

社会信用环境与资本跨区域流动

——基于社会信用体系改革试点政策和企业异地投资的研究

江成涛¹ 王亚雯¹ 王玉娟²

(1.中国人民大学经济学院,北京 100872;2.安徽大学经济学院,安徽 合肥 230601)

摘要:完善的社会信用环境是全国统一大市场建设的“基石”,对引导资本要素充分流动和高效配置具有重要意义。本文手工整理 2008—2021 年 A 股上市公司异地投资活动数据,以社会信用体系改革试点政策为准自然实验,识别社会信用环境改善对资本跨区域流动的影响。研究发现,社会信用体系改革试点政策使试点城市获得的新增异地子公司数量平均相对提高约 2.33%。机制分析发现,社会信用环境改善能够通过降低企业交易成本、缓解企业外部融资约束和减少企业不确定性感知来促进企业异地投资活动。异质性分析发现,社会信用环境改善促进了高契约密集度行业和高外部融资需求行业内企业的异地投资活动,同时有利于资本从东部地区流向中西部地区。本文从信用环境视角丰富了资本跨区域流动影响因素的研究,相关结论有助于为建设全国统一大市场 and 构建“双循环”新发展格局提供政策参考。

关键词:社会信用环境;社会信用体系改革试点政策;企业异地投资;资本跨区域流动;全国统一大市场

中图分类号:F061.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2024)06-0107-12

一、引言

在当前经济形势下,扩大要素资源的市场流通范围,不仅有助于释放国内需求潜力,发挥我国超大规模市场的引领作用,还能引致专业化分工、技术进步和产业升级。然而,长期以来我国生产要素市场面临较严重的市场分割,尤其是资本要素流动受阻严重制约了我国统一大市场的建设^{[1][2]}。作为资本要素实现自由流动与配置的微观表现,企业异地投资活动及其驱动因素受到学术界的广泛关注^{[3][4]}。已有研究发现,近年来,我国企业的投资活动存在本地化的趋势,一些企业甚至宁愿跨越国界寻求市场机会,也不愿在国内开展异地投资活动^[5],当前我国市场规模潜力的释放仍存在一些“堵点”“卡点”亟待疏通。为此,2022 年 3 月发布的《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意

收稿日期:2024-04-11

基金项目:中国人民大学科学研究基金(中央高校基本科研业务费专项资金资助)项目“区位导向性产业政策的房价效应研究:以开发区政策为例”(23XNH064)

作者简介:江成涛(1996—),男,安徽安庆人,中国人民大学经济学院博士生;

王亚雯(1999—),女,河北邢台人,中国人民大学经济学院硕博连读生;

王玉娟(1982—),女,江苏扬州人,安徽大学经济学院讲师,本文通讯作者。

见》提出,要“加快建立全国统一的市场制度规则,打破地方保护和市场分割,打通制约经济循环的关键堵点”。基于上述背景,从市场环境建设入手,探究如何有效畅通资本跨区域流动,进而助力全国统一大市场建设成为现阶段的重要议题。

作为一种典型的契约密集型经济活动,企业异地投资决策高度依赖于地区内经济主体间信用契约履行状况。如果出现因合约不完备而导致的失信行为,将会阻碍企业异地投资活动的开展并制约资本要素的顺畅流动。近年来,我国政府高度重视社会信用体系建设,不断改善社会信用环境。2022年3月中共中央办公厅、国务院办公厅发布的《关于推进社会信用体系建设高质量发展促进形成新发展格局的意见》明确提出,要“以良好的信用环境支撑国内国际双循环相互促进”,这充分彰显了社会信用环境在促进国民经济循环中的重要作用。从2015年8月开始,我国在42个城市分批次开展社会信用体系建设试点,该项试点政策聚焦于经济主体信用档案和信息共享平台建设、守信联合激励和失信联合惩戒制度构建、地区性信用立法和相关规划制定等多个方面。总体来说,该项政策的推行旨在以制度化的手段彰显守信价值,提高失信成本,惩戒失信行为,从而改善整体社会信用环境。在此背景下,以社会信用体系改革试点政策为代表的社会信用环境改善是否有助于促进企业的异地投资活动,进而畅通资本跨区域流动?其背后的作用机制是怎样的?不同情境下,社会信用环境改善对资本跨区域流动的影响是否存在显著差异?为回答上述问题,本文基于手工整理的2008—2021年上市公司异地投资活动数据,以社会信用体系改革试点政策作为准自然实验,定量分析社会信用环境改善对资本跨区域流动的影响、作用机制和异质性。

本文的边际贡献有以下两点。第一,拓展了社会信用环境建设所产生经济后果的文献。已有研究发现社会信用环境建设能够对企业违规^[6]、企业社会责任^[7]和企业成长^[8]等因素产生影响,但由于研究视角和数据可得性的限制,较少有文献关注到社会信用环境在稳定企业投资预期、引导企业投资方向上的作用。本文从企业异地投资的角度为社会信用环境对企业实体投资行为影响提供了理论证据。第二,从信用环境视角丰富了资本跨区域流动影响因素的研究。已有文献从产业转移^[9]、交通基础设施^[10]、税收体制^[11]和地方司法保护^[12]等角度对影响地区资本流动的因素展开探讨,但忽略了社会信用环境在其中的作用。本文从社会信用体系建设视角研究企业异地投资的决定因素,探究了社会信用体系建设对企业资本空间配置的影响。

