

# 关于上市公司债权融资结构选择研究的考察

胡援成<sup>1</sup>, 王瑞琦<sup>2</sup>, 郑冉<sup>3</sup>

(1, 2. 江西财经大学, 江西 南昌 330013; 3. 江西师范大学, 江西 南昌 330043)

[摘要]近年来,国内理论界对于债务期限结构的研究开始起步,但对于债权融资结构选择的研究仍鲜有涉及。虽然韩德宗、向凯(2003)对我国企业的负债类型进行了初步的实证研究,针对债务期限结构进行分析的文章国内也开始出现,但目前探讨企业如何面对债权融资结构选择的研究在国内文献中近乎空白。本文拟就国外关于债权融资结构选择的文献进行梳理,以便为进一步深化中国债权资本的研究提供更好的理论基础。

[关键词]上市公司;债权融资;融资结构;风险

[中图分类号]F279.23

[文献标识码]A

[文章编号]1003-8353(2010)01-0110-05

自MM理论问世以来,资本结构理论成为财务研究领域中长盛不衰的热点。企业的外源融资方式有两种,即股权融资与债权融资。当选择采用债权融资时,企业必须决定债务的数量、债权结构和债务的期限。从当前国内对资本结构的研究来看,无论是最佳资产负债比例的理论模型研究,还是公司融资顺序的实证研究均着眼于负债总体水平的分析,其隐含的假设是所有的债务都是同质的。然而,负债具有不同的形式与期限,在企业破产、解散时存在不同的偿债顺序,其对企业也有不同的影响。进一步分析债权融资的结构是深化资本结构研究的重要方面。

## 一、债权或债务类别的区分

债权和债务是对立的双方,债权人和债务人是依存于债务行为的对立双方行为人。根据债权人的不同,我们可以将债务分成银行贷款、公司债券、商业信用和其它债务四类。其中银行贷款包括从银行获得的长期贷款和短期贷款。与资产负债表相对应,银行贷款的数量等于短期借款和长期借款之和;公司债券的数量对应于应付债券一栏的数据,商业信用对应于应付票据、应付账款、预收账款和长期应付款之和。除此之外,其它项目都被归结为其它债务。

企业对不同来源的债务具有不同的偏好。相应地,企业通过不同的债务资金来源进行筹资,便形成了企业的债权结构。在国内以往的研究中,往往缺少债权融资结构的深入探讨。国外对债权结构的研究比较广泛,债权结构又通过一定的债务分类研究来反映。比如,国外文献中通常强调区分公共债务(Public Debt)和私人债务(Private Debt)以及相应的差异,这里公共债务主要是指在市场上公开交易的债券,除

此之外都可以归为私人债务。就私人债务而言,近来国外研究已开始强调银行债务(bank Debt)和非银行私人债务(non-bank Debt)的差异。这是我们应该予以更多关注的。

## 二、公共债务和私人债务选择的决定因素

影响资本结构选择的传统要素分析主要集中在诸如代理成本、信息不对称、风险与收益等方面。目前,债权融资结构选择理论研究的进展显示,信息不对称、道德风险、企业质量、管理者激励、市场竞争和发行成本等均会影响企业的债权融资结构(或债务来源)选择。

(一)信息不对称。由于信息不对称,往往导致决策人产生逆向选择,影响借贷双方的决策。Hadlock和James(1997)认为,私人债权人要比公共债权人具有更大的信息优势,他们能够接触到非公开的信息,这些信息中有些会涉及企业的未来前景。因此,如果银行比公共市场上的债权人更有信息优势的话,企业会选择具有好的私人信息的银行贷款,以避免公开发行债券时导致逆向选择,从而增加逆向选择成本。Denis和Mihov(2003)认为,考虑到企业与外部市场之间的信息不对称,私人债务由于信息公开披露的要求少,因而相对于公共债务更为安全,由此推论,具有高的信息不对称成本和违约概率的企业在公共债务融资之前会首先选择私人债务融资;随着信息不对称程度和安全重要性的下降,企业债务的选择才是取决于交易成本、合约灵活性、信贷质量、银行提取租金等影响因素。

