

共同机构所有权与公司债券融资成本

吴春贤^{a,b}, 朱生霞^a, 张 静^{a,b}

(石河子大学 a. 经济与管理学院, b. 公司治理与管理创新研究中心, 新疆 石河子 832003)

[摘 要] 基于共同机构所有权的协同治理、合谋舞弊以及两者交叠的混合效应,以 2008—2023 年中国 A 股非金融类上市公司为研究对象,分析共同机构所有权对公司债券融资成本的影响及作用机制,研究发现:通过发挥降低代理成本、提高企业信息透明度和提升债券信用评级的作用,共同机构所有权降低了公司债券融资成本,该结论支持共同机构所有权的协同治理效应。进一步分析发现,共同机构所有权降低公司债券融资成本的作用在经营风险高、融资约束严重的企业以及高经济政策不确定性时更加显著,共同机构所有权降低债券融资成本的同时提高了公司绩效。以上研究结论不仅丰富了现有公司债券融资成本影响因素的研究,同时为引导共同机构所有权积极参与债券市场治理提供了理论和现实依据。

[关键词] 共同机构所有权;债券融资成本;影响机制;协同治理效应;合谋舞弊效应;混合效应

[中图分类号] F275 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2025)05-0079-11

一、引言

根据中国人民银行公布的数据,中国债券市场托管余额从 2020 年突破 100 万亿元,到 2023 年的 157.9 万亿元,再到 2024 年实现 177 万亿元,中国债券市场长期以来一直稳居全球第二大债券市场地位。债券市场作为现代金融体系的核心枢纽,为稳定金融市场发展及推进国家战略实施发挥着重要作用。长期以来,国家高度重视债券市场发展,2021 年,六部门联合发布了《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》,提出要“推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展”;2024 年,《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》中提出,要“加快多层次债券市场发展,提高直接融资比重”,债券作为一种直接融资方式对推进资本市场发展的作用不容忽视,但现实中债券市场频发的违约事件,不仅增加了债券融资的成本,也不断打击债券投资者信心,不利于债券市场健康发展。

有关债券融资成本的影响因素,现有文献研究发现,微观层面信息透明度^[1]、高管与股东行为^[2]、公司股权结构^[3]、企业绩效^[4]均能对公司债券融资成本产生显著影响。近年来,共同机构所有权,即同行业内多家公司同时被一家机构投资者持股的现象越发普遍。根据现有文献,共同机构所有权在提高企业信息披露质量^[5]、降低委托代理成本^[6]、提高风险管控能力^[7]以及提升企业业绩表现^[8]等方面起着协同治理作用,但同时也有部分学者认为共同机构所有权在降低企业盈余信息质量^[9]、提高审计费用^[10]等方面存在合谋舞弊效应。虽然现有关于公司债券融资成本影响因素的文献已较为丰富,但共同机构所有权究竟会通过发挥协同治理作用降低公司债券融资成本,还是通过发挥合谋舞弊效应增加公司债券融资成本,现有文献并未开展深入讨论。鉴于此,本文以 2008—2023 年中国 A 股非金融类上市

[收稿日期] 2025-06-01

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目(72103144);教育部人文社会科学研究项目(21YJA790077);石河子大学青年创新拔尖人才项目(CXBJ202210)

[作者简介] 吴春贤(1981—),男,山东招远人,石河子大学经济与管理学院、公司治理与管理创新研究中心副教授,主要研究方向为公司财务与公司治理,邮箱:cxw_625@163.com;朱生霞(1998—),女,甘肃武威人,石河子大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为公司财务与公司治理;张静(1983—),女,四川渠县人,石河子大学经济与管理学院、公司治理与管理创新研究中心副教授,主要研究方向为资本市场与会计行为。

公司为研究样本,分析共同机构所有权如何影响公司债券融资成本。

本文可能的研究贡献主要体现在以下三方面:第一,不同于以往文献关注共同机构所有权对企业银行贷款利率和权益资本成本的影响,本文聚焦于国内A股市场共同机构所有权对公司债券融资成本的影响,拓宽了共同机构所有权影响企业资本成本的维度,丰富了公司债券融资成本影响因素的相关探索。第二,明晰了共同机构所有权影响公司债券融资成本的作用机制。本文的研究发现,为更好地理解共同机构所有权影响公司债券融资成本的作用机制提供了证据。第三,深化了在不同企业内外部环境共同机构所有权发挥降低债券融资成本作用的研究。本文的研究结果,为企业依据自身具体情况如何更好地开展债券融资提供重要依据,同时也为相关政府部门构建更为精细的债券市场差异化扶持政策提供了有价值的参考。

二、理论分析与研究假设

(一) 共同机构所有权的协同治理效应

1. 监督治理机制。共同机构投资者有动机和能力对管理层和控股股东形成有效监督,降低公司债券融资成本。具体而言:一方面,从监督治理动机视角,为了实现投资组合价值最大化,共同机构投资者会对管理层和控股股东的自利行为实施监督,降低公司的偿债风险。其一,公司管理层为了更好地应对同行业企业的竞争压力和保全自身利益,会主动学习拥有信息优势企业的盈余管理行为^[11],这可能会使企业自身面临违约风险,并进一步损害整个投资组合的价值,导致共同机构投资者利益受损,因此,共同机构投资者有动机抑制管理层自利行为对公司价值的不利影响,进而降低债券融资成本;其二,在缓解控股股东代理问题上,由于我国上市公司中股权集中现象较为普遍,导致控股股东有动机并有能力占用公司资金,对控股公司实施“掏空”行为,而这些攫取私利的行为会使企业在资金短缺的情况下因难以获得融资陷入财务困境,此时,共同机构投资者为获得投资组合最大收益,有动机抑制控股股东私利行为,降低公司违约的可能性,进而降低债券融资成本。另一方面,从监督治理的角度,首先,共同机构投资者利用其在行业内不同企业间持股积累的管理经验和储备的专业知识能够在所持股企业间进行迁移,用更低的成本对所持股公司管理层和控股股东的自利行为进行识别和监督^[6],降低代理成本,减小公司偿债风险,从而降低债券融资成本;其次,共同机构投资者还可以通过委派董事参与持股公司日常经营或通过投票和退出威胁对所持股公司管理层和控股股东行为进行监督^[12],从而减少公司预期经营风险,降低债券融资成本。

