

财务公司、资本结构变化与债务成本

张学伟, 沈瑜

摘要: 从成员企业资本结构属性、期限和单位债务成本三个角度研究了财务公司如何影响集团其他成员企业的债务融资行为。为了得到这三者在不同分位数上的效应差异, 实证部分在面板数据的基础上, 采用了分位数处理效应模型, 包括有条件分位数处理效应和无条件分位数处理效应。研究发现: 财务公司使企业负债水平高的更高, 低的更低; 长期债务比例下降, 且比例越高下降越多; 单位债务成本降低, 且成本水平越低的降幅越大。上述结果表明财务公司可以有效降低同集团成员企业的财务杠杆和融资成本。

关键词: 财务公司; 资本结构; 内部资本市场; 分位数处理效应

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

基金项目: 国家哲学社会科学基金一般项目“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)。

中图分类号: F230. 9 **文献标识码:** A **Doi:** 10. 3969/j. issn. 2095-042X. 2018. 06. 007

截至2017年底, 中国共有财务公司234家。财务公司作为大型企业(集团)内部金融机构, 需要符合相关条件, 得到银监会的批准方能成立。财务公司赋予了企业集团总部在成员企业间资金调拨的金融功能。在没有财务公司的情况下, 企业集团往往通过委托贷款方式来进行资金归集, 银行的手续费和政府的营业税导致了资金管理成本上升, 限制了企业集团的资金归集能力。财务公司则消除了企业集团资金管理的法律障碍, 使集团可以借助财务公司构建司库体系, 以较低的成本归集资金。显然, 财务公司拓宽了集团成员企业的融资渠道, 成员企业依靠财务公司支持可以在企业集团内部资本市场进行广义的内源融资。长期以来理论界忽视财务公司的研究, 特别是企业的资本结构和债务成本。笔者将从两个角度来研究成员企业的资本结构调整: 资本结构属性(债务与所有者权益)和资本结构期限(不同期限债务的占比)。与已有的研究相比, 笔者在研究方法上有两点不同: 第一, 采用双向固定效应模型消除可能存在的样本自选择和制度随时间变化带来的内生性问题; 第二, 采用分位数处理效应(Quantile treatment effect, 下文简称为QTE)研究财务公司的政策效果, 且不局限于平均效应, 而将整个分布的特征呈现出来, 使得实证结果更为全面和稳健。

一、文献综述

(一) 资本属性结构与财务公司

财务公司能有效加强内部资本市场的“多钱效应”, 提升成员企业的债务融资能力。大型企

业更容易通过内部资金管理获得大量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资金集中起来,并利用司库体系降低资金转移成本。窦欢等^[1]研究发现企业集团通过安排下属公司与集团财务公司签订一系列协议,能更加有效地归集和配置资金。财务公司也可能导致成员企业不愿意对外负债。上市公司都是银行的“优质客户”,往往是银行争相放贷的对象,即使是民营上市公司也不太可能出现融资难的情况^[2]。Grham^[3]研究发现规模大且经营稳健的企业债务水平很低,有的甚至为零,实际上是一种“债务保守现象”,而且司库管理效率高的大型企业,这种现象更为严重^[4]。蒲文燕等^[5]、汪金祥等^[6]都发现出于保持财务灵活性的“债务保守”现象在中国上市公司也较为普遍。能成立财务公司的大型企业(集团),其实体企业资质普遍优于行业内平均水平,因此财务公司的成立更强化了实体企业债务融资的保守性。

可见,在影响资本结构方面,存在融资能力提升与“债务保守现象”恰好相反的两种效应,哪种效应发挥主导作用取决于成员企业的财务特征,而自身的负债水平是财务特征关键变量。QTE方法可以刻画被解释变量的分布特征,是研究不同负债水平下财务公司政策效果的有效工具。

