

地方政府债务与企业风险承担

高梦捷^{1,2}, 彭晓洁^{1,2}, 陈 铭³

(1. 佛山科学技术学院经济管理学院, 广东 佛山 528000;

2. 广东省社会科学研究基地创新与经济转型升级研究中心, 广东 佛山 528000;

3. 东北财经大学会计学院, 辽宁 大连 116025)

摘要: 地方政府债务不仅是维持地区经济稳定与发展的重要因素, 同时也是影响微观企业经济行为的潜在宏观因素。在我国财政分权的经济制度背景下, 以我国 2010—2018 年 A 股上市公司的样本企业, 考察地方政府债务对企业风险承担的影响。研究发现, 地方政府债务的扩张会显著降低企业的风险承担, 但该影响在国有企业中并不显著。研究结论丰富了地方政府债务对企业经济行为已有的研究成果, 并可为政府完善地方政府债务监管政策以及微观企业优化内部组织架构提供理论支持和决策参考。

关键词: 地方政府债务; 企业风险承担; 挤出效应; 公共效应; 企业组织结构

中图分类号: F812.7 文献标识码: A 文章编号: 1005-0566(2023)01-0215-10

Does local government debt affect corporate risk-taking

GAO Mengjie^{1,2}, PENG Xiaojie^{1,2}, CHEN Ming³

(1. Business School, Foshan University, Foshan 528000, China;

2. Research Centre for Innovation & Economic Transformation Research Institute of
Social Sciences in Guangdong Province, Foshan 528000, China;

3. Accounting School, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China)

Abstract: Local government debt is not only an important factor to maintain regional economic stability and development, but also a potential macro factor that affects the economic behavior of micro-enterprises. Under the background of fiscal decentralization in China, this paper examines the impact of local government debt on corporate risk taking by a sample of Chinese a-share listed companies from 2010 to 2018. The study found that the expansion of local government debt significantly reduced the risk-taking of enterprises, but the impact was not significant in state-owned enterprises. The empirical findings of this paper enrich the theoretical research results of local government debt on corporate economic behavior, and provide theoretical support and decision-making reference for the government to improve local government debt supervision policies and micro-enterprises to optimize internal organizational structure.

Key words: local government debt; corporate risk-taking; crowding out effect; public effect; organizational structure of enterprises

收稿日期: 2022-07-18 修回日期: 2023-01-04

基金项目: 大连市社会科学院重大调研课题“大连减税降费政策对企业融资影响的研究”(2020dlsky028)。

作者简介: 高梦捷(1990—), 女, 辽宁大连人, 佛山科学技术学院经济管理学院讲师, 研究方向为公司财务与公司治理。通信作者: 彭晓洁。

新冠病毒感染疫情发生以来,政府加大了公共卫生、经济救助等支出,导致财政支出的需求扩大。政府在扩大财政赤字规模的同时,还发行特别国债、增发地方政府专项债及放宽城投债等组合措施来缓解财政压力。国家财政收入的缩减、财政支出的扩大必然带来财政赤字增加、政府债务扩张,进一步推升债务压力。地方政府债务作为重要的财政调控工具,债务风险的加大,会降低国家财政对宏观经济的调控作用。“十四五”规划纲要从实施金融安全战略的角度,提出“稳妥化解地方政府隐性债务”,对地方政府债务的实际效益和风险控制提出了新要求。地方政府债务是当前影响中国系统性金融风险的重要因素,探究如何通过控制财政政策的宏观风险,有效提升微观企业的风险应对能力具有重要意义。

由于扩张性财政政策导向,持续新增的地方政府债务一方面积累了大量的债务风险,并通过金融风险渠道传导至实体经济部门,影响企业外部经营环境的稳定性,在一定程度上弱化了企业的风险承担能力^[1];另一方面企业风险承担作为一项资源消耗性活动,具有较强资源依赖性^[2],微观企业会因为金融资源在地方政府债务的急剧扩张被挤占,抬高企业的融资成本^[3],降低企业投资效率,导致企业缺乏足够的资源支持,从而降低企业的风险承担能力。

地方政府债务主要通过地方政府与金融机构进行债务融资,结合宏观经济发展形势为地方经济发展创造良好条件的重要手段。其主要形式有地方政府债券、城投债、融资平台公司非债券类债务、政府类基金等。在我国财政分权的经济制度中,发行债务是地方政府维持与拉动所属地区经济发展的重要方式之一。尽管在短期内,地方政府债务在助力地区发展筹措资金、缓解财政压力、支持市政建设等方面,发挥维持地区经济稳定、促进地方经济发展的重要作用,但也有学者认为地方政府债务的急剧增长并不会促进地区经济的产业转型与长远发展^[4-7]。提升企业经营效率是政府推进经济高质量发展的重要微观基础^[8],地方政府债务的增加会加剧企业融资成本的提

高,进而导致企业投资、债务融资与创新活动挤出效应的产生^[9-11]。

企业提升风险承担能力,必然需要充足的资源支持相关的投资项目。为此,多数研究认为获取充分的资源是影响企业风险承担的关键因素之一,包括从企业内部与外部的宏观经济视角探索风险承担的影响因素。在企业内部因素方面,已有研究关注企业的所有权属性、管理层特征、公司治理机制等^[12-16]。本文着重考察以下问题:一是地方政府债务如何影响企业风险承担;二是地方政府债务影响风险承担水平的作用机制是什么;三是企业金字塔结构具有活跃内部资本市场的功能,在企业金字塔层级延长的情况下,地方政府债务对企业风险承担的影响是否存在差异。

