证券市场上公司债券的缺位不仅直接影响债务类型,还间接影响着债务期限结构。银行贷款融资存在着预算软约束问题,而公司债券适中的收益和风险程度,不仅能使债务约束硬化,有利于保障债权人利益,也能降低企业的债务融资成本。因此,当前首先应改变银行债务融资单一类型,开辟新的债务融资渠道;其次应改变债务期限结构中的短期债务融资倾向,鼓励发行中长期债券。

关键词: 汽车制造业 债务期限结构 实证研究

一、文献回顾

公司财务理论的核心问题之一是对公司融资结构的选择进行理论上的诠释。围绕着这一中心问题产生了大量的文献。然而,纵观这些文献可以发现,绝大部分文章都是从总量上对融资结构进行研究,即将企业的各种负债看成是同质的,仿佛企业只发行一种类型的债务,并据此去研究企业应如何在债务和权益之间进行选择才是最优的(即通常所谓的资本结构研究)。但实际上,企业发行各种类型的债务,这些债务不仅期限不同,而且在优先级、限制性条款、有无担保、是否可以转换,以及是否可以赎回等许多方面均不相同。围绕着这些问题,一些经济学家从理论上进行了广泛而深入的探讨。

根据已有的研究文献可以看出,围绕着各种类型的市场不完美,债务期限结构理论主要有三种:契约成本理论、信息不对称理论和税收理论。

(一) 契约成本理论

现代企业理论认为,企业是一组契约的联结。所有契约的签订都会带来成本,融资契约也不例外。由融资契约带来的成本主要是代理成本。为了使企业价值达到最大,企业必须努力降低其融资的契约成本。财务经济学认为,通过对债务期限的合理选择可以适当降低企业融资的契约成本。

Myers(1977)认为一个公司未来的投资机会集类似于一揽子增长期权(growth options)。这些期权的价值取决于公司将来执行它们的可能性。可能性越小,价值越小,反则反之。由于企业的融资结构由

债务和权益组成,因此承担盈利项目获得的收益将在债权人和股东之间进行分配。在一些情况下,债权人分享了盈利项目的大部分收益,以至于股东未能获得最低的正常收益。在这些情况下,尽管项目的净现值为正,但股东仍倾向于放弃它们。Myers将这类现象称为投资不足问题。公司投资机会集中的增长期权越多,股东和债权人在这些期权的执行上发生的冲突也就越多。Myers认为,如果债务期限在增长期权到期之前结束,则短期债务能够减轻投资不足问题,因为这给了贷款者和企业重新签订契约的机会。因此,在企业的投资机会集中,拥有较多增长期权的企业应使用期限较短的债务。Myers的观点暗含了,追求价值最大化的企业应将资产和负债的期限相配比,资产寿命结束后公司面临再投资决策,发行的债务如果也能在此时到期,将激励企业去从事新的投资。此外,有形资产和无形资产也都可能是重要的影响因素。

Jensen(1986)提出基于提高公司自由现金流使用效率的债务期限理论。他认为,当企业拥有较多的自由现金流时,企业管理者易产生将这部分自由现金流投资于一些有损于股东利益、但扩大企业规模的新项目上的动机,以满足获取企业规模扩大所带来的各种金钱与非金钱收益的欲望。当企业管理者确实这样去做时,便产生了所谓的过度投资行为。为了抑制管理者的这类动机,企业可以采取增加短期负债的办法。因为一方面短期负债有利于经常性地减少企业的现金收益,从而经常性地减少自由现金流;另一方面短期负债还增加了企业发生财务危

机的可能性,这将激励管理者作出更有效的投资决策,即更有效地使用企业资金。因此,根据 Jensen 的观点,易发生过度投资行为的企业应拥有较多的短期债务。

债务融资的交易成本也被视为一种契约成本。在许多情形下,公共债务的发行成本都是固定的,因此这些成本与发行的债务数量是没有关系的,这就是说,公共债务发行具有规模经济。又因为公共债务的期限一般都较长,因此,大企业更喜欢发行公共债务。相应地,小企业由于难以承受高昂的发行成本而很少发行公共债务,其拥有债务的期限大多数为短期。