(二) 债务期限结构与财务公司

债务期限结构即短期债务和长期债务在总负债中所占的比例结构。Morris^[7]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,这样能够减少企业现金流不足以支付利息和投资需要的风险。不适当的债务期限搭配损害企业的财务安全:一方面,如果债务期限短于资产期限,则资产产生的现金流不足以偿还债务;另一方面,如果债务期限长于资产期限,则在资产停止产生现金流时企业还要偿还债务。

财务公司对债务期限结构的影响表现为财务公司给予成员企业更多的财务自由,并向最优债务期限结构调整。从收益与风险角度来看,财务公司降低了单个实体企业的财务风险,使得实体企业更多地从成本角度而不是债务期限角度进行考虑,进而选择更多使用短期债务替代长期债务。谭小平^[8]研究表明我国上市公司债务期限与资产期限存在显著的正相关关系,但我国上市公司倾向进行短期融资,正如王爽等^[9]指出轻资产经营是一种趋势。Fan等^[10]指出发展中国家低水平的公司治理导致企业普遍偏好短期融资。可见,财务公司的存在使得企业长期债务占比降低,但在不同长期债务比例的企业里降低程度会存在差异。那么究竟是哪种债务比例的企业下降程度更大呢?QTE方法可以从长期债务水平的分布特征着手,分析其受财务公司影响程度的不同。

(三) 债务成本与财务公司

财务公司使得实体企业能以较低的单位债务成本进行资金融通。实践中财务公司避免了企业“存贷双高”现象,降低了企业融资成本。2015年《中国企业集团财务公司年鉴》数据显示:财务公司吸纳存款的利率高于银行同期存款利率10%,发放贷款利率则低于同期银行贷款基准利率的90%,甚至更低。财务公司本身特性决定了其既能整合企业集团的流动资金和闲置资金,又能以低成本从金融市场获取资金,以发放长期贷款。Gopalan等^[11]研究认为子公司可以通过关联交易获得资金融通,因而不必持有过多现金。Belenzon等^[12]研究表明企业集团拥有“资金池”的优势,使得实体企业能够以低于正常市场利率获得信贷资金。

财务公司降低了企业的债务成本,但是不同成本的企业下降幅度并不相同。一般来说,高成本企业的债务成本下降空间更大,低成本企业的融资成本管理更好,但很难确定不同分位数点上债务成本下降幅度孰大孰小,在这方面,QTE方法提供了很好的分析思路。

二、数据来源和研究方法

(一) 数据来源

实证数据分为两大类: 财务公司数据和上市公司数据。财务公司数据来自 2007—2015 年的《中国企业集团财务公司年鉴》, 2007 年之前财务公司的数据来自银监会官方网站。根据财务公司所属企业集团数据, 首先追溯到同一个企业集团的上市公司, 这些上市公司是受到财务公司政策影响的样本。然后将剩余的沪深主板上市公司作为没有受到政策影响的样本, 所有上市公司的财务数据来自 CSMAR (国泰安) 数据库。为了保证匹配结果的稳健, 样本筛选原则如下: 其一, 2000 年以前数据缺失严重, 所以这里样本时间跨度为 2000—2015 年; 其二, 剔除金融类和 ST/PT 类上市公司; 其三, 剔除样本区间内控制权发生过改变的上市企业; 其四, 不考虑本集团没有上市公司的财务公司。最终得到 74 家成立财务公司的企业集团, 包含了 136 家上市公司; 同时得到“控制组”, 包含了 1 785 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%水平上)。

(二) 研究方法

分位数回归 (Quantile regression, QR) 可以得到总体的分布特征, 虽然平均效应是我们所关注的, 但分布效应也非常关键, 其特征不能完全被平均效应所体现。例如在考察某个政策的实施效果时, 前 10% 的群体与后 10% 的群体反应可能相反, 这在平均效应中是体现不出来的。因此在考察某个政策的效果时, QTE 是识别整个分布效应的有力工具, 但中位数效应比平均效应更能克服离群值的影响。按照有无先决条件, QTE 可以分为条件分位数处理效应 (Conditional quantile treatment effect, 下文简称为 CQTE) 和无条件分位数处理效应 (Unconditional quantile treatment effect, 下文简称为 UQTE)。不管有无先决条件, 平均处理效应是相同的, 但是 UQTE 和 CQTE 在处理过程中差异较大, 朱平芳等^[13]指出 UQTE 是 CQTE 的发展和补充。如果再加上是否存在内生性问题, QTE 的具体处理方法可以分为四类: 第一类是无内生性问题的条件分位数处理效应^[14], 第二类是有内生性问题的条件分位数处理效应^[15], 第三类是无内生性问题的无条件分位数处理效应^[16], 第四类是有内生性问题的无条件分位数处理效应^[17]。