一、理论分析与假设提出

(一) 地方政府债务对企业风险承担的影响

随着地方政府债务规模的扩张,已有文献主要从挤出效应与公共效应两个竞争性的研究视角,探索地方政府债务对微观企业经济行为的影响^[17-19]。也有学者认为地方政府对企业的挤出效应与公共效应取决于政府债务的用途,若用于生产性的投融资,则会有助于增加企业的投资机会;若用于政府消费支出,则会产生挤出效应^[20]。为此,地方政府债务的增加会通过挤出效应与公共效应影响企业的风险承担。

基于挤出效应的研究视角,地方政府债务的增加会削减企业的信贷资源,导致企业风险承担的减弱。一方面,地方政府债务攀升的挤占效应体现在压缩企业风险承担的资源,地方政府融资会减少银行对企业的信贷资源^[20]。在财政分权的经济制度改革进程中,加大负债成为地方政府推进经济发展的一种重要方式^[21]。这种现象的形成主要是由于我国的金融市场仍呈现较强的地域分割现象^[22],如地方政府能够以土地抵押与存款权置换贷款权等行为操控银行的信贷资源。此外,地方政府举债后推行的基础设施建设项目资金需求大且建设周期长,即使出现偿债缺口,也可以在不同银行之间进行拆借,这在一定程度上形成了地方政府债务对于银行信贷资本的长期占用现象^[23]。

另一方面,地方政府债务的加剧会推高企业债务融资成本,增加企业风险承担资源的获取成本。根据 CAPM 模型,政府的融资成本(尤其是国库券)通常被作为无风险收益率的替代指标,成为银行等信贷机构向企业发放贷款利率的重要参考值。同时,地方政府债务的攀升会诱发宏观经济不确定性和金融系统性风险,导致地方政府的融资成本增加,从而进一步抬高企业的债务融资成本^[24]。

政府增加债务用于生产性的投融资活动时,会增加公共产品的投资支出、改善基础设施、优化市场环境,短期内有利于企业经营业绩的提高。在此背景下,管理者为保持目前经营业绩,往往倾向于投资风险更低的项目,不愿意选择高风险类的投资项目,因为一旦决策出现差错,可能会导致企业业绩下滑,管理者自身利益也会受损,因此会降低企业风险承担意愿。综上所述,本文提出假设 H1:地方政府负债规模的扩张会降低企业风险承担。

(二) 国有产权性质的调节效应

在国有经济与非国有经济并存的二元经济格局下,有限的社会资源更多地向国有经济倾斜^[25]。国有企业因其产权性质的特殊性,导致国有企业受较多的政府干预。在政府干预的影响下,国有企业相较于非国有企业而言,在资源配置方面带来更多优势,如银行的信贷资源往往会优先发放给国有企业,由于存在比较严重的信贷歧视^[26],非国有企业只能获得剩余的信贷。非国有企业存在规模相对较小、发展时间较短、会计信息系统不健全等自身缺陷,导致非国有企业信息不对称程度较为严重,向外界获取足够的资金资源比较困难。由于国有企业在资源配置方面具有先天优势^[27],非国有企业受到地方政府负债规模扩张对企业风险承担的负向影响更为显著。据此,本文提出假设 H2:地方政府债务规模的扩张对企业风险承担的抑制作用在不同产权性质企业存在显著差异,在非国有企业中更明显。

二、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2010—2018 年 A 股上市公司作为研究样本,所需公司层面的数据主要来自于国泰安数据库,各地市政府债务和与地方债务相关的

数据主要来自于 Wind 数据库,缺失部分通过中国统计信息网、中国城市统计年鉴整理获取。将样本公司的总部注册地与各地市数据进行匹配,并将样本进行以下筛选:①剔除金融行业与特殊处理的样本企业;②剔除关键性数据缺失(如一些地级市未公布城投债数据)和已经退市的样本;③剔除地方政府所属融资平台的上市公司,此类上市公司是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立,并拥有独立法人资格的经济实体;④剔除总部位于直辖市的样本企业。依据汪金祥等(2020)^[11]的研究方法,直辖市中企业所处城市便于获得更多资源,普遍风险承担能力较高。为避免大量特殊样本对研究结果产生的影响,本文将 4 个直辖市地区的样本去除。最终获得 224 个地市 2 411 家上市公司共 13 919 个样本观测值。为避免极端值的影响,本文对主要连续变量进行上下 1% 的缩尾处理。本文采用 Stata 15.0 软件进行统计与分析。

(二) 变量选择

1. 被解释变量。企业风险承担的衡量指标主要有企业盈利的波动性、股票回报率的波动性、观测时段内企业资产收益率的极差、研发投入占总资产的比值等。根据 John 等(2008)^[28]的研究方法,本文选取盈利的波动性作为解释变量,即经行业平均水平调整的各企业在观测时段的 ROA 的标准差,具体如式(1)所示:

$$Riskit = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N (Adj_ROA_{in} - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N Adj_ROA_{in})^2} \quad (1)$$

在式(1)中, $Adj_ROA_{in} = \frac{EBITDA_{in}}{ASSETS_{in}} - \frac{1}{X_n} \sum_{k=1}^X \frac{EBITDA_{in}}{ASSETS_{in}}$, $N=3$, 由于我国上市公司高管任期一般为 3 年,所以这里以每 3 年为一个观测时段($T, T-1, T-2$),分别滚动计算经行业调整后的 ROA(Adj_ROA); n 代表在观测时段内的年度; X 代表该行业中企业的总数量; i 代表企业; K 代表该行业的第 k 家企业。

