

外资持股与企业债务融资成本差异

蔡 春^{1,2}, 梁子慧^{1,2}

(1. 西南财经大学 会计学院, 四川 成都 611130;

2. 中国政府审计研究中心, 四川 成都 611130)

摘 要: 外资股东的引入代表着我国经济多元化发展, 可以增强国内企业综合竞争力, 影响企业债务融资能力, 那么外资持股是否可以减小企业债务融资成本差异呢? 本文对二者关系进行实证检验。研究发现: 外资持股可以有效降低企业债务融资成本差异, 其比例越高则企业债务融资成本差异越小, 而且外资股东持股对企业债务融资成本正向差异比对企业债务融资成本负向差异的作用更为显著。进一步的研究表明, 外资股东有一定的异质作用, 其数量和类型在对企业债务融资成本差异的影响上均表现出显著差异; 外资持股主要通过提高企业内部治理效率和增加企业内部融资能力来降低企业债务融资成本差异。研究验证结果可为上市公司如何选择外资股东提供决策参考。

关键词: 外资持股; 债务融资成本; 债务融资成本差异

中图分类号: F832.5

文献标识码: A

文章编号: 1005-0566(2022)05-0159-10

Foreign Shareholding and Corporate Debt Financing Cost Difference

CAI Chun^{1,2}, LIANG Zihui^{1,2}

(1. School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China

2. Center for China's Governmental Auditing Research, Chengdu 611130, China)

Abstract: The participation of foreign shareholders shows the diversified development of China's economy, which enhances the comprehensive competitiveness of domestic enterprises and affects the debt financing ability of enterprises, so whether foreign shareholding can reduce difference of corporate debt financing cost, this paper empirically tests their relationship. The results show that foreign shareholding can effectively reduce the difference of debt financing cost, the higher the proportion of foreign shareholding, the smaller the difference of debt financing cost, and the effect of foreign shareholders' shareholding on the positive difference of corporate debt financing cost is more significant than the negative difference of corporate debt financing cost. Further research shows that foreign shareholders have a certain heterogeneous effect, and their number and types show significant differences in the impact on the difference of corporate debt financing costs; Foreign shareholding mainly reduces the difference of debt financing cost by improving the internal governance efficiency and increasing the internal financing ability of enterprises. This paper verifies the governance role of foreign shareholding, and provides a decision-making reference for the listed companies on how to choose foreign shareholders.

Key words: foreign shareholding; debt financing cost; debt financing cost difference

收稿日期: 2021-10-15 修回日期: 2022-04-28

作者简介: 蔡春(1963—), 男, 四川宜宾人, 西南财经大学会计学院教授、博士生导师, 中国政府审计研究中心主任, 博士, 研究方向为审计与会计理论。通信作者: 梁子慧。

在中国特色社会主义发展进程中,我国始终坚持对外开放,持续推进经济高质量发展,吸引和利用外资是重要方式之一。根据联合国《2021 年世界投资报告》,中国位于全球最具吸引力的投资东道国前列,2019 年我国外资持股企业比例已上升至近 40%。实践证明,中国经济不断迈向中高端水平,关键在于经济发展的开放性,特别是高层次的对外开放,引入外资是中国经济对外开放的重要内容。2020 年 8 月,国务院发布《关于进一步做好稳外贸稳外资工作的意见》,强调稳定外资主体的重要性,为吸引外资提供了政策性支持。

债务融资是我国企业融资的主要方式,较少的限制性条件可使企业更容易获取资金,以促进企业的正常运转。债务融资成本取决于企业获得债务融资的难易程度,代表着企业债务融资能力,通常受到企业自身、政府、银行以及市场的多方影响。现阶段我国的金融体制并不完善,长期固化的结构性矛盾导致金融资源在同类企业间配置并不均衡,金融机构进行资源配置时往往将企业属性放在首位,忽视了企业对资源的使用效率,长此以往造成金融供给扭曲,同行业公司间债务融资能力出现差异。企业债务融资能力的不同导致企业债务融资成本波动,当企业债务融资成本高于或者低于行业债务融资成本平均水平时,形成债务融资成本差异^[1]。债务融资成本差异直接影响企业的生存和发展。外资股东作为外部持股人具有更高的独立性,有效监督约束管理层行为,改善公司治理环境,更重要的是可以给被投企业提供先进技术和管理理念,促进企业良好运行从而带动当地经济,有利于维持与当地政府间的良性关系。同时,外资股东享受国家给予的有利政策,降低所在企业融资约束。根据之前已有研究^[2-3],外资股东的引入可以缓解代理问题并改善公司治理结构,增强企业债务融资能力,那么外资持股是否可以减小债务融资成本差异问题,主要影响债务融资成本差异的哪些方面,其作用机制是什么,本文将对这些问题进行逐一探讨。

