

引文格式: 张学伟, 徐丙岩. 集团财务公司对“去杠杆”和“降成本”的作用——基于上市公司债务融资的实证研究 [J]. 常州大学学报(社会科学版), 2020, 21 (1): 68-76.

集团财务公司对“去杠杆”和“降成本”的作用 ——基于上市公司债务融资的实证研究

张学伟, 徐丙岩

摘要: 以有财务公司的集团公司的上市公司成员为“干预组”, 其他上市公司为“控制组”, 从债务融资程度、结构、成本等三个方面, 研究财务公司如何影响集团其他成员; 同时从融资约束松紧、资产期限长短、所有权性质等角度, 分组研究相应的影响机理。研究发现: 财务公司使集团内其他企业成员的资产负债率、长期债务比、单位债务成本显著下降, 且融资约束紧的企业资产负债率下降更显著, 资产期限长的企业长期债务比下降更显著, 国有企业的债务融资成本下降更显著。

关键词: 财务公司; 债务融资; 倾向得分匹配法; 内部资本市场

作者简介: 张学伟, 管理学博士, 常州大学商学院讲师、硕士研究生导师; 徐丙岩, 常州大学商学院硕士研究生。

基金项目: 国家社科基金一般项目“基于内部资本市场分部相关性的地方国资平台整合效率及其对策研究”(17BJY031); 常州大学科研启动基金“基于内部资本市场理论的地方国有企业整合模式比较分析”(ZMF17020107)。

中图分类号: F230.9 **文献标志码:** A **Doi:** 10.3969/j.issn.2095-042X.2020.01.007

企业集团的财务公司专注于集团内部成员企业的资金清算、资金往来、存贷款服务等, 是具有中国特色的类银行金融机构。财务公司的存在活跃了企业集团的内部资本市场, 拓宽了成员企业内源融资渠道。“啄序理论”表明, 内源性融资是企业再投资的首选, 而内部资本市场拓展了企业内源性融资的边界, 使企业不仅可以依靠自身进行内源性积累, 还可以依靠企业集团形成的内部资本市场进行广义的内源性融资。从统计数据来看, 有财务公司支持的集团内上市企业的负债水平和债务融资成本都显著低于其他上市企业。可见, 财务公司具有整合集团内部资金的能力, 对研究企业“去杠杆”和“降成本”(本文指财务成本)有非常重要的意义。从实践来看, 在中国分业监管的大背景下, 各监管部门的政策难免存在冲突, 财务公司“一专多能”的目标很难完全实现。譬如, 证监会对财务公司与集团内上市公司的关联交易设置了诸多限制, 弱化了财务公司资金集中管理功能。很多财务公司只能集中20%~30%的集团资金, 离企业集团资本整体运作还有很大差距。鉴于此, 本文旨在研究财务公司对集团内上市公司债务融资行为的影响, 具体包括债务融资程度、结构、成本(单位债务成本)等方面的影响, 为发挥财务公司在供给侧改革中的作用提供理论支持。

一、理论分析与研究假设

(一) 资本结构、融资约束与财务公司

财务公司可以提高集团内部资本配置效率, 大型企业更容易通过内部资金管理获得现金储备

和财务弹性。在大型企业资金配置决策中,总部可以将企业内不同分部的资金集中起来,并利用司库体系降低资金转移成本^[1-3]。张莉^[4]研究发现,财务公司能使资金在集团内部得到更有效的管理,从而增强集团企业成员的财务柔性,减少成员企业的外部债务融资。Procasky等^[5]研究发现,司库管理效率高的大型企业,债务水平低于行业平均水平,实际上形成了一种“债务保守”现象。张亮亮^[6]将中国上市企业的“债务保守”现象归因于增强未来的融资能力,即保持足够的财务弹性。可见,“债务保守”现象更容易发生在内源融资充足、外源融资渠道较宽的企业之中,当然在中国上市公司中也较为普遍。成立财务公司的大型企业(集团),旗下产业实体普遍经营良好,因而财务公司能强化成员企业债务融资的保守性。企业负债行为的保守程度与融资约束松紧程度密切相关。一般来说,企业负债行为越保守,则企业的对外融资能力越强,融资约束越宽松(甚至不存在融资约束)。财务公司的存在加强了企业的“债务保守”现象,而当成员企业“债务保守”现象原本就很严重时(融资约束宽松),财务公司的这种效果就不明显。正如 Faulkender等^[7]认为,对于内源融资拓宽所形成的“债务保守”行为,融资约束紧张的企业反应程度要远大于融资约束宽松的企业。鉴于此,提出以下假设:

H₁: 财务公司的存在使集团成员企业的负债水平下降,而融资约束紧的成员企业负债水平下降幅度大于融资约束宽松的成员企业。

(二) 债务期限结构、资产期限与财务公司

债务期限结构是指企业债务融资中不同期限债务的搭配比例,即短期债务和长期债务在总负债中所占的比例。Morris^[8]提出了期限匹配理论,认为企业的债务期限必须与资产产生的现金流期限相匹配,只有这样才能减少因为现金流不足以进行投资和支付利息而产生的风险。Ben-Nasr等^[9]指出,在投资者保护较弱的环境中,实际控制人倾向于长期债务。王红建等^[10]研究表明,放松利率管制显著抑制企业过度负债,加快资本结构调整速度,延长企业债务期限。财务公司降低了企业集团的整体财务风险,使成员企业更多地从成本角度而不是财务风险角度进行融资考虑。长期债务的成本远高于短期债务,因此财务公司的存在使得成员企业更多地选择短期债务替代长期债务。而且,替代效应在长资产期限企业和短资产期限企业存在差异。短资产期限企业的长期债务比例本来就很低,短期债务的可替代空间很小,因此,长资产期限企业的长期债务比例下降更显著。鉴于此,提出如下假设:

H₂: 财务公司的存在使得成员企业的长期债务比例下降,且长资产期限成员企业的长期债务比例下降幅度大于短资产期限成员企业的长期债务比例。

(三) 债务融资成本、所有权与财务公司

财务公司能整合集团成员企业的流动资金和闲置资金,降低成员企业的财务费用。财务公司还可以代表集团从外部金融市场借入低成本资金,获得更多的资金收益:第一,财务公司的谈判能力强,能从中国人民银行获得更低的再贴现率,代理成员企业获取利率更低的对外融资,比如,委托贷款等本该向银行缴纳的中介费在集团内部消化,集团内外汇结算节省的手续费;第二,闲散资金能得到充分利用,同业拆借中能获取可观的利息收入,投资于银行间债券市场的中期票据、短期融资券等获取的投资收益。Cho^[11]研究发现,企业集团内部金融通显著降低了企业的财务费用。张学伟等^[12]研究发现,财务公司降低了单位债务融资成本,且单位债务融资成本越低时,融资成本下降幅度越大。从产权性质来看,民营企业面临融资歧视是中国经济转轨时期的特有现象。陈耿等^[13]研究认为,这种现象来源于民营企业的政治弱势地位;而国有企业则可利用政治关联享受政府的隐形担保,在金融市场中获取低成本的融通资金。从申请建立财务公司到全面开展财务业务的过程中,民营企业集团面临着所有制歧视,早期基本没有民营企业成立财务公司的状况也可以证明这一点。民营企业集团的财务公司在成立时间、业务范围、业务强度等

方面,与国有企业集团的财务公司相比,都存在显著的弱势。以2016年的资金归集能力指标——资金集中度为例,前者的资金归集强度不到后者的一半(民营的平均水平为21.9%,国有的平均水平为45.2%)。因此,财务公司对债务融资成员的影响也会因所有权性质的不同而不同。鉴于此,提出如下假设:

H₃: 财务公司使得成员企业的债务融资成本下降,且国有企业集团的成员企业的债务融资成本降幅大于民营企业集团的成员企业的债务融资成本降幅。

二、研究设计

(一) 数据来源

本文的研究数据来自财务公司数据和上市公司数据。第一,财务公司数据来自2007—2017年《中国企业集团财务公司年鉴》,2007年之前的财务公司数据来自中国银行保险监督管理委员会官方网站。财务公司数据主要包括成立时间、所属企业集团、所有权性质、经营状况等财务特征数据。根据财务公司所属的企业集团,追溯同一企业集团的其他上市公司,这些上市公司就是本研究中的“干预组”,是财务公司所属企业集团成员企业的代表。第二,将剩余的沪深主板上市公司作为“控制组”,用来与“干预组”匹配,所有上市公司的财务数据均来自CSMAR(国泰安)数据库。