2. 解释变量。关于地方政府债务的衡量方法:第一种方法是参考王永钦等(2016)^[27]的研究

方法,以地方政府负债比(*LGD*)衡量地方政府债务,具体为各地市的政府债务额除以该地市的国内生产总值。由于目前国内公布的地方政府债务数据并不完整,不能从现有的数据中直接获得地方政府债务的全部数据信息。在现有研究中,根据第一种方法通过 2012 年国家审计署公布的 30 个省级行政区(不包括西藏及港澳台)的数据作为研究对象,但该衡量方法仅对省级数据有效,对于研究地级市数据,这种方法数据难以找寻。第二种方法是运用公式:地方政府债务 = 市政领域固定资产投资—地方政府财政支出投资额—土地出让金收入—投资项目的盈利收入^[29]。第三种方法是选取地方城投债作为一个地区的债务,从债务的源头来看,地方借债主要通过地区城投公司来获取,通过城投债投向地区公共基础设施建设^[27]。在上述方法中,城投债数据可以在 Wind 数据库准确获取,众多学者选择此方法作为地方政府债务的衡量指标。鉴于此,本文选取第三种方法,即用城投债衡量地方政府债务。

3. 调节变量。国有产权性质(*SOE*)。当上市公司为国有控股时 *SOE* 取 1,非国有控股时 *SOE* 取值为 0。

4. 控制变量。参照已有研究企业风险承担的文献^[14,28],本文的主要控制变量包括公司规模(*Size*)、企业成立年限(*Age*)、高管持股(*Manhold*)、两职合一(*Dual*)、股权结构变量(*TOP1*)、资产有形性(*Tang*)、独立董事比例(*Indra*)、经营现金流(*Cfo*)及行业(*Ind*)、年度(*Year*)等虚拟变量(见表 1)。

(三)模型设计

本文参照 Graham 等(2015)^[18]的经验做法,以模型(2)检验地方政府负债对企业风险承担的影响,具体如下

$$Risk_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LGDi_{i,t} + \alpha_2 \sum Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

在式(2)中,*Risk* 是被解释变量企业风险承担;*LGD* 是解释变量地方政府负债规模; $\sum control$ 为控制变量;*Ind* 和 *Year* 是行业年度的虚拟变量。在此基础上,本文以企业产权性质作为调节变量,运

用分组回归的研究方法检验假设 2。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	具体定义
被解释变量	风险承担	<i>Risk</i>	经行业调整后的息税前利润/总资产(<i>ROA</i>)在 3 年内的标准差
解释变量	地方政府负债规模	<i>LGD</i>	地方政府债务额/ <i>GDP</i>
调节变量	国有产权性质	<i>SOE</i>	当上市公司为国有控股时 <i>SOE</i> 取 1,非国有控股时 <i>SOE</i> 取值为 0。
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	企业期末总资产金额的自然对数
	企业年龄	<i>Age</i>	企业成立年限加 1 后取自然对数
	高管持股	<i>Manhold</i>	高管持股数量/股本总数
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理两职合一时取 1,否则为 0
	股权结构变量	<i>TOP1</i>	第一大股东持股比例
	资产有形性	<i>Tang</i>	(固定资产 + 存货)/总资产
	独立董事比例	<i>Indra</i>	独立董事数量/董事会人数
	经营现金流	<i>Cfo</i>	经营现金净流量/总资产
	行业	<i>Ind</i>	按照证监会 2012 年行业分类标准设置行业虚拟变量
	年度	<i>Year</i>	2010—2018 年份虚拟变量

三、实证分析

(一)描述性统计结果与分析

本文研究假设变量的统计性描述结果如表 2 所示。

表 2 主要变量描述性统计

变量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>Risk</i>	0.032	0.032	0.021	0.002	0.192
<i>LGD</i>	0.058	0.055	0.037	0.002	0.258
<i>Size</i>	22.243	1.274	22.064	19.903	26.15
<i>Age</i>	3.122	0.227	3.135	2.485	3.555
<i>Manhold</i>	0.056	0.123	0.000	0.000	0.574
<i>Dual</i>	0.231	0.421	0.000	0.000	1.000
<i>TOP1</i>	0.351	0.149	0.332	0.085	0.748
<i>Tang</i>	0.385	0.181	0.374	0.033	0.814
<i>Indra</i>	0.368 8	0.051 7	0.300	0.333	0.571 4
<i>Cfo</i>	0.044	0.70	0.043	-0.164	0.238

如表 2 所示,企业风险承担能力(*Risk*)均值为 0.032,中位数为 0.021。地方政府债务(*LGD*)的均值与中位数分别为 0.058 与 0.037,而标准差为 0.55,表明了各地市的经济总量对当地政府债务的承载能力或经济增长对政府举债的依赖程度存在差异。

(二)相关性系数分析

本文相关变量 Pearson 相关性检验的结果如表 3 所示。

表3 Pearson 相关性检验结果

变量	<i>Risk</i>	<i>LGD</i>	<i>Size</i>	<i>Age</i>	<i>Manhold</i>	<i>Dual</i>	<i>TOP1</i>	<i>Tang</i>	<i>Indra</i>	<i>Cfo</i>
<i>Risk</i>	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>LGD</i>	-0.030 ***	1	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Size</i>	-0.032 ***	0.056 ***	1	—	—	—	—	—	—	—
<i>Age</i>	0.048 ***	-0.037 ***	0.144 ***	1	—	—	—	—	—	—
<i>Manhold</i>	-0.075 ***	-0.005	-0.323 ***	-0.254 ***	1	—	—	—	—	—
<i>Dual</i>	-0.032 ***	-0.013	-0.207 ***	-0.146 ***	0.505 ***	1	—	—	—	—
<i>TOP1</i>	-0.069 ***	-0.006	0.187 ***	-0.073 ***	-0.037 ***	-0.038 ***	1	—	—	—
<i>Tang</i>	-0.007	-0.040 ***	0.221 ***	0.169 ***	-0.220 ***	-0.121 ***	0.114 ***	1	—	—
<i>Indra</i>	0.023 ***	0.018 **	0.013 *	0.049 ***	0.102 ***	0.118 ***	0.046 ***	-0.035 ***	1	—
<i>Cfo</i>	-0.004	0.15 *	0.036 ***	0.003	-0.016 **	-0.017 **	0.096 ***	0.048 ***	-0.022 ***	1

