

城投平台股权投资与企业债券信用利差

郭 东 甄红线

(东北财经大学 会计学院/中国内部控制研究中心, 辽宁 大连 116025)

摘要:本文利用 2015—2021 年中国 A 股上市公司的公司债及中期票据数据,实证检验了城投平台股权投资对企业债券信用利差的影响及作用机制。研究发现,城投平台股权投资能够显著降低企业债券信用利差。机制检验发现,城投平台股权投资有利于降低企业与债券投资者之间的信息不对称程度、促进企业履行社会责任和降低企业代理成本,进而降低企业债券信用利差。异质性检验发现,当城投平台主体信用评级更高、企业为高新技术企业、企业面临的融资约束更高以及企业所在行业未发生债券违约时,城投平台股权投资对企业债券信用利差的降低作用更为明显。本文的研究结论对于防范化解地方债务风险、推动债券市场高质量发展以及城投平台的后续转型具有重要的启示意义。

关键词:城投平台;股权投资;债券信用利差;地方债务风险;市场化转型

中图分类号:F272 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2025)03-099-12

一、引言

2023 年 10 月召开的第六次中央金融工作会议指出,“建立防范化解地方债务风险长效机制,建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制,优化中央和地方政府债务结构”。2023 年 12 月召开的全国财政工作会议再次强调“健全化债长效机制,有效防范化解地方债务风险”。地方政府债务风险已经成为威胁我国金融系统稳定以及经济增长的重要因素^[1],防范化解地方债务风险成为当前及未来几年内我国经济工作的重点。化解地方债务风险的目标不仅要化解债务风险,而且需要兼顾经济的稳定和健康发展。因此,需要建立一种长效化债机制,在确保地方经济稳定运行的前提下逐步推进。城投平台作为地方债务的发行主体^[2],如何实现自身转型,逐步提升造血能力,对于化解地方债

收稿日期:2024-07-30

基金项目:国家自然科学基金面上项目“公司债券违约风险防范:基于公司债券特殊条款和政府参与评级的视角”(72172029);国家自然科学基金面上项目“系统性风险对技术创新的影响:基于风险分层和交叉传染的视角”(71971046);国家自然科学基金青年项目“ESG 评级有效性研究:基于机器学习分析”(72403033)

作者简介:郭 东(1992—),男,河北任丘人,东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心博士生,本文通讯作者;
甄红线(1974—),女,辽宁沈阳人,东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心教授,博士生导师。

务风险至关重要。城投平台对上市公司进行股权投资是城投平台在巨大转型压力之下的一种有益尝试,也为建立长效化债机制提供了重要启示。政策鼓励城投平台围绕地方“高精尖”产业开展股权投资,推动国有资产向战略性新兴产业集中。例如合肥建投通过股权投资、设立产业投资基金等形式,重点布局芯片、新能源汽车等战略新兴产业,实现了从传统融资平台向战略新兴产业投资平台、国有资本投资运营公司的转型。根据作者统计,我国 A 股上市公司前十大股东中出现城投平台的公司数量从 2015 年的 139 家增加到 2022 年的 374 家,增长率达到 169%。然而目前鲜有研究关注城投平台对上市公司进行股权投资的经济后果。

自 1981 年我国恢复国债发行以来,我国的债券市场迅速发展。根据 Wind 数据库统计数据,截至 2022 年底,中国债券市场托管余额达到 144.8 万亿元,已经成为仅次于美国债券市场的全球第二大债券市场,为企业的融资需求提供了有力支持。然而,自 2016 年以来,债券市场出现集中违约,刚性兑付的预期被打破,引发了债券投资者与监管部门对于债券市场健康发展的担忧。债券信用利差是发债主体信用的直接体现,是对债券投资者风险承担的补偿^[3],因此债券信用利差是债券信用风险高低的直接反映。党的二十大报告指出,“我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期,各种‘黑天鹅’、‘灰犀牛’事件随时可能发生”,要求“提高防范化解重大风险能力,严密防范系统性安全风险”。因此,如何有效降低债券市场信用风险、保障我国债券市场平稳健康发展是深化资本市场改革过程中亟待解决的重要问题,在此背景下,本文关注的是城投平台股权投资是否以及如何影响企业债券信用利差?企业是我国经济发展的核心力量,降低企业的信用风险以及融资成本对于企业可持续发展意义重大,而城投平台这一具有特殊性质的股东在对企业进行股权投资后可能会对企业产生影响。因此,厘清城投平台股权投资与企业债券信用利差之间的关系,对于防范化解地方债务风险、实现我国经济高质量发展具有重要的现实意义。基于此,本文利用 2015—2021 年中国 A 股上市公司发行的公司债及中期票据数据,对城投平台股权投资与企业债券信用利差之间的关系进行了实证检验。

本文的边际贡献有以下几点。第一,丰富了城投平台股权投资的经济后果研究。近年来随着城投平台转型节奏加快,越来越多的城投平台出现在上市公司的股东名单当中,然而对于城投平台股权投资的经济后果却鲜有研究。周颖刚和范建超从宏观视角探讨了城投平台股权投资对于县域经济发展的影响^[4],而本文从企业微观角度出发,探究了城投平台股权投资对于企业债券信用利差的影响。第二,从城投平台股权投资视角对企业债券信用利差影响因素的相关研究进行了有益补充。现有文献多基于员工持股计划^[5]、经济政策^[6]、经济环境^[7]等视角探究企业债券信用利差的影响因素,但鲜有研究关注城投平台股权投资这一领域。本文以城投平台对上市公司进行股权投资为视角,研究了城投平台股权投资对于企业债券信用利差所产生的影响,丰富了企业债券信用利差影响因素的相关研究,也为城投平台进行股权投资布局提供了理论支持。第三,从实证角度为城投平台后续转型提供了重要的政策参考。城投平台作为地方政府债务的发行主体,如何转型为内生式发展模式,提高自身盈利水平,对于化解地方债务风险至关重要。然而目前关于城投平台市场化转型的文献大多基于理论层面探讨市场化转型的路径^{[8][9]},实证层面的研究不足。并且就城投平台转型途径来看,既有研究多集中于整合重组^[10]、完善自身管理制度^[11]等角度,对于股权投资这一转型方式关注不足。本文以城投平台股权投资为研究视角,通过实证研究的方式发现城投平台股权投资可以降低企业债券信用利差,为城投平台后续转型提供了实证经验证据。