D 是二值变量, 若上市公司 i 在时点 t 时集团有财务公司, 则 $D_{it}=1$, 否则 $D_{it}=0$ 。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, 那么虚拟变量的回归系数将会受到内生性问题的干扰。银监会对财务公司成立有着严格的要求, 任何一家企业集团想要成立集团财务公司, 在注册资本、成员单位资产总额、营业收入总额、现金流、公司治理和人才配备等方面都要满足严格的条件。可以说有财务公司的实体企业资质普遍好于一般企业。即使没有财务公司, 他们的债务融资行为也会区别于其他企业。

实证处理中, 很难找到 D_{it} 工具变量, 下面通过两种方法来解决可能出现的内生性问题: 第一, 通过固定效应模型来消除个体和时间上不可观察因素带来的内生性问题; 第二, 在分位数处理效应模型中加入控制变量, 以此来消除自选择带来的内生性问题。鉴于此, 文中只分析上面 QTE 中的第一类和第三类情况。

1. 个体时点固定效应模型

个体时点固定效应模型就是对于不同的时间序列 (个体)、不同的截面 (时点) 都有不同截

距的模型, 函数方程如下

$$Y_{it} = \lambda_i + \gamma_t + \mu_{it} \quad (1)$$

式中, 随机干扰项 μ_{it} 的估计量 $\hat{\mu}_{it}$ 即为去除个体和时点效应的结果变量。

2. 无内生性问题的条件分位数处理效应

考虑到 D 对估计量 $\hat{\mu}$ 的影响, $\hat{\mu}_{it}^1$ 和 $\hat{\mu}_{it}^0$ 分别是样本 i 在时点 t 潜在的效果, $\hat{\mu}_{it}^1$ 是受到财务公司影响的效果, $\hat{\mu}_{it}^0$ 是没有受到财务公司影响的效果。假设 $\hat{\mu}_{it}$ 是真实效果, 则

$$\hat{\mu}_{it} \equiv \hat{\mu}_{it}^1 D_{it} + \hat{\mu}_{it}^0 (1 - D_{it})$$

出于克服其他因素带来的内生性问题, 需要考虑额外的控制变量 X , 可得如下线性方程

$$\hat{\mu}_{it}^D = \mathbf{X}_{it}' \beta_\tau + D_{it} \delta_\tau + \varepsilon_{it}, \quad Q_{\varepsilon_{it}}^\tau = 0$$

式中, $i=1, \dots, n; t=1, \dots, T; D \in (0, 1); Q_{\varepsilon_{it}}^\tau$ 是随机干扰项 ε_{it} 的 τ 分位数; δ_τ 是 τ 分位数上的条件分位数处理效应。如果在给定 X 的条件下, D 是外生的, 即 $\varepsilon \perp (D, X)$, 则: 在 (D, X) 条件下 $\hat{\mu}$ 的 τ 分位数 $Q_{\mu|X,D}^\tau(\tau) = X'\beta_\tau + D\delta_\tau$ 。 β_τ 和 δ_τ 是需要估计的参数, β_τ, δ_τ 的估计量可以由下式给出

$$(\hat{\beta}_\tau, \hat{\delta}_\tau) = \underset{\beta, \delta}{\operatorname{argmin}} \sum \rho_\tau(\hat{\mu}_{it} - \mathbf{X}_{it}'\beta - D_{it}\delta) \quad (2)$$