本文主要贡献在于:第一,验证外资股东的治理作用。在经济全球化和金融市场化的时代背景

下,逐利性动机成为投资者参与主体行为的重要因素,外资股东作为典型的异质资源,对企业发展和提高竞争力有着重要作用。从微观角度探讨外资持股对我国企业的影响,结果表明外资股东在一定程度上发挥了公司治理作用,减小同类企业间债务融资成本差异,保证企业获取金融资源的公平性和稳定性。第二,为减少企业间债务融资成本差异提供思路。我国经济体制决定了企业融资能力的异质性,导致同类企业间获取金融资源的难易程度相差较大,形成债务融资成本差异。从公司治理角度出发,验证良好内部治理可以减少同类企业债务融资成本差异,为促进同类企业良性竞争和谐发展,减少企业间债务融资成本差异提供思路。第三,为国内企业引入外资提供经验证据。商务部《“十四五”商务发展规划》强调利用外资的重要性,对外资引入给出政策细则,鼓励并扩大外资企业准入领域。研究表明外资股东对国内企业的积极影响,并进一步验证外资股东的异质作用,为国内企业如何引入外资提供经验证据。

一、文献综述

(一) 债务融资成本与债务融资成本差异

债务融资是企业获得资金的重要方式,如何降低债务资金使用成本对企业实现持续经营有着重要意义。关于债务融资成本的研究比较丰富,从影响因素角度而言,主要有微观因素、宏观因素两大类。

从微观因素来看,首先,企业特征直接影响着债务融资成本,一般而言具有良好企业特征和保持一定政治关联的企业,其融资约束越小,债务融资成本越低^[4]。其次,公司治理对债务融资成本的影响至关重要,良好的公司治理结构代表了高质量的管理水平和公司治理能力,可以吸引更多更优质的债权人,降低企业的债务融资成本。如董事会特征以及企业股权结构能直接影响企业内部治理机制,良好的监督可以缓解企业代理问题,并且可以促进信息披露的质量和效率,从而降低债务融资成本^[2,5-6]。在此基础上,也有不少学者聚焦于董事以及高管特征,研究发现董事高管的

背景、学历和人际关系对债务活动有显著影响,高声誉机制象征着良好的治理水平和较高的信息披露质量,使企业债务融资成本较低^[7-9]。除了内部治理机制之外,外部治理机制对企业融资也有一定影响,如审计师、分析师、机构投资者以及各类媒体等,作为企业第三方将披露更多公允信息,降低信息不对称,从而降低债务融资成本^[10]。最后,企业行为通常作为一种信号,为投资者和债权人传递企业的发展规划和前景,从而影响企业债务融资成本^[11-12]。

从宏观因素来看,我国拥有特殊的经济体制和独特的市场环境,金融资源会因所有制性质不同以及地域差异等因素而倾斜,出现同类企业之间资源配置非均衡特征^[13]。关于债务融资成本差异的文献主要集中于研究其经济后果,我国资源配置的不平衡,容易产生企业债务融资成本差异,而这种成本差异会导致企业非效率投资,阻碍企业创新以及影响创新产出等^[14-15],造成金融服务质量低下和效率不足。

(二) 外资股东持股

异质性资源代表着企业多元化的发展模式,为企业带来巨大的竞争优势,其竞争优势在于不同资源都具有一定的潜在优势,资源整合后优势差异互补,形成更大的竞争优势从而达到优势加成状态,为企业提供可持续发展的竞争动力。外资持股是具有代表性的异质资源,其重要性在之前研究中已经被证实,而关于外资持股经济后果的相关研究结论并不统一。有学者认为外资持股出于机会主义获利的动机,表现出负向的经济后果^[16-17]。但大多数学者认为外资持股表现出积极的经济后果,可以发挥一定的内部治理作用,增加其所在企业风险承担能力从而增加企业价值。企业引进外资股东,与之形成合作关系,有利于企业获取先进管理方法,优化企业治理模式,拓展企业外部经营渠道,提高高管人员经营管理能力和风险防控意识,形成高质量企业治理机制,进而影响企业融资。

具体而言,外资股东进入企业可以实现企业自身价值,如可以在一定程度上缓解企业融资约

束^[2-3],通过增加股价信息含量引导企业正确投资^[18-19],通过股权制衡和改善信息环境抑制大股东掏空行为^[20]。此外,还能影响资本市场,提升企业的社会价值,如减少市场性波动以及在一定程度可以提升企业社会责任表现^[21-22]。这一系列的经济后果均说明外资股东进入企业发挥了强有力的治理作用,而其治理作用,一是外资股东在公司治理问题中通常能够保持中立态度,给出中肯的治理建议,影响管理层的决策行为并提升企业管理水平,从而可以缓解代理问题^[23-24];二是外资股东可以提高信息披露质量,减少信息不对称。

综上所述,债务融资成本差异受到公司治理质量与效率的影响,而外资股东通常发挥治理作用,既可以缓解委托代理问题又能降低信息不对称。但是在外资持股与债务融资的相关研究中,仅有少数文章研究外资持股与企业融资约束的关系,鲜有文献研究外资持股对债务融资成本差异的影响。