二、文献综述与研究假说

(一)文献综述

现有文献从不同角度对资本跨区域流动障碍的形成原因进行了探讨,可以归为两个主要方面:一是自然地理因素,如地理距离^[13]、自然灾害^[14]和其他气候风险因素^[15]等;二是各类正式制度因素,包括所有制性质^[16]、政企纽带^[17]、地方保护主义^[18]和财政激励^[2]等。值得注意的是,近年来阻碍我国资本要素流动的自然地理因素和正式制度因素已经得到了较大改善。对于自然地理因素而言,马光荣等发现交通基础设施建设有助于消除区域间的自然条件和地理障碍上的隔阂,促进地区间的互联互通^[10];刘锴等发现数字经济的发展也能够突破自然地理条件限制,畅通资本要素的跨区域流动^[19]。对于正式制度因素,现有文献分别从央—地关系调整^[20]、司法体制改革推进^[12]和地方官员绩效考核体制优化^[21]的角度出发解释了地方政府行为动机的转变,发现我国地方政府已逐渐放弃通过制造行政壁垒来保护本地市场的做法,将施政重心逐步转变到优化营商环境和促进要素流动上来。但是杨继彬等的研究则指出,尽管阻碍资本跨区域流动的地理和市场分割因素已逐渐改善,但我国企业的跨区域投资活动似乎仍面临多重挑战,区域间因历史和文化沉淀而形成的非正式制度差异可能发挥了重要作用^[22]。

作为一种特殊的非正式制度,信用对企业交易活动、融资活动的“软约束”作用逐渐受到学界关注。余泳泽等发现,在社会信用制度不健全的地区,交易双方缺乏对商业契约执行程度的信心,会花费更多时间进行讨价还价或是制定更复杂繁琐的合约条款以避免可能的机会主义行为,这增加了企

业面临的交易成本^[8]。戴亦一等发现,企业的失信行为会使得银行在授信时更多采取缩短贷款期限和提高抵押品价值等措施以降低可能面临的违约风险^[23]。叶德珠等利用经验数据证实了“老赖企业越多,正常企业融资越难”这一现象的存在^[24]。此外,还有文献强调了政务诚信在社会诚信体系中的独特作用。王燕武和莫长炜以及雷新途和姜君如发现,政策随意变更、“朝令夕改”“新官不理旧账”和政策承诺不完全不及时兑现等政府失信行为,会强化企业的政策不确定性感知、推迟企业在专用性资产上的投资并损害企业价值^{[25][26]}。

现有文献在以下方面有待进一步拓展。其一,国内外文献对资本跨区域流动障碍形成原因的讨论较为丰富,但较少有文献对地区信用环境等非正式制度在企业跨区域投资决策中的作用进行深入探讨;其二,已有研究发现,社会信用环境不健全可能导致企业交易成本提高、融资状况恶化和政策不确定性感知上升,但少有研究将上述三方面因素纳入到统一的分析框架之中。基于此,本文利用社会信用体系改革试点政策为准自然实验,实证检验社会信用环境改善对资本跨区域流动的影响及其作用机制,以期丰富现有研究。

(二)研究假说

本文将从降低企业交易成本、缓解企业外部融资约束和减少企业不确定性感知三个维度出发,剖析社会信用环境改善对企业异地投资活动的影响和作用机制。

第一,社会信用环境改善能够强化契约执行效率,降低企业交易成本,促进企业异地投资活动开展。在契约执行效率不足的环境中,由于交易成本较高,企业缺乏开展异地投资的动力。然而,交易双方之间的信任能够成为促进契约实施的一种“润滑剂”,保障契约履行^[27]。一个地区的社会信用环境越完善,契约中交易双方就越相互信任,企业在实施资产专用性投资后所面临的“敲竹杠”风险就越会受到抑制,进而降低企业异地投资活动的内、外部交易成本。一方面,社会信用环境改善通过强化对代理人机会主义行为的惩罚,有效缓解企业管理层和股东之间的利益冲突,从而提升企业内部成员间的信任程度,降低企业内部交易成本。一些地区在推行社会信用体系建设过程中,通过多种方式强化对会计、审计等重点领域从业人员失信行为的约束和惩戒(包括行业内通报批评、公开谴责和劝退等),有效提高了企业管理者的违规操纵成本。另一方面,社会信用环境改善通过增强对企业违规和失信行为的事后惩处力度,有效减少各类欺诈行为的发生,提升市场主体间的信任,降低企业外部交易成本。例如,一些地区在实施试点政策的过程中强化对市场主体资信状况、履约记录和声誉信息的收集和披露,极大提升了企业信用信息的透明度,减少了企业与下游客户或上游供应商间的信息不对称,从而避免企业与那些事后违约风险较大或者履约能力不足的交易对象签订契约。此外,社会信用体系建设通过对各经济主体的信用档案和信用信息共享平台进行优化,降低了社会公众和上下游客户对企业的监督成本,抑制了交易双方的各类机会主义行为动机,为异地投资活动创造出更适宜的地区投资环境。

第二,社会信用环境改善能够降低信息不对称,缓解企业外部融资约束,促进企业异地投资活动开展。由于信息不对称和各类市场摩擦的存在,相比于本地企业,异地企业往往难以满足本地抵押物要求和融资条件,从而面临着更严重的融资约束^[28],这无疑增加了异地企业进入本地市场的难度。社会信用环境改善通过降低信息不对称程度,能够缓解企业外部融资约束,从而促进企业异地投资活动的开展,畅通资本跨区域流动。一方面,社会信用环境改善能够减少金融机构发放贷款过程中的风险顾虑,提高企业信贷可得性。一些地区探索实施“信用+融资”模式,通过对企业信用大数据的归集共享,构建企业全面信用档案,以此增强金融机构对企业信用信息的掌握程度,这有助于缓解银企间的信息不对称并提升银行信贷供给意愿^[8]。在诚信守约的文化环境中,金融体系运行效率更高、金融结构更均衡、微观企业也更容易凭借较少的抵押品获取所需的外部融资^[29]。另一方面,社会信用环境改善还能通过削弱政企间的融资竞争,缓解政府融资对企业融资的“挤出效应”。在信息不对称的情况下,企业部门与政府部门之间信用差距会加剧信贷配给的所有制歧视,导致地方政府融资对企业融资(特别是外地民营企业)的“挤出效应”,并在客观上造成了企业融资困难^{[30][31]}。在此背景下,随