式中, $\rho_\tau(u) = u \times \{\tau - 1(u < 0)\}$ 。

3. 无内生性问题的无条件分位数处理效应

现实中的数据往往是总体的一个样本, 总体才是我们关心的目标群体, 因此需要用样本信息去推断总体信息。引入控制变量 X 是为了保证干预变量 D 的系数有因果效应解释, 控制变量本身的因果效应并不重要。CQTE 到 UQTE 实质是从有条件分布到无条件分布(边缘分布)的过程。UTQE 从总体而非局限于样本对政策效果进行更为全面的评估。 τ 分位数的无条件分位数处理效应可以由式 $\Delta^\tau = Q_{\mu^1}^\tau - Q_{\mu^0}^\tau$ 得到。这里可用 Firpo^[15] 提出的方法识别, 但必须加上如下条件: $(\hat{\mu}^0, \hat{\mu}^1) \perp D | X$ 且 $0 < P(D=1 | X) < 1$ 。

θ 和 Δ^τ 的估计由下式给出

$$(\hat{\theta}, \hat{\Delta}_\tau) = \underset{\theta, \Delta_\tau}{\operatorname{argmin}} \sum W_{it}^F \times \rho_\tau(\hat{\mu}_{it} - \theta - D_{it} \Delta_\tau) \quad (3)$$

式中, $W_{it}^F = \frac{D_{it}}{P(D=1 | \mathbf{X}_{it})} + \frac{1-D_{it}}{1-P(D=1 | \mathbf{X}_{it})}$ 。

(三) 解释变量及控制变量定义

根据前文的讨论, Y 包括资本属性结构、债务期限结构和单位债务成本三个变量。一是资本属性结构的度量指标。这里采用最普遍的度量指标资产负债率(负债总额/资产总额)。二是债务期限结构的度量指标($Ldebt$)。目前有两种方式较为普遍, 一种是债务的加权平均期限^[18], 另一种是长期负债(或短期负债)占总负债的比率^[19]。考虑到样本数据原因, 后一种方式更加合适。三是单位债务成本($Lexp$)。由于国泰安数据库无法提供哪些财务费用是由债务融资引起的, 这里采用财务费用占总负债的比率来度量单位债务成本。参考李维安等^[20]的研究, 控制变量 X 包括: 公司规模($Lsize$)、销售增长率($Saleg$)、现金比率($Cashr$)、资产收益率(Roa)、托宾 Q ($Tobin's Q$)、所有权性质($Equity$)、行业大类(Sic), 这些指标的详细说明见表 1。

表 1 变量的定义表

变量类型	变量	名称	变量描述
结果变量（Y）	<i>Lev</i>	资产负债率	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（X）	<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	权益和负债的市场值与公司账面总资产的比
	<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

注：在三个结果变量中，某个结果变量做被解释变量时，另外两个变量进入控制变量。

三、实证结果

（一）描述性统计分析及匹配结果

为了比较受财务公司影响组和不受财务公司影响组的差异，分别计算变量的基本统计变量（见表 2）。

表 2 变量的描述性统计表

变量	平均值		标准差		最小值		最大值	
	A 组	B 组	A 组	B 组	A 组	B 组	A 组	B 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>Lnsiz</i>	22.310	21.530	1.340	1.330	18.330	10.808	27.010	29.210
<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	1.951	1.683	1.960	0.104	0.048	18.507	19.912
<i>Cashr</i>	0.151	0.137	0.090	0.096	0.012	0.011	0.421	0.403

注：A 组是受政策影响组，B 组是不受政策影响组，下同。

（二）实证结果

表 3 给出了回归方程（1）得到的 $\hat{\mu}$ 在不同组和不同分位数上的统计描述。 $\hat{\mu}$ 包括三个变量，分别是 *Lev* 的残差 $\hat{\mu}(Lev)$ ，*Ldebt* 的残差 $\hat{\mu}(Ldebt)$ ，*Lexp* 的残差 $\hat{\mu}(Lexp)$ 。 $\hat{\mu}(Lev)$ 在 A 组和 B 组不同分位点（0.25，0.75）的差异方向正好相反，而 $\hat{\mu}(Ldebt)$ 和 $\hat{\mu}(Lexp)$ 在不同分位点的差值正负相同。