为了保证匹配结果的稳健性,遵循如下样本筛选原则:第一,2000年以前很多样本企业还没有上市,数据缺失严重,因此,样本时间跨度选择2000—2017年;第二,剔除金融类和ST/PT类上市公司;第三,剔除样本区间内控制权发生过改变的上市企业;第四,不考虑集团内不存在上市公司的财务公司。经过数据处理,最终得到“干预组”和“控制组”研究数据。其中,“干预组”数据包括74家成立了财务公司的企业集团,含136家上市公司;“控制组”数据包括1785家上市企业。为了克服离群值的影响,主要变量都经过了Winsor缩尾处理(1%水平)。

(二) 研究方法

如果把是否拥有财务公司支持作为虚拟变量进行多元回归,则虚拟变量的回归系数将会受到样本自选择的影响,存在严重的内生性问题。监管部门对成立财务公司有严格的要求,任何集团要成立财务公司,在注册资本、成员单位资产总额、营业收入总额、现金流、公司治理、人才配备等方面都必须满足严格的要求。所以,“干预组”上市公司的资质普遍优于一般企业。即使没有财务公司,他们的债务融资行为也与其他企业存在差异。因此需要对资产规模、营业收入、现金流等进行匹配,找出那些可以成立财务公司而实际上没有成立财务公司的配对企业,具体匹配方法如下。

根据所在企业集团是否拥有财务公司,样本上市公司分为两类:有财务公司的“干预组”(Treatment group)和没有财务公司的“控制组”(Control group)。如果要正确评估财务公司带来的因果效应,就必须控制“样本选择偏误”问题。本文采用Rosenbaum等^[14]提出的倾向得分匹配法(Propensity Score Matching)来控制样本选择偏误问题,该方法的基本思想是,在“控制组”中寻找特征相似的“控制组”个体与“干预组”个体进行匹配。根据多维特征变量得到一维的倾向得分指数,从而进行样本匹配,即用“控制组”个体的结果来估计“干预组”个体的反事实结果。其中一维的倾向得分指数用下式得到:

$$p(\mathbf{X}_i) = E(D_i | \mathbf{X}_i) = P_r[D_i = 1 | \mathbf{X}_i]$$

式中: D_i 是虚拟变量,若某家上市公司的集团公司存在财务公司,则 $D_i = 1$,否则 $D_i = 0$;

$p(\mathbf{X}_i)$ 为第 i 家公司的倾向得分。由倾向指数定理可知, 控制 \mathbf{X}_i 与控制 $p(\mathbf{X}_i)$ 的效果是相同的。因此, “干预组”的平均处理效果 ATT (Average effect of Treatment on the Treatment) 如下。

$$\begin{aligned} ATT &= E[Y_{1i} - Y_{0i} | D = 1] = E\{Y_{1i} - Y_{0i} | D_i = 1, p(\mathbf{X}_i)\} \\ &= E\{E[Y_{1i} - Y_{0i} | p(\mathbf{X}_i)] | D_i = 1\} \\ &= E\{E[Y_{1i} | D_i = 1, p(\mathbf{X}_i)] - E[Y_{0i} | D_i = 0, p(\mathbf{X}_i)] | D_i = 1\} \end{aligned}$$

式中: Y_{1i} 和 Y_{0i} 分别表示公司 i 在有财务公司和没有财务公司情形下的债务融资行为。在实证分析匹配部分, 采用 Logit 模型估计倾向得分。

(三) 债务融资行为变量及其他控制变量

根据前面的理论分析, 从债务融资程度、债务融资结构、债务融资成本等三个角度分析财务公司对债务融资行为的影响, 分别选择资产负债率、长期债务比^[15]、财务费用占总费用之比来测度。这三个变量与倾向性得分模型中的控制变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量	名称	变量描述
结果变量	<i>Lev</i>	资产负债率	公司的年度负债总额除以总资产表示
	<i>Ldebt</i>	长期债务比	长期负债除以总负债
	<i>Lexp</i>	单位融资成本	财务费用除以总负债
控制变量	<i>Inv</i>	投资支出水平	投资支出除以总资产
	<i>Cashf</i>	经营净现金流	经营净现金流除以总资产
	<i>Assetr</i>	固定资产比	固定资产除以总资产
	<i>Equity</i>	所有权性质	国有控股为 1, 民营控股为 0
	<i>Lnsiz</i>	资产规模	对总资产取自然对数
	<i>Saleg</i>	营业收入增长率	营业收入的环比增长率
	<i>Roa</i>	资产收益率	净利润除以总资产
	<i>Tobin's Q</i>	托宾 Q	所有者权益和负债的市场值与公司账面总资产的比值
	<i>Cashr</i>	现金比率	货币资金除以资产总额
	<i>Sic</i>	行业	行业大类, 分别生成虚拟变量