注：***、**、* 分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 与 $p < 0.1$ 时有统计学意义。

如表3所示,地方政府负债率(*LGD*)与企业风险承担(*Risk*)的相关系数为-0.03,且在 $p < 0.01$ 时有统计学意义,这说明地方政府负债(*LGD*)与企业风险承担(*Risk*)是呈负相关,表明随着地方政府负债规模的扩张将会降低企业的风险承担,在一定程度上验证了假设H1。

(三)实证分析结果

表4列示了相关假设内容的回归结果。

表4 地方政府债务、产权性质和企业风险承担

变量	<i>Risk</i>		
	全样本 (1)	国有企业组 (2)	非国有企业组 (3)
<i>LGD</i>	-0.021 ** (-2.40)	-0.007 (-0.53)	-0.027 ** (-2.37)
<i>SOE</i>	-0.003 *** (-2.60)	—	—
<i>Size</i>	-0.002 *** (-3.84)	-0.004 *** (-7.27)	0.001 (0.08)
<i>Age</i>	0.007 *** (4.18)	0.015 *** (4.30)	0.005 ** (2.45)
<i>Manhold</i>	-0.031 *** (-8.94)	-0.127 *** (-3.18)	-0.027 *** (-7.21)
<i>Dual</i>	-0.002 * (-1.74)	0.001 (0.61)	-0.002 * (-1.81)
<i>TOP1</i>	-0.016 *** (-5.23)	0.003 (0.59)	-0.023 *** (-5.94)
<i>Tang</i>	-0.003 (-1.20)	0.007 * (1.85)	-0.013 *** (-3.42)
<i>Indra</i>	0.044 *** (5.37)	0.030 ** (2.30)	0.051 *** (4.97)
<i>Cfo</i>	-0.005 (-0.76)	0.029 *** (2.85)	-0.018 ** (-2.26)
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.081 *** (7.34)	0.093 *** (5.36)	0.059 *** (3.91)
<i>Adj. R²</i>	0.051 1	0.074 6	0.060 0
<i>F 值</i>	22.72	13.11	18.24
<i>N</i>	13 919	5 850	8 069

表4报告了研究假设1与假设2的回归结果。在表4中第(1)列中,变量*LGD*的系数为-0.021且在 $p < 0.05$ 时有统计学意义,支持了假设1的内容。上述回归结果表明,地方政府债务的增加会显著抑制企业风险承担。在此基础上,第(2)列中的*LGD*的系数为-0.007,但并不显著,而第(3)列的系数为-0.027且在 $p < 0.05$ 时有统计学意义,表明相对于国有企业而言,地方政府债务对非国有企业风险承担的影响更加显著,验证了假设2的内容。同时,相关控制变量的回归结果也与现有相关研究的研究结论相符。

地方政府债务对企业风险承担的抑制作用在国有企业中不显著的实证结果,在一定程度上表明了由于国有企业和非国有企业存在的产权制度差异,国有企业在信贷、政策等方面更易于受到照顾^[2]。地方政府债务的资金来源主要是银行等金融机构,作为信贷资本的主要供给方,商业银行受到了地方政府的影响^[23,30]。地方政府债务会扭曲金融资源配置^[9],比如地方政府获取信贷机构的信贷资源会通过行政干预和土地抵押等方式^[23],促使新增的信贷资源并不会流向高效率的非国有企业,反而是不成比例地流向了国有低效率企业^[31],导致地方政府债务对高效率的非国有企业投资挤出效应更加显著^[33]。作为企业重要的融资方式,银行信贷在面对经济形势的不稳定时会在风险厌恶驱动和金融分权体制的引导下优先选择占据政府信用背书的国有企业,这也促使资金会更加向国有企业集聚。所以,无论是在投资领域还是在融资领域国有企业相较于非国有企业都更有优势,而地方政府债务引发的风险对于国有企

业风险承担的影响并不显著。

(四)稳健性检验

1. 替换企业风险承担的度量指标。参考 Faccio 等^[30],本文采用样本企业近 3 年 ROA 的极差(即变量 *RiskT1*)来考察企业的风险承担能力,重新检验文章研究假设,回归结果具体如表 5 所示。在表 5 中,第(1)列 *LGD* 的系数为 -0.011 且在 $p < 0.05$ 时有统计学意义;第(2)列的系数为 -0.006,但并不显著;第(3)列的系数为 -0.012 且在 $p < 0.1$ 时有统计学意义,支持了本文研究假设 1 提出的地方政府负债规模的扩张会降低企业风险承担。

表 5 变更风险承担指标的回归结果

变量	<i>RiskT1</i>		
	全样本	国有企业组	非国有企业组
	(1)	(2)	(3)
<i>LGD</i>	-0.011 ** (-2.11)	-0.006 (-0.78)	-0.012 * (-1.66)
<i>SOE</i>	-0.003 *** (-4.51)	— -0.003 ***	— -0.003 ***
<i>Size</i>	-0.003 *** (-11.76)	(-8.17) 0.006 ***	(-9.18) 0.000
<i>Age</i>	0.002 (1.64)	(2.80) -0.008	(0.19) -0.010 ***
<i>Manhold</i>	-0.010 *** (-4.17)	(-0.30) 0.000	(-3.77) -0.001
<i>Dual</i>	-0.001 (-1.56)	(0.26) 0.005 *	(-1.63) -0.003
<i>TOP1</i>	-0.000 (-0.10)	(1.89) 0.005 **	(-1.03) -0.012 ***
<i>Tang</i>	-0.005 *** (-2.70)	(2.07) 0.015 **	(-5.15) 0.022 ***
<i>Indra</i>	0.020 *** (4.07)	(2.02) 0.016 ***	(3.29) -0.013 **
<i>Cfo</i>	-0.003 (-0.83)	(2.76) 0.010 ***	(-2.38) 0.011 **
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.103 *** (14.92)	0.068 *** (6.81)	0.118 *** (11.76)
<i>Adj. R²</i>	0.064 2	0.087 4	0.068 9
<i>F</i> 值	23.30	14.22	15.89
<i>N</i>	13 919	5 850	8 069