2. 信息协同机制。信息不对称是导致债券融资成本高的另一个重要因素^[13],而共同机构所有权能够降低发债公司与债券投资者之间的信息不对称、提升企业的信息披露质量,使债券投资者对公司的经营状况和风险水平做出合理的判断,进而降低公司的债券融资成本。首先,共同机构投资者在行业内积累的专业技术知识使其有能力对管理层提供的信息进行识别和解读,抑制盈余操纵^[14-15],提升企业的信息披露质量^[5],缓解与债券投资者之间的信息不对称,进而降低债券融资成本;其次,共同机构投资者作为信息中介^[16],能促进投资组合企业间协作,提升持股企业对外信息传递效率,向市场传递公司治理水平良好的信号,增强债券投资者信心,并最终降低债券融资成本。

3. 信用增进机制。共同机构所有权可以通过影响投资组合内公司债券信用评级,进而降低公司债券融资成本。首先,共同机构投资者作为行业枢纽,能通过促进投资组合内公司间协作提升企业的资源利用率^[17]、改善企业的经营业绩,降低发债企业的违约率,提高债券信用评级,并最终降低债券融资成本;其次,共同机构所有权通过发挥监督治理作用提升公司的治理水平和信息披露质量,进而使债券评级机构赋予公司债券更高的评级^[18],减少公司债券融资成本;再次,共同机构投资者有信息收集与分析优势,可获取行业最新动态并作理性投资决策,客观上能对所持股企业价值和行业的发展产生背书作用^[19],提高所持股企业债券信用评级,降低债券融资成本;最后,共同机构投资者基于在债券发行方面具备的专业知识,能帮助公司债券顺利发行,使企业避免因专业知识不足导致的债务纠纷等诉讼风

险^[20],进而提升债券信用评级,降低债券融资成本。通过上述分析,本文提出如下研究假设:

H1:共同机构所有权降低了公司债券融资成本。

(二) 共同机构所有权的合谋舞弊效应

1. 无效监督机制。共同机构投资者的短视主义和对股东与管理层的有限监督,将损害债券投资者利益,增加公司债券融资成本。首先,共同机构所有权形成的行业势力削弱了所持股企业参与市场竞争的动力,甚至使企业忽略长远发展^[21],而债券投资者预估公司未来会面临偿债风险时,自然会要求更高的投资回报;其次,基于注意力基础观,由于注意力分散,共同机构投资者在行业内多家企业持股,很难对股东和管理层谋取私利的行为做到全面有效监督^[22-23],进而为股东和管理层实施机会主义行为创造了空间,对企业经营业绩产生负面影响,从而增加公司债券融资成本;最后,共同机构投资者有可能会利用其信息和资源优势说服管理层与其合谋^[24],投资高风险项目以期在短期内获得高收益,损害债券投资者利益。同时,一旦形成合谋,共同机构所有权对管理层的机会主义行为则很难再形成有力约束,致使企业经营状况恶化,最终导致债券融资成本增加。

2. 信息壁垒机制。为了实现自身利益最大化,共同机构投资者有动机通过建立信息壁垒来避免其他竞争对手进入市场,降低所持股企业的信息披露质量^[9],进而提高债券融资成本。首先,共同机构所有权会推动组合内企业进行合谋,形成信息壁垒以减轻外部竞争对自身利益产生的威胁,进而加剧企业与债券投资者之间的信息不对称。此种情况下,作为补偿,投资者会提高购买债券的必要回报,使债券融资成本上升。其次,为实现自身利益最大化,共同机构投资者有动机凭借其具备的专业知识与管理层合谋建立信息壁垒^[10],对外披露低质量信息以迎合资本市场中的投资者偏好,这一行为客观上会加大债券投资者对发债企业经营信息的获取和解读难度,而由此产生的成本会被债券投资者计入其投资报酬之中,从而增加债券融资成本。通过以上分析,本文提出如下研究假设:

H2:共同机构所有权提高了公司债券融资成本。

(三) 协同治理与合谋舞弊基础下共同机构所有权持股的混合效应

基于成本-效益和股东有限责任原则,共同机构所有权与公司债券融资成本之间的关系,会伴随共同机构投资者对公司持股数量的增加而发生变化,并最终呈现非线性关系的可能。首先,当共同机构投资者在投资组合公司内部持股数量较少,并呈现逐渐增加的态势时,一方面,共同机构投资者投入较少的专用性资产决定了其未来有可能从投资组合公司中获得的收益远大于其付出的成本,加之较少的持股数量为其在资本市场通过股票交易实现解套提供了便利;另一方面,伴随共同机构投资者在投资组合公司内持股数量的增加,其对公司的控制权也由此逐渐增加。此时,共同机构投资者更有可能利用其大股东身份引导企业降低会计信息披露质量^[9]并说服管理层与其合谋^[24],从而发挥无效监督和信息壁垒的作用,最终导致组合内公司债券融资成本的增加。其次,伴随共同机构投资者在投资组合内公司持股数量的进一步增加,其自身利益与组合内公司长远价值实现之间的耦合度会随之提高,此时若还想通过股票交易方式实现解套,必然遭受巨大损失。凭借自身更为丰富的经验与信息获取的优势,为确保自身利益不受投资组合内公司经营风险以及其他大股东的影响,共同机构投资者有动机增强监督,发挥协同治理的作用,改善投资组合内公司治理水平、优化战略决策、提高企业经营绩效^[15,25],并以此进一步向市场传递积极信号,降低发债企业与投资者之间的信息不对称程度,最终降低公司债券融资成本。最后,在现代企业制度下,股东作为企业所有者掌握公司控制权,但其清偿次序位于企业债权人之后,享有公司现金流的剩余索取权,控制权与现金流权不匹配导致企业股东与债权人之间存在利益冲突,当共同机构投资者在投资组合内公司持股数量继续增加并超过某一阈值达到对持股公司拥有实际控制权后,便可能采取损害债权人利益的机会主义行为攫取控制权收益^[26-27],此时共同机构所有权更有可能发挥无效监督和信息壁垒的作用,并最终提高公司债券融资成本。通过以上分析,本文提出如下研究假设:

H3:伴随持股数量的增加,共同机构所有权与公司债券融资成本之间呈现U形关系。

三、研究设计

(一) 数据来源于样本选择

2007 年 8 月《公司债券发行试点办法》的颁布实施,标志着我国公司债正式发行,考虑到债券市场发展的滞后性,本文选择 2008 年作为样本起点,使用 2008—2023 年中国 A 股市场上发行公司债券的企业样本作为研究对象。本文对数据进行如下处理:(1)剔除金融类行业样本;(2)剔除 ST 和 *ST 企业样本;(3)剔除存在相关数据缺失的样本;(4)对所有连续变量进行 1% 和 99% 分位数缩尾处理。文中用来反映企业共同机构所有权以及其他与企业债券发行相关的数据均取自国泰安数据库,国债收益率数据通过中国债券信息网获取。

(二) 变量定义与衡量

1. 被解释变量:债券融资成本。首先,由于一家公司会同时发行多只债券,因此随机选择其中一只债券,为了排除宏观经济因素对公司债券融资成本的影响,使用与国债具有相同剩余期限的公司债到期收益率与国债收益率之差作为债券融资成本(*Spread1*)的替代变量,该指标越大,公司债券融资成本越高。其中,对公司债券剩余期限不在国债发债期限(一般为 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、30 年)内的企业债券样本,采用线性插值的方法构造相同剩余期限的国债利率。然后,在以上债券融资成本基础上,对同时发行多只债券的公司,以每只债券的实际发行量占所有债券总发行量的权重对债券融资成本进行加权平均,得到公司总体的债券融资成本(*Spread2*),该指标越大,公司的债券融资成本越高。
2. 解释变量:共同机构所有权。本文从两个维度衡量上市公司的共同机构所有权:(1)是否存在共同机构所有权(*Coz1*);(2)共同机构所有权持股比例(*Coz2*)。
3. 控制变量。参考已有文献^[28],本文对反映公司以及年份和行业特征的变量进行控制,具体变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	债券融资成本	<i>Spread1</i>	通过随机选取一只公司债券的到期收益率与相同剩余期限国债利率之差衡量
		<i>Spread2</i>	以具体某只债券实际发行量占债券发行总量的比值为权重,对债券到期收益率与相同剩余期限国债收益率之差计算加权债券融资成本
解释变量	共同机构所有权	<i>Coz1</i>	在季度上,检索上市公司是否有共同机构投资者(定义共同机构投资者是在同行业两家及以上公司中均持有不低于 5% 股份的机构投资者),是取 1,否则取 0
		<i>Coz2</i>	先在季度上计算上市公司共同机构投资者持股比例之和,再通过求该数据的年度均值进行度量
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	总资产自然对数
	公司年龄	<i>Age</i>	公司成立年数取自然对数
	盈利能力	<i>Roa</i>	净利润/总资产
	资产负债率	<i>Lev</i>	负债总额/资产总额
	公司成长性	<i>Growth</i>	通过主营业务收入增长率衡量
	每股收益	<i>EPS</i>	净利润/总股数
	托宾 Q 值	<i>TQ</i>	市值/总资产
	董事会规模	<i>Bsize</i>	董事会人数取自然对数
	股权制衡度	<i>CR</i>	第二到第五大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
	债券剩余期限	<i>Term</i>	债券剩余期限取自然对数
	债券发行规模	<i>Amount</i>	公司债券发行金额的自然对数
	债券是否有担保	<i>Guarantee</i>	有担保取值为 1,否则取值为 0
	年度虚拟变量	<i>Year</i>	2008—2023 年,共计 16 年,15 个年度虚拟变量
	行业虚拟变量	<i>Industry</i>	根据证监会 2012 年版行业代码,其中制造业取到二级代码,共计 20 个行业,19 个行业虚拟变量

(三) 模型构建

为验证共同机构所有权对债券融资成本的影响作用,是协同治理效应还是合谋舞弊效应抑或基于

出两种效应的混合效应,本文构建以下模型:

$$Spread_{it} = \beta_0 + \beta_1 Coz1_{it}/Coz2_{it} + \beta_2 \sum Controls + \beta_3 \sum Year + \beta_4 \sum Indusrty + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

$$Spread_{it} = \beta_0 + \beta_1 Coz2_{it} + \beta_2 Coz2_{it}^2 + \beta_3 \sum Controls + \beta_4 \sum Year + \beta_5 \sum Indusrty + \varepsilon_{it} \tag{2}$$

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表2 描述性统计结果显示,公司债券融资成本均值分别为 2.326 和 2.32,最小值分别为 0.168 和 0.254,最大值分别为 10.619 和 9.444,标准差分别为 1.646 和 1.555,说明不同公司的债券融资成本存在较大差异。*Coz1* 均值为 0.261,*Coz2* 均值为 0.088,说明有 26.1% 的样本公司存在共同机构所有权,上市公司共同机构投资者平均持股比例为 8.8%。