着社会信用环境的改善,政府信用与社会信用的差距将缩小,金融机构对于政府债券与企业债券的风险偏好将逐渐趋同,从而削弱政府融资对企业融资的“挤出效应”。

第三,社会信用环境改善能够提高政务诚信度,减少企业不确定性感知,促进企业异地投资活动开展。对于异地企业,政府失信行为带来的政策不确定性会打乱企业投资计划,特别是当投资项目的不可逆性较大时,政策不确定性增加会提高等待期权的价值,进而导致企业投资决策变得更加谨慎,企业延迟投资的动机会更强,抑制企业的异地投资活动^[26]。社会信用体系改革试点政策所带来的社会信用环境改善通过提高地方政府的政务诚信水平,能够降低企业的政策不确定性感知,从而有效促进企业异地投资,促进资本跨区流动。一方面,社会信用体系改革试点城市通过探索建立政府失信惩戒制度,对地方政府和公务员的失信行为进行惩戒。另一方面,政务服务领域的信用体系建设能够提高行政审批效率、改善政务服务质量,从而为企业异地投资营造稳定可预期的营商环境。例如,一些地区在社会信用体系建设的过程中探索运用信用承诺代替行政审批,面向信用良好的公民和法人等申请主体,积极推行“容缺后补”,实施“告知承诺叠加容缺受理审批”等“信用+审批”模式,这进一步简化了审批流程、提高了办事效率。政务服务质量的提升能够有效减少企业所面临的不确定性感知,提高企业进行异地投资布局的信心与能力。基于以上分析,本文提出研究假说:社会信用环境改善能够促进企业异地投资活动开展。

三、实证研究设计

(一)数据来源、变量说明和描述性统计

1.数据来源

为考察社会信用环境改善对资本跨区域流动的影响,本文选取2008—2021年我国262个城市和3157家沪深A股上市公司作为研究对象,使用数据如下:(1)上市公司及其子公司的地理数据及上市公司财务数据,主要来自希施玛(CSMAR)和中国研究数据服务平台(CNRDS)数据库;(2)城市层面社会信用体系改革试点政策数据由作者手工搜集得到;(3)城市层面政企纠纷类行政案件数据来自中国裁判文书网;(4)城市层面宏观经济数据来自相应年份的《中国城市统计年鉴》。

2.变量说明和描述性统计

(1)被解释变量。参考马光荣等和宋小宁等的研究^{[10][32]},本文以上市公司所设立异地子公司数量衡量企业异地投资水平。本文在稳健性检验部分还使用企业异地投资公司数量占比和企业异地投资金额的近似估算值作为替代性指标。上市公司(即母公司)所在城市由上市公司基本信息表整理得到。子公司所在城市由上市公司的关联公司文件整理得到,关联公司文件包括证券代码、统计截止日期、公告类型、关联方及其所在地和关联关系等信息。具体识别过程如下:先只保留公告类型为“年报”的数据,并根据关联关系筛选出上市公司的子公司,之后根据关联方所在地确定子公司所在城市(对于关联方所在地信息缺失的子公司,通过查询关联方公司名称得到)。本文数据样本区间为2008—2021年,样本筛选过程如下:①仅保留A股上市公司样本;②考虑到省直管县和新疆生产建设兵团下辖地区在行政级别上不同于地级市,因此剔除母公司位于省直管县和新疆生产建设兵团的样本;③剔除样本期间上市公司母公司所在城市发生变化的样本。

(2)核心解释变量。参考黄卓等和曹雨阳等的做法^{[6][7]},根据2015年和2016年所实施的两批社会信用体系改革试点政策这一准自然实验情景构造核心自变量(Trust),若企业设立的异地子公司所在城市(或所在区^①)当年入选了社会信用体系改革试点政策,则将变量Trust赋值为1,否则为0。

(3)控制变量。参考以往研究的做法,本文控制了可能影响企业异地投资水平的各种城市和企业层面的经济变量。其中,企业层面的控制变量包括:①企业规模(Size),用企业总资产的自然对数衡量;②杠杆率(Lev),用企业总负债与总资产的比值衡量;③企业盈利能力(Roa),用企业净利润除以总资产衡量;④企业价值(Tobin_Q),用企业的市值除以资产重置成本衡量;⑤成长能力(Growth),用企业总资产增长率衡量。城市层面的控制变量包括:①经济发展水平(Ln_rgdp),使用城市人均生

产总值的对数衡量；②产业结构(Stru)，使用城市第二产业占比来度量；③人力资本水平(Human)，使用城市每百万人大学生数量作为代理指标；④财政支出强度(Deficit)，通过城市财政支出与城市财政收入之差除以城市财政收入计算得到；⑤基础设施建设水平(Infra)，以城市人均实有城市道路面积衡量。相关变量的含义及描述性统计汇报于表 1。

表 1 主要变量含义与描述性统计

	变量符号	变量含义	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量	LnNum	企业当年新设立异地子公司数量对数	0.433	0.528	0	2.079
核心解释变量	Trust	社会信用体系改革试点政策	0.215	0.411	0	1
	Size	企业规模	22.747	1.535	14.942	28.502
	Lev	企业杠杆率	0.426	0.102	0.066	0.980
	Roa	企业盈利能力	0.398	0.139	0.007	0.692
	Tobin_Q	企业价值	1.018	0.363	0.475	6.594
	Growth	企业成长能力	0.275	0.134	0.129	0.460
控制变量	Ln_rgdg	城市经济发展水平	11.049	0.657	4.605	13.056
	Stru	城市产业结构	0.488	0.129	0.206	0.721
	Human	城市人力资本水平	5.514	0.989	1.099	7.148
	Deficit	城市财政支出强度	0.482	0.147	0.251	0.731
	Infra	城市基础设施建设水平	2.004	0.733	0.281	5.403

(二) 识别策略与模型设定

本文运用交错双重差分法识别社会信用环境改善如何影响资本跨区域流动。核心解释变量的变动性来自城市一年份层面。参考宋小宁等的做法^[32]，计量模型设定如下。

$$\text{LnNum}_{i,p,j,t} = \alpha + \beta \text{Trust}_{j,t} + \gamma X_{i,p,j,t} + \lambda_t + \nu_{i,j} + \sigma_{\text{prov}} \times \lambda_t + \epsilon_{i,p,j,t} \quad (1)$$

