

地方政府债务如何影响企业投融资行为?

徐彦坤

(中南民族大学经济学院,湖北 武汉 430074)

摘要:本文以民营上市公司为样本,提供了地方政府债务影响企业融资、投资和发展的内在机制和经验证据。研究发现:由于挤出效应的存在,地方政府债务率偏高已成为影响企业融资约束的重要因素,并使得企业融资成本尤其是债务资本成本显著上升;投资行为方面,地方政府债务率上升使得民营企业投资规模显著缩小,并减少了企业的投资机会,其中,民营企业、弱政企关联企业以及市场化程度低和法治环境程度低地区的企业、PPP非鼓励性行业中的企业受到所在地方政府性债务的影响更大,整体债务层级中的县级政府债务对企业融资和投资行为的影响最大;进一步从企业发展来看,地方政府杠杆率的过快上升,会加剧所在地区民营企业财务风险和经营风险,企业经营绩效受到不利影响。管控地方政府债务尤其是县级政府债务,加快推进市场化进程和完善法治环境,有助于降低地方政府债务对民营经济和实体经济的挤出效应,改善政府和社会资本合作机制,促进地方政府债务的“挤出”效应转变为“引致”效应。

关键词:地方政府债务;融资约束;民间投资;企业融资;企业发展

中图分类号:F812.7 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2020)02-0090-10

一、引言

2008年金融危机后,中国政府采取的应对经济下行压力的一系列举措,使得中国在此轮经济周期中保持稳定增长。与此同时,大量的地方政府债务以不同形式出现在地方政府的政策工具箱中,并由此带来诸多意想不到的后果,如地方政府债务风险管控问题,地方政府债务风险对经济发展的影响等。大量的研究关注了地方政府债务的形成机理,包括预算软约束^{[1][2]}、救助预期^[3]、事权和支出责任不匹配^[4]、财政金融制度^[5]、公共风险的不确定性^[6],相对而言,对地方政府债务的经济效应关注较少,并且这方面的研究大多集中于宏观层面对经济增长的影响^{[7][8]}。与此同时,企业融资难和民间投资下滑成为本轮经济周期中两个典型特征,一些研究从不同的角度进行了解读和分析^{[9][10]},不可否认的是企业融资难和投资下滑与经济下行有着密不可分的联系,但是两者之间是否存在着“结果”与“原因”的关系,至今尚缺乏有效的理论依据和经验证据。经典的公债经济效应理论认为,政府债务与投资行为之间存在着“引致效应”或“挤出效应”,这至少说明,作为公债重要组成部分的地方政府债

收稿日期:2019-10-17

作者简介:徐彦坤(1989—),女,河南辉县人,中南民族大学经济学院讲师。

务,与企业融资和投资之间有着较强的关联性。在地方政府债务规模不断扩大的背景下,要解释企业融资难和民间投资不振的问题,就有必要从地方政府债务的视角进行机制分析和经验检验。

本文利用独特的多层级地方政府债务数据与民营上市公司数据进行匹配,从微观视角检验地方政府债务对企业融资和投资行为的影响,归结起来,本文可能在以下三个方面有所贡献:第一,从地方政府视角,提供了政府债务影响经济发展的微观机制,即探讨地方政府债务是否以及如何影响到企业发展。企业是经济活动的细胞,宏观层面债务与经济增长的关系必然依赖于微观层面的企业成长,因此,考察地方政府债务对企业融资和投资行为的引致效应或挤出效应具有重要研究价值,并由此从政府债务的视角来解释企业融资约束和投资不振问题,对于理解当下企业尤其是民营企业面临的融资难和投资下滑问题具有启示意义。第二,不仅关注了宏观经济政策(地方政府债务政策)对微观个体的影响,而且还进一步考察了异质性企业和不同制度环境条件下,地方政府债务对企业发展影响的差异性,即通过宏观经济政策变量与异质性变量交互,来探讨企业的反应。第三,从政府债务与企业发展关系的视角来理解政府与市场关系具有重要的启示意义。本文余下部分结构安排如下:第二部分是理论分析;第三部分是分析框架设计;第四部分是实证研究结果及分析;第五部分是结论和政策启示。

二、理论分析

地方政府债务影响经济发展的企业微观机制,主要源于其所产生的引致效应和挤出效应。地方政府债务作为公债的重要组成部分,可以为政府投资支出筹集资金、提供支撑。如果由地方政府债务融资所形成的公共资本能够与私人资本互补,从而提高私人资本的边际效率和预期收益率,那么就会产生“引致效应”。如果地方债的发行导致民间部门可借贷资金的减少,市场利率水平和企业生产成本提高,降低了企业的投资收益率,这种情况下公债对私人投资就会产生“挤出”。