三、实证分析

(一) 描述性统计分析及匹配结果

为了比较“干预组”和“控制组”的差异, 方便后文的分析比较, 对变量进行统计性分析(见表 2)。根据 $Pseudo-R^2$ 和 AUC 值的回归结果(见表 3)可知, 模型 4 的匹配效果最好。后续研究最终参与匹配的变量包括: 公司规模、销售增长率、现资产收益率、托宾 Q、所有权性质、行业大类。一般来说, 当“控制组”的样本容量远大于“干预组”的样本容量时, “干预组”的个体会与多个“控制组”的个体距离相近。本文的研究样本(“干预组”136 家, “控制组”1785 家)符合这个要求, 因此, 采用半径匹配(radials matching)的匹配效果最好。

表 2 描述性统计表

变量	平均值		标准差		最小值		最大值	
	干预组	控制组	干预组	控制组	干预组	控制组	干预组	控制组
<i>Lev</i>	0.538	0.521	0.193	0.195	0.112	0.137	0.942	0.942
<i>Ldebt</i>	0.157	0.141	0.185	0.178	0	0	0.841	0.958
<i>Lexp</i>	0.026	0.027	0.018	0.020	0	0	0.292	0.574
<i>Lrvt</i>	0.049	0.051	0.057	0.051	0	0	0.749	0.545
<i>Cashf</i>	0.078	0.078	0.070	0.064	0	0	0.943	0.462
<i>Asstr</i>	0.491	0.476	0.227	0.218	0.005	0	0.966	1.000
<i>Equity</i>	0.883	0.652	0.322	0.476	0	0	1.000	1.000
<i>Lnsiz</i>	22.300	21.500	1.340	1.330	18.300	10.800	27.000	29.200
<i>Saleg</i>	0.270	0.274	0.224	0.228	0	0	0.984	1.000
<i>Roa</i>	0.044	0.044	0.047	0.051	0	0	0.683	0.978
<i>Tobin's Q</i>	1.630	1.950	1.680	1.960	0.104	0.048	18.500	19.900
<i>Cashr</i>	0.151	0.137	0.090	0.096	0.012	0.011	0.421	0.403

注：变量均经过离群值处理和 1% 水平缩尾处理。

表 3 Logit 模型回归结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
<i>Lnsiz</i>	0.373 ¹⁾ (0.000)	0.366 ¹⁾ (0.000)	0.410 ¹⁾ (0.000)	0.372 ¹⁾ (0.000)
<i>Saleg</i>	-0.214 ³⁾ (0.076)	-0.192 ³⁾ (0.063)	-0.142 ³⁾ (0.081)	
<i>Roa</i>	1.362 ¹⁾ (0.001)	1.349 ¹⁾ (0.001)	1.362 ¹⁾ (0.001)	
<i>Cashr</i>	-0.021 (0.780)	0.020 (0.870)	0.095 ³⁾ (0.068)	
<i>Tobin's Q</i>	0.015 ²⁾ (0.031)	0.013 ²⁾ (0.023)	0.014 ²⁾ (0.044)	
<i>Equity</i>	1.179 ¹⁾ (0.000)	1.292 ¹⁾ (0.000)	1.180 ¹⁾ (0.000)	
<i>Sic</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Pseudo-R²</i>	0.126	0.095	0.110	0.156
<i>AUC</i>	0.826	0.758	0.806	0.859

注：¹⁾表示在 1% 的水平下相关，²⁾表示在 1% ~ 5% 的水平下相关，³⁾表示在 5% ~ 10% 水平下相关。文中括号内数值为 *P* 值。表 4、表 5、表 6、表 7、表 8 同。

由“控制组”和“干预组”在匹配前后的倾向得分（如图 1）可知：在匹配前，两组倾向得分差异明显；而在匹配后得分非常相近。这说明匹配效果较好。从匹配前后控制变量的平衡性检验（见表 4）可知，匹配前两组差异明显，不能直接进行回归；而匹配后各变量在两组间无明显差异，且卡方检验统计量（显著性水平接近于零）也表明匹配效果较好，可以进行后续回归。