从中小企业和大企业融资差异看,Fama(1985)认为,公共债务融资的信息成本对小企业来说太高了,因此小企业会

[基金项目]国家自然科学基金资助项目(No. 70562001和70262001)的阶段性和后续成果;是江西省普通高校人文社科重点研究基地—金融发展与风险防范研究中心,以及“金融深化过程中信用风险的测度和控制创新团队”的研究成果。

[作者简介]胡援成(1953-),男,厦门大学金融学博士,江西财经大学金融学首席教授,博士生导师;王瑞琦(1974-),男,江西财经大学博士研究生,主要研究方向为公司金融;郑冉(1978-),女,法国普瓦捷大学企业管理硕士,江西师范大学财政金融学院教师,主要研究方向为金融企业管理。

选择低信息成本的银行贷款。因为与债券融资相比,他们只需通知少数的几个贷款人即可。进一步而言,通过签订其他不需承担监管成本的高优先等级企业索取权合约,以及续借低优先等级的短期银行债务,能够降低小企业的信息成本和契约成本。大企业则较容易使用公共债务融资,因为它们来说,为债权人提供广泛而有用的信息是相对经济的。Nakamura (1993) 也认为,通过向银行借款,小企业通常能够降低它们的信息和监管成本,因为银行能从它们的交易账户中收集到广泛的信息。而大企业发现,银行贷款不具有优势,因为它们在许多银行开立账户,从单个银行角度,银行很难掌握足够的有用信息。

(二)道德风险。这里主要涉及与资产替代和投资不足相关的风险。Jensen 和 Meckling (1976) 认为,当债务融资比例较高时,股东具有发行低风险债务去从事高风险投资的倾向,借此实现财富从债权人向股东的转移。这种现象被称之为资产替代。债权人在事前也会预计到股东可能会把低风险资金投资于高风险项目,为了避免这种资产替代风险,债权人往往会直接要求降低债权的发行价格,或要求提高债务利率等,从而直接增加债务融资的成本;有时债权人会要求在债务合同中加入各种限制性条款,这类条款的加入不可避免地要相应增加成本,这就是债务的代理成本。Detragiache (1994) 指出,重新安排债务能力强容易助长资产替代,这是由于重新安排债务的能力强,企业与贷款人签订合约获得贷款融资后,转投向高风险项目便无后顾之忧。当然,这种资产替代会导致后续融资成本的增加,为避免这种代理成本,企业被迫选择公共债务,因为公共债务难以被重新安排。但公共债务的非灵活性会导致无效率的流动性损失,这又造成对私人债务的需求。一般来说,小企业偏好私人债务,流动性损失成本高的大企业也会选择私人债务;但如果代理成本很高的话,小企业也会反过来使用公共债务。

关于投资不足风险,Myers (1977) 认为,在某些情况下,一个盈利性项目可使债权人获得足够多的利益,但却不能给股东提供正常回报,因而公司常常选择不投资。当此时公司选择不投资,便产生投资不足问题。事实上,公司未来的投资机会类似选择权,这些选择权的价值取决于公司对其进行最优选择的可能性。Berlin 和 Mester (1992) 认为,尽管严格的债务契约能够保护债权人并可相应降低贷款利率,但往往会妨碍最优的投资行为,因而实践中企业常常要求对债务重新安排。但高信贷风险企业发现,债务重新安排的期权是有价值的。一般认为,私人债务比公共债务的合约条款更松散,因而当合约妨碍投资时,私人债务的条款相对于公共债务的更容易修订,因此他们偏好私人债务。