(二) 信息不对称理论

信息不对称理论认为,在信息不对称的情况下,公司内部人通过某种行为向外部市场传递信号,表明企业价值,进而影响投资者的决策。公司价值的低估或高估会导致对长期债务和短期债务定价的偏差(Flannery,1986)。Kale 和 Noe (1990)发现长期债务定价对公司价值变动的反应比短期债务更敏感。当市场对公司价值产生错误评估时,价值被高估的低质量公司选择发行长期债务,而价值被低估的高质量公司则发行短期债务。

(三) 税收理论

公司支付给股东的股利不能免税,但债务利息与租金在财务报表中记入成本,使债务具有抵税效应,这样,公司融资安排中任何形式的负债额都与应税税率成反向关系。Brick 和 Ravid (1985)分析了债务期限结构选择的税收影响。他们认为,如果公司在融资时面临的利率期限结构的收益率曲线是向上倾斜的,则应当发行长期债务融资,降低预期税收负担,从而提高公司价值;而当收益率曲线是呈现向下趋势时,则公司进行短期债务融资更有利。Brick 和 Ravid (1991)还分析了在利率不确定的情况下债务期限选择的税收动机。他们通过数理模型证明,在这种情形下,由于利率期限结构曲线有可能向上倾斜、基本平坦或者向下倾斜,因此企业发行长期债务是最优的,此时企业获得的利息避税现值能够达到最大。

Barclay 和 Smith (1995)从以上三类理论出发,实证研究了 1974 - 1992 年美国 5 545 家工业类上市公司的债务期限结构。研究结果表明,契约成本理论得到了很强的支持。成长性好的公司更多采用短期债务融资,受管制的成长性差的大型公司则更多运用长期债务融资。大型企业发行更高比重的长期债务,小企业则更多依赖于期限较短的银行贷款。对

于信号传递理论的检验,则只有较少的证据支持,即企业几乎不存在通过债务期限结构的选择来向市场传递信息的意图。至于税收理论则没有得到任何经验证据支持。

Aydin Ozkan (1999)对 1983 至 1996 年间英国企业的债务期限结构的决定因素进行了经验研究,结果证实了在投资集中拥有更多增长期权的企业倾向于短期负债的假设,而且企业的规模对债务期限结构具有显著的正面影响。同时研究发现公司债券期限与其资产期限相对应,这就验证了资产与负债期限相匹配的理论。但是,信号传递理论和税收理论没有得到数据支持。

关于债务期限结构的实证研究,国内还很少见到。基于这一点,本文以国外债务期限结构的三种理论为指导,选择我国汽车制造业中的上市公司从实证的角度来研究其债务期限结构的特性及影响因素。

二、模型设计

(一) 样本的选择

上市公司的融资结构在不同的行业具有不同的特性,不同的资产结构决定了不同的收益稳定性和风险程度,因此分行业研究债务融资结构更具有现实意义。本文以 2001 年 4 月中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》为依据,选择汽车制造行业的上市公司为研究对象。选择该行业的理由,一方面在于汽车行业以目前的发展水平来看具有较高的成长性,近两年快速增长的汽车消费带动了汽车制造及相关产业的高速发展,2002 年汽车制造行业的景气指数位居各行业之首,国内多层次性的汽车消费需求旺盛,同时政府推动汽车产业规模化发展,保证了我国汽车产业的高增长在未来一段时间内仍将持续,在未来 3 ~ 4 年仍能保持 20 % ~ 30 % 的增长速度。另一方面,汽车制造业属于资本密集型行业,作为研究对象便于观察其债务融资结构特性。此外,相关配套产业如橡胶、玻璃等行业未包括在内,主要考虑到这些相关行业与汽车制造业仍存在一定程度差异。

本文选取 1999 - 2002 年 4 年间的国内汽车制造业上市公司为研究对象,剔除掉 ST 公司和只发行 B 股的公司,样本量为 37 家上市公司,4 年共获得 138 个观察值。财务数据来自巨灵证券信息系统,市场数据来自证券之星分析软件和 CSMAR (2001)中国股票市场交易数据查询系统。