二、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

已有研究主要从宏观因素与微观因素两个角度探究了债券信用利差的影响因素。在宏观因素方面,Duffee 通过研究发现,债券信用利差会随着国债收益率的上升而降低^[12]。王雄元等的研究发现,货币政策的波动性越大,债券的信用利差越大^[13]。罗党论和余国满的研究发现,地方市长或书记的

更替会使城投债的发债风险提升,从而提高发债成本^[14]。高昊宇和温慧愉的研究发现,生态法治的完善会提升高污染行业企业的债券融资成本^[15]。在微观视角下,已有研究发现信用评级是债券信用利差的一个重要影响因素,信用评级越高,债券信用利差越低^[16]。信息不对称程度也是影响债券信用利差的重要因素,信息透明度的提升可以降低市场对于企业违约的相关猜测,从而降低企业的债券信用利差^[17]。当企业的会计信息质量较低时,债券投资者会通过要求较高的风险补偿从而降低自身所面临的风险^[18]。此外,公司内部的治理水平也会对债券信用利差产生重要影响,良好的公司治理能够减少债券信用利差^[19]。股权质押会引发控股股东侵害债权人利益的行为,提高债券投资者要求的风险补偿,从而提升企业的债券信用利差^[20]。

关于城投平台转型的研究,现有文献主要围绕构建现代化的企业管理体系^[8]、加强城投平台投融资规范和创新^[9]、依托特有资源进行市场化转型^[11]、加强债务管理制度建设^[21]等角度进行了研究,但目前多数文献仍集中在理论层面进行分析。

尽管已有文献从不同角度探析了债券信用利差的影响因素,然而目前鲜有文献关注城投平台股权投资如何影响企业债券信用利差。另外,虽然已有文献从不同角度探究了城投平台市场化转型的路径,但多数文献聚焦于理论分析层面,相关实证研究较少,并且对于股权投资这一转型方式关注不足。2014年新的《中华人民共和国预算法》以及《关于加强地方政府性债务管理的意见》的出台,清晰界定了地方政府与城投平台之间的职责边界,逐步弱化了城投平台在政府债务融资中的角色。通过研究城投平台对企业进行股权投资之后,对企业债券信用利差的影响,有利于评估城投平台股权投资的效果,为城投平台后续转型提供经验借鉴。因此,在城投平台股权投资日益普遍的背景下,探究城投平台股权投资对企业债券信用利差的影响及其作用机制至关重要。

(二)研究假设

2014年起,我国政府陆续推出一系列政策措施,旨在促使城投平台与政府债务融资职能实现剥离,并严格限制地方财力用于提供隐性担保。这一政策导向使城投平台的传统运营模式难以持续,而形成了一种驱动机制,促使城投平台加速市场化转型^[21]。城投平台在巨大的转型压力下,选择对上市公司进行股权投资,是一种积极的探索。本文认为,城投平台对企业进行股权投资具有双重影响,既可能对企业债券信用利差产生正面效应,也可能带来负面影响。

一方面,城投平台股权投资可能会通过以下几种方式降低企业的债券信用利差。第一,城投平台股权投资可能会降低企业与债券投资者之间的信息不对称程度,进而降低企业债券信用利差。在债券交易市场中,交易者可以分为信息优势方与信息劣势方。债券发行者由于对自身情况更为了解,属于信息优势方;而债券投资者由于掌握信息较少,难以准确评估企业的实际经营情况,属于信息劣势方^[6]。债券交易双方之间的信息不对称是造成企业债券信用利差的重要原因之一^[22]。城投平台对企业进行股权投资后,出于保障投资收益及缓解潜在风险的目的,可能会要求被投资企业增强财务透明度与经营信息的披露,进而促进企业信息披露质量的提升。此外,城投平台对上市公司进行股权投资涉及城投平台、上市公司和投资者等多方利益主体,不仅关系到城投平台的市场化转型进程,还关系到上市公司的未来发展、投资者的切身利益等,因此往往会吸引媒体以及分析师的关注。而媒体与分析师关注能够发挥外部监督作用^[23],促使企业提高信息披露质量,降低企业与债券投资者之间的信息不对称程度。第二,城投平台对企业进行股权投资后可能会提升企业的社会责任履行水平,进而降低企业债券信用利差。随着城投平台逐步剥离政府融资职能,向市场化经营主体转型,会更加注重经济效益和长期发展。城投平台在对企业进行股权投资后,与被投资企业成为利益共同体,要共同面对市场风险、经营风险等。城投平台在与政府政治关联逐渐弱化的背景下,更需要通过合理策略来抵御风险,而履行企业社会责任有助于降低企业风险^[24],城投平台可能会引导被投资企业认识到这一点,促使其提升企业社会责任履行水平。此外,由于城投平台股权投资会吸引媒体的关注,媒体关注度的提高也会促使企业提升企业社会责任履行水平^[25],而企业社会责任履行水平的提升能够显著降低企业的债券信用利差^[26]。第三,城投平台股权投资可能会降低企业的代理成本,进而降低企业债

券信用利差。城投平台作为股东,出于保障自身投资收益、降低投资风险的考量,有动机监督上市公司的管理层行为,从而降低管理层为谋取私利而做出损害股东利益行为的可能性,降低企业代理成本。此外,城投平台对企业进行投资后可以带来资源整合机会,分析师会关注资源整合能否创造新价值、拓展业务空间或影响上市公司发展前景等。因此,城投平台股权投资往往会引起更多的分析师跟踪。分析师作为专业人员,能够对企业产生重要的外部监督作用,可以进一步降低企业的代理成本^[27],进而降低企业信用风险^[28]。当企业代理成本较高时,债券投资者会认为企业信用风险较大,从而要求更高的风险补偿,导致企业债券信用利差扩大^[29]。反之,当企业代理成本得到降低,企业信用风险也随之降低,债券投资者对风险补偿的要求减少,企业债券信用利差也会降低。基于此,本文提出假设 1a:城投平台股权投资会降低企业的债券信用利差。