(三)银行贷款。Chemmanur 和 Fulghieri (1994) 认为,银行贷款是有吸引力的。对好企业来说,当需要避免流动性风险时,由于银行贷款可以重新安排,越有可能遭受流动性风险的企业越看重这种作用,因而尽管银行贷款是昂贵的,它们仍偏好于银行贷款。当企业不太看重流动性风险时,它们不需要这种债务的重新安排,因而多选择公共债务。Ber-

lin 和 Mester (1992) 指出,当企业选择银行贷款时,通常包括一系列严厉的限制性条款,可限制企业在市场环境不好时引致的投资不足风险。但是,当市场环境好转时,由于企业受到银行条款的限制,此时债务重新安排便显得颇为重要。因此,企业在市场环境不好时更容易选择银行贷款。Holmstrom 和 Tirole (1997), 以及 Hoshi 等 (1993) 则强调了在获取银行贷款时抵押资产对债权选择的作用。抵押资产可以替代银行的监管作用,限制企业的道德风险并排除坏的借款人。有抵押资产的企业拥有激励去避免投资于高风险的和坏的项目,因而这些企业不需要银行高成本的监管和债务重新安排。Rajan (1992) 则认为,银行会从企业提取因垄断信息产生的租金。这意味着,随着企业项目成功和自由投资水平的提高,银行信贷的内生成本也会上升。因此,具有大量私人信息的企业会发现银行贷款是昂贵的,因而选择较低的银行贷款比例。

(四)企业质量。在 Diamond (1991) 的模型中,企业被迫一直选择受监管的银行贷款,直到历史上无过错这一信誉得以建立。当声誉建立起来,除非受到损害,声誉最终可使得企业从债券市场借入低利率成本债务。因而,企业有建立声誉的内在要求。就年轻的企业而言,若被发现从事对贷款人有害的行为,它们并没有多少声誉可以损失,银行监管并不能为它们提供足够的激励,因而它们会伪装起来从其他地方去筹款。年长的、中等声誉的企业重视声誉,因此,银行监管对它们是有用的,它们愿意使用银行贷款。年限更长的、高声誉的企业会选择使用公共债务,因为它们的声誉给予它们足够的激励,使之在没有被监管的情况下避免冒险行为。Diamond (1991) 和 Rajan (1992) 认为,企业质量与债权选择之间是一种非单调的关系:高质量的企业借公共债务,中等质量的企业借银行贷款,低质量的企业借非银行私人债务。当银行监管的成本超过收益,便可能选择公共债务。Hoshi、Kashyap 和 Scharfstein (1993) 认为,就拥有盈利项目的投资者而言,投资于非盈利项目是成本高昂的,所以他们不需要选择银行贷款而受银行监管,因而偏向公共债务。而对于没有较好投资机会的企业来说,接受无赢利项目是相对低成本的,因而它们需要银行监管以便更有效地投资。此外,Harris 和 Raviv (1991) 的信号模型显示,尽管价值被低估,高质量公司发行偿还级别高的债务;而价值被高估,低质量公司仍发行偿还级别低的债务。

(五)管理者激励。Stulz (1990) 和 Berge (1997) 分析了拥有不同股权的管理者在资本结构决策中的相对作用。由于债权的集中和信息优先权,私人债权人比公共债权人更容易约束管理者行为;反过来说,对于持有大量股权的管理者而言,私人债务的代理成本相对较低。因此,根据管理者预期假设,当其他条件相同,持有大股权的管理者不太会排斥来自私人债权人的约束。通常,股权性质激励持有大量股权的管理者去选择最大化企业价值的融资方式,同时,高股权比例使管理者可以设法隔绝债权人的约束。因此,可以认为管理者持股水平与公共债务的发行负相关。但 Twu 和 Chen

(2002)却认为,少数大股东为了维护自己的利益和减少债权人的监管,股权集中度较高的企业会选择企业间借款和公开市场融资,并使用较少的银行贷款。Smith和Watts(1992)认为,与不受管制的行业相比,由于国家效用和受其他监管机构的监督,受管制行业不大可能从事资产替代以及投资不足,因此,受管制的企业会发现其不需要私人债务的监管,因而具有更高的公共债务比例。