(二) 被解释变量的确定

债务融资总量包含银行借款、商业信用和其他企业借款。考虑到最近几年仅有少数公司获得用于技术改造项目的专项财政贷款,比率也很低,故略去。从样本基本数据的描述性统计可以发现,样本公司主要的债务融资渠道还是通过银行借款和商业信用方式融资。所选样本公司的长期债务融资中没有发行企业债券的,融资租赁也未有一家样本公司披露。应付工资、应付福利费和应交税金等自然负债融资相对比较固定,融资决策时相对难以控制,因而本文研究未将这类负债纳入债务融资总额的计算。

将债务融资总量按照期限结构划分,以一年以内(含一年)作为划分短期和长期债务融资的时间界限。短期债务融资包括银行短期借款、商业信用以及一年以内到期的短期负债(由年报可知,基本为一年之内到期的短期借款);一年以上的长期负债(基本为长期借款)为长期债务融资。

最终,被解释变量定义为: $SHORTEM = \text{短期借款} / \text{债务融资总量}$, $LONTEM = \text{长期借款} / \text{债务融资总量}$ 。

(三) 解释变量的选择与定义

依据前面文献回顾论及的三类理论和已有的实证研究成果,分别选择合适的代理变量,并根据可获取的国内市场上市公司相关数据信息,进行了适当调整。

1. 与契约成本理论相关的解释变量

反映公司的成长性和其拥有的投资机会,国外研究中可以选用的代理变量包括研究开发费用支出,资本支出等指标,由于受数据采样限制,本文选用市场价值对帐面价值的比率作为投资机会的代理变量。考虑到上市公司存在大量非流通股,反映证券市场对公司评价的主要是流通股的市场价值,因而选取 $MV/BV = (\text{资产负债表中的负债账面价值} + \text{流通股的市场价值} + \text{非流通股的账面价值}) / \text{总资产帐面价值}$ 。其中,债务的市场价值就以其帐面价值衡量,流通股的市场价值以当年末收盘价与该时刻的流通股股数相乘计算,非流通股的账面价值以当年年末调整后的每股净资产与当年末的非流通股股数相乘计算得到。

反映公司发展状况和成长性,考虑到核心业务的发展对公司业绩有重要而持续性的影响,代理变量选取主营业务增长率指标: $REVGR = (\text{本年主营业务收入} - \text{上年主营业务收入}) / \text{上年主营业务收入}$ 。

考虑净资产收益率是综合反映和评价上市公司

经营业绩的重要指标,将公司经营业绩变动的变化趋势考虑在内,同时也选择净资产收益率增长率来衡量成长性: $ROEGR = (\text{本年净资产收益率} - \text{上年净资产收益率}) / \text{上年净资产收益率}$ 。最后,以帐面总资产的自然对数 $\ln(TA)$ 衡量公司规模。

根据资产负债期限匹配理论,公司投资项目要考虑对债权人要求权的偿还期限问题,公司资产的存续期限存在相应的匹配关系,本文验证时选用以固定资产表示的资产到期日(期限)作为代理变量: $AM = \text{固定资产帐面净值} / \text{当年折旧额}$ 。

2. 与信息不对称理论有关的解释变量

反映公司盈利能力和业绩质量,采用通常使用的上市公司业绩衡量指标,即以当年末的股本总数为基数计算的每股收益 EPS 和每股净资产 $NAPS$ 衡量。

3. 与税收理论有关的解释变量

上市公司进行所得税会计核算时,税法规定的扣除项目与会计处理上的不完全相同,加之税收优惠、合并等原因,上市公司实际纳税额与会计利润的比率不同于其使用的法定税率。由于我国上市公司大多能获得当地政府税收方面的扶持,2001年以前享有财政返还计提的所得税的18%,实际税负率为15%,而优惠税率也主要采用5%税率。考虑到实务中上市公司绝大多数对所得税核算处理选用应付税款法,并且由于不同行业和地区的所得税优惠政策各不相同,企业享有的各种显性和隐性的税收优惠比较复杂,对于该理论选择代理变量采取简化处理,选取三个解释变量,即(1)实际所得税率 $ETR = \text{当年度所得税额} / \text{总利润}$ 。(2)税收扶持虚拟变量 TSD ,当公司合并报表的平均税率小于或者等于15%时,取值为1;当平均税率大于15%时,则取值为0。(3)除债务利息具有抵税效应以外,折旧也具有明显的抵税效应,故设立非债务性税盾指标 $NONDTSH = \text{当年折旧额} / \text{帐面总资产}$ 。