2. 增加样本量。本文加入北京、上海、天津和重庆 4 个直辖市的样本量,重新检验文章研究假设,回归结果具体如表 6 所示。在表 6 中,第(1)列 *LGD* 的系数为 -0.018 且在 $p < 0.05$ 时有统计学意义;第(2)列的系数为 -0.012,但并不显著;

第(3)列的系数为 -0.020 且在 $p < 0.1$ 时有统计学意义,支持了本文假设 2 提出的地方政府债务规模的扩张对企业风险承担的抑制作用在不同产权性质企业存在显著差异,在非国有企业中更明显。

表 6 变更样本量的回归结果

变量	<i>Risk</i>		
	全样本	国有企业组	非国有企业组
	(1)	(2)	(3)
<i>LGD</i>	-0.018 ** (-2.38)	-0.012 (-1.08)	-0.020 * (-1.92)
<i>SOE</i>	-0.003 *** (-3.09)	— —	— —
<i>Size</i>	-0.002 *** (-5.15)	-0.004 *** (-9.23)	0.000 (0.16)
<i>Age</i>	0.009 *** (5.65)	0.014 *** (5.01)	0.006 *** (3.15)
<i>Manhold</i>	-0.030 *** (-9.70)	-0.122 *** (-3.92)	-0.027 *** (-7.75)
<i>Dual</i>	-0.001 (-0.88)	0.002 (0.86)	-0.002 (-1.36)
<i>TOP1</i>	-0.015 *** (-5.81)	0.000 (0.08)	-0.021 *** (-5.72)
<i>Tang</i>	-0.002 (-0.68)	0.010 *** (3.09)	-0.013 *** (-3.83)
<i>Indra</i>	0.037 *** (5.13)	0.016 (1.45)	0.052 *** (5.54)
<i>Cfo</i>	-0.005 (-0.88)	0.028 *** (3.24)	-0.020 *** (-2.74)
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.085 *** (8.65)	0.112 *** (7.65)	0.051 *** (3.66)
<i>Adj. R²</i>	0.054 1	0.080 5	0.060 9
<i>F</i> 值	29.68	18.65	21.78
<i>N</i>	17 551	7 667	9 884

3. 滞后一期。考虑到中央允许地方“借新还旧”滚动发债的政策使地方政府债务规模对当地上市公司企业风险承担的影响可能不局限于当期,将解释变量和控制变量(不含年度与行业变量)滞后一期处理,重新检验文章假设,回归结果具体如表 7 所示。在表 7 中,第(1)列 *LGD* 的系数为 -0.025 且在 $p < 0.05$ 时有统计学意义;第(2)列的系数为 -0.015,但并不显著;第(3)列的系数为 -0.029 且在 $p < 0.05$ 时有统计学意义,支持了本文假设 2 提出的地方政府债务规模的扩张对企业风险承担的抑制作用在不同产权性质企业存在显著差异,在非国有企业中更明显。

表 7 滞后一期的回归结果

变量	Risk		
	全样本	国有企业组	非国有企业组
	(1)	(2)	(3)
LGD	-0.025 ** (-2.40)	-0.015 (-0.97)	-0.029 ** (-2.07)
SOE	-0.004 *** (-3.58)	—	—
Size	-0.004 *** (-9.13)	-0.005 *** (-8.35)	-0.004 *** (-5.56)
Age	0.005 *** (2.62)	0.013 *** (3.49)	0.003 (1.10)
Manhold	-0.021 *** (-5.61)	-0.028 (-0.70)	-0.021 *** (-5.13)
Dual	-0.001 (-0.82)	-0.002 (-0.89)	-0.000 (-0.20)
TOP1	-0.008 ** (-2.35)	-0.000 (-0.03)	-0.010 ** (-2.42)
Tang	0.000 (0.05)	0.015 *** (3.47)	-0.010 ** (-2.56)
Indra	0.038 *** (4.32)	0.039 *** (2.80)	0.039 *** (3.47)
Cfo	-0.007 (-0.96)	-0.001 (-0.13)	-0.007 (-0.77)
Ind	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Constant	0.132 *** (10.99)	0.097 *** (5.31)	0.141 *** (8.42)
Adj. R ²	0.054 2	0.081 6	0.052 6
F 值	20.85	12.44	13.68
N	11 425	4 603	6 822

四、进一步讨论：影响机制与扩展性讨论

(一)影响机制分析

地方政府债务对企业风险承担的影响既存在挤出效应,也存在公共效应的可能。为此,本部分将进一步明确地方政府债务对企业风险承担的影响机制。依据地方政府债务的挤出效应分析可知,融资约束较强的企业不仅面临更大的融资困难,而且融资成本也会更大,从而会增加地方政府债务对企业风险承担的影响。本文在模型(1)的基础上,参考 Baker 等^[34]的研究方法,即通过构建 KZ 指数的方法衡量融资约束,并以中位数进行分组检验。本文使用 Ordered Logit 模型对公司持有的现金、经营现金流、股利和资产负债率计算 KZ 指数(即 $KZ = -3.014 \times \text{现金}/\text{总资产} - 4.444 \times \text{经营现金流}/\text{总资产} - 62.626 \times \text{股利} + 0.153 \times \text{资产负债率}$),检验结果如表 8 所示。在表 8 的第(1)列中,变量 LGD 的系数为 -0.021,且在 5% 的水平