式(1)中， i, p, j 和 t 分别代表企业、企业注册地所在城市、企业投资所在地城市和年份。被解释变量企业异地投资($\text{LnNum}_{i,p,j,t}$)表示 p 市的企业 i 在外市 j, t 年所新设立的子公司数量(取对数)。 $\text{Trust}_{j,t}$ 代表企业投资地 j 市第 t 年是否被列为社会信用体系改革试点城市。 $X_{i,p,j,t}$ 代表企业和地区层面的全部控制变量。模型中还包含了年份固定效应 λ_t 、企业固定效应与企业投资地所在城市固定效应的交叉项 $\nu_{i,j}$ (反映企业 i 与城市 j 的历史渊源)、企业投资地省份与年份效应的交叉项 $\sigma_{\text{prov}} \times \lambda_t$ (用以排除地区层面的其他不可观测的宏观冲击)。 $\epsilon_{i,p,j,t}$ 为随机扰动项。系数 β 衡量了社会信用环境改善对资本跨区域流动的平均处理效应。

四、实证结果

(一) 基准结果

表 2 展示了本文的基准回归结果。表 2 的被解释变量为企业新设立的异地子公司数量(取对数)。其中，列(1)未加入控制变量，但包含全部固定效应，列(2)加入了控制变量。结果显示，核心解释变量 Trust 的系数估计显著为正，这表明，与未实施社会信用体系改革试点政策的城市相比，实施了试点政策的处理组城市在政策实施后获得了更多的异地投资，验证了本文的研究假说。本文以列(2)为例说明经济意义，回归结果表明，与未实施社会信用体系改革试点政策的城市相比，处理组城市所新设立的异地子公司数量相对高出了约 2.33%。鉴于样本期内因变量均值约为 0.4327，因此，可以认为社会信用环境改善对企业设立异地子公司数目的提升效果在经济显著性上约为 5.38% (0.0233/0.4327)，即社会信用环境改善能够解释上市企业异地投资平均水平的 5.38%，经济显著性较为明显。

(二) 事前平行趋势检验

为了验证社会信用体系改革试点政策是否符合外生冲击条件，即处理组与对照组在政策实施前后的因变量潜在结果具有相同的变化趋势，本文进行了事前平行趋势检验，平行趋势检验结果如图 1 所示。由图 1 可以发现，处理组和对照组城市在政策实施之前的企业异地投资水平没有显著差异。政策实施之后，处理组城市的企业异地投资水平有了明显的上升。

	(1)	(2)
	LnNum	LnNum
Trust	0.0261 *** (0.008)	0.0233 *** (0.008)
控制变量	No	Yes
城市—企业固定效应	Yes	Yes
省份—年份固定效应	Yes	Yes
观测值	371875	370871
Adj.R ²	0.612	0.635

注: *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平, 括号中为聚类到城市层面的稳健标准误。下表同。

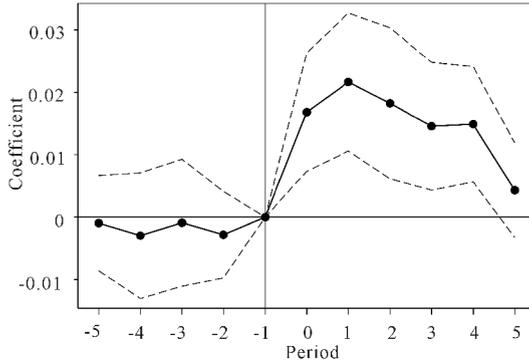


图 1 事前平行趋势检验

(三) 稳健性检验^②

1. 异质性处理效应检验

当处理效应的个体异质性比较严重时, 经典的事件分析法所得到的动态效应可能存在估计偏误。为此, 本文参考 Sun 和 Abraham 以及 Cengiz 等的做法^{[33][34]}, 提供了两种主流的动态效应“异质性—稳健”估计量, 结果印证了本文基于事件分析法的事前平行趋势检验结果是稳健的。

2. 排除其他同期政策干扰

为避免同时间段发生的其他政策性冲击的干扰, 本文还分别引入了高铁开通、宽带中国试点、智慧城市建设和文明城市建设这四类可能影响地区所获得异地投资数量的代表性政策冲击。结果显示, 在排除其他同期政策的干扰后, 本文结论依然稳健。

3. 考虑可能存在的内生性问题

本文基准分析所采用的识别策略仍有可能面临如下内生性问题: 一方面, 试点城市的选择可能与某些地区禀赋因素相关, 而这类因素可能也会影响城市对异地企业投资的吸引能力; 另一方面, 企业异地投资活动更频繁的城市, 本身可能具有相对更完善的社会信用体系建设水平, 那么该类城市入选试点政策的概率也更大。鉴于此, 本文参考郑志强和何佳俐的做法^[35], 选取各城市在晚清是否开埠通商作为社会信用体系改革试点的工具变量。相关回归结果显示, 本文结论依然稳健。

4. 其他稳健性检验

本文还进行了其他稳健性检验, 包括更换被解释变量为企业异地投资公司数量占比和企业异地投资金额、更换核心解释变量测度、更换聚类方式到省份层面、控制行业—年份效应和城市—时间趋势以及安慰剂检验等。稳健性检验结果显示, 本文结论依然稳健。

五、扩展分析

(一) 机制检验

1. 强化契约执行, 降低企业交易成本

本文研究假说部分提出: 社会信用环境改善能够强化契约执行效率, 降低企业交易成本, 促进企业异地投资活动开展。本部分尝试从企业内、外部交易成本的视角来验证上述机制。具体地, 参考吴