4. 控制变量

在对债务期限结构研究时,考虑到利率变动可能影响上市公司融资期限长短,故在模型中加入利率期限结构 $TEMSTR$ 作为控制变量,以5年期与1年期的银行贷款利率之差衡量。

三、模型建立和研究方法

本文在研究过程中着重考察各解释变量与债务期限结构之间的相关关系,并检验这些解释变量对被解释变量的影响(变动方向)是否与预期相符。采用的方法是建立多元线性回归方程: $Y = C + b_1X_1 +$

$b_2X_2 + \dots + b_nX_n + C$; 其中, Y 为被解释变量, C 为常数项, b_i 为待估参数, X_i 是针对三类理论的解释变量。回归模型的具体结构见表 1。

表 1 回归模型的结构

被解释变量	解释变量		
	契约成本理论	信息不对称理论	税收理论
LONTEM	MV/BV ROEGR REVGR AM LnTA	EPS NAPS	ETR TSD NONDTSH

模型的求解运用逐步回归法。该方法的基本思想为, 将解释变量逐个引入回归方程, 每次引入对 Y 影响最显著的解释变量, 并对方程中的已有变量逐个进行检验, 把变为不显著的变量逐个从方程中剔除掉, 最终得到的方程中既不遗漏对 Y 影响显著的变量, 又不包括对 Y 影响不显著的变量。将解释变量逐一引入多元回归方程时, 筛选标准是变量引入的显著性水平等于 0.05, 变量剔除的显著性水平等于 0.100。

四、实证检验及分析

(一) 债务期限结构的描述性统计

从表 2 对债务期限结构的描述性统计结果可以发现, 样本中上市公司的负债主要是依靠短期融资, 长期债务融资比例仅占 10% 左右, 其余均为短期借款融资。且长期债务融资比例的中位数低于平均值近 8 个百分点, 表明少数样本公司的长期融资比例较高。统计过程中还发现, 长期债务融资比例为零 (即 100% 依靠短期借款融资) 的样本公司有 46 个, 占全部样本量的三分之一。

表 2 债务融资期限结构的描述性统计

	样本个数	平均值	最小值	中位数	最大值	标准差
长期债务融资	138.00	9.52	0.00	1.93	64.71	14.56
短期债务融资	138.00	90.48	35.29	98.07	100.00	14.56

注: 表中除样本个数外均为百分比数。

值得关注的是, 随着我国宏观经济状况发生变化, 20 世纪 90 年代以来中央银行进行了多次利率下调, 其中与本文研究相关的有两次, 分别发生在 1999 年 6 月和 2002 年 6 月。表 3 列出了研究年度前后的宏观经济数据。银行存贷款利率相应下调, 加之银行信贷业务存在一定程度非市场化操作, 上市公司凭借国有性质背景——能较轻易获得银行信贷额度, 不断借新债还旧债。这种滚动式负债和考察年度期间的利率下调有没有关系, 下文在对债务

期限结构的研究中加入了利率期限结构控制变量。

表 3 考察年度主要宏观经济指标

年份	1998	1999	2000	2001	2002
GDP 增长率 (%)	7.8	7.1	8.0	7.3	8.0
通货膨胀率 (%)	-0.8	-1.4	0.4	0.7	-0.8
一年期银行贷款利率 (%)	6.39	5.85	5.85	5.85	5.31
国债发行 (亿元)	3 808.77	4 015	4 657	4 883.53	6 061.3

数据来源: 根据中国统计年鉴 (2002) 和中国证监会网站 www.csrc.org.cn 相关内容整理。

(二) 债务融资期限结构的回归模型诊断

由于短期债务与长期债务模型回归结果相仿, 仅以长期债务融资进行分析。

1. 关于契约成本理论的模型回归。由表 4 可以看出, 进行逐步回归时通过显著性检验的仅有资产到期日 AM, 参数估计符号为负, 与预期相反。在加入一年期与五年期的贷款利率之差衡量的期限结构控制变量后, 对方程总体和单个变量显著性水平仍没有实质性改进。此处表 4 未列出。