另一方面,城投平台股权投资可能会提高企业的债券信用利差,主要有以下几点原因。第一,城投平台目前普遍面临较大的偿债压力^[30],在对企业进行股权投资后可能会拖累被投资的企业,恶化被投资企业的财务状况,引发债券投资者对被投资企业偿债能力的担忧,从而提升所要求的信用风险补偿,提高企业的债券信用利差。第二,在进行市场化转型前,城投平台的高管大多曾担任过地方高级官员,甚至由现任政府官员直接兼任^[31],可能缺乏市场经营和企业管理的必要经验,以及足够的风险防范意识。另外,以往城投平台的业务主要集中在城市基础设施建设、公共服务事业等^[32],其运营模式和业务性质相对传统和保守,可能对上市公司的市场环境和竞争态势了解不足。城投平台对企业进行股权投资后,可能会导致企业决策失误或管理不善,从而加剧被投资企业的经营风险。第三,城投平台长期承担着众多低收益甚至无偿的公共服务职能,主营业务往往建设周期长、收益率低,导致其自身盈利能力较弱^[32]。城投平台在成为上市公司的股东之后,反而可能成为上市公司的负担,阻碍其盈利能力的提升。基于此,本文提出竞争性假设 1b:城投平台股权投资会提高企业的债券信用利差。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文以 2015—2021 年中国 A 股上市公司发行的公司债及中期票据为研究样本,并对样本进行了如下筛选:(1)剔除了金融行业的上市公司样本;(2)剔除了 ST 和 *ST 上市公司样本;(3)剔除了关键财务数据缺失的样本;(4)由于距离到期日较近时,价格波动引发到期收益率的变动往往较为剧烈,所以本文剔除了剩余期限不足 1 年的债券样本。为了消除极端值的影响,本文对所有连续型变量进行了上下 1% 的缩尾处理。在本文的研究中,数据来自 Wind 数据库以及希施玛(CSMAR)数据库。

(二)变量定义

1.被解释变量。参考史永东等的做法^[20],本文将债券信用利差(CS)定义为公司债券到期收益率与同一交易日具有相同剩余期限的无风险债券到期收益率的差值。其中基准无风险到期收益率采用中债国债到期收益率进行衡量。

2.解释变量。本文分别以 CTD 和 CTR 来衡量城投平台股权投资情况。其中,CTD 为虚拟变量,代表企业是否被城投平台进行了股权投资,若上市公司前十大股东中存在城投平台,则 CTD 赋值为 1,否则赋值为 0;CTR 代表城投平台股权投资规模,定义为上市公司前十大股东中城投平台合计持股比例。

3.控制变量。借鉴相关研究^{[19][20]},本文设置两个层面的控制变量:一是企业层面的控制变量,包括企业规模(Size)、企业负债率(Lev)、流动资产比率(Liq)、经营性现金流(Cf)和营业收入增长率(Growth);二是债券层面的控制变量,包括债券是否有担保(Guarantee)、债券发行规模(Bondsize)、是否可赎回(Call)、是否可回售(Put)、债券剩余期限(Maturity)、债券波动性(Volatility)和债券市场类型(Bondtype)。另外,本文在模型中对年度和行业固定效应进行了控制。具体变量定义见表 1。

表 1		变量定义表	
变量类型	变量名称	变量符号	变量含义
被解释变量	债券信用利差	CS	债券到期收益率与相同剩余期限国债收益率的差值
	是否有城投平台入股	CTD	上市公司前十大股东中若有城投平台则赋值为 1, 否则赋值为 0
解释变量	城投平台股权投资规模	CTR	上市公司前十大股东中城投平台合计持股比例
	企业规模	Size	企业当年总资产取自然对数
	资产负债率	Lev	总负债与总资产的比值
	流动资产比率	Liq	流动资产与总资产的比值
	经营性现金流	Cf	经营活动现金流与总资产的比值
控制变量	营业收入增长率	Growth	当期营业收入与上一期营业收入之差除以上一期营业收入
	债券是否有担保	Guarantee	债券具有担保赋值为 1, 否则赋值为 0
	债券发行规模	Bondsize	债券的发行金额取自然对数
	债券是否可赎回	Call	若债券具有约定赎回条款则赋值为 1, 否则赋值为 0
	债券是否可回售	Put	若债券具有约定回售条款则赋值为 1, 否则赋值为 0
	债券剩余期限	Maturity	债券的到期年度与债券的交易年度之差
	债券波动性	Volatility	债券交易年度日收盘价标准差
	债券市场类型	Bondtype	银行间市场赋值为 1, 交易所市场则赋值为 0

(三)模型构建

为了检验城投平台股权投资对企业债券信用利差的影响,本文设定如下回归模型:

$$CS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CTD_{i,t} / CTR_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \epsilon_{i,t} \tag{1}$$

模型(1)中,i 表示企业,t 表示年份。CS 为被解释变量企业债券信用利差。CTD 与 CTR 为解释变量,分别代表是否有城投平台股权投资以及城投平台股权投资规模。Controls 为一系列控制变量,具体定义详见表 1。Year 和 Industry 分别表示年度和行业固定效应。本文主要的关注系数为 β_1 ,如果假设 1a 成立,即城投平台股权投资会降低企业的债券信用利差,则 β_1 应显著为负;如果假设 1b 成立,即城投平台股权投资会提升企业的债券信用利差,则 β_1 应显著为正。

四、实证结果分析

(一)描述性统计

主要变量的描述性统计结果见表 2。从表 2 中可以发现,债券信用利差 CS 的均值为 2.2636%,最小值为 0.3251%,最大值为 11.3509%,说明企业债券普遍存在一定风险,投资者对风险溢价做出了一定要求。另外,不同企业债券之间的信用风险存在着较大的差异。是否被城投平台进行股权投资 CTD 的均值为 0.1364,表明大约有 13.64%的样本中前十大股东中有城投平台出现。城投平台股权投资规模 CTR 的均值为 0.0312,表明样本企业中前十大股东城投平台合计持股比例平均约为 3.12%;最小值为 0,最大值为 0.5518,说明前十大股东中城投平台合计持股比例介于 0~55.18%之间,不同上市公司之间的城投平台股权投资比例差距较大。