二、理论分析与研究假设

当外资股东进入中国资本市场时,他们以其独特的身份和优势在其上市公司中发挥着积极的作用。这种积极作用主要体现在两个方面:治理能力和融资能力。从治理的角度来看,一方面,外资股东表现出“有形”的影响力。外资股东的进入带来的大量资金和先进技术可以直接提高企业的生产效率,丰富的经营理念为企业发展和风险应对提供了有效的思路;另一方面,外资股东显示出“无形”的影响力。与本地股东相比,外资股东通常处于更加独立的地位,与其他股东和管理层的利益冲突也较少。外资持股可以限制管理层的行为,减少代理问题。上述影响都表明,外资股东可以提高其企业的治理效率,改善企业的运营和生产,促进当地经济发展,改善企业与外部世界的关系,特别是与政府和银行的关系,从而缓解企业融资约束,降低债务融资成本,缩小同类企业融资成本差异。从融资角度看,改革开放以来,中国出台了一系列引进外资政策,“十四五”期间不断优化营商环境,促进多元化经济发展,扩大外资市场准入,确保了“六稳六保”的有效落实。相关政策明

确指出,要加强对外资企业的金融支持,积极保障外资企业的融资需求。外资股东进入上市公司后,企业将享受一系列优惠政策,降低债务融资成本,使企业债务融资成本达到平均水平,从而减少债务融资成本与同类企业的差异。

也有研究表明,外资股东倾向于追求短期利益而出现短视行为,在所在企业的治理上发挥消极作用,他们更倾向于选择时间短投入少盈利多的项目,以较少的付出获得自身利益最大化。因此外资股东或许并不会主动参与公司治理,他们的投入只是为了暂时的获利而并非企业长远发展,故外资持股从根本上并不能影响企业的发展效率和效果。相反,其逐利行为会影响企业原本的经营模式和对长远发展的计划,降低企业在地方的影响力,增加融资约束,使企业债务融资成本偏离正常水平。

综上所述,从外资股东的治理能力和融资能力来看,外资持股能减少融资约束,使所在企业的融资成本维持在正常水平而减小企业债务融资成本差异;从外资追求短期利益看,外资持股会阻碍企业治理和长远发展目标,故增加企业间债务融资成本差异,于是提出以下研究假设:

H1a:在其他条件不变的情况下,外资股东持股能降低企业的债务融资成本差异;

H1b:在其他条件不变的情况下,外资股东持股将扩大企业的债务融资成本差异。

本文将债务融资成本差异使用企业的债务资金使用成本与所在行业平均资金使用成本的偏离百分比来衡量,并在此基础上将债务融资成本差异分为债务融资成本正向差异和债务融资成本负向差异。当债务融资成本差异大于零则为债务融资成本正向差异,小于零则为债务融资成本负向差异。企业债务资金使用成本偏离方向表明同行业中企业的融资能力和效率存在差异,而且企业受外资影响的程度会因偏离方向的不同而不同。

如前所述,外资股东投资企业所发挥积极或消极的作用,对企业债务融资成本有显著影响。当企业债务融资成本正向差异时,表明企业债务融资成本高于行业平均水平,从外资股东发挥积

极作用的角度看,外资股东进入企业后会充分发挥治理能力和融资能力,降低企业融资约束,使其债务融资成本降低并趋于平均水平,达到标准状态;从外资股东表现出消极作用的角度看,外资股东一味追求自身利益而忽视企业的利益和长远发展,往往消极对待企业决策,甚至以损害当地发展来实现自身短期利益,导致企业债务融资成本增加,加剧企业债务融资成本正向差异。当企业债务融资成本为负向差异时,表明企业债务融资成本低于行业平均水平,那么从外资股东发挥积极作用的角度看,外资股东的加入仅仅是“锦上添花”,良好的治理理念和优越的融资条件可以帮助企业得到更好的发展。但值得注意的是,企业债务融资成本具有一定的范围,并不会因外界条件无下限的降低其成本,而企业债务融资成本负向差异表明企业融资约束较低,此时外资股东即使发挥积极作用其作用也微乎其微;从外资股东表现消极作用的角度看,外资投资者的利己主义思想促使他们只顾眼前利益,对于企业发展将给出利己的短视建议,从而影响企业对外的良好形象,增加企业融资约束。需要强调的是,企业债务融资成本负向差异在很大程度上是制度和企业本身所决定的,外资股东并不能轻易改变。从另一角度看,与企业债务融资成本正向差异相比,当企业债务融资成本负向差异时,说明企业拥有较低的债务融资成本,企业发展态势良好,外资股东更容易出现“搭便车”的情况,对企业的影响相对薄弱。

综上所述,外资股东无论发挥积极作用还是发挥消极作用,其对企业债务融资成本正向差异比对企业债务融资成本负向差异的作用均更为显著,因此提出研究假设 H2:外资股东持股对企业债务融资成本正向差异比对企业债务融资成本负向差异的作用更为显著。