（二）假设 1 的检验结果

为了检验 H_1 的后半部分，必须按样本企业的融资约束程度进行分类。Fazzari 等^[16]基于融资约束假说，提出投资-现金流敏感性理论，这个方法一直用于检验企业面临的融资约束程度。该

方法的具体做法是: 针对企业 i 做自变量为 $Cashf$ 和因变量为 $\ln vt$ 的回归分析 (实际上是针对每家上市企业做时间序列的回归分析), $Sashf$ 前的回归系数大小就代表了融资约束程度的松紧。

$$\ln vt_{it} = \alpha_i + \beta_i Cashf_{it} + \epsilon_i$$

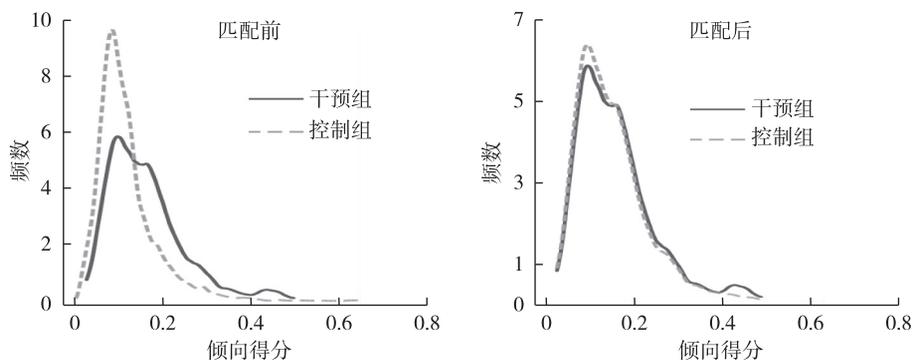


图 1 匹配前后两组倾向得分

表 4 匹配后的平衡性检验

变量	样本	平均数		标准化偏误/%	P 值
		干预组	控制组		
$\ln size$	匹配前	22.235	21.600	50.5	0.000 ¹⁾
	匹配后	22.235	22.211	2.0	0.667
$Saleg$	匹配前	0.127	0.106	7.6	0.026 ²⁾
	匹配后	0.127	0.131	-1.3	0.748
Roa	匹配前	0.029	0.014	7.7	0.051 ²⁾
	匹配后	0.029	0.031	-1.0	0.668
$Tobin's Q$	匹配前	1.486	1.699	-10.9	0.003 ¹⁾
	匹配后	1.486	1.623	-7.0	0.237
$Equity$	匹配前	0.900	0.683	55.3	0.000 ¹⁾
	匹配后	0.900	0.913	-4.0	0.216

注: “匹配前”指未实施倾向得分匹配前的样本, “匹配后”指进行匹配后的样本; “干预组”指有财务公司支持的上市企业, “控制组”指没有财务公司支持的上市企业。

根据回归系数 $\hat{\beta}_i$ 的中位数, 将样本分为两组: 小于中位数的一组称为融资约束松组, 大于中位数的一组称为融资约束紧组。连同总体组, 分三组对债务融资程度-资产负债率 Lev 进行匹配分析, 检验结果见表 5。

就总体组而言, 匹配后的资产负债率有所下降, 但都不显著。总体来看, 成立财务公司并不会导致资产负债率的显著变化。就融资约束紧组而言, 匹配前“干预组”的资产负债率比“控制组”低 28.3% (并不显著), 匹配后“干预组”的资产负债率比“控制组”低 6.6%, 显著水平有所提高 (1%水平上显著)。这个结论表明, 财务公司能有效降低融资约束紧的企业的负债水平, 一定程度上缓解了这些企业融资约束的压力, 资产负债率向最优资本结构回归, 上述结果与

假设 1 的理论预期是一致的。

(三) 假设 2 的检验结果

为了检验假设 2, 按照固定资产比率 (*Assetr*) 的中位数将样本分为两组: 一组为短资产期限组, 另一组为长资产期限组。每一个组又分为“干预组”和“控制组”。在这两组之间比较财务公司对债务结构 (长期债务比) 的影响差异, 结果见表 6。

表 5 财务公司对资产负债率的影响

组别	样本	资产负债率		ATT	标准误	P 值
		干预组	控制组			
总体组	匹配前	0.572	0.595	-0.043	0.034	0.333
	匹配后	0.564	0.601	-0.045	0.037	0.289
融资约束松组	匹配前	0.567	0.596	-0.029	0.080	0.692
	匹配后	0.568	0.557	0.011	0.015	0.375
融资约束紧组	匹配前	0.515	0.798	-0.283	0.580	0.521
	匹配后	0.514	0.580	-0.066	0.023	0.007 ¹⁾