企业融资会受到许多因素的影响,但总体上由资金供应量和需求量所决定。除了企业部门外,地方政府部门也是市场融资的主要参与者和需求者,并以债务融资的形式予以体现。在货币供应量相对不变的条件下或者融资供给增速低于需求增长的情况下,地方政府债务必然与企业融资形成竞争关系,由于我国资本市场存在着一定程度的地区分割,地方政府债务融资主要依赖于银行贷款,而在债券融资市场相对滞后的条件下,企业融资与政府融资在融资市场上的竞争会进一步激化,同时,有条件的企业(特别是上市公司)也会选择通过一定的债券融资来替代原来的银行贷款融资。

一方面,银行主导型的金融体系意味着银行对企业融资进而对企业成长具有更加重要的影响^[11],银行机构的所有制特征决定了其在提供融资机会上将优先考虑政府部门及其代理人(如融资平台),即使是在企业内部,国有企业相比较民营企业,其获得的银行贷款机会、成本和规模均优于后者。由于竞争加剧,使得民营企业在一些必不可少的融资过程中需要付出更高的价格才能获得融资机会,进而提高了融资成本,同时还进一步挤出了其未来的投资机会,导致民营企业投资规模的下降。当然,不排除民营企业可以通过政府与社会资本合作的方式参与到政府投资的项目当中,但是由于可能存在的行业限制、所有制歧视以及相关制度机制不完备,使得民营企业仅在少数领域当作尝试与政府资本进行合作,由于预期收益分配以及风险的不确定,民间资本参与的积极性并不高。

另一方面,企业特征和所处行业特征以及制度环境的差异,也会使得地方政府债务对企业融资和投资行为的影响存在程度和方向差异,而政治关联是在分析民营企业经营过程中一个必不可少的因素,由于民营企业相比较国有企业,在融资机会和投资机会上存在较大差距,一些民营企业往往会通过构建政治关联来缩小融资和投资行为上的差距。在制度环境方面,市场化环境和法治环境是影响企业融资和投资的重要因素,也是规范地方政府行为的重要因素。市场化程度高,意味着信贷资源等资本要素将更加遵循市场化原则进行配置,较少受到其他因素的干扰,企业之间的竞争以及企业与政府之间的竞争将置于一个较为公平的环境中进行,地方政府债务对民营企业融资和投资的不利影响可能会弱于市场化程度低地区的企业,而且民营企业可以利用市场化程度高地区的资本要素,选择更

加多样化的融资机会,相对公平的参与投资项目的竞争。法治环境的本质是契约环境,法治环境越好的地区,越看重合同双方的契约关系和对契约的履行,并且地方政府债务规范化程度相对较高,对民营企业而言提供了一个更为公平的竞争环境,同时也为民营企业参加政府投资项目(如 PPP 项目),提供了法律条件。

除了上述因素外,不同层级地方政府债务对民营企业的影响也存在差异。由于不同层级政府的职能分工和管辖权限,决定了在地方政府债务融资、支出和管理方面各有侧重点,一般而言,省级政府主要是宏观管理的能力,很少直接办理市政设施,因此,其债务融资呈现下降趋势,而且省级政府主要是协调地区经济社会发展,对经济领域的干预也主要体现在全局性和区域性领域当中,其债务融资的渠道也相对较多,对本地市场的融资影响较弱;投资的项目绝大多数属于公益性强、周期性长、收益率相对较低的项目,因而与社会资本的直接竞争较弱。市县级政府由于融资渠道较为单一,对经济领域的干预也较省级政府多,并且具体体现在对本地市场的影响上,在现行财力上移、事权下放的体制下,越是基层政府,其能自主支配的财力比重越小,因而对债务融资的依赖程度更大,对融资市场的挤占更为明显,同时,县市尤其是县级政府投资的项目大多周期较短、规模不大、兼顾社会效益和经济效益(为保障有效的收益率),因而与民间资本的竞争更为明显。因此,总体上看,层级越低的地方政府债务对民营企业融资和投资的影响越大。

三、分析框架设计

(一)样本选择

2011~2014 年全部 A 股上市公司构成了本文的初始样本。之所以选择该时间范围,主要是考虑到政府债务数据的可得性和准确性,官方层面地方政府债务(地方融资平台)清理以及债务审计和债务统计工作始于 2011 年左右,同时,2015 年及之后地方政府管理也进行了转型,因此,2011~2014 年段的数据具有口径统一性。从 2011~2014 年,共有个 1956 个上市公司样本。按照以往研究惯例筛选样本:(1)剔除金融行业上市公司;(2)剔除财务数据不全和注册地缺失的公司;(3)剔除在观测区间经过 ST 或 ST * 处理的公司。为保证数据的有效性并消除异常样本的影响,我们按 1%分位数对样本进行 Winsoriz 处理,同时还剔除了中小板和创业板公司。