三、研究设计

(一)主要变量说明

1. 债务融资成本差异

参考周煜皓等(2014)^[1]以企业资金使用成本与行业平均资金使用成本的偏离程度来衡量债务融资成本差异。其中,资金使用成本的衡量方法

主要有两种:一是以企业利息支出除以借款总额来表示;二是以企业利息支出除以扣除了应付账款后的负债总额来表示。根据数据统计情况,本文主要使用后一种方法进行衡量,第一种方法因缺失数据较多,将其作为稳健性检验。在此基础上,本文将债务融资成本差异进一步划分为债务融资成本正向差异($COSTMUP$)和债务融资成本负向差异($COSTMDOWN$), $COSTMUP$ 为企业债务融资成本差异大于零的值, $COSTMDOWN$ 为企业债务融资成本差异小于零的值的绝对值,两者值越大表明企业债务融资成本正向(负向)差异越大。

2. 外资持股

参考步丹璐等(2021)^[22]选取外资持股行为(FI)和外资持股比例(FIP)衡量外资持股。企业外资持股行为定义为该企业前十大股东内有外资股东则为1,否则为0;外资持股比例定义为该企业前十大股东中外资股东持股比例之和。

(二)模型设定

借鉴卢佳瑄等(2021)^[24]以及宁薛平等(2020)^[25]的模型构建思路,结合本文研究假设,构建模型(1)检验外资持股对企业债务成本差异的影响,模型中控制了企业特征($Control$)、年份($Year$)和行业($Industry$),企业特征主要包括企业规模($Size$)、资产负债率(Lev)、盈利能力(Roa)、发展能力($Grow$)、自由现金流量(Cf)、投资机会($Tobin$)、独立董事比例($Indr$)、股权集中度($Top1$)和产权性质($Owner$);构建模型(2)检验外资持股分别对企业债务成本向上差异和向下差异的影响,同样控制了企业特征($Control$)、年份($Year$)和行业($Industry$)。

$$COSTM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FI_{i,t}/FIP_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \sum_t Year_t + \sum_i Indus try_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$COSTMUP_{i,t}/COSTMDOWN_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FI_{i,t}/FIP_{i,t} + \gamma Controls_{i,t} + \sum_t Year_t + \sum_i Indus try_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(三)样本选择与数据来源

选取2008—2019年沪深两市A股上市公司为初始研究样本,剔除金融保险类、ST以及缺失值

较多的上市公司,并将所有连续变量都进行1%和99%的缩尾处理,最终获得有效观测样本数为20943个。内部控制数据来自迪博内部控制数据库,其余样本数据均来自国泰安数据库。

四、实证检验

(一)描述性统计

表1为描述性统计结果。可以发现,企业债务融资成本差异($COSTM$)最大值为2.37,最小值为-1,表明上市公司之间的债务融资成本具有一定的差异,并且债务融资成本差异表现出正向差异和负向差异两种情形。其中债务融资成本正向差异均值0.59,标准差0.55;而债务融资成本负向差异均值0.51,标准差0.31,表明企业债务融资成本正向差异和负向差异的情况基本一致。外资持股行为(FI)均值0.26,而外资持股比例(FIP)最大值88.55,75%分位值为0.34,表明样本中有26%的企业存在外资持股行为,并且持股比例相差较大。

表1 描述性统计

variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
$COSTM$	20943	0.00	0.69	-1.00	-0.54	-0.06	0.42	2.37
$COSTUP$	9822	0.59	0.55	0.01	0.21	0.45	0.79	3.11
$COSTDOWN$	11121	0.51	0.31	0.01	0.23	0.50	0.80	1.00
FI	20943	0.26	0.44	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
FIP	20943	3.77	10.67	0.00	0.00	0.00	0.34	88.55
$Size$	20943	22.24	1.31	19.71	21.30	22.06	22.99	26.22
Lev	20943	0.46	0.20	0.07	0.30	0.460	0.62	0.95
Roa	20943	0.03	0.06	-0.26	0.01	0.03	0.06	0.18
$Grow$	20943	0.20	0.48	-0.56	-0.02	0.110	0.28	3.22
Cf	20943	0.04	0.07	-0.18	0.00	0.04	0.09	0.24
$Tobin$	20943	2.01	1.26	0.88	1.23	1.60	2.290	8.36
$Indr$	20943	0.37	0.05	0.33	0.33	0.33	0.43	0.57
$Top1$	20943	35.08	15.08	8.63	23.09	33.18	45.41	75.00
$Owner$	20943	0.44	0.50	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

(二)实证分析

1. 外资持股与债务融资成本差异

本研究分别用 FI 和 FIP 与 $COSTM$ 进行回归,实证检验外资持股与企业债务融资成本差异的关系,结果如表2所示,其中列(1)和列(2)分别为控制变量被控制前后外资持股行为(FI)与债务融资成本差异关系检验,列(3)和列(4)分别为控制变量被控制前后外资持股比例(FIP)与债务融资成本差异关系检验。检验结果显示,在控制变量被控制前后, FI 系数分别为-0.077和-0.03, FIP 的系数分别为-0.003和-0.002,均在1%水平上

显著,表明外资持股对企业债务融资成本差异有显著负向作用,即拥有外资持股的企业,其债务融资成本差异较小;并且企业外资持股比例越高,债务融资成本差异越小。上述结果验证了假设 H1a,外资持股在一定程度上可以降低企业间债务融资成本差异。