海民等的做法^[36],选择企业管理费用占总资产的比重和销售费用占营业收入的比重来衡量企业所支付的内部交易成本(记为 TC_Int)和外部交易成本(记为 TC_Ex1)。在企业管理费用中,业务招待费(包括交际应酬费)更直接地反映了企业用于维护关系网络而产生的非生产性活动支出,因此本文还采用企业业务招待费占营业收入的比重作为企业外部交易成本的替代性度量指标(记为 TC_Ex2)。回归结果见表3第(1)~(3)列,处理变量(Trust)的系数均显著为负,这表明社会信用体系改革试点所引致的社会信用环境改善不仅能够降低企业内部交易成本,还能有效提高企业间交易中的信任程度,从而降低企业外部交易成本和非生产性活动支出。该部分实证结果表明,社会信用环境改善带来的企业内、外部交易成本下降有助于破除阻碍企业异地投资各类制度性障碍,从而有效畅通资本跨区域流动。

2.降低信息不对称,缓解外部融资约束

本文研究假说部分提出:社会信用环境改善能够降低信息不对称,缓解企业外部融资约束,促进企业异地投资活动开展。据此,本部分尝试检验社会信用体系改革试点政策对地区企业融资状况的影响来验证上述机制。为直接检验社会信用体系改革试点对企业融资规模和融资成本的影响,首先,参考 Lu 等的做法^[37],使用企业年度财务报表中“短期借款”与“长期借款”科目余额之和除以期末总资产来度量企业融资规模(记为 Loan1)。其次,使用“短期借款”“长期借款”和“一年内到期的非流动负债”三个科目余额之和除以期末总资产构建变量 Loan2 作为企业融资规模的替代性指标。最后,借鉴姜付秀等^[38]的做法,使用长短期债务中的利息总支出占比来度量企业债务融资成本(记为 Cdebt_cost)。回归结果见表3第(4)~(6)列。表3列(4)和列(5)中 Trust 的系数显著为正,这表明社会信用体系改革试点在整体上显著提升了企业融资规模,缓解了企业“融资难”问题;列(6)中处理变量 Trust 的系数显著为负,表明社会信用体系改革试点所带来的社会信用环境改善对企业融资成本也存在着显著的降低作用,从而在一定程度上缓解了企业“融资贵”问题。

此外,本文还参考姜付秀等的做法^[38],利用企业投资—现金流敏感性来间接度量企业所面临的融资约束状况,进而验证社会信用体系改革试点的政策效果,计量模型构建如下。

$$Invest/K_{i,t} = \beta_0 Trust_{i,t} + \beta_1 Trust_{i,t} \times CF_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t-1} + \gamma X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \sigma_{prov} \times \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (2)$$

式(2)中 i 为企业, t 为年份, Invest/K 为企业固定资产投资额占总资产的比重。CF 为企业经营活动现金流量净额与上期总资产比值, μ_i 为企业固定效应,其余设定与基准回归一致。回归结果见表3列(7),处理变量与企业上期现金流状况的交互项系数显著为负,说明试点政策显著降低了企业的投资—现金流敏感性,表明本地企业融资状况得到了显著改善。

表3 社会信用体系改革试点政策对企业交易成本和融资状况的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	TC_Int	TC_Ex1	TC_Ex2	Loan1	Loan2	Cdebt_cost	Invest/K
Trust	-0.0117*** (0.003)	-0.0027* (0.002)	-0.0366** (0.016)	0.0071** (0.003)	0.0073* (0.004)	-0.0277* (0.014)	0.0015 (0.001)
Trust×CF							-0.1332*** (0.023)
CF							0.0958*** (0.020)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
省份—年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	23077	23077	23077	23979	23979	18373	22999
Adj.R ²	0.698	0.839	0.703	0.838	0.840	0.374	0.546

3.推进政务诚信建设,降低不确定性感知

本文研究假说部分提出:社会信用环境改善能够提高政务诚信度,减少企业不确定性感知,促进企业异地投资活动开展。据此,本部分尝试检验社会信用体系改革试点政策对地区政企纠纷发生次数以及企业不确定性感知程度的影响来验证上述机制。本文使用政企纠纷类行政案件总量刻画地区

政企纠纷水平。具体地,从裁判文书网上爬取出全部当事人为“公司”的行政案件类裁判文书,在城市层面进行加总后获得各年度城市政企纠纷类行政案件总量(记为 Disputes)。回归结果见表 4 列(1)(2),社会信用体系改革试点显著降低了地区政企纠纷类行政案件数量。从经济意义上看,列(2)表明,地区政企纠纷类行政案件数量在社会信用体系改革试点实施后平均下降了约 24.29%。这些结果验证了社会信用体系改革试点所带来的社会信用环境改善的确抑制了地区政企间纠纷的发生,这也在一定程度上反映了社会信用环境改善对政府失信行为的约束作用。同时,本文采用聂辉华等所构造的企业经济政策不确定性指标(Epu)来度量企业面临的经济政策不确定性程度^[39],并据此检验社会信用体系改革试点对本地企业政策不确定性感知的影响。回归结果见表 4 列(3)(4),社会信用体系改革试点显著降低了本地企业的政策不确定性感知程度。从经济意义上看,社会信用环境改善能够解释企业政策不确定性感知程度均值水平的 13.17%(0.0101/0.0767)。

表 4 社会信用体系改革试点政策对政企纠纷案件数和企业不确定性感知的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Disputes	Disputes	Epu	Epu
Trust	-0.2194*	-0.2429**	-0.0103**	-0.0101**
	(0.118)	(0.119)	(0.005)	(0.005)
控制变量	No	Yes	No	Yes
城市固定效应/企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
省份—年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	2538	2412	21897	21897
Adj.R ²	0.920	0.917	0.537	0.537

(二)异质性分析

1.所属行业异质性

(1)行业契约密集度视角。根据本文理论分析部分所述,社会信用体系改革试点政策能够通过改善契约执行环境来促进企业异地投资活动开展。那么,应当在经验层面观察到以下事实:在那些对契约执行环境的依赖程度较高的行业中,社会信用体系改革试点政策对企业的异地投资活动的影响相对更大。本文借鉴 Nunn 所测算出美国制造业行业层面的契约密集度指数^[40],反映行业对契约执行环境的依赖程度^③。具体来说,行业契约密集度的狭义测度和广义测度方式如下。

$$z_i^{rs1} = \sum_j \theta_{ij} R_j^{\text{neither}} \quad (3)$$

$$z_i^{rs2} = \sum_j \theta_{ij} (R_j^{\text{neither}} + R_j^{\text{ref.price}}) \quad (4)$$