表 2 主要变量描述性统计

变量符号	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
CS(%)	6687	2.2636	1.8238	0.3251	1.6512	11.3509
CTD	6687	0.1364	0.3432	0	0	1
CTR	6687	0.0312	0.1056	0	0	0.5518
Size	6687	24.9514	1.5754	21.8991	24.8237	28.5052
Lev	6687	0.6287	0.1470	0.2295	0.6508	0.8940
Liq	6687	0.4920	0.2660	0.0450	0.4793	0.9521
Cf	6687	0.0453	0.0553	-0.1247	0.0447	0.1896
Growth	6687	0.1525	0.2880	-0.4825	0.1155	1.3455
Guarantee	6687	0.1649	0.3712	0	0	1
Bondsize	6687	20.7740	0.7923	19.0085	20.7233	23.0259
Call	6687	0.1477	0.3549	0	0	1
Put	6687	0.4370	0.4960	0	0	1
Maturity	6687	2.9598	1.4407	1	3	7
Volatility	6687	0.8621	1.0615	0	0.6273	7.5665
Bondtype	6687	0.4386	0.4963	0	0	1

(二)基准回归结果

表 3 报告了城投平台股权投资与企业债券信用利差之间的回归结果。第(1)(2)列是未加入控制变量的回归结果,仅控制了年度和行业固定效应。可以发现 CTD 和 CTR 的系数均在 1%水平上显著为负,说明有城投平台进行股权投资的企业相较于没有城投平台进行股权投资的企业债券信用利差更低,并且城投平台股权投资比例越高,则企业债券信用利差越低。第(3)(4)列进一步加入了控制变量,可以发现,CTD 的回归系数在 1%水平上显著为负,说明城投平台对企业进行股权投资有利于降低企业债券信用利差。从经济意义上来说,CTD 的回归系数为-0.4740,即相对于不存在城投平台股权投资的企业来说,当企业有城投平台进行股权投资时,企业债券信用利差降低了 0.474%,相对于 CS 的均值(2.2636%)来说,信用利差下降比例大约为 21%。CTR 的回归系数同样在 1%水平上显著为负,说明城投平台对企业股权投资比例越高,则企业债券信用利差越低。从经济意义上来说,CTR 的回归系数为-1.8884,说明城投平台对企业的股权投资比例每增加 1%,则企业债券信用利差降低 0.0188%。回归结果支持假设 1a,即城投平台股权投资降低了企业债券信用利差。

综合以上结果来看,城投平台的股权投资行为增强了市场透明度,减少了企业与债券投资者之间的信息不对称。由于媒体和分析师的关注增加,迫使企业提高信息披露的质量,从而降低了投资者所要求的信用风险补偿。城投平台股权投资为被投资企业提供了资源整合的机会,可能带来新的价值创造和业务发展空间,这有助于增强债券投资者对企业的信心,进而降低企业的债券信用利差。虽然城投平台目前普遍面临较大的偿债压力,但城投平台偿债压力对被投资企业的影响有限。从现实角度来看,虽然城投平台可能会对被投资企业带来一定负面影响,但城投平台股权投资为企业所带来的正面影响大于负面影响,因此城投平台股权投资使企业债券信用利差得以降低。

(三)稳健性检验^①

1.滞后变量。为了缓解可能存在的反向因果问题,本文将解释变量以及公司层面的控制变量进行滞后一期处理,然后重新进行回归。回归结果表明,在考虑了可能存在的反向因果问题后,本文结论依然成立。

2.改变样本筛选方式。为了保证结论稳健性,本文对债券样本重新进行筛选,对于同一上市公司同一年份中存在多只债券的样本,分别选择保留票面利率最高的债券样本以及剩余期限最长的债券样本,重新对城投平台股权投资与企业债券信用利差进行回归。无论是票面利率最高的债券样本还是剩余期限最长的债券样本,CTD 和 CTR 的回归系数依然显著为负,说明

表 3 城投平台股权投资与企业债券信用利差

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	CS	CS	CS	CS
CTD	-0.5850 *** (-11.00)		-0.4740 *** (-12.01)	
CTR		-1.9589 *** (-14.39)		-1.8884 *** (-16.09)
Size			-0.2957 *** (-16.89)	-0.3198 *** (-18.08)
Lev			3.4029 *** (22.03)	3.4004 *** (22.25)
Liq			-0.2859 *** (-2.61)	-0.3618 *** (-3.31)
Cf			0.6369 ** (2.01)	0.4453 (1.42)
Growth			-0.2114 *** (-3.57)	-0.1778 *** (-3.03)
Guarantee			-0.0485 (-1.04)	-0.0645 (-1.40)
Bondsize			-0.2562 *** (-9.56)	-0.2522 *** (-9.47)
Call			1.6975 *** (31.71)	1.6943 *** (31.69)
Put			0.2320 *** (5.52)	0.2352 *** (5.62)
Maturity			-0.2061 *** (-19.24)	-0.2036 *** (-19.11)
Volatility			0.8298 *** (30.51)	0.8276 *** (30.44)
Bondtype			0.2780 *** (7.14)	0.2740 *** (7.05)
Constant	1.8099 *** (13.14)	1.8103 *** (13.15)	12.4647 *** (28.18)	12.9809 *** (28.95)
Year FE	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES
Adj-R ²	0.1008	0.1017	0.5348	0.5382
N	6687	6687	6687	6687

注:***, ** 和 * 分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,括号内为 t 值。下表同。

本文结论不受债券筛选条件的影响。

3.倾向得分匹配法(PSM)。考虑到被城投平台进行股权投资的企业可能在被投资前与那些没有被城投平台投资的企业存在公司特征层面的差异,这可能会导致企业的债券信用利差在事前存在差异。本文采用PSM中的最近邻匹配法进行一对一的无放回匹配,用于匹配的协变量为主回归模型中的控制变量。进行匹配后得到有效样本1549个。将匹配后的样本重新进行回归后,CTD和CTR的回归系数依然显著为负,说明本文的结论较为稳健。