表 3 残差 $\hat{\mu}$ 的描述性统计表

$\hat{\mu}$	$\tau = 0.25$		$\tau = 0.50$		$\tau = 0.75$	
	A 组	B 组	A 组	B 组	A 组	B 组
$\hat{\mu}(Lev)$	-0.088	-0.084	-0.006	-0.006	0.080	0.074
$\hat{\mu}(Ldebt)$	-0.064	-0.066	-0.010	-0.015	0.058	0.050
$\hat{\mu}(Lexp)$	-0.009	-0.009	-0.001	0.000	0.009	0.010

回归方程 (2) 的实证结果见表 4。从 D 在 $\tau=0.25$ 和 $\tau=0.75$ 的分位点回归系数来看, 我们可以发现三个可能的现象: 第一, 财务公司对负债率的影响, 表现为高负债率的增加、低负债率的减少; 第二, 财务公司降低了企业负债结构中长期债务的比例, 且长期债务比越高, 降低幅度越大; 第三, 财务公司降低了单位债务融资成本, 且成本越低, 降低幅度越大。这些现象揭示了 OLS 回归中平均效应所不能发现的特征。其他变量 (控制变量) 的实证结果这里就不再解释。

表 4 财务公司的条件分位数处理效应表

$\hat{\mu}$	$\hat{\mu}(Lev)$		$\hat{\mu}(Ldebt)$		$\hat{\mu}(Lexp)$	
	$\tau = 0.25$	$\tau = 0.75$	$\tau = 0.25$	$\tau = 0.75$	$\tau = 0.25$	$\tau = 0.75$
D	-0.003 2 ¹⁾ (0.010)	0.004 1 ²⁾ (0.050 0)	-0.004 2 (0.012)	-0.008 1 ¹⁾ (0.000)	-0.002 5 ²⁾ (0.050)	-0.001 4 ¹⁾ (0.010)
$\hat{\mu}(Lev)$			0.000 3 (0.116)	0.000 4 ²⁾ (0.050)	0.001 (0.204)	0.000 2 (0.326)
$\hat{\mu}(Ldebt)$	0.021 6 ¹⁾ (0.010)	0.042 8 ¹⁾ (0.000)			0.005 ¹⁾ (0.000)	0.004 ¹⁾ (0.000)
$\hat{\mu}(Lexp)$	0.451 2 ¹⁾ (0.000)	0.525 0 ¹⁾ (0.000)	-0.044 6 ¹⁾ (0.000)	0.066 7 (0.303)		
$Lnsize$	0.018 6 ¹⁾ (0.000)	0.005 2 ¹⁾ (0.000)	0.005 2 ¹⁾ (0.000)	0.018 9 (0.000)	0.000 2 ³⁾ (0.100)	-0.000 9 ¹⁾ (0.000)
$Saleg$	-0.000 1 ¹⁾ (0.000)	-0.000 1 (0.568)	-0.000 1 (0.743)	0.002 2 ³⁾ (0.100)	0.000 1 (0.326)	0.000 2 (0.241)
Roa	-0.155 6 ¹⁾ (0.000)	0.000 6 ¹⁾ (0.000)	0.000 1 (0.876)	-0.002 6 (0.673)	0.000 1 (0.942)	0.000 1 (0.723)
$Tobin's Q$	-0.011 1 ¹⁾ (0.000)	0.003 6 ²⁾ (0.050)	0.000 1 (0.268)	0.000 1 (0.163)	-0.001 3 ²⁾ (0.050)	-0.001 5 ²⁾ (0.050)
$Cashr$	-0.056 1 ¹⁾ (0.003)	-0.108 8 ¹⁾ (0.000)	0.011 5 (0.123)	-0.115 3 ¹⁾ (0.000)	-0.030 6 ¹⁾ (0.000)	-0.024 5 ¹⁾ (0.000)
Sic	控制	控制	控制	控制	控制	控制