(二) 基准回归结果

从表3 基准回归结果可以看出,列(1)、列(2) 以及列(4)、列(5) 中 *Coz1*、*Coz2* 对 *Spread1* 和 *Spread2* 的回归系数均在 1% 的显著性水平上显著为负,说明共同机构所有权能发挥协同治理效应降低公司的债券融资成本。列(3) 和列(6) 中 *Coz2*² 的回归系数为正,但不显著,说明共同机构投资者持股与债券融资成本之间呈现出微弱的 U 形关系,但这种关系并未通过统计检验。具体而言,列(1) 中变量 *Coz1* 的回归系数为 -0.616,说明平均而言,存在共同机构所有权的发债企业债券融资成本比不存在共同机构所有权的发债企业债券融资成本低 61.6%,这相当于样本均值的 26.48% (61.6%/2.326)。列(2) 中变量 *Coz2* 的回归系数为 -1.083,说明共同机构所有权在发债公司中的持股比例每上升 1 个百分点,发债公司的债券融资成本下降 1.083 个基点。列(3) 中变量 *Coz2*² 的回归系数为 2.865,但未通过显著性检验,说明共同机构投资者持股比例与债券融资成本基本呈现 U 形关系,但这种关系并不显著。由于列(4) 至列(6) 中回归系数的具体解释,与列(1) 至列(3) 类似,故不再赘述。综合以上分析,支持了本文假设 H1。

(三) 内生性检验

1. 基于样本自选择偏差的 PSM-多期 DID 检验

(1) PSM-多期 DID 回归结果

上文研究发现,共同机构所有权可以显著降低其持股投资组合内公司的债券融资成本,但这种负向关

表2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Spread1</i>	2752	2.326	1.646	0.168	1.968	10.619
<i>Spread2</i>	2752	2.320	1.555	0.254	1.968	9.444
<i>Coz1</i>	2752	0.261	0.439	0.000	0.000	1.000
<i>Coz2</i>	2752	0.088	0.187	0.000	0.000	0.861
<i>Size</i>	2752	23.960	1.415	21.302	23.790	27.999
<i>Age</i>	2752	2.945	0.346	1.833	2.995	3.587
<i>Roa</i>	2752	0.026	0.040	-0.158	0.025	0.137
<i>Lev</i>	2752	0.589	0.151	0.204	0.593	0.898
<i>Growth</i>	2752	0.135	0.308	-0.516	0.091	1.514
<i>EPS</i>	2752	0.456	0.758	-2.122	0.323	3.641
<i>TQ</i>	2752	1.444	0.759	0.762	1.193	5.223
<i>Bsize</i>	2752	2.304	0.191	1.792	2.303	2.773
<i>CR</i>	2752	0.625	0.551	0.022	0.453	2.427
<i>Term</i>	2752	1.003	0.482	0.061	1.032	2.028
<i>Amount</i>	2752	2.247	0.755	0.376	2.303	4.094
<i>Guarantee</i>	2752	0.340	0.474	0.000	0.000	1.000

表3 基准回归结果

	(1) <i>Spread1</i>	(2) <i>Spread1</i>	(3) <i>Spread1</i>	(4) <i>Spread2</i>	(5) <i>Spread2</i>	(6) <i>Spread2</i>
<i>Coz1</i>	-0.616 *** (-5.91)			-0.607 *** (-5.90)		
<i>Coz2</i>		-1.083 *** (-4.65)	-2.943 *** (-4.99)		-1.067 *** (-4.65)	-2.973 *** (-5.11)
<i>Coz2</i> ²			2.865 (1.64)			2.936 (1.61)
_cons	5.550 *** (3.60)	5.902 *** (3.78)	5.605 *** (3.61)	5.277 *** (3.42)	5.626 *** (3.63)	5.322 *** (3.42)
<i>Controls</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
N	2752	2752	2752	2752	2752	2752
Adj. R ²	0.327	0.319	0.324	0.353	0.345	0.350

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著;括号内为经公司层面聚类调整的稳健的 T 统计量值。下同。

系也有可能是共同机构投资者偏向于选择债券融资成本低的公司进行持股所致,即存在共同机构所有权的公司本身就表现出债券融资成本低特征,而非是因为存在共同机构所有权才导致的低债券融资成本。对此,本文通过多期 DID 模型进一步验证两者之间的因果效应。考虑到共同机构所有权持股之前处理组和对照组在公司特征上就存在差异,而这些差异的存在会混淆共同机构所有权对债券融资成本因果效应的推断。所以,参考已有文献的做法^[29],本文选取公司规模(*Size*)、公司年龄(*Age*)、公司成长性(*Growth*)、每股收益(*EPS*)、股权制衡度(*CR*)、债券发行规模(*Amount*)、债券是否有担保(*Guarantee*)、总资产周转率(*Turn*)、账面市值比(*BM*)、独立董事网络中心度(*Degree*)作为协变量,使用有放回1:1最近邻匹配的PSM方法,逐年为处理组样本匹配公司特征相似的控制组样本。匹配后,利用模型(3)进行双重差分检验:

$$Spread_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Treat_{i,t} \times After_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \beta_3 \sum Year + \beta_4 \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

其中,*Treat_{i,t}*反映样本公司*i*在*t*年是否存在共同机构所有权,存在取1,否则取0;*After*是以首次出现共同机构所有权的年份进行界定,出现之后的年份均取1,出现之前的年份取0。为更全面考察共同机构所有权对公司债券融资成本的因果作用,本文将样本期内共同机构所有权首次从“无”到“有”,且后期一直存在共同机构所有权的样本作为处理组,在排除样本期内频繁变更共同机构所有权的样本后,将剩余样本作为对照组。表4结果显示,*Treat × After*的回归系数均显著为负,表明共同机构所有权显著降低了公司的债券融资成本,这与基准回归结果一致。

表 4 PSM-多期 DID 检验

	(1) <i>Spread1</i>	(2) <i>Spread1</i>	(3) <i>Spread2</i>	(4) <i>Spread2</i>
<i>Treat × After</i>	-0.610 * (-1.73)	-0.750 *** (-2.78)	-0.630 * (-1.77)	-0.733 *** (-2.89)
<i>_cons</i>	2.260 *** (25.41)	8.739 (1.28)	2.248 *** (25.04)	16.515 ** (2.58)
<i>Constrols</i>	NO	YES	NO	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Firm</i>	YES	YES	YES	YES
N	1705	1705	1705	1705
Adj. R ²	0.713	0.812	0.710	0.828