4.外生冲击检验。为缓解可能存在的内生性问题,本文将城投平台对上市公司进行股权投资这一事件视为“准自然实验”,采用多期双重差分模型考察城投平台股权投资对于企业债券信用利差的影响。本文剔除样本期内城投平台入股上市公司后又退出的样本,基于股权投资开始年份使用多期双重差分法进行检验。首先,构建企业分组变量(Treat),将样本期间内被城投平台进行股权投资的企业定义为1,否则定义为0。其次,构建时间分组变量(Post),当企业在被城投平台进行股权投资当年及以后年份定义为1,否则定义为0。最后,构建Treat和Post的交乘项Treat $\times$ Post,其系数表示城投平台股权投资对企业债券信用利差的净效应。交乘项Treat $\times$ Post的系数显著为负,说明城投平台对企业进行股权投资后,企业债券信用利差得到了降低,进一步证明了本文结论的稳健性。

5.控制个体固定效应。为了进一步对遗漏变量问题所引发的潜在影响实施有效控制,本文在基准回归模型中控制个体固定效应重新进行检验。回归结果显示,在控制企业个体固定效应之后,CTD和CTR的回归系数依然显著为负,说明本文结论较为稳健。

6.工具变量检验。考虑到城投平台股权投资与企业债券信用利差之间可能存在的反向因果关系导致的内生性问题,本文采用工具变量法进行检验。本文选取上市公司所在地的城投平台数量作为工具变量。一方面,地理邻近性可以降低信息不对称与交易成本^[33],为城投平台与上市公司构建股权纽带提供了天然的便利条件。相较于跨区域投资,城投平台本地化信息获取的及时性与准确性可以显著降低其在投资前的信息成本,因此城投平台对上市公司进行股权投资的可能性更大,满足工具变量的相关性要求。另一方面,上市公司所在地的城投平台数量本身并不直接影响企业债券信用利差。因此这一工具变量满足外生性要求。具体地,本文以上市公司所在地的城投平台数量加1取自然对数的结果作为工具变量。工具变量回归结果显示在考虑了可能存在的内生性问题之后,城投平台股权投资依然能够对企业债券信用利差起到降低作用,进一步证明了本文结论较为稳健。

五、进一步研究

(一)机制检验

通过前文的理论分析与实证检验,本文发现城投平台股权投资可以降低企业的债券信用利差,那么这中间的作用机理是什么?对这一问题的回答有助于厘清城投平台股权投资与企业债券信用利差二者之间关系的内在联系。基于此,本部分将探究城投平台股权投资对企业债券信用利差影响的作用路径。

1.信息不对称路径。信息不对称的存在使债券投资者无法了解企业的真实经营情况,因此会要求企业提供一定的风险溢价来补偿自身潜在的投资风险。城投平台在对企业进行股权投资后,可能会出于保护自身投资利益、降低潜在风险等目的,要求被投资企业提供更为透明的财务及经营信息,从而促使企业提升信息披露质量。信息披露质量的提升可以有效降低企业与外部投资者之间的信息不对称程度^[34]。此外,由于城投平台股权投资涉及城投平台转型、上市公司发展等,且与投资者利益、市场风险等密切相关,往往会引起媒体的报道与关注。媒体作为信息传播的重要渠道,可以对企业产生外部监督效应^[23]。这种外部监督效应促使企业加强信息披露,增加企业的信息透明度,提高信息的准确性和及时性,从而进一步降低了投资者与企业之间的信息不对称程度。因此,城投平台对企业进行股权投资可能会通过降低企业与外部投资者之间的信息不对称程度,从而降低企业的债券信用利差。

借鉴王化成等的研究^[35],本文采用分析师预测偏差(Ferr)对信息不对称程度进行度量。分析师预测偏差越大,表示预测的准确度越低,则信息不对称程度越高。分析师预测偏差(Ferr)的计算公式

如下：

$$Ferr_{i,t} = \frac{Abs(AEPS_{i,t} - FEPS_{i,t})}{Abs(AEPS_{i,t})} \quad (2)$$

式(2)中, $AEPS_{i,t}$ 为 i 企业 t 年的实际每股盈余, $FEPS_{i,t}$ 为分析师对 i 企业 t 年的预测每股盈余, 对于分析师预测每股盈余的度量, 采用的是企业实际每股盈余公布前每位分析师最终预测值的平均值。

由于被解释变量发生了改变, 参考史永东等的做法^[20], 在机制检验部分对控制变量进行了调整。具体为在模型(1)的基础上删除了债券层面的控制变量, 并加入了董事长与总经理两职合一(Dual)、董事会规模(Board)、独立董事比例(Indep)、总资产周转率(Ato)和第一大股东持股比例(Top1)这5个公司层面的指标作为控制变量。

表4第(1)(2)列为信息不对称机制检验的回归结果。可以发现, 城投平台股权投资与信息不对称的回归系数均显著为负, 说明城投平台股权投资显著降低了信息不对称程度, 并且城投平台持股比例越高, 信息不对称程度越低, 债券信用利差也随之下降。

2. 社会责任履行路径。城投平台对企业进行股权投资后, 能够借助资源整合以及协同效应, 提高被投资企业的社会责任履行水平。城投平台通常拥有丰富的公共资源, 在环保、公益等领域具备独特优势。通过与被投资企业的合作, 城投平台可以将这些资源和经验引入被投资企业, 推动其提升社会责任表现。另外, 当城投平台对企业进行股权投资时, 往往会吸引媒体的关注, 企业为了提升自身形象, 有动机促进自身社会责任履行水平的提高^[25]。而社会责任履行水平的提升有助于降低企业债券信用利差^[26]。因此, 城投平台股权投资可能会通过提升企业的社会责任履行水平进而降低企业债券信用利差。

借鉴冯丽艳等的研究^[24], 本文采用和讯网发布的我国上市公司社会责任综合评分作为企业社会责任履行水平(CSR)的度量指标。该指标基于社会责任报告和财务报告的相关内容, 从股东责任、员工责任、供应商、客户和消费者权益责任、环境与公共责任五个方面, 对企业履行社会责任情况进行系统而全面的评价, 能够比较客观地反映企业的社会责任表现情况。该指标评分越高说明企业社会责任履行水平越高。