注: ¹⁾ 指在 1% 的水平下相关, ²⁾ 指在 1%—5% 的水平下相关, ³⁾ 指在 5%—10% 水平下相关。文中括号内数值为 P 值, 表 5 同。

表 5 呈现了 UQTE 方程 (3) 的回归结果, 对比表中也列示了 CQTE 的结果。从两者对比的三个角度来看: 一是去除其他特征的影响, 仅考虑财务公司影响, UQTE 中的负债率上升幅度更大, 这表明大部分企业, 特别是非上市企业存在一定程度的融资约束问题; 二是长期债务占比

在 UQTE 中同样表现为下降，只是下降幅度降低，这表明，与上市公司样本相比，总体企业，特别是非上市公司的财务灵活性较弱，不能进行灵活地调整；三是在 UQTE 中，单位债务成本的下降幅度更大，这说明了样本上市公司本身的融资成本低于非上市企业，总体而言非上市企业债融资成本相对较高。

表 5 UQTE 和 CQTE 的比较

$\hat{\mu}$	类别	$\tau = 0.1$	$\tau = 0.25$	$\tau = 0.50$	$\tau = 0.75$	$\tau = 0.90$
$\hat{\mu}(Lev)$	CQTE	-0.004 0 ¹⁾	-0.003 2 ¹⁾	-0.001 6	0.004 1 ²⁾	0.006 2 ¹⁾
	UQTE	-0.002 0 ³⁾	-0.001 3	-0.000 2	0.005 7 ²⁾	0.010 9 ¹⁾
$\hat{\mu}(Ldebt)$	CQTE	-0.003 7 ³⁾	-0.004 2	-0.006 4 ²⁾	-0.008 1 ¹⁾	-0.012 0 ¹⁾
	UQTE	-0.000 7	-0.000 7 ³⁾	-0.001 2 ³⁾	-0.003 2 ²⁾	-0.005 0 ²⁾
$\hat{\mu}(Lexp)$	CQTE	-0.002 5 ¹⁾	-0.002 5 ²⁾	-0.002 2 ¹⁾	-0.001 4 ¹⁾	-0.001 2 ¹⁾
	UQTE	-0.003 3 ¹⁾	-0.003 6 ¹⁾	-0.003 6 ³⁾	-0.003 4 ²⁾	-0.003 8 ¹⁾

四、结论

财务公司的存在强化了大型企业或企业集团的内部资本市场管理能力，改变了成员企业的杠杆结构和融资成本。财务公司的政策效应表现为：负债水平高的更高、低的更低；长期债务比例显著下降，效果随分位数的增加而降低；单位债务成本显著下降，降幅随分位数的降低而增加。UQTE 从总体的角度得到了类似的结论，可以作为 CQTE 实证结果的稳健性检验。总而言之，财务公司的存在显著提升了企业集团内部资金整合效果，对实体企业的“去杠杆”和“降成本”有积极作用。

从建设企业集团自己的司库体系来看，监管部门对财务公司的设立审批条件应适当放宽，不仅针对大型知名企业，而且要针对中型企业。理论界对财务公司未来的发展路径存在很大争议：一方认为财务公司的主要职能是“以融促产”，为企业集团的产业链提供金融服务；另一方认为财务公司应尽快获得全能金融牌照，进入金融行业。从整个金融改革的进程来看，财务公司应向全能型金融机构转变，仅做产融结合不能充分发挥财务公司的优势。只有给予财务公司充分的竞争资格，才能有效打破银行垄断，提高金融市场的配置效率。在当前供给侧改革“三去一降一补”的背景下，降低财务公司成立的门槛、允许财务公司拥有更多金融市场权限，可以极大促进财务公司功能的发挥，降低实体企业的负债水平和债务融资成本。