本文所选择的变量数据共有三类来源:(1)企业层面数据,主要来自于 WIND 金融数据库、CSMAR 国泰安数据库;(2)省市县层面的统计数据,主要来自于各年份《中国统计年鉴》《中国财政年鉴》《中国城市统计年鉴》和《中国区域经济统计年鉴》;(3)政府层面的债务数据,通过预决算公开得到。

(二)模型设计、变量选择

本文重点关注地方政府债务是否会影响企业发展,包括企业融资约束、投资行为、企业风险和收益等,并进一步分析企业异质性和地区异质效应,即探讨市场化程度、法律制度、企业治理结构等因素是如何缓解或者促进地方政府债务对企业发展所产生的影响,最后进行稳健性检验。具体说来:

首先,立足企业层面,主要检验企业所在地地方政府债务对企业融资行为和投资行为影响,以判断是否存在“挤出效应”或“引致效应”:

$$CF_{it} = \beta_0 + \beta_1 local_debt_{it}^c + \beta_2 X_{it} + \gamma_z + \nu_t + \mu_{zt} \quad (1)$$

$$Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 local_debt_{it}^c + \beta_2 X_{it} + \gamma_z + \nu_t + \mu_{zt} \quad (2)$$

式(1)和式(2)中, i 表示企业, t 表示时间年份, c 表示企业 i 所在地方(主要为地级市), CF_{it} 表示企业 i 在 t 年的融资行为,包括融资约束、融资结构和融资成本, $Invest_{it}$ 表示企业的投资行为,主要为企业固定资产投资和投资机会, $local_debt_{it}^c$ 表示企业 i 在所在地区第 t 年的地方政府债务状况,主要用债务率、负债率和人均债务水平表示, X 为控制变量,主要包括企业规模、企业年龄、企业股权状况、股权集中度、机构投资者比重、地区储蓄、货币供应量(M2)、地区固定资产投资和政企关联。接下来,将进一步探讨地方政府债务对企业发展的影响:

$$ERM_{it} = \beta_0 + \beta_1 local_debt_{it}^c + \beta_2 X_{it} + \gamma_z + \nu_t + \mu_{zt} \quad (3)$$

$$\text{benefits}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{local_debt}_{it} + \beta_2 X_{it} + \gamma_z + \nu_t + \mu_{zt} \quad (4)$$

式(3)和式(4)中,ERM_{it}和benefits_{it}分别表示企业i在t年所面临的风险和收益,γ_z表示行业固定效应,ν_t为时间固定效应,μ_{zt}为误差项,X为控制变量。根据理论分析,不同所有制企业、不同行业特征、不同地区特征差异的企业对地方政府债务所带来的影响会产生差异化的响应,同时,地方政府债务层级结构的差异也会影响债务的经济效应,进一步根据所有制、政企关联、地区市场化程度、地区法制环境进行分组检验。主要变量定义如下:

1.地方政府债务。对于地方政府债务状况的变量,主要从存量债务和增量债务两个维度进行度量,借鉴Huang等的做法^[12],分别选用地方政府负债率(地方政府债务余额/gdp)、地方政府债务率(地方政府债务余额/地方政府财政支出)、人均债务水平(地方政府债务存量/户籍人口)和地方政府债务层级结构(省本级债务余额占比、市本级债务余额占比和县级债务余额占比),在稳健性分析中使用人均新增债务水平(新增债务余额/户籍人口)、净新增债务率(净新增债务余额/地方政府财政支出)和净新增负债率(净新增债务余额/gdp)。

2.企业融资约束。借鉴Whited和Wu的具体做法^[13],主要构建并选取KZ指数来衡量企业融资约束程度。对于KZ指数,对全样本各个年度按照经营性净现金流/上期总资产、现金股利/上期总资产、现金持有/上期总资产、资产负债率、托宾Q值进行分类,相应地,各指标如果低于中位数则取1,否则取0,然后将各自的取值相加,之后将其作为因变量对上述五类变量进行回归,估计出各变量的回归系数,然后代入上述回归公式中,计算得到每家上市公司融资约束程度KZ指数。

3.企业融资结构。本文主要使用外源融资,包括商业信用、债务融资和股权融资。其中,商业信用=应付账款-应收账款,股权融资=股本+资本公积,债务融资=短期借款+长期借款+应付债券。

4.企业投资。该指标主要用固定资产投资和投资机会度量,参考陈艳艳和罗党论、徐业坤等的做法^{[14][15]},主要选取了新增固定资产投资衡量企业投资意愿,具体公式为(固定资产+无形资产+其他长期资产支出的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金资产)/年初总资产;用托宾Q值衡量企业在未来有价值的投资机会^[16],具体公式为:托宾Q=(总资产账面价值-股东权益账面价值+股东权益市值)/总资产账面价值。

