

录用后修改格式模板

特请注意：

录用后敬请按照本模板格式化后发回编辑部编辑的邮箱，字体字号方便阅读即可，不做要求。

机构投资者与债务资本成本： 基于信息不对称视角*

林××^{1,2} 王××¹ 成××²

(1. 武汉大学经济与管理学院 武汉 430072; 2. 武汉大学区域经济研究中心 武汉 430072)

【摘要】 已有的研究已证实机构投资者能够通过提高公司治理能力降低债务资本成本，然而，机构投资者还可以通过信息不对称途径影响公司的债务成本。为了分离这两种影响，本文把机构投资者分为不参与公司治理的短期机构投资者(TRA)治理的长期机构投资者(DED)。本文利用中国企业债券市场2005年到2013年的季度数据，以债券信用利差替代债务资本成本，实证分析发现：第一，总体而言机构投资者持股比例越大，债券的信用利差越小；第二，当公司短期机构投资者持股比例增加时，债券的信用利差降低，而当公司长期机构投资者持股比例增加时，债券的信用利差没有显著的变化，且这些影响在低信用等级以及高杠杆率的企业更加严重；第三，在控制潜在的内生性后，上述结果仍是成立的。

【关键词】 机构投资者异质性 信息不对称 公司治理 债务资本成本

[中图分类号] F830.9

[文献标识码] A

批注 [01]: 标注基金项目 and 通讯作者的信息。

批注 [02]: 多个作者时，作者间用空格分开；同时标上数字上标。

批注 [03]: 标注作者单位，高校请详细到学院，然后标上城市、邮编。

批注 [04]: 摘要叙述要言简意赅，点出文章的创新所在和文章结论。

批注 [05]: 3-5个，用空格隔开。

批注 [06]: 必须标注中图分类号和文献标识码。

批注 [07]: 请注明与文章紧密相关的国家自然科学基金、国家社科基金、863、973等科技攻关计划、教育部哲学社会科学重大项目等国家、省部级项目及重大国际合作项目以及项目批准号。

批注 [08]: 只需要介绍通讯作者，其格式为姓名，邮箱即可。

本文基金项目: 本文系国家自然科学基金面上项目(项目批准号: xxxxxxxx)、国家社会科学基金项目(项目批准号: xxxxxxxx)、教育部人文社科青年基金项目(项目批准号: xxxxxxxx)阶段性成果。

通讯作者: 林××, xxx, E-mail: xxx@xxx.com。

1. 引言

据中国银行公布的数据与 wind 统计数据进行分析。截至 2015 年，我国债券市场的存量与发行量在绝对量上已得到了显著的提高，然而在相对量上，中国债券市场存量占全球市场存量不 5%，且规模占中国当年 GDP 的比例不足 50%，相对于美国、日本债券市场存量占比的 35%、15% 以及占本国当年 GDP 比例的 175%、255%。中国债券市场规模还未与国家经济发展相匹配，中国债券市场规模还未与国家经济发展相匹配，仍然存在巨大的发展空间¹。所以，促进债券市场发展将是未来政策导向的目标，然而，在注重发展规模的同时，更应该注重发债企业的债务融资成本以及违约风险。

2. 文献回顾与研究假设

国外文献对于公司治理与融资成本之间关系的不统一。其原因主要是公司的反收购条款。然而，中国上市公司的公司治理机制与发达国家存在明显差异。例如，在中国国内资本市场中几乎从来没有发生过恶意收购（王建文，2007），恶意收购作为外部公司治理机制的作用在中国几乎不存在，公司章程中也极少有反收购条款（钟洪明，2007）。所以对于公司治理与融资成本的正向关系在中国可能不存在，主要体现出负向关系。另外，最近几年，国内相关研究也对公司治理与融资成本的相关关系进行了探讨，结论体现出一致性。比如，蒋琰（2009）认为上市公司的治理水平越高，企业融资成本越低。肖作平（2007）认为公司治理能够降低信息不对称的影响进而降低融资成本。

机构投资者与信息不对称之间的关系的实证结论尚未形成统一的结论（Jang & Kim, 2005; Jennings 等, 2002），这些情况的出现，部分原因在于不注意区分机构投资者的种类，把机构投资者看成一个同质的整体。但实际上，机构投资者不是同质的，比如，Bushee 和 Goodman（2007）发现知情交易者仅仅存在于持股较高的机构投资者之间。