(2) 平行趋势与安慰剂检验

PSM-多期 DID 平行趋势与安慰剂检验结果显示,首次出现共同机构所有权之前各期系数均不显著,说明样本公司在出现共同机构所有权之前并不存在显著差异,研究样本通过了平行趋势检验。在经过 PSM 处理得到的样本中随机定义存在共同机构所有权的公司和出现的年份,对模型(3)进行重复 500 次的回归分析,将得到的“伪政策效应变量”的系数和 P 值描点作图^①。结果显示,伪政策效应变量(*Treat × After*)的估计系数服从正态分布且均值接近于 0,同时 P 值大部分在 10% 以上的显著性水平上不显著,故排除本文结果是受其他随机因素导致的可能性,通过安慰剂检验。

2. 基于处理组与控制组样

本数量差异的内生性检验

由前文描述性统计结果可知,基准检验中存在共同机构所有权的样本仅占全部样本的 26.1%,故共同机构所有权降低公司债券融资成本的结论,有可能是因为原始样本中或有或无共同机构所有权两组样本数量不平衡所致,而非实际存在因果关系。为此,本文将有共同机构所有权的样本作为处理组,无共同机构所

表 5 经过 PSM 处理之后的基准回归结果

	(1) <i>Spread1</i>	(2) <i>Spread1</i>	(3) <i>Spread1</i>	(4) <i>Spread2</i>	(5) <i>Spread2</i>	(6) <i>Spread2</i>
<i>Coz1</i>	-0.298 ** (-2.16)			-0.315 ** (-2.27)		
<i>Coz2</i>		-0.578 ** (-2.14)	-1.760 ** (-2.16)		-0.584 ** (-2.06)	-2.048 ** (-2.48)
<i>Coz2²</i>			1.844 (1.63)			2.283 * (1.94)
<i>_cons</i>	7.819 *** (4.25)	6.965 *** (3.82)	7.327 *** (4.00)	8.223 *** (4.62)	7.314 *** (4.09)	7.762 *** (4.29)
<i>Constrols</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Firm</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	2690	2690	2690	2690	2690	2690
Adj. R ²	0.461	0.461	0.464	0.479	0.479	0.483

①限于篇幅,图未列示,留存备索。

有权的样本作为对照组,以公司规模(*Size*)、公司年龄(*Age*)、盈利能力(*Roa*)、负债率(*Lev*)、公司成长性(*Growth*)、每股收益(*EPS*)、托宾 *Q* 值(*TQ*)、董事会规模(*Bsize*)、股权制衡度(*CR*) 作为协变量,之后使用有放回的1:1最近邻匹配PSM方法为处理组寻找协变量相似的对照组,重新利用模型(1)和模型(2)进行回归,表5结果显示共同机构所有权(*Coz1*、*Coz2*、*Coz2*²)回归系数的符号和显著性与基准检验结果基本保持一致。因此,排除本文结论是由原始样本中或有或无共同机构所有权两组样本数量不平衡所致的疑虑。

3. 基于反向因果问题的内生性检验

虽然前文基准回归已经验证了共同机构所有权显著降低公司债券融资成本,但在实际中,低债券融资成本的公司可能更受共同机构投资者欢迎,即现实中是因低债权融资成本导致共同机构投资者持股,而非相反。为排除以上疑虑,本文将核心解释变量滞后一期进行回归。表6结果显示,滞后的解释变量(*lCoz1*、*lCoz2*、*lCoz2*²)的回归系数符号、

表6 核心解释变量滞后一期

	(1) <i>Spread1</i>	(2) <i>Spread1</i>	(3) <i>Spread1</i>	(4) <i>Spread2</i>	(5) <i>Spread2</i>	(6) <i>Spread2</i>
<i>lCoz1</i>	-0.650 *** (-5.22)			-0.636 *** (-5.28)		
<i>lCoz2</i>		-1.059 *** (-3.92)	-3.331 *** (-4.58)		-1.046 *** (-4.00)	-3.238 *** (-4.69)
<i>lCoz2</i> ²			3.457 (1.64)			3.336 (1.56)
<i>_cons</i>	4.373 ** (2.40)	4.870 *** (2.65)	4.465 ** (2.44)	4.103 ** (2.29)	4.577 ** (2.56)	4.186 ** (2.33)
<i>Constrols</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>	1971	1971	1971	1971	1971	1971
<i>Adj. R²</i>	0.308	0.299	0.305	0.336	0.327	0.333

显著性与基准检验结果保持一致,排除共同机构所有权与债券融资成本之间的反向因果问题。

(四) 稳健性检验

1. 更换被解释变量。由于一家公司会同时发行多只债券,本文分别用该债券的到期收益率与一年定期存款利率之差(*Spread3*)以及该债券的到期收益率与三年定期存款利率之差(*Spread4*)作为公司债券融资成本(*Spread1*)的替代变量,再次对模型(1)、模型(2)进行回归,结果显示,是否存在共同机构所有权(*Coz1*)和共同机构投资者持股比例(*Coz2*)的系数均在1%水平上显著为负,同时变量 *Coz2*²的回归系数为正,但仍然不显著。另外,对于同时发行多只债券的公司,同样采用每只债券到期收益率分别与一年期和三年期定期存款利率之差用来反映每只债券的融资成本,以上市公司对应的每只债券实际发行量占该公司所有债券总发行量的权重与上文计算的每只债券的融资成本取加权平均值,反映每家上市公司当年债券融资成本,分别得到债券融资成本 *Spread5*和 *Spread6*作为 *Spread2*的替代变量,并再次进行回归,结果显示,*Coz1*和 *Coz2*的系数均在1%水平上显著为负,同时变量 *Coz2*²的回归系数的符号和显著性与基准检验保持一致,说明替换被解释变量后的回归结果仍然支持共同机构所有权降低公司债券融资成本的结论。

2. 改变共同机构投资者的界定门槛。将共同机构所有权的界定门槛调整为3%和10%,本文发现共同机构所有权变量依然与债券融资成本显著负相关,同时反映共同机构所有权持股比例平方项(*Coz2*²)的回归系数符号为正但仍然不显著,以上结论与基准回归结果保持一致,进一步验证了共同机构所有权降低公司债券融资成本的假设。