5.企业成本。主要从融资成本角度来度量企业成本,本文采用基于剩余收益折现模型中的PEG模型来估计权益资本效用,同时进一步借鉴PEG方法来估计企业的权益资本成本^[17]。对于债务资本成本,主要采用为债务所支出的成本与企业年末计息负债的比值来计量:债务资本成本=(资本化利息+费用化利息)/年末计息负债,其中,计息负债=长期借款+应付债券+长期应付款+短期借款+一年内到期的长期债券+其他长期负债。最后考虑到大多数公众持有企业进行融资都包含了债务融资和权益融资,因此企业的整体资本成本是债务成本和权益资本成本的加权平均: $r_{wacc} = \left(\frac{E}{D+E} \right) r_E + \left(\frac{D}{D+E} \right) r_D (1-T)$,其中,E=企业权益市场价值,权益资本的市场价值等于该企业股票价格乘以其总股本数;D=企业债务市场价值,采用其账面值,r_E=企业权益资本成本,r_D=企业的债务资本成本,T=企业所得税率=(利润总额-净利润)/利润总额。

6.企业风险与收益。借鉴翟胜宝等的做法^[18],企业风险主要用beta系数、财务杠杆率和收益波动率(最近5年年化波动率)来表示,企业收益用资产收益率来度量。

7.企业层面的控制变量。包括企业年龄、企业规模、企业产权属性、政治关联、资产负债率、第一大股东占比、机构投资者占比等。

实证研究发现不同的投资策略对公司风险的影响存在显著差异,同时,这种投资策略的风险效应会受到宏观经济环境的影响^[19]。地区层面的变量包括市场化程度和法治环境,其中市场化程度指标,根据《中国市场化八年进程报告》进行分组^[20],市场化程度得分在平均数之上和之下的分别为市场化程度高和市场化程度低的地区;法治环境,则选取了该报告中市场中介组织的发育和法律制度环境作为度量指标,该指数得分在平均数之上和之下的分别为法治程度高和法治程度低的样本。

此外,本文研究中,还选取了省级层面的社会融资规模和民间投资来检验宏观层面的地方政府债务是否会对社会融资和民间投资产生影响。其中,社会融资规模来自中国人民银行《货币与金融统计》,民间投资来自分地区按等级类型分全社会固定资产投资中的民间投资,即全社会固定资产投资中除国有和集体企业之外的其他社会固定支出投资。宏观省级层面实证分析的控制变量包括:国内生产总值、工业增加值、金融发展、劳动力、科技水平、城镇化、对外开放、财政支出和房地产投资规模。

描述性统计显示,样本城市地方政府(地级市政府)债务率、负债率和人均负债均值为 1.261 万元、0.164 万元和 1.320 万元,标准差分别为 0.830、0.124 和 1.019,这表明,地级市之间的债务状况差异较大。融资约束、融资结构、融资成本和企业投资标准差均较大,如 KZ 指数相对值均值为 0.377,而标准差达到 0.485,企业固定资产投资占比的均值为 0.260,而标准差为 0.167,商业信用的均值为 0.004,而标准差达到了 0.065,表明企业在融资行为和投资行为上的差异较大。企业风险和收益的差异相对小些。

四、实证研究结果及分析

本部分的实证研究从三个方面展开,首先验证地方政府债务对企业融资行为和投资行为的影响,主要从融资约束、融资结构、融资成本和投资规模及投资机会等维度展开;其次,在此基础上,进一步考察地方政府债务对企业发展的影响,主要涉及企业风险和收益;再次,从异质性角度,比较不同所有制企业、不同政企关联企业、不同制度环境(市场化程度和法治环境)、不同债务层级和不同行业的差异性;最后,进行稳健性检验。下述实证检验主要以民营企业为样本进行分析。

(一)地方政府债务对企业融资行为和投资行为的影响

表 1 报告的是以 KZ 指数(包括绝对值和相对值)作为度量企业融资约束因变量的模型回归结果。列(1)至(3)报告的是地方政府债务率、地方政府负债率和人均债务水平对 KZ 指数(绝对值)影响的回归结果,列(4)至(6)报告的是对 KZ 指数(相对值)影响的回归结果。回归结果显示,无论是选取融资约束指标,还是选取地方政府债务指标,都非常稳健地表明,地方政府债务水平的提高加剧了民营企业的融资约束,如地方政府债务率对 KZ 指数绝对值和相对值的影响系数分别为 0.455 和 0.062,分别在 10%和 5%水平上显著为正,地方政府负债率相应的影响系数分别为 1.141 和 0.303,分别在 5%和 10%水平上显著为正,而人均债务水平的影响系数基本上也在 10%水平上显著为正,这表明,地方政府加杠杆实际上可能成为企业融资约束的重要影响因素,尤其是地方政府负债率的快速上升对融资约束的影响最大,这也为企业融资约束难题提供了一种新的解释和证据。

