

CITY UNIVERSITY OF HONG KONG
香港城市大學

**Research on the Decision Motivation and
Economic Consequences of Cross border Debt
Financing by Chinses Enterprises**
中國企業跨境債務融資的決策動因與經濟後果
研究

Submitted to
College of Business
商學院
in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Doctor of Business Administration
工商管理博士學位

by

Wu Juan
吴娟

March 2026
二零二六年三月

摘要

在全球金融一體化不斷深化與人民幣國際化持續推進的背景下，中國企業的跨境債務融資已成為連接國內與國際資本市場的重要金融管道。然而，隨著近年來全球地緣政治風險顯著上升，疊加中外利差階段性反轉，使企業跨境融資的決策動因、融資結構選擇及其經濟後果呈現出更為複雜和不確定的特徵。基於此，本文以 2015—2024 年間開展境外債務融資的中國 A 股上市公司為研究樣本，從企業微觀層面系統考察跨境債務融資的決策邏輯、行為特徵及其經濟效應，旨在為企業海外融資的風險管理與績效提升提供經驗證據與政策啟示。

圍繞“中國企業跨境債務融資的決策動因與經濟後果”這一主題，本文基於“動因—行為—結果”的分析邏輯，構建了一個融合企業內部特徵與外部金融環境的系統性研究框架。研究重點聚焦於三方面核心問題：第一，哪些企業層面與宏觀金融因素驅動了中國企業的跨境債務融資決策；第二，融資強度與債務期限結構等融資決策如何影響企業的融資行為模式；第三，跨境債務融資在何種機制和外部條件下作用於企業經營績效，其經濟後果及邊界條件如何。

在研究方法上，本文綜合運用文獻分析、理論建模與多元回歸等實證方法，對企業跨境債務融資行為進行系統檢驗。在變數設定方面，以跨境債務融資強度與發行期限作為核心解釋變數，從企業業務類型、國際化程度與海外資產占比等維度刻畫融資動因，並以企業經營績效衡量經濟後果，同時引入中外利差、匯率預期及全球風險情緒等外部情境變數。實證結果表明：第一，在融資動因方面，企業國際化程度與行業屬性對跨境債務融資強度具有顯著影響。國際化程度越高，企業跨境融資意願與融資強度越強，且能源、工業等行業表現出更高的跨境融資強度。第二，在融資行為方面，融資強度與債務期限呈顯著正相關關係，表明融資規模較大的企業更傾向於選擇長期債務工具。第三，在經濟後果方面，跨境債務融資強度與發行期限均對企業經營績效產生顯著的正向影響。

進一步的機制分析顯示，跨境融資行為通過“融資期限—融資約束—經營績效”的仲介路徑間接影響企業績效；同時，海外資產占比在“業務類型—融資強度”關係中發揮部分仲介作用。調節效應分析發現，中外利差與匯率預期強化了企業國際化程度對跨境融資強度的促進作用，而全球風險情緒（VIX 指數）上升則顯著削弱了跨境融資強度對經營績效的正向影響。異質性分析結果表明，上述效應在央企、低杠杆企業以及能源和工業行業中更為顯著。

本文的研究貢獻主要體現在以下三個方面：第一，從企業微觀視角構建了跨境債務融資“動因—行為—經濟後果”的系統性分析框架，拓展了企業跨境融資與外債宏觀審慎管理相關文獻；第二，揭示了企業業務類型、國際化程度與海外資產結構等特徵變數對跨境債務融資決策的影響機制；第三，結合中國企業跨境債務融資實踐，提出具有針對性的管理與政策建議，為企業優化跨境融資結構及監管部門完善跨境融資制度提供了經驗證據與決策參考。

關鍵字：跨境債務融資；決策動因；經濟後果；融資期限；融資約束

Abstract

Against the backdrop of deepening international financial integration and the continued internationalization of the Renminbi, cross-border debt financing has become an important channel linking China's domestic and foreign capital markets. However, rising geopolitical risks and the reversal of China–foreign interest rate differentials in recent years have significantly complicated firms' offshore financing incentives, financing structure choices, and their resulting economic consequences. These developments make it increasingly difficult to identify the true motivations behind corporate cross-border debt financing and to evaluate its implications for firm behaviour and performance.

Focusing on this issue, this dissertation examines Chinese A-share listed firms that engaged in offshore debt financing between 2015 and 2024. Building on a firm-level perspective, the study develops an integrated analytical framework grounded in the “motivation–behaviour–outcome” logic, incorporating both internal firm characteristics and external financial conditions. The dissertation addresses three core research questions. First, what factors drive Chinese firms' decisions to engage in cross-border debt financing? Second, how do financing decisions—particularly financing intensity and maturity structure—affect firms' financing behaviour? Third, what are the economic consequences of cross-border debt financing for corporate operating performance, and through which mechanisms do these effects arise?

Using empirical methods including literature analysis, econometric modelling, and multiple regression techniques, the study measures cross-border debt financing behaviour along two key dimensions: financing intensity and issuance maturity. Financing motivations are examined through firm characteristics such as business type, degree of internationalization, and overseas asset allocation, while economic outcomes are captured by indicators of corporate operating performance. The analysis further incorporates external contextual variables, including the China–

foreign interest rate spread, exchange rate expectations, and global risk sentiment.