参考文献

- [1]蒋琰.权益成本、债务成本与公司治理：影响差异性研究[J].管理世界，2009（11）。
- [2]王建文.我国公司章程反收购条款：制度空间与适用方法[J].法学评论，2007(2).
- [3]肖作平.公司治理和融资政策的关系研究综述[J].证券市场导报，2007（8）。
- [4]钟洪明.上市公司反收购中的章程应用及法律规制[J].证券市场导报，2007(5).
- [5]周宏，林晚发，李国平，等.信息不对称与企业债券信用风险估价——基于 2008-2011 年中国企业债券数据[J].会计研究，2012（12）。
- [6] Bushee, B., Goodman, T. Which institutional investors trade based on private information about earning and returns? [J]. *Journal of Accounting Research*, 2007, 84（2）。
- [7]Jennings, W., Schnatterly, K., Seguin, P.. Institutional ownership, information, and liquidity[J]. *Advances in Financial Economics*, 2002（7）。
- [8]Jiang, C., Kim, J.. Trading costs of non-US stocks on the New York stock exchange, the effect of institutional ownership, analyst following, and market regulation[J]. *Journal of Financial Research*, 2005（3）。
- [9]Kirzner, I.M. *Discovery and the capitalist process*[M]. Chicago: University of Chicago Press, 2005.

¹ Helwege, J., Intintoli, V. J., Zhang, A. Voting with their feet or activism? Institutional investors' impact on CEO turnover[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2012, 8(1).

批注 [09]: 正文标题分别按

1.

1.1

1.1.1

的层级编号，一律左起顶格书写。

批注 [010]: 脚注的文献体例同文后参考文献，但需要标注页码。

批注 [011]: 文中注格式是：（作者名，文献年代），最多标注三个作者；参考文献中必须有文中注的完整信息。

批注 [012]: 参考文献按照第一位作者姓氏的首字母顺序(A-Z)排列，先中文后英文。参考文献的信息不必标注页码，参考文献以方括号加阿拉伯数字排序，如[1], [2], [3]

批注 [013]: 顺序：作者·题名[J]. 刊名，年，卷（期）。

批注 [014]: 超过 3 个以上作者用等。

批注 [015]: 外籍作者标准格式：姓氏大写在前，名字简写在后，用逗号间隔，结尾用句点。超过 3 个以上作者用 et al.

批注 [016]: 英文文献名称只需要首单词首字母大写。

批注 [017]: 文献须有对应文献类型标志。

批注 [018]: 期刊文献来源实词首字母大写；期刊名斜体，其他文献来源需要所有实词首字母大写。

批注 [019]: 外文图书文献书名斜体，书名首字母和专有名词的首字母大写；需要标注出版地以及出版社名称，最后标注出版年代。

Institutional Ownership and Capital Cost of Debt:

An Information Asymmetry Perspective

Lin××^{1,2} Wang××¹ Cheng××²

(1. Economics and Management College of Wuhan University, Wuhan 430072;

2. Regional Economic Research Center of Wuhan University, Wuhan, 430072)

Abstract

Key words: Institutional investors heterogeneity; Asymmetric information corporate governance; Capital cost of debt;

批注 [020]: 英文题目尽量不超过10个实词，实词首字母大写。

批注 [021]: 多个作者时，作者间用空格分隔。

批注 [022]: 中文单位相对应的英文译名以及相关信息。

批注 [023]: 英文摘要应对照中文摘要译出。

批注 [024]: 英文关键词词汇的首单词首字母大写，其余为小写，关键词之间用分号分开。

附件 1：常用法定计量单位与符号

量的名称	中文名称	标准符号
长度（距离、高度、直径）	米	m
	厘米	cm
	毫米	mm
	微米	μm
	纳（诺）米	nm
	千米（公里）	km
	海里	n mile
面积	公顷	hm²
	亩	亩
体积、容积	立方米	m³
	立方厘米	cm³
	升	L (l)
	毫升	mL(ml)
时间	年	a
	天	d
	小时	h
	分	min
	秒	s
频率	赫兹	Hz
	千赫兹	kHz
	兆赫兹	MHz
速率	米每秒	m/s
	千米每分（公里每分）	km/min
	千米每小时（公里每小时）	km/h
加速度	米每二次方秒	m/s²
质量（重量）	千克（公斤）	kg
	克	g
	吨	t
	原子质量单位	u
能量、功、热	焦耳	J
能量	千瓦特小时	kW h
	吨标准煤	tce
功率	瓦特	W
碳排放	二氧化碳当量	CO_{2e}
摄氏温度	摄氏度	°C
压力、压强、应力	帕斯卡	Pa
力、重力	牛顿	N
热力温度	开尔文	K
物质的量	摩[尔]	mol