表 1 地方政府债务对民营企业融资约束的影响

	KZ 指数——绝对值			KZ 指数——相对值		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
地方政府债务率	0.455* (1.83)			0.062** (2.07)		
地方政府负债率		1.141** (2.15)			0.303* (1.89)	
人均债务水平			0.195* (1.82)			0.046* (1.8)
常数项	-21.953*** (-2.58)	-22.986*** (-2.57)	-20.958*** (-2.42)	2.492** (2.18)	2.538** (2.19)	2.984*** (2.44)
其他控制变量	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
R ²	0.3847	0.3844	0.3793	0.346	0.345	0.338
观测值	1543	1543	1543	1819	1819	1819

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,括号中为 t 值,下同。

融资约束的趋紧可能源于融资成本的上升,并由此带来企业融资结构的变化,如果说地方政府债务对企业融资约束会产生实质性的影响,那么有理由相信,地方政府债务同时也是影响企业融资结构和融资成本的重要因素。

对于地方政府债务的融资结构,主要从外源性融资中的商业信用、股权融资和债务融资三个维度进行考察,具体实证回归结果如表 2 所示。总体上,三类地方政府债务状况指标对融资结构中商业信用比重的影响相对较小,且不显著,对股权融资的影响分别在 10%、5%和 1%水平上显著为正,而对债务融资比重的影响在 10%和 5%水平上显著为负,这表明,地方政府债务降低了企业对债务融资的依赖,引致了对股权融资的偏好。实际上,由于地方政府债务主要依赖于债务融资,其对企业债务融资的挤出效应较为明显,而对股权融资的影响相对较小。由于企业在债务融资方面受到的冲击较大,从而更多的选取了股权融资作为原有债务融资的一种替代手段。

表 2 地方政府债务对融资结构的影响

	商业信用			股权融资			债务融资		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
地方政府负债率	-0.000 (-0.34)			0.001* (2.05)			-0.005** (-2.21)		
地方政府债务率		-0.008 (-0.7)			0.008** (2.34)			-0.023* (-1.81)	
人均债务水平			-0.000 (-0.22)			0.002*** (2.61)			-0.002** (-2.28)
常数项	-0.045*** (-2.65)	-0.052*** (-2.73)	-0.0489*** (-2.65)	0.4882*** (3.2)	0.4771*** (3.1)	0.5236*** (3.22)	0.0263** (2.15)	0.0273** (2.16)	0.015** (2.09)
其他控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是
R ²	0.284	0.283	0.279	0.5384	0.5384	0.5372	0.4512	0.4517	0.4526
观测值	1813	1813	1813	1819	1819	1819	1717	1717	1717

对于融资成本,主要选取三类融资成本指标,即权益资本成本、债务资本成本和加权平均成本,回归结果具体如表 3 所示。权益资本成本是企业通过发行普通股股票获得资金而付出的代价,我们发现,尽管地方政府债务率的上升引起了股权融资的上升,但是并没有带来权益资本成本的显著上升,地方政府债务率与权益资本成本的回归结果系数为 0.003,但不显著。对于债务资本而言,表 3 列(2)表明,地方政府债务率的上升,显著带来了债务资本成本的上升,两者的回归系数为 0.005,在 1%水平上显著为正,这也解释了企业的融资行为受到了地方政府债务的较大影响。最后,进一步观察地方政府债务率与加权平均成本的关系,两者的回归系数为 0.004,在 10%水平显著,表明总体上看,地方政府债务率的上升,带来了企业融资成本的上升。同时,利用省级层面的面板数据,进一步观察了地方政府债务状况对社会融资规模和民间投资的影响,从宏观的视角提供相关的证据,对此,我们构建了一个省级层面面板数据模型,因变量为社会融资规模比重(社会融资规模占 GDP 比重)和全社会固定资产投资中民间投资比重,主要解释变量为地方政府债务率和人均债务状况,控制变量包括人均 GDP、工业增加值、金融发展、劳动力、科技水平、城镇化、对外开放、财政支出和房地产投资规模,主要选取固定效应模型。实证研究表明,地方政府债务在一定程度上确实挤出社会融资,民间投资也受到所在地方政府债务明显的挤出效应。

表 3 地方政府债务对融资成本的影响

	权益资本成本	债务资本成本	加权平均成本
	(1)	(2)	(3)
地方政府债务率	0.003 (0.31)	0.005*** (2.86)	0.004* (1.96)
常数项	-2.88*** (-2.73)	-0.226*** (-2.96)	-3.532*** (-3.09)
其他控制变量	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
R ²	0.1478	0.13	0.1684
观测值	1168	1609	1051