式(3)与式(4)中, θ_{ij} 是中间投入品 j 价值占行业 i 全部中间投入品价值的比例, R_j^{neither} 表示既不存在交易所内的“有组织交易”又没有“参考价值”的投入品所占比重; $R_j^{\text{ref.price}}$ 表示不存在交易所内的“有组织交易”但具有“参考价值”的投入品所占比重。 z_i^{rs1} 和 z_i^{rs2} 越高,该行业中间投入品的资产专用性强度越高(即越难通过市场化交易进行定价),企业只能依赖于更细化的契约形式来保障合同执行。回归结果见表 5 列(1)(2),政策处理变量和行业契约密集度变量的交互项系数均显著为正,意味着社会信用体系改革试点的政策效果在更依赖于契约执行环境的行业中更为明显。上述结果同时也从侧面印证了强化契约执行是社会信用体系改革试点促进企业异地投资活动的渠道之一。

(2)行业外部融资需求视角。理论分析部分指出,社会信用体系改革试点还能通过降低信息不对称程度,改善企业外部融资状况,促进企业异地投资。据此,应当在经验层面观察到以下事实:对于那些具有较高外部融资需求行业内的企业,社会信用体系改革试点政策对企业异地投资活动的促进作用将会更大。本文采用 Rajan 和 Zingales 所测算出的美国制造业各二位数行业外部融资依赖度^④作为行业外部融资需求的测度变量(RZ)^[41]。此外,我们也使用 Raddatz 所编制的美国制造业各二位数行业短期流动性需求指标(Liq_needs,定义为行业库存占行业销售额的份额)^[42]作为行业外部融资需求的替代性变量^⑤。回归结果见表 5 列(3)(4),政策处理变量和外部融资需求变量的交互项系数均显著为正,意味着在那些对外部融资需求更高的行业中,社会信用体系改革试点的政策效果相对更

强。这也印证了缓解外部融资约束是社会信用体系改革试点政策促进企业异地投资活动的另一渠道。

表 5 行业异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	LnNum	LnNum	LnNum	LnNum
Trust $\times z^{rs1}$	0.0687*** (0.024)			
Trust $\times z^{rs2}$		0.3347*** (0.046)		
Trust $\times RZ$			0.0371** (0.017)	
Trust $\times Liq_needs$				0.3349** (0.130)
Trust	-0.0214 (0.015)	-0.2928*** (0.043)	0.0017 (0.010)	-0.0375* (0.022)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
城市—企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
省份—年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	187344	187344	187344	187344
Adj.R ²	0.647	0.647	0.647	0.647

2. 资本流向异质性

考虑到目前我国国内要素流动的障碍表现在省与省之间、省内不同城市之间以及东中西部之间等各个方面,因此,有必要从资本流动方向的视角对社会信用环境改善与资本跨区域流动的关系进行异质性分析。

(1) 跨省流动和同省内流动。已有研究认为由地方政府竞争所导致的地区间市场分割是阻碍企业跨地区投资的重要制度性因素^[43],从具体形式上看,地方政府的竞争同时表现为同一省份内各地级市政府之间的竞争以及不同省份之间的竞争。因此,企业的跨省异地投资活动和同省跨市的异地投资活动都可能在不同程度上受到限制。本文根据母公司所在地和子公司所在地的区位信息,将样本内全部的企业异地投资流向划分为跨省流动和同省内流动两种情形,并分别进行回归。回归结果列示于表 6 列(1)(2),核心解释变量 Trust 均显著为正,且系数大小也并未显示出明显差异,这表明社会信用环境改善同时促进了企业跨省投资、同省跨市投资。

表 6 资本流向层面的异质性

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	跨省流动	省内流动	东部→中西部	东部→东部	中西部→中西部	中西部→东部
Trust	0.0222** (0.010)	0.0274** (0.011)	0.0328** (0.013)	0.0279* (0.014)	-0.0049 (0.019)	0.0244 (0.025)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
城市—企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
省份—年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	318255	52603	97976	145666	63618	51631
Adj.R ²	0.625	0.678	0.619	0.650	0.634	0.622

(2) 东部地区与中西部地区间的流动。畅通国内大循环的一个重要方面是实现东部与中西部之间的要素合理流动和高效配置,以此促进不同地区间要素回报率的均等化并缩小地区间经济差距。为检验社会信用体系改革试点所带来的社会信用环境改善能否有效促进资本要素在东部和中西部地区间的流动,本文根据母公司所在地和子公司所在地的区位信息,将样本内全部企业异地投资流向划分为东部向中西部流动、东部向东部流动、中西部向中西部流动和中西部向东部流动这四种情形,并分别进行回归。回归结果列示于表 6 列(3)~(6),结果显示社会信用环境改善主要促进了资本从东部向中西部流动和在东部地区内部实现流动。上述结果说明,随着社会信用体系建设的深入推进,地区信用环境建设不足这一阻碍生产要素在地区间流动的非正式制度因素将逐渐趋于消解,资本要素将能够更多遵循资本报酬边际递减的基本规律,从人均资本存量较高的东部地区向人均资本存量较低的中西部地区流动,这一结论也有助于为解决“卢卡斯之谜”提供可能的政策参考。