(六)市场竞争。Kwan和Carteton(1995)认为,非银行债务的持有人是稳定的,并且几乎是不流动的。对从事技术研究和具有高发展机会的企业来说,出于竞争的考虑它们不希望银行知道它们的信息,而且它们的这种无形资产也是难以抵押的,所以这些企业不选择银行信贷。Yosha(1995)认为,信息披露会使得敏感的信息被竞争对手获得。私人债务避免了这种高披露成本,但仍将唤起竞争对手的竞争反应,因为它会让人感觉借款人在有意隐藏高质量项目的信息。因此,Yosha认为,高质量的企业避免使用公共债务,因为信息披露可能引起竞争对手的竞争反应。低质量的企业使用公共债务,虽然这会导致高的信息披露成本,但这也揭示了项目的真实质量,从而避免了竞争对手的反应。

(七)发行成本。公共债务的发行成本通常包括投资银行费用、审计费、律师费等固定的发行成本,因此公共债务的发行成本要高于私人债务。Carey(1993)指出,公共债务发行要超过一定的规模才是经济的,而银行债务和非银行私人债务相对来说在任何水平上其成本都是经济的。Stulz和Johnson(1985)也认为,公共债务的发行成本在很大程度上与规模经济有关。小型公司在利用规模经济、降低公司债券的发行成本上能力有限,小公司往往选择银行信贷,并且多为短期借款;大型公司则趋向于长期公司债券的融资方式。Carey等(1998)认为,由于银行监管的要求,当银行向低质量企业发放信贷时必须提取大量的准备金,这限制了银行向低质量企业发放信贷。

### 三、银行债务和非银行私人债务的差异

除了区分公共债务和私人债务外,私人债务内部银行债务和非银行私人债务的区分也越来越得到研究者的重视。银行债务和非银行私人债务在监管要求、期限结构、债权人集中性等方面都存在着差异。Fama(1985)、Nakamura(1993)对银行债务与非银行私人债务进行了区分,认为不同的债源具有重要区别。Fama(1985)认为,与银行的存款关系便利了监管,这种存款关系在非银行的私人贷款中并不存在。由于准备金的要求,银行贷款成本要比非银行私人贷款的成本更高。而Nakamura(1993)则认为,考虑到信息成本,银行贷款与非银行私人贷款成本的关系与Fama的观点恰好相反,也就是说,由于要获取信息,非银行私人贷款比银行贷款成本更高。Smith(1987)的研究表明,企业在贸易信贷和银行贷款之间的选择可以充当信号显示机制。对两个存在着产品往来的企业而言,卖方向买方提供商业信贷,买方有

可能产生违约风险。如果买方企业使用商业信贷而不能获得银行贷款,这对卖方企业来说,意味着买方存在着较高的违约风险。进一步推论是,低信贷风险的企业会依赖于银行贷款,而高信贷风险的企业只能使用商业信贷。如果一个企业的财务风险过高,则商业信用和银行信用对它而言将都不适合。Carey等(1993)、Johnson(1997)、Denis和Mihov(2003)等通过实证研究也发现银行债务与非银行私人债务有重要区别。Denis和Mihov(2003)认为,非银行的私人债务更适合低质量的发行者,对低信誉和拥有较差质量项目的企业来说,非银行私人债务是银行债务和公共债务的重要补充。

### 四、债权融资结构选择的实证研究

尽管简化的理论模型大多只考虑单一债务的选择,Johnson(1997)发现,73%的企业至少拥有两种债务来源,尽管银行债务在小企业中比较普遍,但在可以进行公共债务融资的企业中,近41%的企业仍持有长期银行债务,这意味着即使企业可以进行公共债务融资,银行债务的作用依然存在。Black和Kidwell(1988)、Carey等(1993)发现,发行大量被广泛持有可公开交易证券的著名大企业也同样持有非公共债务,这表明与公共债务相比,除了节省发行成本外,私人债务还有其它的益处。