附件 2：参考文献著录规则(GB/T 7714—2015)

参考文献分类

普通图书 M, 会议录 C, 汇编 G, 报纸 N, 期刊 J, 学位论文 D, 报告 R, 标准 S, 专利 P, 数据库 DB, 计算机程序 CP, 电子公告 EB。

会议录包括座谈会、研讨会、学术年会等会议的文集；汇编包括多著者或个人著者的论文集，也可标注为 M。

电子文献载体类型标志如下：磁带 MT, 磁盘 DK, 光盘 CD, 联机网络 OL。

英文大小写格式

姓氏要首字母大写在前；外籍作者名简写居后，中国作者名可全拼且首字母大写。

文献题名仅首字母首单词大写。

文献来源如果为期刊，则需要期刊名首字母首单词大写；其它类型则所有实词首字母大写。

几种常用的参考文献著录格式

● 期刊

[1] Zhang , Z. T., Zhang , Q. H. Chinese legislation on adaptation to climate change[J]. *Global Law Review*, 2008, 5(2).

[2]何平五,张三,李四,等.人口问题研究[J].厦门大学学报(自然科学版),2001(3).

● 图书

[1]刘国钧. 图书馆目录[M].北京: 高等教育出版社, 2007.

[2]山东省统计局. 山东统计年鉴(2009) [M]. 北京: 中国统计出版社, 2010.

[3] Peebles , P. Z. *Probability, random variable, and random signal principles*[M]. 4th ed. New York: McGraw Hill, 2001.

● 学位论文

[1]薛冰. 区域循环经济发展机制研究[D]. 兰州: 兰州大学, 2009.

● 标准

[1]中华人民共和国建设部. GB50189-2005: 公共建筑节能设计标准[S]. 北京: 中国建筑工业出版社, 2005.

● 报告

[1]联合国开发计划署. 2005 年人类发展报告[R]. 2005.

[2]World Health Organization. Factors regulating the immune response: Report of WHO scientific group[R]. Geneva: WHO,1970.

[3]天津市人民政府. 天津市国民经济和社会发展规划第十二个五年规划纲要[R].天津: 天津日报, 2011-12-25.

● 译著

[1]德内拉 梅多斯, 乔根 兰德斯, 丹尼斯 梅多斯. 增长的极限[M].李涛,王智勇,译.北京: 机械工业出版社,2006.

● 报纸

[1]谢希德.创造学习的新思路 [N]. 人民日报, 2008-12-25.

[2]傅刚, 赵承, 李佳路.从对价的水平看对价的市场化问题[N]. 北京日报,2000-04-12.

● 网络电子文献

[1] 席来旺,吴云.联合国启动防治荒漠化 10 年计划[EB/OL].北京: 人民日报, 2010-08-17[2011-12-06].<http://world.people.com.cn/GB/12456467.html>.

● 专著中的析出文献

这里的专著包括多著者或个人著者的**论文汇编、会议文集**等。

[1]白书农. 植物开花研究[M]//李承森. 植物科学进展. 北京: 高等教育出版社, 1998.

[2]韩吉人. 论职工教育的特点[G]//中国职工教育研究会. 职工教育研究论文集. 北京: 人民教育出版社, 1985.

● 专利文献

[1]刘加林. 多功能一次性压舌板: 中国, 92214985.2[P]. 1993-04-14.

[2]西安电子科技大学. 光折变自适应光外差探测方法: 中国, 01128777. 2 [P/OL]. 2002-03-06[2002-05-28].

<http://211.152.9.47/sipoasp/zljs/hyjs-yx-new.asp?recid=01128777.2&leixin=0>.

批注 [025]: 写明责任人即可。不用写 刘国钧著, 刘国钧编等。

批注 [026]: 多个版次的需注明本文引用的是第几版。