上显著;第(2)列的系数为 -0.024 且在 $p < 0.1$ 时有统计学意义;第(3)列的系数为 -0.016,但结果并不显著。上述回归结果表明在融资约束较强的企业中,地方政府债务对企业风险承担的影响更大,进而验证了挤出效应在地方政府债务对企业风险承担的影响机制作用。

表 8 融资约束对地方政府债务与企业风险承担的影响

变量	Risk		
	全样本	高融资约束组	低融资约束组
	(1)	(2)	(3)
LGD	-0.021 ** (-2.42)	-0.024 * (-1.92)	-0.016 (-1.33)
KZ	-0.018 *** (-4.85)	—	—
Size	-0.002 *** (-5.47)	-0.001 (-1.22)	-0.003 *** (-5.99)
Age	0.006 *** (3.63)	0.009 *** (3.64)	0.004 (1.54)
Manhold	-0.029 *** (-8.47)	-0.027 *** (-6.10)	-0.033 *** (-5.73)
Dual	-0.002 (-1.45)	-0.002 (-1.13)	-0.002 (-1.01)
TOP1	-0.016 *** (-5.26)	-0.020 *** (-4.83)	-0.012 *** (-2.80)
Tang	-0.011 *** (-3.64)	-0.008 * (-1.65)	-0.009 ** (-2.29)
Indra	0.044 *** (5.50)	0.040 *** (3.56)	0.047 *** (4.08)
Cfo	0.003 (0.47)	0.020 ** (2.40)	-0.022 ** (-2.36)
Constant	0.103 *** (9.26)	0.043 *** (2.79)	0.147 *** (9.41)
Adj. R ²	0.052 0	0.049 9	0.060 2
F 值	23.47	12.32	14.22
N	13 919	7 450	6 469

依据上文分析可知,当存在公共效应机制时,地方政府会通过增加用于基础设施建设的债务资金,提升所属地区企业的风险承担能力。市场化程度较高地区的地方政府,在更完善的法律环境与金融环境下,会将其债务融资获取的资金投入到当地的基础设施建设。在此背景下,市场化程度较高地区的企业会随着基础设施建设的加强,降低企业的投资风险,进而会降低企业的风险承担能力。为此,借鉴王小鲁等^[35]的研究方法,以市场化指数度量市场化程度,并按照“年度”的中位数,以分组检验的方式验证市场化程度在地方政府债务对风险承担影响中的调节效应,辨析上文分析中的公共效应机制,检验结果如表 9 所示。在

表 9 的第(1)列中,变量 *LGD* 的系数为 -0.019 且在 $p < 0.01$ 时有统计学意义;第(2)列的系数为 -0.021 ,但并不显著;第(3)列的系数为 -0.017 且在 $p < 0.05$ 时有统计学意义。上述回归结果表明市场化程度在地方政府债务对企业风险承担的影响中并不存在显著的负向调节效应,即在市场化程度较低的地区,地方政府债务会显著降低企业的风险承担能力。上述回归结果能够排除地方政府债务对企业风险承担影响中的公共效应机制,加强了挤出效应的影响机制作用。

表 9 市场化程度对地方政府债务与企业风险承担的影响

变量	<i>Risk</i>		
	全样本	市场化程度高组	市场化程度低组
	(1)	(2)	(3)
<i>LGD</i>	-0.019^{***} (-2.67)	-0.021 (-1.49)	-0.017^{**} (-2.01)
<i>Market</i>	-0.026^{***} (-3.14)	— —	— —
<i>Size</i>	-0.003^{***} (-5.02)	-0.002^{***} (-2.69)	-0.004^{***} (-7.81)
<i>Age</i>	0.005^{***} (2.89)	0.007^{***} (3.11)	0.004^{**} (2.37)
<i>Manhold</i>	-0.022^{***} (-6.17)	-0.017^{***} (-4.02)	-0.013^{*} (-1.79)
<i>Dual</i>	-0.002^{*} (-1.69)	-0.001 (-0.39)	-0.002 (-1.34)
<i>TOP1</i>	-0.007^{***} (-2.71)	-0.005 (-1.05)	-0.007^{*} (-1.82)
<i>Tang</i>	-0.021^{***} (-7.41)	-0.013^{***} (-3.11)	-0.019^{*} (-1.81)
<i>Indra</i>	0.031^{***} (4.23)	0.030^{***} (2.79)	0.039^{**} (2.17)
<i>Cfo</i>	0.069^{***} (9.01)	0.060^{***} (7.29)	0.039^{***} (4.01)
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.109^{***} (9.61)	0.080^{***} (4.92)	0.117^{***} (10.17)
<i>Adj. R²</i>	0.095 1	0.062 4	0.079 4
<i>F</i> 值	44.79	29.36	31.46
<i>N</i>	13 919	7 917	6 002

(二) 企业组织结构的影响

为活跃内部资本市场优势,完善企业组织结构,组建金字塔式股权结构(以下称金字塔结构)的企业集团会通过延长金字塔结构层级缓解其融资约束。为此,参考刘慧龙^[36]的研究方法衡量金字塔结构层级(变量 *Layer*),即终极控制人与上市公司之间的其他中间人数量来确定控制层级数

量,检验结果具体如表 10 所示。在表 10 的第(1)列中,变量 *LGD* 的系数为 -0.021 且在 $p < 0.05$ 时有统计学意义;第(2)列中的系数分别为 -0.011 ,但并不显著;第(3)列中的系数为 -0.029 且在 $p < 0.01$ 时有统计学意义。上述回归结果表明延长金字塔结构层级能够有效缓解地方政府债务扩张对企业风险承担的负向影响。