表4第(3)(4)列为社会责任机制的检验结果。可以发现, 城投平台股权投资与企业社会责任的回归系数均显著为正, 说明城投平台股权投资显著提升了企业的社会责任履行水平, 因此降低了企业的债券信用利差。

3. 代理成本路径。城投平台对企业进行股权投资后, 作为股东有动机积极关注上市公司的经营管理活动。通过参与股东大会、董事会等决策机构的工作, 城投平台可以监督企业重大决策的制定和执行过程, 减少管理层的机会主义行为。另外, 城投平台的股权投资往往会吸引分析师的关注, 而分析师关注能够发挥重要的外部监督作用, 从而降低企业代理成本^[27]。代理成本的增加会加剧企业信用风险^[28]。债券投资者可能因感知到企业较高的信用风险, 进而索取更高的风险溢价, 最终致使企业债券信用利差增加。而当企业代理成本实现有效降低时, 企业的信用风险得到降低, 投资者风险补偿要求相应下降, 从而使企业债券信用利差降低。因此, 城投平台股权投资可能会通过降低企业代理成本进而降低企业债券信用利差。

为了验证城投平台股权投资是否通过降低企业代理成本进而降低企业的债券信用利差, 本文借鉴叶康涛和刘行的研究^[36], 采用在职消费来衡量企业的代理成本(Ac)。具体地, 以上市公司报表附注中披露的“办公费、差旅费、业务招待费、通讯费、出国培训费、董事会费、小车费以及会议费”这8项费用来对企业的在职消费水平进行衡量, 并用企业的营业总收入进行标准化处理。

表4第(5)(6)列为代理成本机制的检验结果。可以发现, 城投平台股权投资与企业代理成本的回归系数均显著为负, 说明城投平台股权投资显著降低了企业的代理成本, 验证了降低企业代理成本是城投平台股权投资降低企业债券信用利差的作用路径之一。

表 4		信息不对称、社会责任履行和代理成本机制检验结果				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Ferr	Ferr	CSR	CSR	Ac	Ac
CTD	-0.4601*** (-3.15)		1.0798** (2.21)		-0.0004*** (-3.82)	
CTR		-2.2389*** (-5.69)		6.9709*** (4.79)		-0.0008** (-2.32)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj-R ²	0.0682	0.0695	0.3223	0.3239	0.3265	0.3254
N	6367	6367	5619	5619	4299	4299

(二)异质性分析

1.城投平台主体信用评级。城投平台主体信用评级,是由独立的第三方信用评级中介机构针对城投平台如期足额偿还债务本息的能力与意愿所作出的一种评价。城投平台主体信用评级由高到低可以分为 AAA、AA+、AA、AA-、A+等等级别,高等级的信用评级是城投平台综合实力的一种体现。城投平台自身的信用等级也可能会对企业的债券信用利差产生一定影响。信用评级高的城投平台,其投资行为往往影响力更大,吸引的媒体关注会更多,从而能够强化促使上市公司提升信息披露质量和降低信息不对称的效果,进而对于企业债券信用利差的降低作用更为明显。

本文构建虚拟变量 Rate,若城投平台主体信用评级为 AAA 则赋值为 1,否则赋值为 0。回归结果如表 5 第(1)(2)列所示。可以发现,交乘项 CTD×Rate 以及 CTR×Rate 的系数均显著为负,说明当城投平台主体信用评级更高时,城投平台股权投资对于企业债券信用利差的降低作用更为明显。

2.高新技术企业。高新技术企业由于研发投入高、技术壁垒强,其核心价值往往依赖于无形资产,这使得投资者对其真实经营状况的评估难度较大,因此高新技术企业往往面临更为严重的信息不对称问题^[37]。城投平台对企业进行股权投资,要求企业增强财务透明度以及经营状况的披露,可以有效缓解信息不对称问题。高新技术企业通常处于新兴产业赛道,其被城投平台投资更容易吸引媒体深入报道,形成外部监督合力,对信息不对称起到更强的降低作用。此外,高新技术企业往往面临更高的经营风险^[38],债券投资者对其风险补偿要求更高。城投平台通过股权投资推动企业履行社会责任,可以更加有效地对冲经营风险带来的负面预期。因此,城投平台股权投资对企业债券信用利差的降低作用对于高新技术企业可能更为明显。

本文借鉴潘红波等的做法^[39],根据 CSMAR 数据库中上市公司资质认定信息文件,将企业划分为高新技术企业和非高新技术企业,构建虚拟变量 Hightech,若企业获得高新技术企业资质认定则赋值为 1,否则赋值为 0。回归结果如表 5 第(3)(4)列所示。可以发现,交乘项 CTD×Hightech 以及 CTR×Hightech 的系数均显著为负,说明当被投资企业为高新技术企业时,城投平台股权投资对于企业债券信用利差的降低作用更为明显。

3.企业融资约束。城投平台与上市公司存在业务协同的机会,可以通过资源共享、优势互补,帮助上市公司拓展业务领域、降低运营成本,增强公司的整体竞争力和可持续发展能力。融资约束较高的企业由于资金获取渠道有限或融资成本较高,往往面临更大的资金压力,可能更需要借助外部资源来实现业务突破和发展,因此从这种协同效应中获益更大,信用利差的降低也更为显著。

本文借鉴 Hadlock 和 Pierce 的研究^[40],采用 SA 指数对融资约束(FC)进行度量,按照企业融资约束水平的中位数进行划分,高于中位数时 FC 取值为 1,否则取值为 0。回归结果如表 5 第(5)(6)列所示。可以发现,交乘项 CTD×FC 以及 CTR×FC 的系数均显著为负,说明当企业面临的融资约束较高时,城投平台股权投资可以在更大程度上降低企业的债券信用利差。

4.行业债券违约。由于同一行业内的企业风险特征存在一定相似性,一旦单个企业出现债务违约事件,相应的违约风险便有可能快速向同行业的其他企业扩散,进而产生“传染效应”^[41]。而债券