Honston和James(1996)、Johnson(1997)、Krishnaswami等(1999)、Cahtillo和Wright(2000)、Denis和Mihov(2003)、Hosono(2003)等检验了债权融资选择的决定因素,大部分研究强调了成长机会的重要性,但同时也强调了不对称信息成本、发行成本、关系银行的数目等在债权融资选择中的作用。研究证据表明,发行规模大、项目盈利高以及大企业往往使用公共债务。成长机会对债务使用的影响仍然不清楚。Johnson(1997)发现,成长性与公共债务的使用没有关系,成长机会与私人债务的使用正相关,与银行债务的使用负相关。Krishnaswami等(1999)、Cahtillo和Wright(2000)等也发现,成长机会与私人债务的使用正相关。但Honston和James(1996)发现,在只有一家关系银行的样本中它们之间的关系是负相关。Hosono(2003)以日本1990-1996制造业的数据检验了成长机会、抵押资产与债权结构的关系,发现高成长、低抵押的企业更趋向于银行借款而非发行债券。Denis和Mihov(2003)的实证研究并没有发现成长机会(托宾Q)与债权融资选择之间存在负相关关系,采用历史性数据后也是同样的结果。成长机会与债权融资选择之间往往是弱相关关系,对此的一个可能解释是,这个不显著关系归于企业通过股权与债务期限结构的选择而不是债务来源的选择来解决投资不足问题。

Hoshi等(1993)采用金融投资、固定资产与总资产的比率来表示抵押价值,发现抵押价值越高的企业越趋向于发行债券。Gilson等(1990)发现,银行债务占总资产的比率越高,债务重新安排的可能性就越高。Hoshi等(1993)发现,日本的低净值企业比高净值企业更喜欢使用私人债务。Pe-

tersen 和 Rajan (1994) 发现,对不能进入债券市场进行融资的美国小企业来说,与银行的关系在利用银行融资时是有价值的。Hooks 和 Opler (1993) 发现,对工业企业来说,信息不对称会影响银行债务的比率。而 Johnson (1997) 发现,如果企业的信息成本和监管成本较低,流动性风险和破产概率较小,并且不存在对贷方采取有害行为的动机,企业将更多地采用公共债务。Hooks (2003) 对美国企业银行债务占总债务的比率进行了研究,结果表明,不同因素的影响随规模的不同而变化。中小规模的企业,当其可自由决定的支出较低时,通常都有一个较高的银行债务比率。同样,当一个大规模企业难以被外部投资者了解时,也会有一个较高的银行债务比率。

Esho 等 (2002) 从代理成本和发行成本角度对债务期限结构与债权融资类型之间的关系进行了研究。他们发现,私人债务和短期债务在解决代理冲突时有类似作用,而公共债务和长期债务在降低固定成本方面有类似功能。采用澳大利亚企业的国际债券与辛迪加贷款数据进行分析发现,债务期限对于债权融资的选择有强烈影响,而仅有微弱的证据表明债权融资选择影响债务期限结构。

Twu 和 Chen (2002) 检验了股权结构对企业债务来源的影响,他们发现,由于台湾的企业被普遍操纵于少数大股东之手,为了维护自身的利益和减少债权人的监管,股权集中度较高的企业会选择企业间借款和公开市场的融资,并使用较少的银行贷款。当机构投资者股份增加时,企业使用的企业间借款和公开市场融资减少,因而股权结构显著影响企业的债务来源。

James (1987) 研究股价对宣布进行债务融资安排的不同市场反应,他发现市场对债券发行有负的反应,而对银行贷款有正的反应,但没有解释其决定因素。Preece 和 Mulineaux (1994) 和 Billet 等 (1995) 发现,股价对于非银行私人债务也同样具有正的反应。事实上,他们发现,股价对于非银行私人债务或银行债务安排的反应并没有统计上的显著差异。James 和 wier (1990) 则发现,银行债务与非银行私人债务在对公共债务发行时抑价的影响方面并没有差异。