表 10 金字塔结构层级的调节作用

变量	<i>Risk</i>		
	全样本	高金字塔层级组	低金字塔层级组
	(1)	(2)	(3)
<i>LGD</i>	-0.021^{**} (-2.45)	-0.011 (-0.77)	-0.029^{***} (-2.65)
<i>Layer</i>	0.001^{***} (3.13)	— —	— —
<i>Size</i>	-0.002^{***} (-4.93)	-0.005^{***} (-8.20)	0.000 (0.57)
<i>Age</i>	0.004^{**} (2.47)	0.007^{**} (2.07)	0.004^{*} (1.91)
<i>Manhold</i>	-0.027^{***} (-7.48)	-0.066^{***} (-5.20)	-0.023^{***} (-6.30)
<i>Dual</i>	-0.002 (-1.47)	-0.004^{**} (-2.05)	-0.000 (-0.19)
<i>TOP1</i>	-0.017^{***} (-5.78)	-0.009^{*} (-1.77)	-0.019^{***} (-5.17)
<i>Tang</i>	-0.005^{**} (-2.00)	-0.008^{*} (-1.69)	-0.006 (-1.61)
<i>Indra</i>	0.043^{***} (5.31)	0.055^{***} (3.70)	0.038^{***} (3.96)
<i>Cfo</i>	-0.001 (-0.18)	0.027^{**} (2.55)	-0.016^{**} (-2.11)
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.096^{***} (8.87)	0.142^{***} (7.43)	0.057^{***} (4.26)
<i>Adj. R²</i>	0.051 5	0.062 1	0.054 2
<i>F</i> 值	22.82	10.80	16.25
<i>N</i>	13 919	5 141	8 778

五、简要结论与政策启示

(一) 简要结论

研究发现,地方政府债务的扩张会显著降低企业的风险承担,但该影响在国有企业中并不显著。进一步研究发现,融资约束和市场化程度均为地方政府债务对企业风险承担的影响机制。在融资约束较强的企业中,地方政府债务对企业风险承担的影响更大;在市场化程度较低的地区,地方政府债务会显著降低企业的风险承担能力;金字塔结构层级的延长能够缓解地方政府债务的扩

张对企业风险承担的影响中存在的显著负向效应。对于企业风险承担能力而言,地方政府债务会对企业产生挤出效应,但上述影响仅存在于非国有企业中;延长金字塔结构层级在一定长度上能够发挥内部资本市场的作用,有助于缓解地方政府债务扩张对企业风险承担的负向影响。

(二)政策建议

第一,地方政府负担稳定宏观经济责任,需不断完善政府服务职能,为推进经济体系现代化建设提供保障。地方政府债务形成对企业具有挤出效应,地方政府债务的扩张会显著抑制企业风险承担。在经济体系现代化建设的过程中,提升稳定、可持续的财政供给能力,进而完善现代化财政制度,是实现经济体系现代化不可或缺的重要保障。地方政府债务对国家进行宏观调控具有重大意义,完善地方政府债务制度,是加快建设现代化财政制度的重要体现。为此,地方政府应加快向服务地方经济发展的角色转变,并对地方政府债务运作方式进行适当调整,从而优化企业融资效率,提升社会营商环境。地方政府对于地方政府债务的制度约束应从融资机制、预算约束、资本预算管理以及审查批准4个方面加以强化。政府可根据地方经济现实情况,规范地方政府融资行为,依法开展市场融资;强化预算约束,杜绝在法定程序批准的限额外违法违规或变相举债搞建设;推进资本预算管理,完善地方政府债务列入预算的审查批准制度,进而加快建立与经济体系现代化相适应的财政制度。

第二,企业应进一步完善组织结构,促进风险承担能力的提升。金字塔结构层级的延长有助于企业集团发挥内部资本市场功能。为此,企业应借助金字塔式股权结构,完善组织架构,发挥内部资本市场的积极作用,缓解融资约束可能对成员企业带来在风险承担方面的消极影响。在此基础上,企业应根据经营特点与发展战略延长金字塔结构的层级,降低企业集团的整体经营风险。在企业集团中,可将经营风险较大,重点发展与资金需求较高的产业形成独立的成员企业,并适当延

长其与总公司之间的控制层级,层级的延长不仅可以引入更多股东进而增加资金来源,而且可以通过成员企业信贷担保的方式获取更多的信贷资源,从而有助于发挥内部资本市场对成员企业风险承担的支撑作用。

第三,金融机构应增强对民营企业的信贷支持。现代金融体系对于经济体系现代化的构建发挥核心作用。现代金融体系的涵义是将实体经济和金融风险处在一个合理配置的状态,从而实现分散和管理风险。现代金融体系的特征是具有高度市场化的,金融资源尽可能地通过市场来进行配置。所以,金融机构应对各类所有制企业执行统一标准,采用丰富的市场化措施,发挥民营企业作为实体经济中重要组成部分的发展潜力,尤其对于现代制造业、现代装备业以及体现现代产业进步的新兴产业,金融机构应通过多种金融扶持方式,促进其产业结构优化,帮助民营企业发挥其在经济体系现代化建设中的主导地位。深化金融体制改革,金融机构应加快建立支持民营企业融资的长效机制,降低民营企业融资风险。推动银行尽快落实尽职免责机制,消除分支行等基层经营机构发放民营企业贷款的顾虑。依据企业的经营特点,如行业与生命周期等特点,重视管理制度和财务制度的规范性,鼓励企业主动将各类信息融入网络渠道,不断提升信息透明度,建立良好的金融机构与企业关系,增强金融机构在信贷支持方面的针对性,在一定程度上帮助企业突破融资约束的束缚,提升企业风险承担能力。