表 4 关于契约成本理论的逐步回归

解释变量	预期符号	被解释变量 长期债务融资 (LONTEM)
C (常数项)		3.386 (1.035)
资产到期日 (AM)	+	-3.169 (7.891) ***
Adj - R ²	0.231	
F	21.173	
(Prob > F)	(0.000)	

注: 括号中的数字为 t 值, *** 表示 t 值检验 (双侧) 显著性水平为 1%。

2. 关于信息不对称理论的模型回归。逐步回归结果显示, 仅有的两个解释变量均未通过显著性检验 (表格略)。

3. 关于税收理论的模型回归。表 5 显示关于税收理论的逐步回归结果, 能够进入回归模型的仅有非债务税盾指标 (NONDTSH), 与长期债务融资比重为正相关关系, 与预期相符, 表明固定资产折旧所占比重越大, 产生的抵税作用越明显, 长期债务融资比重相应地越大。

表 5 关于税收理论的逐步回归

解释变量	预期符号	被解释变量 长期债务融资 (LONTEM)
C (常数项)		0.639 (0.266)
非债务税盾 (NONDTSH)	+	4.047 (4.242) ***
Adj - R ²	0.110	
F	17.992	
(Prob > F)	(0.000)	

注: 括号中的数字为 t 值, *** 表示 t 值检验 (双侧) 显著性水平为 1%。

4. 关于三类理论的综合逐步回归。将长期债务融资比重关于三类理论进行综合性的逐步回归, 结果如表 6。通过显著性检验的仅有每股收益 EPS 和

非债务税盾 NONDTSH 两项指标,参数估计的符号与预期相同。以每股收益衡量业绩质量时,每股收益越高,短期负债比重越高。这与国外债务融资理论的信息不对称理论预测的符号虽然相同,但是由于没有公开发行债券的样本公司,也就不能从市场估价准确与否的角度进行解释。

表 6 关于三类理论的综合逐步回归

解释变量	预期符号	被解释变量 长期债务融资 (LONTEM)
C(常数项)		0.639(0.266)
每股收益 (EPS)	-	-11.05(-2.056)**
非债务税盾指标 (NONDTSH)	+	4.259(4.349)***
Adj - R ²		0.126
F		10.70
(Prob > F)		(0.000)

注:括号中的数字为 t 值, ** 表示 t 值检验(双侧)显著性水平为 5%, *** 表示 t 值检验(双侧)显著性水平为 1%。

代表公司投资机会的 MV/BV 指标未能进入债务期限结构关于三类理论的回归方程,这可能意味着,解决投资不足问题没有考虑通过债务期限结构安排,或者说上市公司由于股权结构的不合理,在国家控股的情况下管理层倾向于追求短期业绩,与其他股东之间存在代理问题,与债权人之间存在利益冲突,资产替换问题较之投资不足问题更为突出。公司规模指标也没有能够进入回归模型,因而不能给出证据支持长期债务比重与公司规模之间存在某种影响关系,即债务融资的规模经济效应无法得到验证。利率期限结构没有能够通过显著性检验,因而公司通过举借新的短期债务偿还旧债来替换长期债务亦无法得到强有力的证据支持;或者说公司通过举借新的短期债务偿还旧债来替换长期债务的真正动机并不源于利率问题,而是其他。

之所以长期债务融资无法得出合理的回归模型,可能的原因在于长期债务融资占整个样本观测值的比重偏低,如前面描述性统计所分析,长期债务融资比重均值仅为 9.52%,三分之一的上市公司长期债务比重为零。这种局限无法克服,使得本文难以更清楚地揭示所研究上市公司的债务融资的期限特性。

五、研究结论与建议

(一) 基本结论

本文以 1999 - 2002 年度的汽车制造行业的上市公司为研究样本,依据债务期限结构理论,对所选公司的债务期限结构的影响因素展开实证检验和分析。通过对模型的检验发现,虽然资产到期日 AM 对债务期限有显著影响,但参数估计符号为负,与预期相反,因此,可以说,契约成本理论无法获得经验