六、结论与政策建议

本文利用手工整理的2008—2021年上市公司异地投资活动数据,以社会信用体系改革试点政策的分批推行作为准自然实验,采用交错双重差分法研究社会信用环境改善对资本跨区域流动的影响、作用机理和异质性。研究发现,社会信用环境改善能够显著促进资本跨区域流动,与对照组城市相比,实施了社会信用体系改革试点政策的城市所新设立的异地子公司数量相对更高,且该结论在经过事前平行趋势检验、安慰剂检验、异质性处理效应检验和考虑同期其他政策等一系列稳健性检验后依然成立。机制检验表明,社会信用体系改革试点政策所引致的社会信用环境改善促进企业异地投资开展的机制有以下三条:(1)强化契约执行效率,降低企业交易成本;(2)降低信息不对称,缓解企业外部融资约束;(3)提高政务诚信水平,减少企业政策不确定性感知。异质性分析表明,社会信用体系改革试点政策主要促进了高契约密集度行业以及高外部融资需求行业内企业的异地投资活动。从资本流向看,社会信用体系改革试点同时促进了资本跨省份流动以及在省内跨地市流动,此外,社会信用体系改革试点主要促进了资本从人均资本存量较高的东部地区流向人均资本存量较低的中西部地区。基于研究结论,本文提出如下政策建议。

第一,政府应以社会信用体系建设为抓手,充分发挥试点城市的示范带动作用,破除各类“隐性”障碍,促进资本跨区域高效流动。本文研究揭示出,社会信用体系改革试点政策所引致的社会信用环境改善对促进资本跨区域流动具有重要作用。这意味着政府在促进跨区域经济活动时,不仅要通过交通基础设施的建设降低“显性”交易成本,还要以社会信用制度化为代表的地区制度环境建设为抓手,降低阻碍资本跨区域流动的各类“隐性”交易成本,加快构建全国统一大市场。

第二,政府在社会信用体系建设的过程中要将守信激励机制、失信惩戒机制和信用修复机制相结合,形成政策合力,以建设更高效的契约执行环境和包容性的融资环境。其一,要强化对诚信行为的激励,对于诚实守信的个人与企业应当在教育、就业、创业和社会保障等公共服务方面给予更多便利,并允许其优先享受各类项目和资金支持,在全社会营造“守信光荣”的氛围。其二,要完善失信惩戒机制,不断增加失信成本,让失信的“强负面效应”嵌入市场经济的各个环节,既让诚信者享受到守信的溢价,也要让失信者付出相应的失信成本。其三,还应重视信用修复机制的重要作用,保证失信企业合法权益,对主动履行法律义务的经营主体应当予以信用修复。

第三,要发挥政府诚信示范作用,降低企业的政策不确定性感知,为企业异地投资活动营造可预期的政策环境。一方面要推动政府信用信息公开,依托政府网站、公众号等途径,依法公开政务信息,并主动接受社会公众的监督,以此促进政府公信力的提升。另一方面要完善政府诚信履约机制,围绕惠企利民政策兑现、合同协议履行和招投标项目管理等重点领域内的政务失信行为展开专项整治,以此促进地区营商环境优化,不断增强企业投资信心。

注释:

①由于北京市和上海市仅有海淀区、浦东新区及嘉定区入选社会信用体系改革试点政策,因而处理组细化至所在区层面。

②因篇幅所限,稳健性检验结果未列示,留存备案。

③之所以直接采用美国数据所测算出来的指标来反映不同行业的契约密集度,原因是美国数据可以在一定程度上保证调节变量本身的外生性,避免内生性问题的干扰。

④之所以直接采用美国上市公司数据测算出来的指标来反映不同行业的外部融资需求,原因如下:一方面,美国上市公司所披露的数据信息相对严格且全面,另一方面,美国上市公司在融资过程中所面临的金融摩擦程度较小,金融市场能够充分满足公司的外部融资需求(即外部资金供给弹性无穷大)。

参考文献:

[1] 刘志彪,孔令池.从分割走向整合:推进国内统一大市场建设的阻力与对策[J].中国工业经济,2021(8):20-36.

[2] 范子英,周小昶.财政激励、市场一体化与企业跨地区投资——基于所得税分享改革的研究[J].中国工业经济,2022(2):118-136.

[3] 何凡,陈波,黄炜.行业规范标准化与资本跨区域流动——基于企业异地投资的研究[J].管理世界,2024(7):