表 2 外资持股与债务融资成本差异的检验结果

变量	(1) COSTM	(2) COSTM	(3) COSTM	(4) COSTM
FI	-0.077 *** (-7.41)	-0.030 *** (-2.89)		
FIP			-0.003 *** (-8.33)	-0.002 *** (-5.13)
Control	No	Yes	No	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
N	20943	20943	20943	20943
Adj-R ²	0.037	0.133	0.037	0.134

注:***表示1%的显著水平,括号内为t值。

2. 外资持股与债务融资成本正向(负向)差异

由描述性统计可知,债务融资成本差异存在正向差异和负向差异两种情形,故本文又进一步检验了外资持股对两种债务融资成本差异的影响,表3列示了检验结果。结果显示,外资持股行为(FI)与债务融资成本正向差异和负向差异回归后,系数分别为-0.033和0.018,并均在1%水平上显著。结果表明外资持股的企业在一定程度上能降低债务融资成本正向差异,并且会增加债务融资成本负向差异。从回归系数上看,外资持股行为对企业债务融资成本正向差异比对企业债务融资成本负向差异的作用更为大,从而验证假设 H2;此外外资持股比例(FIP)与债务融资成本正向差异的回归系数为-0.001,在1%水平上显著,而FIP与债务融资成本负向差异回归后并不显著,这表明企业外资持股比例越高,越能降低债务融资成本正向差异,但对负向差异的影响并不显著,故仍然可验证假设 H2。

(三)稳健性检验

1. 更改被解释变量

在参考已有相关研究^[24]的基础上,本文使用企业利息支出除以借款总额来表示企业资金使用成本以进行稳健性检验。检验结果如表4所示,外资持股行为和外资持股比例与企业债务融资成本

表 3 外资持股与债务融资成本正向(负向)差异的检验结果

变量	(1) COSTMUP	(2) COSTMDOWN	(3) COSTMUP	(4) COSTMDOWN
FI	-0.033 *** (-2.76)	0.018 *** (2.75)		
FIP			-0.001 *** (-2.62)	0.000 (1.42)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9822	11121	9822	11121
Adj-R ²	0.157	0.141	0.157	0.141

注:*、**、***分别表示10%、5%、1%的显著水平,括号内为t值。

差异的回归结果均在1%水平上显著为负,表明企业存在外资持股可以降低企业债务融资成本差异,并且外资持股所占比例越高,越能减小所在企业与同行业企业债务融资成本差异。进一步地,将企业债务融资成本差异分为正向差异和负向差异,外资持股行为与两者回归后,系数分别为-0.035和0.017并在1%和5%水平上显著,结果表明外资持股行为能降低企业债务融资成本正向差异并增加负向差异,并且其对正向差异的作用比对负向差异的作用更显著;同理将外资持股比例分别于正向差异和负向差异回归,其中前者系数为-0.001并在1%水平上显著,而后者并不显著,检验结果表明外资持股比例对企业债务融资成本正向差异作用比对负向差异的作用显著。综上所述,在更改被解释变量之后,检验结果与前文一致,研究结果较为稳健。

表 4 外资持股与债务融资成本差异替代变量的检验结果

变量	(1) COSTM2	(2) COSTM2	(3) COSTMUP2	(4) COSTMDOWN2	(5) COSTMUP2	(6) COSTMDOWN2
FI	-0.029 *** (-2.88)		-0.035 *** (-3.38)	0.017 ** (2.38)		
FIP		-0.002 *** (-5.21)			-0.001 *** (-3.13)	0.000 (0.46)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Control	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	16448	16448	7758	8690	7758	8690
Adj-R ²	0.121	0.121	0.163	0.119	0.163	0.119

注:**、***分别表示5%、1%的显著水平,括号内为t值。

2. 滞后项回归

由于外资股东具有一定的投资偏好,因此可能存在一定的内生性问题。因此,本研究参考步丹璐等(2021)^[22],将解释变量替换为外资持股比例的滞后项(FIP₁)进行回归。表5检验结果显示,外资持股比例滞后一期仍然显著缓解企业债

务融资成本差异。具体而言,其与企业债务融资成本差异的回归系数为 -0.002 并在 1% 水平上显著,与企业债务融资成本正向差异与负向差异的回归系数分别为 -0.002 和 0.001 ,并分别在 1% 水平和 10% 水平上显著。该结果与前文一致,一定程度上排除了主回归的内生性问题。

表5 外资持股滞后一期与债务融资成本差异的检验结果

变量	(1) COSTM	(2) COSTMUP	(3) COSTMDOWN
<i>FIP₋₁</i>	-0.002^{***} (-4.85)	-0.002^{***} (-3.28)	0.001^{*} (1.94)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	15057	7390	7667
<i>Adj-R²</i>	0.115	0.142	0.130