接下来,进一步利用民营上市公司数据,来考察地方政府债务对企业固定资产投资和投资机会的影响,其中投资机会用托宾 Q 值表示,回归结果如表 4 所示,无论是地方政府负债率指标,还是地方政府债务率指标,其对固定资产投资和托宾 Q 值的影响系数在 5%水平及以上显著为负,而人均债务水平的影响尽管不显著但依然为负,具体说来,地方政府负债率和债务率对固定资产投资的影响系数均为-0.031,对托宾 Q 值的影响系数分别为-0.022和-0.088,这表明,地方政府债务水平的上升,不仅抑制和挤出了民间固定资产投资,而且还降低了民间投资的机会,这也为当下民间投资下滑提供了一种可能的解释。

表 4 地方政府债务对民营企业投资行为的影响

	固定资产投资			托宾 Q 值		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
地方政府负债率	-0.031** (2.16)			-0.022*** (-2.74)		
地方政府债务率		-0.031** (-2.11)			-0.088** (-2.48)	
人均债务水平			-0.001 (1.44)			-0.014 (-1.55)
常数项	0.487*** (3.00)	0.479*** (2.92)	0.512*** (2.95)	-13.83*** (-12.09)	-13.824*** (-11.95)	-13.969*** (-11.41)
其他控制变量	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
R ²	0.292	0.239	0.24	0.5893	0.5886	0.5889
观测值	1815	1815	1815	1760	1760	1760

(二)地方政府债务与企业发展

前文主要探讨了地方政府债务对融资行为和投资行为的影响,而融资行为和投资行为是影响企业绩效和发展的重要因素,融资状况直接决定着企业发展过程中的资本要素资源状况和资本成本,投资行为则反映的是企业投资的意愿、机会和收益状况,因此,地方政府债务对企业绩效和发展的影响如何呢?对此,主要选择企业风险和企业绩效来度量企业的发展状况,分别用 beta 系数和财务杠杆率表征企业风险,用每股收益增长率、销售净利率和净资产收益率衡量企业绩效,用地方政府债务率表示企业的债务状况,回归结果如表 5 所示。具体说来,地方政府债务率对 beta 系数的影响系数为 0.026,在 5%水平上显著为正,表明地方政府债务率的上升会增加企业发展过程中面临的风险,进一步观察列(2),我们发现,地方政府债务率对财务杠杆率的影响为正,但不显著,综合来看,地方政府债务确实给企业发展带来了一定的风险。从发展绩效来看,如列(4)~(5)所示,地方政府债务率对销售净利率和净资产收益率的影响分别在 5%和 10%水平上显著为负,地方政府债务的增加会在一定程度上影响企业绩效。

表 5 地方政府债务对企业风险和企业发展的影响

	Beta 系数	财务杠杆率	每股收益增长率	销售净利率	净资产收益率
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
地方政府债务率	0.026** (2.19)	0.004 (1.36)	0.034 (0.69)	-0.002** (-2.04)	-0.003* (1.88)
常数项	11.513*** (22.74)	1.609*** (7.91)	-3.089 (-1.63)	0.655*** (5.18)	0.084*** (6.27)
其他控制变量	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是
R ²	0.3742	0.1629	0.4965	0.1356	0.1025
观测值	1677	1819	1816	1864	1819

(三)异质性分组检验

考虑到地方政府债务对企业融资行为和投资行为的影响会受到许多因素的影响,更为细致考察不同环境条件下地方政府债务对企业的影响,可以准确把握这些差异性和异质性,对此,根据所有制结构、政企关联、市场化程度、法治环境和行业特征以及政府债务层级等角度对样本按照平均值之上和之下进行分组考察。具体如下:

表 6 报告了所有制结构、政企关联、法治化程度、市场化程度进行分组后的地方政府债务对融资约束和企业投资机会的影响。总体而言,地方政府债务状况对国有企业融资约束的不利影响较弱,即影响系数显著小于民营企业,地方政府债务状况对国有企业融资约束的不利影响较弱。地方政府债务率对有政企关联企业融资约束的影响显著小于无政企关联的企业,即政企关联削弱了地方政府债务率对企业融资约束的影响,由于政企关联的存在,部分民营企业通过相关渠道依然可以获得一定的融资,进而减轻由此带来的不利影响。对市场化程度高地区的企业而言,地方政府债务对民营企业融资约束的影响较弱,市场化在一定程度缓解了地方政府债务对民营企业融资约束的不利影响。在法治化程度高地区,地方政府债务对融资约束的影响虽然为正,但不显著,而法治环境程度低地区,其影响显著为正,法治化进程有助于抑制地方政府债务对企业融资的冲击。

表 6 地方政府债务与融资约束:分组检验

	融资约束		融资约束		融资约束		融资约束	
	国有企业	民营企业	政企关联	无政企关联	市场化程度高	市场化程度低	法治化程度高	法治化程度不高
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
地方政府债务率	0.044 * (1.89)		0.057 ** (2.16)	0.071 * (1.98)	0.041 * (1.96)	0.074 ** (2.29)	0.046 (1.13)	0.069 ** (2.27)
地方政府负债率		0.231 (1.45)						
常数项	1.77 * (1.98)	1.804 * (1.99)	2.754 ** (2.12)	2.334 ** (2.27)	1.393 (1.15)	7.745 *** (2.75)	0.961 (0.69)	6.000 *** (3.26)
其他控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
R ²	0.1184	0.1183	0.348	0.347	0.1172	0.176	0.264	0.246
观测值	3128	3128	1083	729	1522	344	1068	803