五、进一步分析

(一) 影响机制分析^①

由于基准检验部分并未发现共同机构所有权与公司债券融资成本存在显著的U形关系,因此,本

①限于篇幅,影响机制分析表格未列示,留存备案。

部分仅围绕模型(1)展开机制分析。

1. 监督治理机制。当公司存在严重的委托代理问题时,可能会面临信用风险,进而损害债券投资者利益,使公司的债券融资成本增加,而共同机构所有权能监督约束企业内部人的自利行为,减少委托代理问题的产生,进而降低公司债券融资成本。为验证共同机构所有权通过降低代理成本进而影响公司债券融资成本的作用机制,以支付的其他与经营活动有关的现金/营业收入来衡量总代理成本(*Agency*),该指标能反映公司高管在职消费行为和控股股东的“掏空”行为,比值越大,公司代理成本越高。回归结果显示:第一,共同机构所有权与代理成本显著负相关,表明共同机构所有权具有降低公司代理成本的作用;第二,代理成本与公司债券融资成本显著正相关,综合以上结果表明当委托代理问题得到缓解时,公司债券融资成本将随之降低。这说明共同机构所有权抑制了委托代理问题的发生,进而使公司债券融资成本降低,即降低代理成本是共同机构所有权降低公司债券融资成本的途径之一。

2. 信息协同机制。信息不对称会增加债券投资者要求的必要风险补偿,提高债券融资成本,而共同机构投资者的专业知识和联结网络能够提升所持股企业的信息披露质量和信息传递效率,缓解公司与债券投资者之间的信息不对称,进而降低公司债券融资成本。为验证以上影响机制,本文参考已有文献做法计算衡量信息透明度(*TRANS*)的综合指标^[30]。回归结果显示,共同机构所有权对信息透明度的回归系数显著为正,与此同时,信息透明度对债券融资成本的回归系数显著为负,说明信息透明度降低了公司的债券融资成本,以上结果支持了共同机构所有权降低债券融资成本的信息协同机制。

3. 信用增进机制。债券信用评级作为评级机构对公司发行债券信用风险的评价,能够为债券投资者做出投资决策提供增量信息,且评级越高债券违约风险越小,债券融资成本越低,而共同机构所有权能够降低企业的债务违约风险,有助于公司获得较高的债券信用评级,进而使得公司债券融资成本下降。为验证以上作用机制,本文将债券信用评级(*Bond_Rating*)分为四个等级 AAA、AA+、AA、AA-并分别赋值为4、3、2、1。由于债券信用评级(*Bond_Rating*)为有序离散变量,因此,在第一步,采用 Ordered Logit 模型进行回归,在第二步,仍然用 Stata 中的 *Reghdfe* 命令进行回归。回归结果显示,共同机构所有权对公司债券信用评级的回归系数显著为正,债券信用评级对债券融资成本的回归系数显著为负,以上结果说明共同机构所有权可以通过提升债券信用评级,降低公司债券融资成本。

(二) 异质性检验^①

本文基准检验发现共同机构所有权降低了公司债券融资成本,而实际上公司债券融资成本很大程度上受限于其内外部所处的风险环境以及公司自身的融资约束水平,为进一步探究共同机构所有权降低公司债券融资成本的作用在现实具体环境中存在哪些差异,提高本文结论的实践指导作用,接下来本文主要从企业自身经营风险、融资约束水平以及外部经济政策不确定性层面对基准检验展开异质性分析。

1. 经营风险。当债券投资者预期投资回报存在高不确定性时,为了保证自身的收益,会要求更高的投资回报,而共同机构所有权能够发挥监督治理作用,降低企业偿债风险的发生,因此,公司经营风险越高,共同机构所有权发挥监督治理作用的效果越明显。本文以 *Zscore* 得分衡量公司经营风险(逆向指标),具体计算公式为: $Zscore = 1.2 \times \text{营运资金} / \text{总资产} + 1.4 \times \text{留存收益} / \text{总资产} + 3.3 \times \text{息税前利润} / \text{总资产} + 0.6 \times \text{权益市场价值} / \text{总负债账面价值} + 0.999 \times \text{营业收入} / \text{总资产}$ 。进一步以企业所处行业 *Zscore* 得分的年度中位数为标准,将样本分为经营风险高和经营风险低两组,并进行组间差异性检验。分组检验结果显示,共同机构所有权变量均与债券融资成本呈现显著负相关关系,但在经营风险较高的组,两个衡量共同机构所有权变量的回归系数的绝对值显著大于经营风险低的样本组,并且组间系数存在显著差异,表明公司的经营风险越高,共同机构所有权越易于发挥监督治理作用,降低公司债券融资成本的效果越显著。

^①限于篇幅,异质性检验结果未列示,留存备案。

2. 融资约束程度。较高的信息透明度能够降低公司融资成本,而共同机构所有权能够发挥信息协同效应缓解公司与投资者之间的信息不对称,使得企业更容易获得融资,进而降低企业融资成本。因此,在融资约束越严重的公司,共同机构所有权发挥协同治理效应降低债券融资成本的效果越显著。为验证以上推测,以 KZ 指数作为公司融资约束程度的代理变量,并依据企业所在行业当年 KZ 指数的中位数将样本分为融资约束程度高低两组进行组间差异性检验。结果显示,共同机构所有权均与债券融资成本呈显著负相关关系,但在融资约束程度较高的组,衡量共同机构所有权变量的回归系数的绝对值显著大于融资约束较低的样本组,表明公司融资约束程度越高,共同机构所有权降低公司债券融资成本的作用越显著。