The empirical results yield several key findings. First, from the motivational perspective, firms' degree of internationalization—both at the firm and industry levels—plays a significant role in shaping cross-border financing decisions. Firms with higher internationalization engage in more intensive offshore debt financing, with particularly strong financing activity observed in the energy and industrial sectors. Second, from the behavioural perspective, financing intensity is significantly and positively associated with debt maturity, indicating that firms undertaking larger-scale offshore financing tend to issue longer-term debt instruments. Third, in terms of outcomes, both financing intensity and issuance maturity significantly affect firms' operating performance. Mechanism analyses reveal that cross-border financing affects firm performance indirectly through a “financing maturity → financing constraints → operating performance” transmission channel, while the proportion of overseas assets partially mediates the relationship between business type and financing intensity. Moderation tests further show that a wider China–foreign interest rate spread and favourable exchange rate expectations strengthen the positive relationship between internationalization and financing intensity, whereas heightened global risk sentiment—proxied by the VIX index—weakens the positive impact of financing intensity on operating performance. Heterogeneity analyses indicate that these effects are more pronounced among central state-owned enterprises, low-leverage firms, and firms in the energy and industrial sectors.

This dissertation contributes to the literature in three main ways. First, it constructs a comprehensive firm-level “motivation–behaviour–economic outcome” framework for analysing cross-border debt financing, thereby extending existing research on corporate international financing and macroprudential external debt management. Second, it provides new empirical evidence on how firm characteristics such as business type, internationalization degree, and overseas asset

structure shape cross-border financing decisions and their underlying mechanisms. Third, by integrating empirical findings with the practical experience of Chinese firms' offshore financing, the study offers targeted managerial and policy implications for optimizing cross-border debt structures and improving the regulatory framework, thereby supporting the high-quality development and global competitiveness of Chinese enterprises.

Key words: Cross-Border Debt Financing; Decision Motivation; Economic Consequences; Financing Maturity; Financing Constraints

CITY UNIVERSITY OF HONG KONG
Qualifying Panel and Examination Panel

Surname: WU
First Name: Juan
Degree: Doctor of Business Administration
College/Department: College of Business

The Qualifying Panel of the above student is composed of:

Supervisor(s)

Prof. WANG Junbo Department of Economics & Finance
City University of Hong Kong

Prof. LYU Changjiang Department of Accounting
Fudan University

Qualifying Panel Member(s)

Prof. WU Xueping Department of Economics & Finance
City University of Hong Kong

Prof. HONG Jianqiao Department of Accounting
Fudan University

This thesis has been examined and approved by the following examiners:

Prof. HUANG Qianqian Department of Economics & Finance
City University of Hong Kong

Prof. WANG Junbo Department of Economics & Finance
City University of Hong Kong

Prof. HUANG Rong Department of Accounting
Fudan University

Prof. LYU Changjiang Department of Accounting
Fudan University

Prof. JIN Jimmy Faculty of Business
The Hong Kong Polytechnic University

致謝

行文至此，落筆為終。回首數載求學生涯，感慨萬千。值此論文完成之際，謹向所有給予我關心、幫助和支持的老師、同學及家人致以最誠摯的謝意。

首先，我要衷心感謝我的導師王軍波教授、呂長江教授。從論文的選題立意、框架構建，到理論論證、文字的斟酌潤色，每一個環節都凝聚著兩位導師的智慧。他們嚴謹的治學態度、敏銳的學術洞察力以及謙和的學者風範，使我不僅在學業上受益良多，更懂得了許多為人處世的道理。師恩深重，我將銘記於心。

感謝學院各位授課老師和答辯委員會的專家們，他們教會我許多知識和方法，提出的寶貴意見也促進了論文的不斷完善。感謝同學們給予我的思想啟發，以及在迷茫困惑時送上的鼓勵。這段學習和共同奮鬥的時光將是我人生中珍貴的記憶。

感謝我的家人，特別是我的父母，他們多年來一直默默地支持我、包容我，用無私的愛為我築起了最堅實的後盾。

博士生涯不僅是一段學術訓練，更是一場心智的修行。學海無涯，我將帶著這份感恩與收穫，在未來的道路上繼續砥礪前行。

目 錄

摘要	i
Abstract	iii
Qualifying Panel and Examination Panel	vi
致謝	vii
目 錄	viii
第一章 緒論	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的和研究意義	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.2 研究意義	3
1.3 研究技術路線和研究方法	3
1.3.1 研究技術路線	3
1.3.2 研究方法	4
1.4 研究內容和創新	5
1.4.1 研究內容	5
1.4.2 研究創新	7
第二章 理論概念和文獻綜述	9
2.1 企業跨境債務融資基本理論與制度背景	9
2.1.1 企業跨境債務融資的基本概念界定	9
2.1.2 企業跨境債務融資的基本理論	10
2.1.3 企業跨境債務融資的制度背景	13
2.2 企業跨境債務融資相關文獻	15
2.2.1 國內企業外跨境債務融資研究現狀	15
2.2.2 企業跨境債務融資的外在和內在動因	20
2.2.3 企業跨境債務融資的經濟結果及生成機制	27
2.3 研究評述	35
第三章 中國企業跨境債務融資系統性分析	38
3.1 中國企業跨境債務融資的現狀與趨勢分析	38
3.1.1 中國企業跨境債務融資的現狀分析	38
3.1.2 中國企業跨境債務融資的趨勢分析	45
3.2 中國企業跨境債務融資的模式與風險分析	48
3.2.1 中國企業跨境債務融資的模式分析	48