Carey 等 (1993) 发现,使用银行债务的企业要比使用非银行私人债务的企业具有更大的信息不对称问题。Denis 和 Mihov (2003) 采用 1560 家公司的增量债务样本检验了企业在公共债务、银行债务和非银行私人债务之间的选择。他们发现,债源选择的最主要因素是发行者质量,高信誉的企业借公共债务,中等信誉的企业借银行贷款,低质量的企业借非银行私人债务,债务来源的强弱受到管理者的影响。Johnson (1997) 发现,银行债务与非银行私人债务有重大的区别。银行债务与托宾 Q 负相关,与固定资产杠杆比率正相关,而非银行私人债务与这些变量也有显著的关系,但方向与银行债务恰恰相反,它们都与企业年限负相关。一些变量之间的关系目前还难以通过拓展现有的理论得到解释。

债权融资结构研究是资本结构研究进一步深化的必然结果,信息不对称、道德风险、企业质量、管理者激励、市场

竞争和发行成本导致企业选择不同的债务来源。既有的文献研究表明,不但以债券为代表的公共债务和非债券的私人债务存在显著的不同,私人债务中银行债务和非银行私人债务也存在重大的差异。从国内的情况看,由于债券市场发展滞后,企业的公共债务数量极为有限。但是也应该看到,近年来由于配股增发受到抑制,可转债构成了上市公司再融资的重要方式。可转债同样属于公共债务的范畴,而随着中国债券市场的发展和融资政策的放松,公共债务有望在未来得到极大的发展。在此前提下,加快债权融资结构选择的研究实际上构成了债券市场发展研究的理论基础。另一方面,银行债务和非银行私人债务的选择研究近年来已构成了债权融资结构选择研究的新热点。在中国目前大量银行债务和非银行私人债务共存的情况下,探讨银行债务和非银行私人债务的决定因素,以及对公司价值的影响,应成为债权融资结构研究首先需考虑的问题。

#### [参考文献]

- [1] Berger, A., & Udell, G. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business*, 68(3), 351 - 381.
- [2] Berlin, M., & Mester, L. (1992). Debt covenants and renegotiation. *Journal of Financial Intermediation*, 2, 95 - 133.
- [3] Billet, M., Flannery, M., Garbkel, J., 1995. The effect of lender identity on borrowing firms equity return. *Journal of Finance* 50, 699 - 718.
- [4] Blackwell, D., Kidwell, D., 1988. An investigation of the cost differences between public sales and private placements of debt. *Journal of Financial Economics* 22, 253 - 278.
- [5] Cantillo, M., Wright, J., 2000. How do firms choose their lenders? An empirical investigation. *Review of Financial Studies* 13, 155 - 189.
- [6] Carey, M., Prowse, S., Rea, J., & Udell, G. (1993). The economics of private placements: a new look. *Financial Markets, Institutions, and Instruments*, 2(3), 1 - 55.
- [7] Carey, M., Post, M., Sharpe, S., 1998. Does corporate lending by banks and finance companies differ? Evidence on specialization in private debt contracting. *Journal of Finance* 53, 845 - 878.
- [8] Cantillo, M., Wright, J., 2000. How do firms choose their lenders? An empirical investigation. *Review of Financial Studies* 13, 155 - 189.
- [9] Chemmanur, T., Fulghieri, P., 1994. Reputation, renegotiation, and the choice between bank loans and publicly traded debt. *Review of Financial Studies* 7, 475 - 506.
- [11] David J. Denis, Vassil T. Mihov, 2003, The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings. *Journal of Financial Economics* 70 (2003) 3 - 28