接下来,按照表 6 中回归结果的分析思路,考察地方政府债务与企业投资机会的关系是如何受到企业自身特征和所处环境的影响。研究发现,地方政府债务对国有企业投资机会的影响基本上不显著,相比较有政企关联的企业,地方政府债务对无政企关联企业的影响更大和更显著。进一步观察市场化程度和法治化程度的影响,相比较市场化程度低和法治化程度低地区的企业,市场化程度高和法治化程度高地区的企业,地方政府债务对其影响进一步弱化,且影响系数显著小于前者,企业自身的特征和所处的地区环境确实是影响地方政府债务与融资约束的重要因素,规范企业之间公平竞争环境、推动市场化改革和提升法治化水平有助于减少经济政策对企业融资和投资带来的不利影响。

进一步考察行业特征和政府债务层级特征是如何影响地方政府债务对企业融资和投资行为的。对于行业特征,根据财政部和国家发改委确立的 PPP 鼓励性行业作为划分行业特征的标准,将样本划分为鼓励性行业和非鼓励性行业。由表 7 我们发现,地方政府债务率对非鼓励性行业中企业融资约束的影响显著为正,对鼓励性行业中企业融资约束的影响尽管为正,但不显著且系数小于前者,即地方政府债务对非鼓励性行业中企业的融资约束影响更大;对于投资机会而言,地方政府债务率对非鼓励性行业的投资机会影响系数为-0.020,在 10%水平上显著,而对鼓励性行业中企业投资机会的影响为正,这表明,地方政府债务率的上升为鼓励性行业带来了一定的投资机会(但不显著),而显著降低了非鼓励性行业中企业的投资机会。对于政府债务层级来看,我们进一步以市为单位,将政府债务层级指标分为地级市所处省本级债务率(省本级债务/全省财政支出)、地级市本级债务率(地级市本

级债务/地级市财政支出)、县级债务率(县级债务/县财政支出),我们发现,省本级债务率对企业融资约束的影响不显著,而地级市本级债务率和县级债务率对融资约束的影响显著为正,且县级债务率的影响显著大于地级市本级债务率;同时,尽管省本级债务率、地级市本级债务率和县级债务率对投资机会的影响均显著为负,但县级债务率对投资机会的抑制效应最为明显,地级市本级债务率其次。总体上看,县级债务率和地级市本级债务率对融资约束和投资行为的影响最大,这为管控地方政府债务的侧重点提供了新的视角。

表 7 地方政府债务与融资约束和投资行为:行业异质性和政府层级

	融资约束 KZ 指数——相对值			投资行为(托宾 Q 值)		
	鼓励性行业	非鼓励性行业	政府债务层级	鼓励性行业	非鼓励性行业	政府债务层级
地方政府债务率	0.051 (0.99)	0.074 * (1.93)		0.102 (0.75)	-0.020 * (1.98)	
省本级债务率			-0.021 (-1.24)			-0.205 ** (-2.28)
地级市本级债务率			0.018 ** (2.14)			-0.351 * (-1.78)
县级债务率			0.102 *** (2.63)			-0.615 * (-1.94)
常数项	1.54 *** (2.61)	2.998 ** (2.39)	3.464 ** (2.5)	-36.087 *** (-7.05)	-9.14 *** (-8.11)	-91.612 *** (-6.12)
其他控制变量	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
R ²	0.3465	0.378	0.392	0.5059	0.5561	0.1691
观测值	384	1482	1621	363	1434	1558

注:政府债务层级的三类指标均进行了标准化处理,以保证具有可比性。

(四)稳健性检验

首先,用地方政府净增债务率替换运用地方政府债务率指标,对企业融资行为和投资行为进行回归。原有的地方政府债务率指标是从一个总量的角度来全面考察地方政府债务对企业行为的影响,接下来进一步从地方政府债务净增加量(不含通过置换方式而新增的债务)的角度来考察地方债的影响。回归结果显示,地方政府净增债务率确实也在一定程度上引致了企业的融资约束趋紧、融资成本上升、投资意愿下降和投资机会减少,在一定程度引致民营企业经营风险的上升。

其次,考虑到可能存在的内生性问题,借鉴 Huang 等的主要做法^[12],引入城市层面地方政府债的工具变量,即所在城市的政治关系,具体用本地拥有的在任中央委员数表示,此外,我们进一步控制了所在地区的转移支付水平。回归结果显示,地方政府债务率的系数均与预期结果一致,效果相对更好,表明地方政府债务与民营企业融资行为和投资行为之间确实存在着因果关系,进而验证了前文结果的稳健性。