参考文献:

- [1] 马文涛, 马草原. 政府担保的介入、稳增长的约束与地方政府债务的膨胀陷阱[J]. 经济研究, 2018(5): 72-87.
- [2] 刘欢, 周会洋, 黎然. 地方政府债务与企业创新[J]. 会计研究, 2020(9): 163-177.
- [3] 张敏, 童丽静, 许浩然. 社会网络与企业风险承担——基于我国上市公司的经验数据[J]. 管理世界, 2015(11): 161-175.
- [4] 吕健. 地方债务对经济增长的影响分析——基于流动性的视角[J]. 中国工业经济, 2015(11): 16-31.
- [5] 韩健, 程宇丹. 地方政府债务规模对经济增长的阈值效应及其区域差异[J]. 中国软科学, 2018(9): 104-112.
- [6] 毛捷, 黄春元. 地方债务、区域差异与经济增长——基

- 于中国地级市数据的验证[J]. 金融研究, 2018(5): 1-19.
- [7] 史锦华, 张亮亮. 区块链破解地方政府债务治理难题的思考[J]. 中国行政管理, 2021(4): 83-87.
- [8] ANG A, BAI J, ZHOU Hao. The great wall of debt: the cross section of Chinese local government credit spreads [R]. Georgetown McDonough school of business research paper, 2016: 26-34.
- [9] 余海跃, 康书隆. 地方政府债务扩张、企业融资成本与投资挤出效应[J]. 世界经济, 2020(7): 49-72.
- [10] 饶品贵, 汤晟, 李晓溪. 地方政府债务的挤出效应: 基于企业杠杆操纵的证据[J]. 中国工业经济, 2022(1): 151-169.
- [11] 汪金祥, 吴世农, 吴育辉. 地方政府债务对企业负债的影响——基于地市级经验分析[J]. 财经研究, 2020(1): 111-125.
- [12] FACCIO M, MARCHICA M T, MURA R. CEO gender, corporate risk-taking and the efficiency of capital allocation [J]. Journal of corporate finance, 2016, 2(39): 193-209.
- [13] 胡汪音, 夏广涛, 张驰. “汇改”冲击下不同所有制企业的金融风险承担行为——基于上市公司外汇存款数据的实证分析[J]. 中国软科学, 2021(3): 155-165.
- [14] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. 经济研究, 2013(9): 112-124.
- [15] 许志勇, 胡伟, 邓青, 等. 企业金融化、市场化进程与风险承担[J]. 中国软科学, 2020(10): 165-174.
- [16] SHAMS A, MAMIZA B, WILLIAM B. Institutional investor horizon and bank risk-taking [J]. Journal of corporate finance, 2021, 66(10): 929-951.
- [17] CHU Y Q, LIU M. Executive compensation and corporate risk-taking: evidence from private loan contracts [J]. Journal of corporate finance, 2020, 64(10): 101683-101800.
- [18] GRAHAM J R, LEARY M T, ROBERTS M R. A century of capital structure: the leveraging of corporate America [J]. Journal of financial economics, 2015, 118(3): 658-683.
- [19] 朱丹, 潘攀. 经济政策不确定性下银行风险承担对企业投资效率的影响[J]. 中国软科学, 2022(3): 173-182.
- [20] 吴洪鹏, 刘璐. 挤出还是挤入: 公共投资对民间投资的影响[J]. 世界经济, 2007(2): 13-22.
- [21] FAN, TITMAN S, TWITE G. An international comparison of capital structure and debt maturity choices [J]. Journal of financial and quantitative analysis, 2012, 47(1): 23-56.
- [22] 龚强, 王俊, 贾坤. 财政分权视角下的地方政府债务研究: 一个综述[J]. 经济研究, 2011(7): 144-156.
- [23] 邱志刚, 王子悦, 王卓. 地方政府债务置换与新增隐形债务——基于城投债发行规模与定价的分析[J]. 中国工业经济, 2022(4): 42-60.
- [24] 余明桂, 王空. 地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇佣[J]. 经济研究, 2022(2): 58-72.
- [25] 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.
- [26] 陆正飞, 祝继高, 樊铮. 银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失 [J]. 金融研究, 2009(8): 124-136.
- [27] 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): 96-109.
- [28] JOHN K, LITOV L, YEUNG B. Corporate governance and risk-taking [J]. The journal of finance, 2008, 63(4): 1679-1728.
- [29] 潘俊, 王亮亮, 吴宁. 财政透明度与城投债信用评级 [J]. 会计研究, 2016(12): 72-78.
- [30] FACCIO M, MAECHICA M, ROBERTO M. Shareholder diversification and corporate risk-taking [J]. The review of financial studies, 2011, 24(11): 3601-3641.
- [31] 伏润民, 缪小林, 高跃光. 地方政府债务风险对金融系统的空间外溢效应[J]. 财贸经济, 2017(9): 31-47.
- [32] 李艳, 杨汝岱. 地方国企依赖、资源配置效率改善与供给侧改革[J]. 经济研究, 2018(2): 80-94.
- [33] 沈红波, 华凌昊, 郎宁. 地方国有企业的投融资期限错配: 成因与治理[J]. 财贸经济, 2019(1): 70-82.
- [34] BAKER M J, STEIN J, WUGLER J. When does the market matter? Stock prices and the investment of equity—dependent firms quarterly [J]. Journal of economics, 2003, 52(18): 969-1005.
- [35] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告 (2018) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019: 45-54.
- [36] 刘慧龙. 控制链长度与公司高管薪酬契约[J]. 管理世界, 2017(3): 95-112.

(本文责编: 辛 城)