注: ATT 表示“干预组”的平均因果效应, 下同。

表 6 财务公司对长期债务比的影响

组别	样本	长期债务比		ATT	标准误	P 值
		干预组	控制组			
总体组	匹配前	0.149	0.149	0.000	0.006	0.910
	匹配后	0.149	0.186	-0.038	0.006	0.000 ¹⁾
长资产期限组	匹配前	0.210	0.206	-0.005	0.009	0.457
	匹配后	0.202	0.248	-0.047	0.010	0.000 ¹⁾
短资产期限组	匹配前	0.086	0.093	-0.007	0.006	0.536
	匹配后	0.087	0.088	-0.001	0.006	0.481

理论上, 企业不仅存在最优的资本负债率, 还存在最优的负债结构。由表 6 可知, 无论匹配前还是匹配后, 长资产期限组和短资产期限组的长期债务比例均有显著不同, 这与已有的研究结论是一致的。总体组和长资产期限组的 *Ldebt* 在匹配后都显著下降 (ATT 为负), 但都在 1% 水平上显著; 与之相反, 短资产期限组则无明显变化。以上结果支持了假设 2, 长资产期限组企业的长期债务比下降幅度大于短资产期限组企业。

(四) 假设 3 的检验结果

为了检验国有企业成员和民营企业成员的单位融资成本是否存在差异, 根据所有权性质 (*Equity*) 将总体组分为国有组和民营组, 每一组又分为“干预组”和“控制组”。匹配前后“干预组”和“控制组”的差异见表 7。表 7 表明, 国有组的单位融资成本小于相应的民营组的融资成本。无论是总体组还是国有组, 匹配前“控制组”的单位债务融资成本均低于“干预组”0.4%, 匹配后“控制组”的单位债务融资成本低于“干预组”0.3%, 都在 1% 水平上显著。而对于民营组而言, 无论匹配前还是匹配后, “干预组”和“控制组”的结论均无明显差异 (虽然

也是“干预组”的债务成本低于“控制组”，但都不显著)。综上，假设 3 成立。

(五) 稳健性检验

我们采用现金-现金流敏感性方法替代投资-现金流敏感性方法度量融资约束，运用固定资产增长率代替固定资产占比度量资产期限，运用财务费用率（财务费用/营业收入）替代单位债务融资成本度量债务融资成本。稳健性检验结果见表 8。

表 7 财务公司对单位债务成本的影响

组别	样本	单位债务成本		ATT	标准误	P 值
		干预组	控制组			
总体组	匹配前	0.018	0.022	-0.004	0.001	0.000 ¹⁾
	匹配后	0.018	0.021	-0.004	0.001	0.001 ¹⁾
国有组	匹配前	0.017	0.021	-0.004	0.001	0.001 ¹⁾
	匹配后	0.017	0.020	-0.004	0.001	0.001 ¹⁾
民营组	匹配前	0.022	0.026	-0.004	0.003	0.127
	匹配后	0.021	0.024	-0.002	0.003	0.368

表 8 稳健性检验结果

分组	样本	债务融资程度		长期债务比		财务费用比	
		ATT	P 值	ATT	P 值	ATT	P 值
总体组	匹配前	-0.043	0.333	0.000	0.910	-0.003	0.001 ¹⁾
	匹配后	-0.046	0.243	-0.039	0.005 ¹⁾	-0.003	0.001 ¹⁾
组别 1 ⁴⁾	匹配前	-0.031	0.488	-0.005	0.269	-0.004	0.000 ¹⁾
	匹配后	-0.010	0.490	-0.044	0.001 ¹⁾	-0.004	0.000 ¹⁾
组别 2 ⁵⁾	匹配前	-0.089	0.321	-0.006	0.612	-0.004	0.136
	匹配后	-0.062	0.005 ¹⁾	-0.002	0.467	-0.002	0.298

注: ⁴⁾ 债务融资程度的组别 1 指融资约束松组，长期债务比、财务费用比的组别 1 均指长资产期限组; ⁵⁾ 债务融资程度的组别 2 指融资约束紧组，长期债务比、财务费用比的组别 1 均指短资产期限组。