- [4] 孙伟增,张柳钦,万广华,王傲.政务服务一体化对资本流动的影响研究——兼论政府在全国统一大市场建设中的作用[J].管理世界,2024(7):46—68.
- [5] 宋渊洋,黄礼伟.为什么中国企业难以国内跨地区经营? [J].管理世界,2014(12):115—133.
- [6] 黄卓,陶云清,王帅.社会信用环境改善降低了企业违规吗? ——来自“中国社会信用体系建设”的证据[J].金融研究,2023(5):96—114.
- [7] 曹雨阳,孔东民,陶云清.中国社会信用体系改革试点效果评估——基于企业社会责任的视角[J].财经研究,2022(2):93—108.
- [8] 余泳泽,郭梦华,胡山.社会失信环境与民营企业成长——来自城市失信人的经验证据[J].中国工业经济,2020(9):137—155.
- [9] 范剑勇,谢强强.地区间产业分布的本地市场效应及其对区域协调发展的启示[J].经济研究,2010(4):107—119.
- [10] 马光荣,程小萌,杨恩艳.交通基础设施如何促进资本流动——基于高铁开通和上市公司异地投资的研究[J].中国工业经济,2020(6):5—23.
- [11] 王凤荣,苗妙.税收竞争、区域环境与资本跨区流动——基于企业异地并购视角的实证研究[J].经济研究,2015(2):16—30.
- [12] 吴滋润,李青原,赵仁杰,王红建.地方法院人财物省级统管促进了跨地区投资[J].经济学(季刊),2024(4):1308—1324.
- [13] 施炳展,沈国明,逯建.地理距离通过何种途径减少了贸易流量[J].世界经济,2012(7):22—41.
- [14] Jia, R., Ma, X., Xie, V. W. Expecting Floods: Firm Entry, Employment, and Aggregate Implications[Z]. National Bureau of Economic Research, 2022.
- [15] Gu, G. W., Hale, G. Climate Risks and FDI[J]. Journal of International Economics, 2023, 146: 103731.
- [16] 潘红波,余明桂.支持之手、掠夺之手与异地并购[J].经济研究,2011(9):108—120.
- [17] 夏立军,陆铭,余为政.政企纽带与跨省投资——来自中国上市公司的经验证据[J].管理世界,2011(7):128—140.
- [18] 曹春方,周大伟,吴澄澄,等.市场分割与异地子公司分布[J].管理世界,2015(9):92—103.
- [19] 刘锴,纳超洪,樊骁.企业数字化转型促进了资本跨区域流动吗——基于异地并购视角的研究[J].中南财经政法大学学报,2024(4):3—16.
- [20] 周黎安.从“双重创造”到“双向塑造”——构建政府与市场关系的中国经验[J].学术月刊,2023(3):5—21.
- [21] 周泽将,雷玲.经济增长目标调整促进了资本流动吗——基于企业跨地区投资的视角[J].南开管理评论,2024(1):168—180.
- [22] 杨继彬,李善民,杨国超,吴文锋.省际双边信任与资本跨区域流动——基于企业异地并购的视角[J].经济研究,2021(4):41—59.
- [23] 戴亦一,张鹏东,潘越.老赖越多,贷款越难? ——来自地区诚信水平与上市公司银行借款的证据[J].金融研究,2019(8):77—95.
- [24] 叶德珠,杨盈盈,叶显等.城门失火,殃及池鱼? ——老赖企业对正常企业融资约束的溢出效应研究[J].金融评论,2020(6):71—95.
- [25] 王燕武,莫长炜.政务诚信与企业创新质量[J].当代财经,2024(4):17—29.
- [26] 雷新途,姜君如.经济政策不确定性、实体投资资产专用性与企业价值——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2024(1):122—138.
- [27] 吕朝凤,陈汉鹏,Santos López-Leyva.社会信任、不完全契约与长期经济增长[J].经济研究,2019(3):4—20.
- [28] Chong, T. T. L., Lu, L., Ongena, S. Does Banking Competition Alleviate or Worsen Credit Constraints Faced by Small-and Medium-Sized Enterprises? Evidence from China[J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 37(9): 3412—3424.
- [29] 陈雨露,马勇.社会信用文化、金融体系结构与金融业组织形式[J].经济研究,2008(3):29—38.
- [30] Demirci, I., Huang, J., Sialm, C. Government Debt and Corporate Leverage: International Evidence[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 133(2): 337—356.
- [31] 刘畅,曹光宇,马光荣.地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗? [J].经济研究,2020(3):50—64.
- [32] 宋小宁,曹慧娟,马光荣.国家巡回法庭与资本跨区域流动:央地司法关系视角[J].经济学(季刊),2023(5):1793—1809.

- [33] Sun, L., Abraham, S. Estimating Dynamic Treatment Effects in Event Studies with Heterogeneous Treatment Effects[J]. *Journal of Econometrics*, 2021, 225(2): 175–199.
- [34] Cengiz, D., Dube, A., Lindner, A., et al. The Effect of Minimum Wages on Low-Wage Jobs[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2019, 134(3): 1405–1454.
- [35] 郑志强,何佳俐.社会信用、交易成本与企业专业化分工[J].*财经研究*,2024(2):139–153.
- [36] 吴海民,吴淑娟,陈辉.城市文明、交易成本与企业“第四利润源”——基于全国文明城市与民营上市公司核匹配倍差法的证据[J].*中国工业经济*,2015(7):114–129.
- [37] Lu, Z., Zhu, J., Zhang, W. Bank Discrimination, Holding Bank Ownership, and Economic Consequences: Evidence from China[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36(2): 341–354.
- [38] 姜付秀,蔡文婧,蔡欣妮,李行天.银行竞争的微观效应:来自融资约束的经验证据[J].*经济研究*,2019(6): 72–88.
- [39] 聂辉华,阮睿,沈吉.企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置[J].*世界经济*,2020(6):77–98.
- [40] Nunn, N. Relationship-Specificity, Incomplete Contracts, and the Pattern of Trade[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2007, 122(2): 569–600.
- [41] Rajan, R., Zingales, L. Financial Development and Growth[J]. *American Economic Review*, 1998, 88(3): 559–586.
- [42] Raddatz, C. Liquidity Needs and Vulnerability to Financial Underdevelopment[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 80(3): 677–722.
- [43] 陆铭,陈钊.分割市场的经济增长——为什么经济开放可能加剧地方保护? [J].*经济研究*,2009(3):42–52.

Social Credit Environment and Cross-regional Capital Flows: A Study Based on Pilot Policies of Social Credit System Reform and Enterprises' Off-site Investments

JIANG Chengtao¹ WANG Yawen¹ WANG Yujuan²

(1. School of Economics, Renmin University of China, Beijing 100872, China; 2. School of Economics, Anhui University, Hefei 230601, China)

Abstract: A perfect social credit environment is the "cornerstone" for the construction of a unified national market, which is of great significance in guiding the full flow and efficient allocation of capital factors. In this paper, we manually organize the data of A-share listed companies' offshore investment activities from 2008 to 2021, and use the pilot policy of social credit system reform as a quasi-natural experiment to identify the impact of the improvement of the social credit environment on the cross-regional flow of capital. It is found that the pilot policy of social credit system reform leads to an average relative higher number of new offshore subsidiaries acquired by the pilot cities by about 2.33%. Mechanism analysis finds that an improved social credit environment can facilitate firms' cross-regional investment activities by lowering firms' transaction costs, easing firms' external financing constraints, and reducing firms' perceptions of uncertainty. Heterogeneity analysis finds that the improvement of social credit environment promotes the cross-regional investment activities of enterprises in high contract-intensity industries and industries with high external financing needs, and facilitates the flow of capital from the eastern region to the central and western regions. This paper enriches the research on the factors affecting capital flows across regions from the perspective of credit environment, and provides policy references for the construction of a unified national market and the construction of a new "double-cycle" development pattern.

Key words: Social Credit Environment; Pilot Policies of Social Credit System Reform; Enterprise Investment in Different Places; Capital Flows Across Regions; Unified National Market

(责任编辑:郭 策)