注: *、*** 分别表示 10% 、 1% 的显著水平,括号内为t值。

3. 倾向得分匹配

考虑到外资股东通常存在一定的投资偏好,造成样本自选择问题,本研究使用倾向得分匹配(PSM)的方法做稳健性检验,以消除内生性问题。本文根据是否外资持股并按 $1:1$ 进行匹配,最终得到5884个观测值。表6显示,外资持股行为和外资持股比例与债务融资成本差异显著负相关,表明外资持股能够在一定程度上降低企业的债务融资成本差异;外资持股分别与债务融资成本正向差异和债务融资成本负向差异回归结果显示,外资持股债务融资成本正向差异显著负相关,与债务融资成本负向差异并不显著,故外资持股对企业债务融资成本正向差异比对企业债务融资成本负向差异的作用更为显著。

表6 倾向得分匹配后外资持股与债务融资成本差异的检验结果

变量	(1) COSTM	(2) COSTM	(3) COSTMUP	(4) COSTMDOWN	(5) COSTMUP	(6) COSTMDOWN
<i>FI</i>	-0.090^{***} (-3.46)		-0.096^{***} (-2.79)	0.043 (1.50)		
<i>FIP</i>		-0.005^{***} (-3.17)			-0.004^{***} (-3.49)	0.003 (1.21)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	5884	5884	2837	3047	2837	3047
<i>Adj-R²</i>	0.045	0.048	0.045	0.036	0.045	0.039

注: *** 表示 1% 的显著水平,括号内为t值。

(四)进一步的拓展分析

1. 外资持股的异质性

不同外资股东发挥的作用程度有所差异,而

对于企业债务融资成本差异问题,不同外资股东是否对其也发挥了不同作用?针对这一问题,本文主要从外资股东数量和类型两个方面检验外资持股的异质性。

(1)不同外资股东数量下外资持股对债务融资成本差异的不同影响

一部分外资持股企业并不仅仅只有一个外资股东,而是拥有两个及以上外资股东持股,而外资股东数目在一定程度代表着外资股东对企业的关注度和对所在企业发展的肯定。多家外资股东持股对企业债务融资成本差异的影响可能会出现两种情况:一是在多家外资股东持股时,由于每一方所擅长的领域各不相同,所以能取长补短达到利益最大化,此外各家外资股东形成相互制衡的状态,有利于公司治理;二是多家外资股东持股时,更容易出现“搭便车”的情况,直接结果则是无法改善企业治理。

根据企业外资股东数目(NM)将外资持股企业分成四组,分别为外资股东仅有一家的企业、外资股东为两家的企业、外资股东有三家的企业以及外资股东为三家以上的企业。分组检验结果如表7的列(1)—列(4)所示,当企业仅有一家外资股东持股时,*FIP*回归系数为 -0.002 并在 1% 水平上显著,企业有两家外资股东持股时,*FIP*回归系数为 -0.002 并在 10% 水平上显著,而企业由三家及以上的外资股东时并不显著。结果表明外资股东的治理作用会受到数量的影响,并不是越多外资股东发挥越强的治理作用,当企业被多家外资持股时,更容易发生“搭便车”,造成相互观望的状态,而越少的外资股东持股则会不断优化公司治理,从而降低企业债务融资成本差异。

(2)不同外资股东类型下外资持股对债务融资成本差异的不同影响

除了外资股东数目所造成的影响之外,不同外资股东类型所发挥的作用也截然不同。根据相关文献,本研究将外资股东分为两类:境外自然人和境外法人。一般而言,自然人具备的专业知识和相关经验较少,参与企业经营治理程度较低^[22],故对企业债务融资成本差异的影响少之又少;而

境外法人通常是专门的投资机构,具备相关专业知识和一定的预判能力,为实现自身利益最大化在公司治理和前景规划上给予意见和建议,有利于降低企业债务融资成本差异问题。

根据外资股东类型进行的分组检验结果如表 7 的列(5)和列(6)所示,当企业的外资股东为自然人时,*FIP* 回归系数并不显著,而当企业的外资股东为境外法人时,*FIP* 回归系数为 -0.002 并在 1% 水平上显著。结果正如上述分析,自然人对企业债务融资成本差异并没有显著影响,而境外法人具备一定的专业知识,更能影响企业经营治理,从而可以降低企业债务融资成本差异。

表 7 异质外资持股与债务融资成本差异的检验结果

变量	(1) NM = 1	(2) NM = 2	(3) NM = 3	(4) NM > 3	(5) 自然人组	(6) 境外法人组
<i>FIP</i>	-0.002 *** (-3.13)	-0.002 * (-1.65)	-0.003 (-1.60)	-0.001 (-0.86)	-0.002 (-1.63)	-0.002 *** (-3.77)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	3513	1107	400	519	596	4943
<i>Adj-R²</i>	0.129	0.218	0.185	0.260	0.166	0.149

注: *、*** 分别表示 10%、1% 的显著水平,括号内为 t 值。

2. 外资持股影响债务融资成本差异的作用机制

外资股东持股在一定程度上影响了企业间债务融资成本差异,究其原因:一是治理能力,即外资持股通过提升企业治理能力进而影响企业债务融资成本差异。外资股东持股地位较为独立,与其他股东存在较少利益纠纷,更中立的参与公司治理进而提高企业治理效率,而良好的治理能力可以优化企业社会关系获得更好发展前景,降低企业债务融资成本差异。二是融资能力,即外资持股通过增加企业融资能力进而影响债务融资成本差异。企业外资持股通过增加企业融资能力,降低债务融资成本,有效减少企业债务融资成本差异问题。