参考文献：

[1] 窦欢, 陆正飞. 大股东控制、关联存款与现金持有价值 [J]. 管理世界, 2016 (5): 141-150.
[2] 方军雄. 民营上市公司, 真的面临银行贷款歧视吗? [J]. 管理世界, 2010 (11): 123-131.
[3] GRHAM J R. How big are the tax benefits of debt? [J]. Journal of finance, 2000, 55 (5): 1901-1941.
[4] 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.
[5] 蒲文燕, 张洪辉, 肖浩. 债务保守, 投资机会与中国上市公司资本投资 [J]. 管理评论, 2012 (4): 36-44.
[6] 汪金祥, 吴育辉, 吴世农. 我国上市公司零负债行为研究: 融资约束还是财务弹性? [J]. 管理评论, 2016 (6): 32-41.
[7] MORRIS J R. On corporate debt maturity strategies [J]. Journal of finance, 1976, 31 (1): 29-37.
[8] 谭小平. 上市公司债务融资短期化成因与治理方略 [J]. 现代财经, 2008 (5): 31-34.

- [9] 王爽, 林凯, 王卫星. 冰山理论视角下科技型中小企业轻资产运营能力评价研究 [J]. 常州大学学报 (社会科学版), 2016, 16 (6): 72-80.
- [10] FAN J P H, TITMAN S, TWITE G. An international comparison of capital structure and debt maturity choices [J]. Journal of financial and quantitative analysis, 2012, 47 (1): 23-56.
- [11] GOPALAN R, NANDA V, SERU A. Internal capital market and dividend policies: evidence from business groups [J]. The review of financial studies, 2014, 27 (4): 1102-1142.
- [12] BELENZON S, BERKOVITZ T. Innovation in business groups [J]. Management science, 2010, 56 (3): 519-535.
- [13] 朱平芳, 邱俊鹏. 无条件分位数处理效应方法及其应用 [J]. 数量经济技术经济研究, 2017 (2): 139-155.
- [14] KOENKER R, BASSETT J G. Regression quantiles [J]. Econometrica: journal of the econometric society, 1978, 46 (1): 33-50.
- [15] ABADIE A, ANGRIST J, IMBENS G. Instrumental variables estimates of the effect of subsidized training on the quantiles of trainee earnings [J]. Econometrica, 2002, 70 (1): 91-117.
- [16] FIRPO S. Efficient semiparametric estimation of quantile treatment effects [J]. Econometrica, 2007, 75 (1): 259-276.
- [17] FROLICH M, MELLY B. Unconditional quantile treatment effects under endogeneity [J]. Journal of business & economic statistics, 2013, 31 (3): 346-357.
- [18] GOPALAN R, SONG F, YERRAMILLI V. Debt maturity structure and credit quality [J]. Journal of financial and quantitative analysis, 2014, 49 (4): 817-842.
- [19] ZHENG X, GHOU L E S, GUEDHAMI O, et al. National culture and corporate debt maturity [J]. Journal of banking & finance, 2012, 36 (2): 468-488.
- [20] 李维安, 王鹏程, 徐业坤. 慈善捐赠, 政治关联与债务融资——民营企业与政府的资源交换行为 [J]. 南开管理评论, 2015 (1): 4-14.

Financial Company, Capital Structure Change and the Cost of Debt

Zhang Xuewei, Shen Yu

Abstract: From three perspectives, namely, the nature of member companies' capital structure, the time limit and the cost of debt, the debt financing by financial company to influence other member companies is studied. In order to attain the effects of three prospects differences in different quantiles, on the basis of panel data, by use of quantile treatment effect model, including the conditional and unconditional quantile treatment effects, it demonstrates that financial company makes enterprises' high-level debt higher and low-level lower; makes long-term debt ratio decrease, the higher the ratio, the more decreased; makes the cost of debt decline, the lower the cost, the more declined. The results show that financial company can effectively reduce the financial leverage and the cost of financing of member companies in the same enterprise.

Key words: financial company; capital structure; internal capital market; quantile treatment effect

(收稿日期: 2018-05-26; 责任编辑: 沈秀)