五、结论和政策启示

本文从地方政府视角,分析了政府债务影响经济发展的微观机制,探讨地方政府债务是否以及如何影响到企业发展,重点检验地方政府债务对企业融资和投资行为的“引致效应”或“挤出效应”;同时,本文不仅关注了宏观经济政策(地方政府债务政策)对微观个体的影响,而且还进一步考察了异质性企业和不同制度环境条件下,地方政府债务对企业发展影响的差异性。研究结果表明,传统观点认为的经济低迷时期通过政府举债可以有效的提高微观个体的信心和提供有效的经济刺激环境,可能并不成立,尤其是在过度举债或制度条件不完善的地区(如契约环境、法治环境),地方政府在通过加杠杆方式来提振经济的同时可能会对企业发展尤其是民营企业发展带来不利的后果。政府投资与私人投资之间也并不是简单的竞争关系或者互斥关系,在更多的时候,由于制度不健全,使得政府投资

与私人投资之间缺乏有效的衔接机制,使得两者间似乎表现出“此消彼长”的关系,这也可以在一定程度上解释了当前公私合作模式(PPP)中所存在的“项目多而落地难”的现象。如何将地方政府债务的“挤出”效应转变为“引致”效应,可行的路径是加强地方政府债务尤其是县级政府债务的风险管控,同时加快推进市场化进程、完善法制环境,不仅有助于降低地方政府债务对民营经济和实体经济的挤出效应,也有助于改善政府和社会资本合作机制,提高私人资本的预期收益率,从而形成引致效应。

参考文献:

- [1] 陈志勇,陈思霞.制度环境、地方政府投资冲动与财政预算软约束[J].经济研究,2014,(3):76—87.
- [2] 王永钦,陈映辉,杜巨澜.软预算约束与中国地方政府债务违约风险:来自金融市场的证据[J].经济研究,2016,(11):100—113.
- [3] 郭玉清,何杨,李龙.救助预期、公共池激励与地方政府举债融资的大国治理[J].经济研究,2016,(3):81—95.
- [4] 贾康,张鹏,程瑜.60年来中国财政发展历程与若干重要节点[J].改革,2009,(10):19—36.
- [5] 毛捷,刘潘,吕冰洋.地方公共债务增长的制度基础——兼顾财政和金融的视角[J].中国社会科学,2019,(9):49—71.
- [6] 刘尚希,石英华,武靖州.制度主义公共债务管理模式的失灵——基于公共风险视角的反思[J].管理世界,2017,(1):5—16.
- [7] 范剑勇,莫家伟.地方债务、土地市场与地区工业增长[J].经济研究,2014,(1):43—57.
- [8] 程宇丹,龚六堂.财政分权下的政府债务与经济增长[J].世界经济,2015,(11):5—30.
- [9] 于泽,陆怡舟,王闻达.货币政策执行模式、金融错配与我国企业投资约束[J].管理世界,2015,(9):58—70.
- [10] 田国强,赵旭霞.金融体系效率与地方政府债务的联动影响——民企融资难融资贵的一个双重分析视角[J].经济研究,2019,(8):4—20.
- [11] 方芳,蔡卫星.银行竞争与企业成长:来自工业企业的经验证据[J].管理世界,2016,(7):63—75.
- [12] Huang, Y., Pagano, M., Panizza, U. Public Debt and Private Firm Funding: Evidence from Chinese Cities[Z]. EIEF Working Papers Series 1611, 2016.
- [13] Whited, T.M., Wu, G.J. Financial Constraints Risk[J]. Review of Financial Studies, 2006, 19(2): 531—559.
- [14] 陈艳艳,罗党论.地方官员更替与企业投资[J].经济研究,2012,(S2):18—30.
- [15] 徐业坤,钱先航,李维安.政治不确定性、政治关联与民营企业投资[J].管理世界,2013,(5):116—130.
- [16] 付文林,赵永辉.税收激励、现金流与企业投资结构偏向[J].经济研究,2014,(5):21—35.
- [17] Easton, P.D. PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital [J]. The Accounting Review, 2004, 79(1): 73—95.
- [18] 翟胜宝,张胜,谢露,郑洁.银行关联与企业风险——基于我国上市公司的经验证据[J].管理世界,2014,(4):53—59.
- [19] 李志辉,杨旭,郭娜.宏观环境、投资策略与我国寿险公司风险研究[J].湖南大学学报(社会科学版),2019,33(4):35—44.
- [20] 王小鲁,余静文,樊纲.中国市场化八年进程报告[EB/O].(2016-04-14)[2019-10-15] <http://www.rmlt.com.cn/2016/0414/423199.shtml>.

(责任编辑:肖加元)