3. 经济政策不确定性。较高的经济政策不确定性会使债券投资者要求的风险报酬增加,从而提高公司债券融资成本,而共同机构所有权能够缓解经济政策不确定性对债券融资成本的影响。一方面,面临较高的经济政策不确定性时,投资者很难掌握发债公司所有的信息,进而加剧企业与债券投资者之间的信息不对称,而共同机构所有权能够降低公司专有信息的披露成本^[31],从而降低债券投资者与发债公司在经营信息上的不对称性,降低债券投资者的投资决策风险;另一方面,经济政策不确定性会增加发债公司未来现金流的不确定性,导致债券投资者要求更高的投资回报,增加公司债券融资成本,而共同机构投资者基于专业知识和对市场的洞察力,客观上为被持股发债公司的偿债能力提供了一项背书认可^[19],能够降低债券投资者对发债公司偿债能力的担忧。因此,当面临更高的经济政策不确定性时,存在共同机构所有权的公司其债券融资成本理应更低。基于以上分析,本文以《人民日报》和《光明日报》构建的月度经济政策不确定性指数的年算术平均数除以 100 作为年度经济政策不确定性指数 (EPU) 的替代变量,该值越大,经济政策不确定性越高,并将全部样本按照以上经济政策不确定性指标的中位数分为高低两组进行分组检验。结果显示,在经济政策不确定性高的样本组,共同机构所有权回归系数的绝对值显著大于经济政策不确定性较低的样本组,且组间系数差异显著,表明共同机构所有权能够在一定程度上减轻经济政策不确定性对债券融资成本的负面影响。

(三) 经济后果检验

较低的债券融资成本能使企业的经营绩效得到改善^[32],而本文研究发现共同机构所有权可以降低债券融资成本,因此理论上共同机构所有权在降低公司债券融资成本的基础上能改善企业绩效。一方面,较低的公司债券融资成本,意味着公司能以低利率获得市场债务融资,这将为公司节省利息支出,从而为公司投资净现值为正的项目提供更多自由现金流,提高企业绩效;另一方面,较低的债券融资成本意味着公司未来违约风险低、盈利能力强,并以此向投资者传递公司未来经营前景良好的积极信号,从而在股票市场上提高投资者的投资热情,并最终导致企业绩效提升。表 7 结果显示,债券融资成本与企业绩效 (Roa) 的回归系数在 1% 水平上显著为负,表明债券融资成本越低时,企业的绩效越好。组间差异性检验结果显示,存在共同机构所有权组债券融资成本回归系数的绝对值显著大于不存在共同机构所有权组,进一步说明共同机构所有权在降低公司债券融资成本基础上提高了企业绩效。

表 7 以 ROA 作为企业绩效的经济后果检验

	被解释变量 Roa			
	(1) Coz1 = 1 组	(2) Coz1 = 0 组	(3) Coz1 = 1 组	(4) Coz1 = 0 组
Spread1	-0.005 *** (-2.91)	-0.003 *** (-4.15)		
Spread2			-0.006 *** (-3.28)	-0.003 *** (-3.90)
-cons	0.072 * (1.83)	0.087 *** (2.89)	0.075 ** (1.98)	0.087 *** (2.82)
Controls	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
N	715	2032	715	2032
Adj. R ²	0.676	0.648	0.678	0.647
经验 P 值	0.000 ***		0.000 ***	

六、结论性评述

本文以 2009—2023 年中国 A 股非金融类上市公司为研究对象,分析共同机构所有权的公司债券融

资成本的影响,本文研究发现:共同机构所有权在行业内多家企业持股积累的管理经验可以缓解委托代理问题,并且作为联结多个企业的纽带,能促进信息传递和披露,增进债券投资者对发债公司的信任,进而使企业能够以更低成本从资本市场获得债券融资,有助于实现自身价值提升。

根据以上研究结论,本文得到如下启示:(1)对于政府相关部门而言,要考虑共同机构投资者在参与公司治理过程中对债券市场的积极作用,推动债券市场高质量发展,但同时也要加强行为监督,文中虽未明确发现共同机构所有权与债券融资成本表现出显著的U形关系,但基于共同机构所有权的合谋舞弊效应仍需加强对其监管力度。一方面,政府相关部门应充分考虑共同机构投资者在行业内持股积累的管理经验和联结网络,鼓励共同机构投资者参与企业股权投资,尤其是高风险行业和融资约束较大的企业,通过在公司中担任董事或监事等方式,增强其对公司管理层的监督能力,提高公司信息透明度,促进债券市场高质量发展,提高债券市场更好地服务实体经济发展的能力。另一方面,政府相关部门也要注重共同机构所有权合谋舞弊行为对公司经营甚至资本市场的负面影响,对共同机构投资者企图建立信息壁垒和抑制行业内积极竞争的行为进行监管,规避信息不对称对债券市场发展的不利影响。(2)对于发债公司而言,应结合企业内外部经营环境充分考虑共同机构所有权在公司治理和债券发行方面的建议,增强自身的偿债能力和降低债券投资者要求的风险报酬。首先,基于共同机构所有权提升公司治理水平和经营绩效,进而缓解企业融资约束的作用,建议发债公司在股权结构中合理引入共同机构投资者,并给予其“累积投票权+审计委员会席位”,更好地帮助被持股企业实现自身经营目标;其次,对于想要借助发行债券获得融资而又存在专业知识不足或流程不熟悉等问题的企业,可以通过引入共同机构所有权,借助其具备的专业知识消除融资过程中面临的阻碍。(3)对于债券投资者而言,在充分了解发债公司经营状况相关信息的基础上,结合共同机构投资者在公司债券融资方面的作用,做出理性的投资决策。首先,基于共同机构所有权带来的治理优势,债券投资者应在投资决策时,关注发债公司股东结构,尤其是共同机构所有权的比例与参与情况;其次,投资者应深入分析发债公司信用评级的背景资料,特别是公司股权结构中涉及共同机构所有权持股的相关信息,确保投资决策的科学性与安全性;最后,对于那些政策不确定性较高行业的公司债券,投资者可以借助公司内部共同机构所有权的实际情况,客观分析公司未来的经营情况,从而降低投资风险。

参考文献:

- [1] Bharath S T, Sunder J, Sunder S V. Accounting quality and debt contracting[J]. The Accounting Review, 2008, 83(1):1-28.
- [2] Güner A B, Malmendier U, Tate G. Financial expertise of directors[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(2):323-354.
- [3] 刘刚,李佳,梁哈. 股权结构、产权性质与债券融资成本——基于中国上市公司的实证研究[J]. 经济理论与经济管理, 2020(3):34-50.
- [4] Minnis M. The value of financial statement verification in debt financing: Evidence from private US firms[J]. Journal of Accounting Research, 2011, 49(2):457-506.
- [5] 王思瑞,叶勇. 共同机构所有权与企业信息披露质量[J]. 华东经济管理, 2023(1):108-118.
- [6] Ramalingegowda S, Utke S, Yu Y. Common institutional ownership and earnings management[J]. Contemporary Accounting Research, 2021, 38(1):208-241.
- [7] Jiang P, Ma Y, Shi B. Common ownership and stock price crash risk: Evidence from China[J]. Australian Economic Papers, 2022, 61(4):876-912.
- [8] He J, Huang J. Product market competition in a world of cross-ownership: Evidence from institutional blockholdings[J]. The Review of Financial Studies, 2017, 30(8):2674-2718.
- [9] 吴晓晖,李玉敏,柯艳蓉. 共同机构投资者能够提高盈余信息质量吗[J]. 会计研究, 2022(6):56-74.
- [10] 曹越,罗政东,张文琪. 共同机构投资者对审计费用的影响:合谋还是治理? [J]. 审计与经济研究, 2023(3):22-34.
- [11] 陆冠廷,李秉祥. 企业盈余管理同群效应研究:连锁关系与管理防御的作用[J]. 系统工程理论与实践, 2025(3):771-800.
- [12] Edmans A, Levit D, Reilly D. Governance under common ownership[J]. The Review of Financial Studies, 2019, 32(7):2673-2719.

- [13] Yu F. Accounting transparency and the term structure of credit spreads[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 75(1):53-84.
- [14] He J, Li L, Yeung P E. Two tales of monitoring: Effects of institutional cross-blockholding on accruals[EB/OL][2020-02-15]
http://ssrn.com/abstract=3152044.
- [15] 杜勇,孙帆,邓旭.共同机构所有权与企业盈余管理[J].中国工业经济,2021(6):155-173.
- [16] 李维安,齐鲁骏,丁振松.兼听则明,偏信则暗——基金网络对公司投资效率的信息效应[J].经济管理,2017(10):44-61.
- [17] 杜勇,孙帆,胡红燕.共同机构所有权与企业产能利用率[J].财经研究,2022(10):49-63.
- [18] 敖小波,林晚发,李晓慧.内部控制质量与债券信用评级[J].审计研究,2017(2):57-64.
- [19] 赵晓梅,朱海林.共同机构投资者能否促进上市公司高质量发展?——基于公司违规视角[J].北京工商大学学报(社会科学版),2024(2):56-70.
- [20] 戴静雯,许荣,祝天琪,等.共同机构所有权与企业诉讼风险[J].金融研究,2024(4):94-112.
- [21] 雷雷,张大永,姬强.共同机构持股与企业ESG表现[J].经济研究,2023(4):133-151.
- [22] 袁玉,吴战旒,廖佳.机构投资者分心会加剧管理层语言膨胀吗?——基于年报文本语调的实证研究[J].南开管理评论,2024(5):1-33.
- [23] 吴晓晖,王攀,郭晓冬.机构投资者“分心”与公司杠杆操纵[J].经济管理,2022(1):159-175.
- [24] 杜勇,黄丹华.机构共同持股与国有企业去僵尸化[J].财经论丛,2022(10):59-70.
- [25] 潘越,汤旭东,宁博,等.连锁股东与企业投资效率:治理协同还是竞争合谋[J].中国工业经济,2020(2):136-154.
- [26] 史永东,宋明勇,李凤羽,等.控股股东股权质押与企业债权人利益保护——来自中国债券市场的证据[J].金融研究,2021(8):1-26.
- [27] 吴国鼎.大股东控制下的债务融资:抑制还是便利了大股东掏空?[J].中央财经大学学报,2022(9):104-117.
- [28] 王博,康琦.经济政策不确定性对债券信用利益的影响研究[J].国际金融研究,2023(7):72-81.
- [29] 冯晓晴,文雯,靳毓.多个大股东与企业社会责任[J].财经论丛,2020(10):64-74.
- [30] 辛清泉,孔东民,郝颖.公司透明度与股价波动性[J].金融研究,2014(10):193-206.
- [31] Park J, Sani J, Shroff N, et al. Disclosure incentives when competing firms have common ownership[J]. Journal of Accounting and Economics, 2019, 67(2-3):387-415.
- [32] 马新啸,汤泰劫,李嘉宁.监督,信息抑或流动性缓解——企业与银行建立战略联盟能降低债券融资成本吗?[J].经济学报,2022(2):76-102.

[责任编辑:高 婷]

Common Institutional Ownership and the Cost of Corporate Bond Financing

WU Chunxian^{a,b}, ZHU Shengxia^a, ZHANG Jing^{a,b}

(a. School of Economics and Management;

b. Research Center for Corporate Governance and Management Innovation, Shihezi University, Shihezi 832003, China)

Abstract: Based on synergistic governance of common institutional ownership, collusion fraud and their overlapping effects, this paper analyzes the impact of common institutional ownership on corporate bond financing costs and its mechanism by taking the data of China A-share non-financial listed companies from 2008 to 2023 as the research object. The results show that: common institutional ownership reduces the financing cost of corporate bonds by reducing agency costs, improving corporate information transparency and improving bond credit rating, which confirms the synergistic governance effect of common institutional ownership. Further analysis shows that the effect of common institutional ownership on reducing corporate bond financing costs is more significant in enterprises with high operational risk, severe financing constraints and high economic policy uncertainty, and common institutional ownership reduces bond financing costs and improves corporate performance. The above research conclusions not only enrich the existing research on the influencing factors of corporate bond financing costs, but also provide theoretical and practical basis for guiding the active participation of common institutional ownership in the governance of the bond market.

Key Words: common institutional ownership; bond financing cost; influence mechanism; synergistic governance effect; collusion fraud effect; mixed effect