证据支持。关于信息不对称理论的检验,在单独进行回归时未能获得验证;但在综合回归时,每股收益的影响是显著的;这说明每股收益对债务期限的影响是不明确的,对模型结构有很大的依赖性。关于税收理论的验证则获得部分经验证据,即非债务税盾(主要是固定资产的折旧)对延长债务融资期限具有促进作用。总之,影响样本公司债务期限结构的因素主要包括:资产到期日、每股收益以及非债务税盾,即资产的特性、公司质量和公司业绩成长性指标因素对样本公司债务期限结构有一定的解释力,作者认为这与汽车制造业上市公司拥有较高的固定资产投资比重以及较多的优质资产有关。

(二) 政策建议

1. 改变银行债务融资单一类型,开辟新的债务融资渠道

从以上的研究过程不难发现,我国证券市场上公司债券的缺位不仅直接影响债务类型,还间接影响着债务期限结构。银行贷款融资存在着预算软约束问题,而公司债券适中的收益和风险程度,不仅能使得债务约束硬化,有利于保障债权人利益,也能降低企业的融资成本。

在西方国家,由于只有股份公司才能发行企业债券,所以企业债券即指公司债券。在我国,企业债券泛指各种所有制企业发行的债券。国内发行企业债券始于 1983 年,发行主体的选择主要是针对电力、冶金、有色金属、石油、化工等部门中的国家重点企业,由这些企业向其他企事业单位发行债券。总之,一直以来,债券的发行主体受到国家严格的限制。汽车制造行业的上市公司属于资本密集型企业,公司债券融资方式值得考虑。

2. 改变债务期限结构中的短期债务融资倾向,鼓励发行中长期债券

通过研究发现,样本公司的短期债务融资比例高达 90%,这种期限结构的不平衡导致短期债务对长期债务的替代,会使得融资成本提高,长期资金必然依赖股权融资。从近几年情况来看,企业发行的 10 年期债券,年利率一般在 4% ~ 4.2%,高于 1 年期存款利率 2.27%,对投资者有着很大吸引力,同时,又明显低于 1 年期的银行贷款利率 5.31%,能显著降低发债公司的资金成本。上市公司融资安排应当兼顾成本相对较低的中长期债券融资,减轻短期债务到期构成的偿债压力对生产经营的不良影响。

注释:

还有一种投资不足问题是指因企业负债过多而导致

融资能力低下,以至于企业不得不放弃净现值为正的投资项目。

值得注意的是,在集团性质明显的汽车制造行业,以上汽、一汽和东风三大汽车集团为首,真正纳入上市公司的多为一般性的零部件生产制造业务,盈利丰厚的优质资产包括中外合资经营企业部分并未纳入上市公司经营范围。主要是由于外方投资涉及股权问题未能公开上市。此种状况下,仅从上市公司公开的年度财务报告撷取的信息必然受到局限,未必能全面真实反映债务融资状况。

对样本公司报表分析发现,绝大多数样本公司的应付账款和预收账款科目余额 90%左右在一年以内,一年以上的归入其他应付款的较多,因此仍将应付账款和预收账款全部纳入短期融资数额的计算当中。其他应付款科目性质相对比较复杂,本文暂不深入研究。

以一年期和五年期银行存款利率之差以及以长短期的国债收益率之差分别进行测试,得出的结果仍不显著。Barclay 和 Smith(1995)以 6 月期和 10 年期的国债收益率之差估计期限结构。国内研究,以国债交易价格对我国的利率期限结构进行静态估计,得出的利率期限结构基本上是一条稍微向上的曲线,其中短期利率比较低,在 2%左右,长期利率比较高,在 3.5%左右,在中间期限还存在着一些波动(郑振龙、林海,2003)。

参考文献

1. Barclay, M. J. and Smith, C. W., 1995. "The Maturity Structure of Corporate Debt." *Journal of Finance*, 50, pp. 609 - 631.

2. Brick, I. E. and Ravid, S. A., 1985. "On the Relevance of Debt Maturity Structure." *Journal of Finance*, 40, pp. 1423 - 1437.