四、结论

财务公司的存在强化了企业集团内部资本的管理能力，改变了成员企业的债务融资方式。实证结果支持了 H₁、H₂、H₃，财务公司降低了企业负债水平、长期债务比、单位债务成本。财务公司的存在对降低融资约束紧的企业组的负债率、长资产期限企业组的长期债务比、国有企业组的债务融资成本的作用更为明显，但作用效果在融资约束宽松组、短资产期限企业组、民营企业组相对较弱。总而言之，财务公司的存在确实增强了企业集团内部资金整合效果，对成员企业“去杠杆”和“降成本”有积极作用。就建设企业集团司库体系而言，监管部门不仅应适当放宽大型知名企业设立财务公司的审批条件，而且应针对中型企业放开申请门槛。

参考文献:

[1] ALMEIDA H, KIM C S, KIM H B. Internal capital markets in business groups: evidence from the asian financial crisis [J].

- The journal of finance, 2015, 70 (6): 2539-2586.
- [2] WANG Z, WANG Y P. Ownership, internal capital markets, and cash holdings [J]. Emerging markets finance and trade, 2019, 55 (7): 1656-1668.
- [3] 蔡卫星, 胡志颖. 企业集团、产权性质与现金持有水平 [J]. 管理评论, 2016, 28 (7): 236-251.
- [4] 张莉. 关联财务公司与上市公司外部债务融资 [J]. 会计之友, 2019 (2): 30-37.
- [5] PROCASKY W, UJAH N U, RAJA Z A. Funds from operations to total debt: a more efficient measure of leverage for capital structure decision Making [J]. Journal of accounting and finance, 2014, 14 (6): 71-74.
- [6] 张亮亮. 中国上市公司债务保守行为研究 [J]. 山西财经大学学报, 2017, 39 (10): 113-124.
- [7] FAULKENDER M, WANG R. Corporate financial policy and the value of cash [J]. The journal of finance, 2006, 61 (4): 1957-1990.
- [8] MORRIS J R. On corporate debt maturity strategies [J]. The journal of finance, 1976, 31 (1): 29-37.
- [9] BEN-NASR H, BOUBAKER S, ROUATBI W. Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity [J]. Journal of corporate finance, 2015, 35: 265-285.
- [10] 王红建, 杨笋, 阮刚铭, 等. 放松利率管制、过度负债与债务期限结构 [J]. 金融研究, 2018 (2): 100-117.
- [11] CHO Y J. Segment disclosure transparency and internal capital market efficiency: evidence from SFAS No. 131 [J]. Journal of accounting research, 2015, 53 (4): 669-723.
- [12] 张学伟, 沈瑜. 财务公司、资本结构变化与债务成本 [J]. 常州大学学报 (社会科学版), 2018, 19 (6): 55-62.
- [13] 陈耿, 刘星, 辛清泉. 信贷歧视、金融发展与民营企业银行借款期限结构 [J]. 会计研究, 2015 (4): 40-46.
- [14] ROSENBAUM P R, RUBIN D B. Reducing bias in observational studies using subclassification on the propensity score [J]. Journal of the American statistical association, 1984, 79 (387): 516-524.
- [15] ZHENG X L, EL GHOUL S, GUEDHAMI O, et al. National culture and corporate debt maturity [J]. Journal of banking & finance, 2012, 36 (2): 468-488.
- [16] FAZZARI S M, HUBBARD R G, PETERSEN B C, et al. Financing constraints and corporate investment [J]. Brookings papers on economic activity, 1988 (1): 141-206.

Group Financial Companies' Effects on "Deleveraging" and "Cost Reduction" —An Empirical Study of the Debt Financing of Listed Companies

Zhang Xuewei, Xu Bingyan

Abstract: Taking the listed enterprise groups with financial companies as the "intervention group", other listed companies as the "control group", from three aspects of debt financing degree, structure and cost, this paper studies how financial companies influence other group members, at the same time, from the angles of tightness of financing constraints, the length of assets term and the nature of ownership, it carries out a further group study of corresponding influencing mechanism. It is found that financial companies significantly reduce the asset-liability ratio, long-term debt ratio and unit debt costs of other group members, the asset liability ratio of enterprises with tight financing constraints and the long-term debt ratio of enterprises with long asset term decline more obviously, also the debt financing costs of state-owned enterprises reduce more significantly.

Keywords: financial companies; debt financing; propensity score matching; internal capital market

(收稿日期: 2019-08-25; 责任编辑: 沈秀)