- [12]Detragiache, E. 1994, Public versus private borrowing :A theory with implication for Bankruptcy reform. *Journal of Financial Intermediation* 3 (sept. 1994) ,475 - 506
- [13]Diamond, D. W. , 1991a. Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy* 99 , 689 - 721.
- [14]Diamond, D. W. , 1991. Debt maturity structure and liquidity risk. *Quarterly Journal of Economics* 106,709 - 737.
- [15]Esho, N. , Lam, Y. , Sharpe, I. G. , 2002. Are maturity and debt type decisions interrelated? Evidence from Australian firms in international capital markets. *Pacific - Basin Finance Journal* 10 (2002) 549 - 569
- [16]Fama, E. (1985). What ' s different about banks? *Journal of Monetary Economics* , 15, 29 - 39.
- [17]Gilson, S. , John, K. , Lang, L. , 1990. Troubled debt restructuring: an empirical study of private reorganizations of firms in default. *Journal of Financial Economics* 27 , 315 - 353.
- [18]Hadlock, C. , James, C. , 1997. Bank lending and the menu of ? nancing options. Unpublished Working Paper. University of Florida, Gainesville.
- [19]Harris, M. , Raviv, A. , 1991. The theory of capital structure. *Journal of Finance* 46 , 297 - 355.
- [20]Holmstro'm, B. , Tirole, J. , 1997. Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. *Quarterly Journal of Economics* 112, 663 - 691.
- [21]Hooks, L. , & Opler, T. (1993). The determinants of corporate bank borrowing. Federal Reserve Bank of Dallas, Financial Industry Studies Working Paper 1 - 93.
- [22]Hoshi, T. , Kashyap, A. , Scharfstein, D. , 1993. The choice between public and private debt: An analysis of post-deregulation corporate financing in Japan, NBER Working Paper No. 4421.
- [23]Hosono, K. 2003. Growth opportunities, collateral and debt structure: the case of the Japanese machine manufacturing firms. *Japan and the World Economy* 15 (2003) 275 - 297
- [24]Hooks, L. , 2003. The impact of firm size on bank debt use. *Review of Financial Economics* 12 (2003) 173 - 189
- [25]Houston, J. , James, C. , 1996. Bank information monopolies and the mix of private and public debt claims. *Journal of Finance* 51 , 1863 - 1889.
- [26]James, C. (1987). Some evidence on the uniqueness of bank loans. *Journal of Financial Economics* , 19, 217 - 235.
- [27]James, C. and P. wier. 1990. Borrowing relationships, intermediation, and the cost of issuing public securities. *Journal of financial economics* ,28 (Nov/Dec, 1990) ,149 - 171
- [28]Jensen, M. , Meckling, W. , 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 , 305 - 360.
- [29]Johnson, S. A. , 1997. An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 , 47 - 69.
- [30]Krishnaswami, S. , Spindt, P. , Subramaniam, V. , 1999. Information asymmetry, monitoring and the placement structure of corporate debt. *Journal of Financial Economics* 51 , 407 - 434.
- [31]Kwan, S. H. , Carleton, W. T. , 1995. The role of private placement debt issues in corporate finance. Working paper, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- [32]Myers, S. C. , 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 , 147 - 175.
- [33]Nakamura, L. , 1993. Recent research in commercial banking, information and lending. *Financial Markets, Institutions, and Instruments* 2 , 73 - 88.
- [34]Petersen, M. A. , Rajan, R. G. , 1994. The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *Journal of Finance* 159 , 3 - 37.
- [35]Preece, D. , Mullineaux, D. , 1994. Monitoring by financial intermediaries: banks versus non banks. *Journal of Financial Services Research* 4 , 191 - 200.
- [36]Rajan, R. , 1992. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm ' s - length debt. *Journal of Finance* 47 , 1367 - 1400.
- [37]Smith, J. (1987). Trade credit and information asymmetry. *Journal of Finance* , 42(4) , 863 - 872.
- [38]Smith, C. , Watts, R. , 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32 , 263 - 292.
- [39]Stulz, R. and H. Johnson, 1985. An analysis of secured debt. *Journal of financial Economics* ,14 ( Dec. 1985 ) ,501 - 521
- [40]Stulz, R. , 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26 ,3 - 27.
- [41]Twu and Tzu - Tin Chen, Stockholder Ownership Structure and Debt Source Preference, <http://www.nchu.edu.tw/~Fin/content/meeting/2002tfaconference/conferencePDF/D4/D4-3%20Twu%20and%20Chen.pdf>
- [42]Yosha, O. , 1995. Information disclosure costs, and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation* 4 , 3 - 20.
- [43]韩德宗,向凯:《我国上市公司债权融资结构的实证研究——以医药、生物制品行业为例》,《经济科学》,2003年第2期。