3.2.2	中國企業跨境債務融資的結構性劃分分析	50
3.2.3	中國企業跨境債務融資的風險分析	53
3.3	中國企業跨境債務融資的驅動因素分析	55
3.3.1	中國企業跨境債務融資的內在驅動因素	55
3.3.2	中國企業跨境債務融資的外在驅動因素	60
3.4	本章小結	64
第四章	理論模型構建與研究設計	66
4.1	理論分析與假設提出	66
4.1.1	企業業務類型、企業國際化程度與企業跨境債務融資強度	66
4.1.2	企業跨境債務融資強度、企業跨境債務發行期限與企業經營績效	70
4.1.3	企業業務類型、企業海外資產占比與企業跨境債務融資強度	76
4.1.4	企業國際化程度、中外利差、匯率預期與企業跨境債務融資強度	77
4.1.5	融資約束程度、企業跨境債務發行期限、企業跨境債務融資強度與企業經營績效	80
4.1.6	企業跨境債務融資強度、全球風險情緒 VIX 與企業經營績效	83
4.2	研究設計	84
4.2.1	變數選擇與樣本資料	84
4.2.2	變數定義與模型設定	85
第五章	實證分析	96
5.1	描述性統計	96
5.2	相關性分析	97
5.3	回歸結果分析	101
5.4	後果仲介效應檢驗	108
5.5	宏觀調節效應檢驗	119
5.5	異質性與組間差異分析	124
5.6	穩健性檢驗	134
5.7	本章小結	140
第六章	研究總結、管理啟示與研究展望	142
6.1	研究總結	142
6.2	管理啟示	145

6.3 研究展望	155
參考文獻	157

圖目錄

圖 1-1 研究技術路線	4
圖 3-1 中資企業跨境債券餘額	39
圖 3-2 1994-2024 年 7 月中資企業海外債務融資期限分佈圖	42
圖 3-3 1994-2024 年 7 月中資企業海外債務融資金額分佈圖	44
圖 3-4 1994-2024 年 7 月中資企業海外債務融資金額分佈圖	56
圖 3-5 中資企業市場競爭力指標（2018-2023 年）	57
圖 3-6 中資企業融資結構變化（2018-2023 年）	60
圖 3-7 中資企業財務杠杆比率（2018-2023 年）	60
圖 3-8 中資企業財務杠杆比率（2018-2023 年）	62
圖 3-9 中資企業財務杠杆比率（2018-2023 年）	62
圖 4-1 本文構建的主模型概念圖	91
圖 4-2 本文在“動因端”構建的模型概念圖	93
圖 4-3 本文在“行為端”構建的模型概念圖	94
圖 4-4 本文在“後果端”構建的模型概念圖	95
圖 5-1 仲介模型示意圖	109
圖 5-2 仲介效應檢驗程式	110

表目錄

表 3-1 中資企業跨境債務融資資料基本分佈現狀	40
表 3-2 國內融資與跨境融資利率對比（2018-2023 年）	58
表 4-1 變數定義與度量	90
表 5-1 主要變數描述性統計	97
表 5-2 變數相關性分析	100
表 5-3 多重共線性檢驗	101
表 5-4 主回歸檢驗結果	107
表 5-5 企業跨境債務發行期限的仲介效應檢驗結果	112
表 5-6 融資約束在企業跨境債務發行期限和經營績效間的仲介效應檢驗結果	114
表 5-7 融資約束在企業跨境債務融資強度和經營績效間的仲介效應檢驗結果	116
表 5-8 企業海外資產占比的仲介效應檢驗結果	119
表 5-9 中外利差與匯率預期的調節效應檢驗結果	122
表 5-10 全球風險情緒的調節效應檢驗結果	124
表 5-11 企業屬性 VS 企業跨境債務融資水準的單因素 ANOVA 檢驗結果	126
表 5-12 企業所屬行業 VS 企業跨境債務融資水準的單因素 ANOVA 檢驗結果	128
表 5-13 低資產負債率組回歸分析結果	129
表 5-14 高資產負債率組回歸分析結果	131
表 5-15 高資產負債率組與低資產負債率組差異對照表	133
表 5-16 高資產負債率組針對主變數的仲介檢驗結果	136
表 5-17 低資產負債率組針對主變數的仲介檢驗結果	136
表 5-18 多幣種企業跨境債務融資主回歸路徑檢驗結果	137
表 5-19 企業跨境債務發行期限的仲介效應檢驗結果	139
表 5-20 假設檢驗結果	141