3. Brick, I. E. and Ravid, S. A., 1991. "Interest Rate Uncertainty and the Optimal Debt Maturity Structure." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26, pp. 63 - 81.

4. Flannery, M. J., 1986. "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice." *Journal of Finance*, 41, pp. 19 - 37.

5. Jensen, Michael C., 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review*, 76, pp. 323 - 339.

6. Kale, J. R. and Noe, T. H., 1990. "Risky Debt Maturity Choice in a Sequential Equilibrium." *Journal of Financial Research*, 13, pp. 155 - 165.

7. Myers, S. C., 1977. "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147 - 175.

8. Kunt, A. D. and Maksimovic, V., 1999. "Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity." *Journal of Financial Economics*, 54, pp. 295 - 336.

9. Aydin Ozkan, 1999. "An Empirical Analysis of Corporate Debt Maturity Structure." Working Paper No. 9908, Department of Economics and Finance, University of Durham.

10. 郑振龙、林海:《中国市场利率期限结构的静态估计》,载《武汉金融》,2003(3)。

(作者单位:南京财经大学会计学院 210003)
(责任编辑:Q)

(上接第 68 页)时,提高投资者的素质,防止境外机构投资者可能带来的金融危机传染效应。尤其是对有关宏观经济信息的披露显得十分重要,定期地披露有关货币政策等的操作信息,使人们形成对相关政策的稳定预期。

总之,在一定的制度条件下,境外机构投资者对一国的经济和金融发展是有利的。但问题的关键是:如何不断创造相应的制度条件,完善证券投资的环境,将境外机构投资者可能带来的不利影响降低到最低水平。

参考文献:

1. Borensztein, Eduardo R. and Gelos, R. Gaston, 2003. "A Panic - prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds." *IMF Staff Papers*, 50(1), pp. 43 - 63.

2. Chari, Anusha and Henry, Peter Blair, 2001. "Stock Market Liberalizations and the Repricing of Systematic Risk." NBER Working Paper, No. 8265.

3. Scharfstein, David and Stein, Jeremy, C., 1990. "Herd Behavior and Investment." *American Economic Review*, Vol. 80, pp. 465 - 479.

4. Frankel, and Schmukler, Sergio L., 1996. "Country Fund Discounts and the Mexican Crisis of December 1994: Did Local Residents Turn Pessimistic Before International Investors?" *Open Economies Review*, Vol. 7, pp. 511 - 534.

5. Fuchs - Schndeln, Nicola and Funke, Norbert, 2001. "Stock Market Liberalizations: Financial and Macroeconomic

Implications." *IMF Working Paper*, No. 01/193.

6. Kaminsky, Graciela L.; Lyons, Richard K. and Schmukler, Sergio L., 2001. "Mutual Fund Investment in Emerging Markets: an Overview." NBER Working Papers, No. 7980.

7. Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan and Wermers, Russ, 1995. "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior." *American Economic Review*, 85(5), pp. 1088 - 1105.

8. Chan, Kalok; Menkveld, Albert J. and Yang, Zhishu, 2003. "Evidence on the Foreign Share Discount Puzzle in China: Liquidity or Information Asymmetry?" NBER Working Papers.

9. Kaminsky, Graciela; Lyons, Richard and Schmukler, Sergio, 2000. "Managers, Investors, and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets." NBER Working Paper, No. 7855.

10. Kim, Woochan and Wei, Shang - Jin, 2002. "Foreign Portfolio Investors before and during a Crisis." *Journal of International Economics*, 56(1).

11. Frenkel, Michael; Koblenz and Menkhoff, Lukas, 2003. "Are Foreign Institutional Investors Good for Emerging Markets?" NBER Discussion Paper, No. 283.

12. 李季、王宇 编著:《机构投资者:新金融景观》,大连,东北财经大学出版社,2002。

13. 孟昊:《境外机构投资者在资本市场发展中作用的理论模型与政策思考》,载《南开经济研究》,2003(2)。

14. 万辉:《机构投资者经济行为分析——基于信息不对称的视角》,载《市场周刊》,2003(2)。

(作者单位:厦门大学金融系 厦门 361005)
(责任编辑:Q)