发生违约之后,会使投资者对于企业的违约风险更为重视,提升投资者的风险警觉意识^[42]。城投平台的加入能够降低企业与外部投资者之间的信息不对称程度,在一定程度上增强投资者的信心。然而在行业信用被违约事件影响的情况下,这种增强信心的作用可能会相对受限。因此,城投平台股权投资对于企业债券信用利差的降低作用在未发生债券违约的行业中可能更为显著。

本文采用企业所在行业在债券发行日前是否发生过违约事件来定义是否存在行业债券违约(Default)。债券违约的相关数据从 Wind 数据库中获取,行业划分则根据证监会行业门类划分。若企业所在行业发生过债券违约,则 Default 取值为 1,否则取值为 0。回归结果如表 5 第(7)(8)列所示。可以发现,交乘项 CTD×Default 以及 CTR×Default 的系数均显著为正,说明当企业所在行业未发生债券违约事件时,城投平台股权投资可以更好地降低企业债券信用利差。

表 5异质性检验结果

	城投平台信用评级 (Δ=Rate)		高新技术企业 (Δ=Hightech)		融资约束 (Δ=FC)		行业债券违约 (Δ=Default)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	CS	CS	CS	CS	CS	CS	CS	CS
CTD×Δ	-0.4900 *** (-5.47)		-0.3676 *** (-2.96)		-0.1352 * (-1.76)		0.2658 *** (3.55)	
CTD	-0.1005 (-1.19)		-0.4382 *** (-10.52)		-0.4080 *** (-6.76)		-0.6131 *** (-11.23)	
CTR×Δ		-0.6408 ** (-2.41)		-1.6264 *** (-2.99)		-0.9280 *** (-3.35)		0.3979 * (1.81)
CTR		-0.9961 *** (-5.11)		-1.8095 *** (-15.14)		-1.6435 *** (-12.38)		-2.1088 *** (-12.85)
Δ		-0.2283 *** (-3.81)	0.0654 (1.19)	0.0434 (0.80)	0.0375 (0.84)	0.0312 (0.72)	-0.0003 (-0.01)	0.0346 (0.65)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj-R ²	0.5365	0.5397	0.5351	0.5385	0.5348	0.5386	0.5318	0.5348
N	6687	6687	6687	6687	6687	6687	6687	6687

六、结论与启示

近年来,我国债券市场违约事件屡屡发生,如何有效控制上市公司的信用风险,推动债券市场高质量发展,同时守住不发生系统性风险的底线,是资本市场以及监管部门所关注的重点问题。本文基于城投平台股权投资这一独特视角,利用 2015—2021 年中国上市公司的公司债及中期票据数据,探究了城投平台股权投资对企业债券信用利差的影响。研究发现,城投平台股权投资能够有效降低企业债券信用利差。这一结论在经过一系列稳健性检验之后依然成立。机制检验发现,城投平台股权投资可以降低企业与债券投资者之间的信息不对称程度、增强企业的社会责任履行水平和降低企业的代理成本,进而降低企业债券信用利差。异质性检验发现,当城投平台主体信用评级更高、企业为高新技术企业、企业面临的融资约束更高以及企业所在行业未发生债券违约时,城投平台股权投资对企业债券信用利差的降低作用更为明显。

本文的研究结论具有以下几点启示。第一,监管部门应积极推动城投平台以股权投资等形式进行市场化转型。化解地方债务风险,建立起长效化债机制,需要政府根据当前的经济形势进行宏观调控指导,同时作为风险主体的城投平台不能消极等待政府“输血”,也应积极发掘潜力,培育自身“造血功能”,努力化解自身债务风险。第二,企业可以通过与城投平台合作,特别是与主体信用评级较高的城投平台合作,来降低债务融资成本。本文研究发现,引入城投平台股权投资可以有效降低企业债券信用利差,使企业获得更低成本的融资,有利于企业的长期健康发展。此外,企

业自身也应注重提升信息披露的质量,确保信息的真实性和透明度。这不仅有助于进一步减少债券市场的信息不对称,还能降低企业的债务融资成本,更好地保护债券投资者的利益。第三,通过城投平台股权投资助力债券市场健康发展。如何优化债券市场的信息效率,降低债券市场的系统性风险,是当前亟待解决的问题。本文研究发现,城投平台股权投资不仅不会扭曲市场,反而能够降低市场信息不对称,提升债券市场信息效率,从而降低企业的债券信用利差。因此,应当鼓励城投平台积极开展股权投资活动,以充分发挥其作为特定股东角色的独特作用,降低债券市场的系统性风险,推动债券市场平稳健康发展。

注释:

①因篇幅所限,未展示相关表格,留存备案。

参考文献:

- [1] 牛霖琳,夏红玉,许秀.中国地方债务的省级风险度量和网络外溢风险[J].经济学(季刊),2021(3):863—888.
- [2] 吴敏,曹婧,毛捷.地方公共债务与企业全要素生产率:效应与机制[J].经济研究,2022(1):107—121.
- [3] 王雄元,高开娟.客户集中度与公司债二级市场信用利差[J].金融研究,2017(1):130—144.
- [4] 周颖刚,范建超.城投平台股权投资与县域经济发展[J].国际金融研究,2022(9):3—13.
- [5] 孙晓燕,林晚发.员工持股计划与债券信用利差[J].中南财经政法大学学报,2022(1):50—61.
- [6] 王博,康琦.经济政策不确定性对债券信用利差的影响研究[J].国际金融研究,2023(7):73—82.
- [7] Longstaff, F. A., Schwartz, E. S. A Simple Approach to Valuing Risky Fixed and Floating Rate Debt[J]. The Journal of Finance, 1995, 50(3): 789—819.
- [8] 毛捷,徐军伟.地方融资平台公司的市场化转型研究——制度溯源、个性刻画与实现路径[J].财贸经济, 2021(3):28—43.
- [9] 吉富星,刘兆璋,徐浩然.融资平台市场化转型面临的困境和可行路径研究[J].经济纵横,2023(5):98—108.
- [10] 王秋石,万睿,范文诚,等.地方融资平台整合重组、隐性担保预期与违约风险[J].当代财经,2024(2):57—70.
- [11] 贾君怡,詹加佳,陈经纬.分类推进地方融资平台市场化转型:标准界定与模式选择[J].经济管理,2023(12): 63—80.
- [12] Duffee, G. R. The Relation Between Treasury Yields and Corporate Bond Yield Spreads[J]. The Journal of Finance, 1998, 53(6): 2225—2241.
- [13] 王雄元,张春强,何捷.宏观经济波动性与短期融资券风险溢价[J].金融研究,2015(1):68—83.
- [14] 罗党论,余国满.地方官员变更与地方债发行[J].经济研究,2015(6):131—146.
- [15] 高昊宇,温慧愉.生态法治对债券融资成本的影响——基于我国环保法庭设立的准自然实验[J].金融研究, 2021(12):133—151.
- [16] Ziebart, D. A., Reiter, S. A. Bond Ratings, Bond Yields and Financial Information[J]. Contemporary Accounting Research, 1992, 9(1): 252—282.
- [17] Yu, F. Accounting Transparency and the Term Structure of Credit Spreads[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 75(1): 53—84.
- [18] Bharath, S. T., Sunder, J., Sunder, S. V. Accounting Quality and Debt Contracting[J]. The Accounting Review, 2008, 83(1): 1—28.
- [19] 周宏,周畅,林晚发,等.公司治理与企业债券信用利差——基于中国公司债券 2008—2016 年的经验证据[J].会计研究,2018(5):59—66.
- [20] 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].经济研究,2021(8):109—126.
- [21] 栗勤,熊毅.债务压力下我国地方政府融资平台转型[J].江西社会科学,2021(7):70—77.
- [22] 周宏,林晚发,李国平,等.信息不对称与企业债券信用风险估价——基于 2008—2011 年中国企业债券数据[J].会计研究,2012(12):36—42.
- [23] 翟胜宝,程妍婷,许浩然,等.媒体关注与企业 ESG 信息披露质量[J].会计研究,2022(8):59—71.
- [24] 冯丽艳,肖翔,程小可.社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析[J].南开管理评论, 2016(6):141—154.
- [25] 孔东民,刘莎莎,应千伟.公司行为中的媒体角色:激浊扬清还是推波助澜? [J].管理世界,2013(7):145—162.
- [26] 周宏,建蕾,李国平.企业社会责任与债券信用利差关系及其影响机制——基于沪深上市公司的实证研究[J].会计研究,2016(5):18—25.
- [27] 郭建鸾,简晓彤.分析师的外部监督效应——来自企业高管在职消费的证据[J].中央财经大学学报,

2021(2):73—88.

[28] 牛华伟.代理成本与“信用价差之谜”[J].管理科学学报,2016(8):54—66.

[29] Boubakri, N., Ghouma, H. Control/Ownership Structure, Creditor Rights Protection, and the Cost of Debt Financing: International Evidence [J]. Journal of Banking & Finance, 2010, 34(10): 2481—2499.

[30] 马光荣,窦艺,聂卓,等.到期债务压力与融资平台举债期限——兼论地方债务的流动性风险[J].管理世界, 2024(12):43—71.

[31] 刘若鸿,邓晓兰,许晏君.弱化政治关联降低城投债发行利差了吗? [J].中南财经政法大学学报,2023(1): 65—82.

[32] 张路.地方债务扩张的政府策略——来自融资平台“城投债”发行的证据[J].中国工业经济,2020(2):44—62.

[33] 刘惠好,焦文姐.国有股权参股与民营企业投资不足——基于资源效应与治理效应的双重视角[J].经济管理,2022(8):76—94.

[34] 王瑶,冯晓晴,侯德帅.企业数字化转型能提高分析师预测准确度吗——基于信息披露和信息挖掘的双重视角[J].中南财经政法大学学报, 2023(4): 16—27.

[35] 王化成,张修平,侯粲然,等.企业战略差异与权益资本成本——基于经营风险和信息不对称的中介效应研究[J].中国软科学,2017(9):99—113.

[36] 叶康涛,刘行.公司避税活动与内部代理成本[J].金融研究,2014(9):158—176.

[37] 黄艺翔,姚铮.研发联盟对高新技术企业债务期限结构的影响——来自创业板上市公司的经验证据[J].研究与发展管理,2018(3):1—11.

[38] 曾皓.税收激励促进了企业数字化转型吗? ——基于前瞻性有效税率的经验证据[J].现代财经(天津财经大学学报),2022(10):38—55.

[39] 潘红波,周颖,孙嘉欣.高管薪酬回款风险敏感性[J].管理学报,2023(10):1546—1554.

[40] Hadlock, C. J., Pierce, J. R. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index[J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(5): 1909—1940.

[41] 杨国超,蒋安琪.债券市场系统性金融风险的制度诱因:基于交叉违约条款的发现[J].世界经济,2024(12): 136—164.

[42] 王茹婷,彭方平,李维,等.打破刚性兑付能降低企业融资成本吗? [J].管理世界,2022(4):42—64.

Equity Investment of City Investment Platforms and Corporate Bond Credit Spreads

GUO Dong ZHEN Hongxian

(School of Accounting/China Internal Control Research Center, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China)

Abstract:Based on the data of corporate bonds and medium-term notes of A-share listed companies in China from 2015 to 2021, this paper empirically examines the impact and mechanism of equity investment by city investment platforms on corporate bond credit spreads. It is found that equity investment by city investment platforms can significantly reduce corporate bond credit spreads. The mechanism test shows that equity investment by city investment platforms helps reduce information asymmetry between enterprises and bond investors, promotes enterprises to fulfill their social responsibilities, and lowers agency costs, thereby reducing corporate bond credit spreads. The heterogeneity test indicates that the impact of equity investment by city investment platforms on reducing corporate bond credit spreads is more pronounced when the city investment platforms have higher credit ratings, for high-tech enterprises, when enterprises face higher financing constraints, and in industries without bond defaults. The conclusions of this paper are of great significance for preventing and resolving local debt risks, promoting the high-quality development of the bond market, and the subsequent transformation of city investment platforms.

Key words:City Investment Platforms; Equity Investment; Bond Credit Spreads; Local Debt Risks; Market-oriented Transformation

(责任编辑:郭 策)