(1) 外资持股对债务融资成本差异的影响——治理能力

利用迪博内部控制数据库中企业内部控制指数来衡量企业内部治理能力(*IC*),中介检验外资持股是否通过影响企业内部治理能力进而影响企业债务融资成本差异。检验结果如表 8 所示,在企业外资持股对内部控制影响的检验中,*FIP* 回

归系数为 0.112,并在 5% 水平上显著,结果表明企业外资持股比例越高,企业内部控制效果越好;在内部控制对企业债务融资成本差异影响的检验中,*IC* 回归系数为 -0.001,并在 1% 水平上显著,表明良好的内部控制可以在一定程度上降低企业债务融资成本差异问题。进一步地,将债务融资成本差异分为正向差异和负向差异后再次检验,结果显示两种情况的回归显著但系数过小,结果表明内部控制对债务融资成本正向差异影响比负向差异影响更加显著。

表 8 外资持股对债务融资成本差异的影响——治理能力

变量	(1) <i>IC</i>	(2) <i>COSTM</i>	(3) <i>COSTMUP</i>	(4) <i>COSTMDOWN</i>
<i>FIP</i>	0.112 ** (2.45)	-0.002 *** (-5.44)	-0.002 *** (-3.35)	0.000 * (1.78)
<i>IC</i>		-0.001 *** (-8.11)	-0.000 *** (-6.03)	0.000 * (1.73)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	19897	19897	9251	10646
<i>Adj-R²</i>	0.310	0.138	0.162	0.142

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著水平,括号内为 t 值。

(2) 外资持股对债务融资成本差异的影响——融资能力

使用对数化后的企业经营活动现金流量来衡量内部融资能力(*IFC*),使用对数化后的企业长短期借款合计来衡量外部债务融资能力(*EFC*),中介检验外资持股是否通过影响企业融资能力进而影响债务融资成本差异。检验结果如表 9 所示,在企业外资持股对内部融资能力和外部融资能力影响的检验中,*FIP* 的回归系数均为 0.001,但对内部融资能力的影响在 1% 水平下显著,对外部融资能力并不显著,检验表明企业外资持股在一定程度上能够提升企业的内部融资能力。进一步检验内部融资能力对债务融资成本差异的影响,结果表明内部融资能力对企业整体债务融资成本差异的影响并不显著,但进一步将债务融资成本差异分为正向差异和负向差异进行检验,发现内部融资能力可以减小企业债务融资的正向差异和负向差异问题,并且对正向差异的影响大于对负向差异的影响。基于上述分析,从企业融资能力的角

度来看,外资持股主要是通过提升企业内部融资能力从而缓解债务融资成本差异问题。

表9 外资持股对债务融资成本差异的影响
——融资能力

变量	(1) IFC	(2) EFC	(3) COSTM	(4) COSTUP	(5) COSTDOWN
FIP	0.001 *** (2.67)	0.001 (1.25)	-0.002 *** (-5.69)	-0.002 *** (-3.12)	0.000 * (1.66)
IFC			-0.005 (-0.51)	-0.038 *** (-3.43)	-0.013 ** (-2.09)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	15577	15733	15577	7237	8340
Adj-R ²	0.904	0.766	0.158	0.172	0.164

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著水平,括号内为 t 值。

五、结论与政策建议

研究发现,外资持股对企业可以发挥显著的积极作用,有效缩小企业之间债务融资成本差异,并且外资持股越高则企业的债务融资成本差异越小;外资持股对企业债务成本正向差异比对企业债务成本负向差异的作用更为显著;外资股东的数量和类型在对企业债务融资成本差异的影响上有显著差异。

本文提出以下相关政策建议。

第一,坚定不移地坚持“引进来”政策。积极响应稳外资相关政策,优化国内营商环境,大力推进异质资源的引入与合作。外资企业作为异质资源进入中国后,为国内企业提供优质资源和投资发展经验,提高国内企业竞争能力。同时,外资企业拥有先进生产技术,引入外资可以提高国内企业技术水平,提升产业可持续化生产效率,增强企业竞争优势,不断达到国际化先进水平。此外,地方政府应发挥其主体作用,鼓励中国企业“走出去”,在国际化竞争中完善和强化自身能力,达到一流水平。

第二,建立可持续吸引外资的体系。加大引进外资尤其是优质外资的政策力度,推动国内产业转型升级,特别是在中西部地区,拓展外资引入渠道,利用好国家西部计划政策以缩小国内区域差异。进一步加强法制建设,设立专门涉外投诉和调解部门,全面增强外商投资信心。稳定国家之间关系,为外商提供可预测的外部环境和投资信心。加强国际合作和互利关系,进一步扩大外

商投资准入,大力提高国家之间的亲密度。

第三,积极推进金融体系改革开放。一方面对外推进金融开放,优化金融体系,实现与国际金融制度的有效衔接,促进中国与国际金融市场相互合作、互惠共赢。另一方面对内加速金融市场化改革,使政府和银行打破传统观念,减少信贷歧视,将优质资源合理分配,消除所有制差异。国内外金融体系相融合,可以加速金融市场内外双循环,不断提高使用金融资源的能力和效率,从而加快我国金融体系发展进程。

第四,加大金融支持外资力度。在响应引进外资政策的同时,将吸引外资与地方政府发展规划相结合,着重加强金融支持,推进地方产业转型和升级。加大政策性银行在外资外贸专项资金的支持力度,在保证资金安全性的同时减少资金流转程序,提高资金运转效率。中央和地方应结合内部风险管理要求,加强与政府商务主管部门和外资协会的合作,建立外资企业信息共享大数据平台,优化资质审查程序,积极保障外资优质融资需求。

参考文献:

- [1]周煜皓,张盛勇. 金融错配、资产专用性与资本结构[J]. 会计研究,2014(8):75-80.
- [2]邓川,孙金金. QFII 持股、产权性质与企业融资约束[J]. 管理世界,2014(5):180-181.
- [3]GUARIGLIA A, PONCET S. Could financial distortions be no impediment to economic growth after all? evidence from China [J]. Journal of comparative economics, 2008, 36(4): 633-657.
- [4]张兆国,曾牧,刘永丽. 政治关系、债务融资与企业投资行为——来自我国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学,2011(5):106-121.
- [5]DERRIEN F, KECSKES A, MANSI S A. Information asymmetry, the cost of debt, and credit events: evidence from quasi-random analyst disappearances [J]. Journal of corporate finance, 2016(39): 295-311.
- [6]黎来芳,张伟华,陆琪睿. 会计信息质量对民营企业债务融资方式的影响研究——基于货币政策的视角[J]. 会计研究,2018(4):66-72.
- [7]倪娟,彭凯,胡熠. 连锁董事的“社会人”角色与企业债务成本[J]. 中国软科学,2019(2):93-109.
- [8]谢获宝,丁龙飞,廖珂. 海外背景董事与债务融资成本

——基于董事会咨询和监督职能的中介效应[J]. 管理评论, 2019, 31(11): 202-211.

[9] 周楷唐, 麻志明, 吴联生. 高管学术经历与公司债务融资成本[J]. 经济研究, 2017, 52(7): 169-183.

[10] 赵宇亮. 机构调研与外部融资: 基于企业融资渠道的证据[J]. 金融经济研究, 2020, 35(2): 126-136.

[11] 潘爱玲, 刘昕, 吴倩. 跨所有制并购、制度环境与民营企业债务融资成本[J]. 会计研究, 2019(5): 3-10.

[12] 刘慧, 张俊瑞, 周键. 诉讼风险、法律环境与企业债务融资成本[J]. 南开管理评论, 2016, 19(5): 16-27.

[13] 韩珣, 李建军. 金融错配、非金融企业影子银行化与经济“脱实向虚”[J]. 金融研究, 2020(8): 93-111.

[14] 张庆君, 李萌. 金融错配、企业资本结构与非效率投资[J]. 金融论坛, 2018, 23(12): 21-36.

[15] 冉茂盛, 同小歌. 金融错配、政治关联与企业创新产出[J]. 科研管理, 2020, 41(10): 89-97.

[16] 刘家松, 聂宝平. 商业银行境外引资、股权结构与经营绩效——基于 2007—2015 年 62 家商业银行的经验证据[J]. 会计研究, 2016(10): 34-41.

[17] LOPATTA K, JAESCHKE R, CHEN C. Stakeholder engagement and corporate social responsibility (CSR) performance: international evidence [J]. Corporate social responsibility and environmental management, 2017, 24(3): 199-209.

[18] BAE K H, OZOGUZ A, TAN H, et al. Do foreigners

facilitate information transmission in emerging markets? [J]. Journal of financial economics, 2012, 105(1): 209-227.

[19] 连立帅, 朱松, 陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用: 基于沪港通交易制度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2019(3): 100-118.

[20] 孙泽宇, 齐保垒, 崔晓玉. 资本市场开放与大股东掏空——基于沪深港通交易制度的经验证据[J]. 金融经济研究, 2020, 35(4): 94-107.

[21] 钟凯, 孙昌玲, 王永妍, 等. 资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据[J]. 金融研究, 2018(7): 174-192.

[22] 步丹璐, 贺晨, 文彩虹. 外资持股与企业社会责任表现[J]. 会计研究, 2021(2): 86-101.

[23] BENA J, FERREIRA M A, MATS P. Are foreign investors locusts: the long-term effects of foreign institutional ownership [J]. Journal of financial economics, 2017, 126(1): 122-146.

[24] 卢佳瑄, 万寿义. 混合所有制改革能缓解债务融资错配——来自中国制造业上市公司的微观证据[J]. 山西财经大学学报, 2021(5): 88-101.

[25] 宁薛平, 张庆君. 企业杠杆率水平、杠杆转移与金融错配——基于我国沪深 A 股上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2020, 23(2): 98-107.

(本文责编: 辛 城)