

地方政府债务与实体经济风险： 来自 A 股上市公司的经验证据

朱 丹¹, 徐 铭², 刘兆璋²

(1. 中国社会科学院大学应用经济学院, 北京 102448; 2. 中国社会科学院大学经济学院, 北京 102448)

摘要: 基于 2010—2022 年上市公司数据, 探讨地方政府债务风险对实体经济财务风险的影响效应及作用机制。研究发现, 地方政府债务风险上升引发区域内实体经济的财务风险上升。机制研究发现, 地方政府债务风险主要通过恶化企业营商环境、增加企业融资困难程度加剧实体经济的财务风险。异质性分析表明, 低市场化区域的企业、国企的财务风险受地方政府债务负面影响更为显著, 其中, 相比全口径债务而言, 地方政府隐性债务对实体经济风险更具有放大效应。进一步研究表明, 支出竞争加深了政府债务风险对实体经济的负面影响, 而税收竞争缓解了政府债务风险向实体经济的外溢影响。研究结论为关联化解政府与实体经济风险、推动地方政府有序竞争和优化政企关系提供了参考。

关键词: 地方政府债务; 实体经济; 财务风险; 政府竞争

中图分类号: F812.5; F257; F273

文献标识码: A

文章编号: 1005-0566(2024)10-0199-13

Local government debt and enterprise financial risk: Based on the empirical evidence of A-share listed companies

ZHU Dan, XU Ming, LIU Zhaozhang

(University of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 102448, China)

Abstract: Based on the data of listed companies from 2010 to 2022, this paper discusses the effect and mechanism of local government debt risk on the financial risk of the real economy. It is found that the rising debt risk of local governments leads to the rising financial risk of the real economy in the region. The mechanism research shows that the local government debt risk mainly aggravates the financial risk of the real economy by worsening the business environment of enterprises and increasing the difficulty of financing. Heterogeneity analysis shows that the financial risks of enterprises and state-owned enterprises in low-market regions are more negatively affected by local government debt, and the implicit debt of local governments has a more magnifying effect on the risks of the real economy than full-scale debt. Further research shows that expenditure competition has deepened the negative impact of government debt risk on the real economy, while tax competition has alleviated the spillover effect of government debt risk on the real economy. The research conclusion provides a reference for solving the risks between the government and the real economy,

收稿日期: 2024-04-18 修回日期: 2024-08-29

基金项目: 国家社会科学基金一般项目“网络视角下地方政府融资平台的债务风险传染及治理研究”(23BJY036); 北京社会科学基金习近平新时代中国特色社会主义思想研究中心项目“有效防范化解财政、金融领域重大风险研究”(23LLYJC124); 中国社会科学院大学重大培育项目“新时代财政政策效能提升的测度理论、方法与中国实践研究”(20230084)。

作者简介: 朱丹(1983—), 女, 黑龙江哈尔滨人, 中国社会科学院大学应用经济学院副教授、博士, 研究方向为宏观投资、区域经济。通信作者: 徐铭。

promoting the orderly competition of local governments and optimizing the relationship between government and enterprises.

Key words: local government debt; real economy; financial risk; government competition

随着中国经济向高质量发展阶段过渡,防范化解重大风险成为中央的重要战略决策。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》指出,要“更好发挥中央、地方和各方面积极性,着力固根基、扬优势、补短板、强弱项,注重防范化解重大风险挑战”。经济金融风险作为重大风险之一,理应给予足够重视。党的二十届三中全会强调“完善政府债务管理制度,建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制,加快地方融资平台改革转型”。以上提法充分彰显了中央对地方政府债务风险,尤其是隐性债务及融资平台债务风险问题的重视。图 1^① 描述了 2018 年以来政府债务及其融资平台债务增长情况,并对未来几年增速做出预测。从图 1 可见,在财政分权、晋升锦标赛以及隐性担保等制度因素驱动下,受财政收入增速放缓和经济下行压力加大影响,地方政府债务逐年扩张、累积,债务风险不断升高。据 IMF 估计,中国 2023 年广义政府债务规模为 129.86 万亿元,占 GDP 的比重为 86.8%,较 2018 年增长了 107.78%,并可能在未来几年呈年

均 5.42% 的速度增长。

地方政府债务在使用过程中,也会在一定程度上影响区域金融、实体经济发展,地方政府债务潜在风险极易向其他领域溢出。尤其作为实体经济微观主体的企业,其财务风险对外部风险的感知更为敏感,更容易受到来自地方政府债务风险的影响。实体经济是一国经济的立身之本,是国家强盛的重要支柱。实体经济财务风险加剧不仅会导致企业资金循环受阻,影响价值创造甚至产生生存困境,还可能对相关产业链造成连锁影响,进而累及实体经济的整体发展,成为系统性风险的导火索^[1]。且政府债务风险向企业溢出强度也受到政府与市场关系的紧密程度影响,从而产生不同程度的风险共振。2023 年 12 月中央经济工作指出,“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多”,也表明中央也高度重视实体领域、债务领域的风险。因此,厘清地方政府债务风险对实体经济财务风险的影响,不仅有助于提升债务服务实体经济效能、促进企业高质量发展,而且也有助于防范化解系统性风险,维护经济社会安全稳定运行。

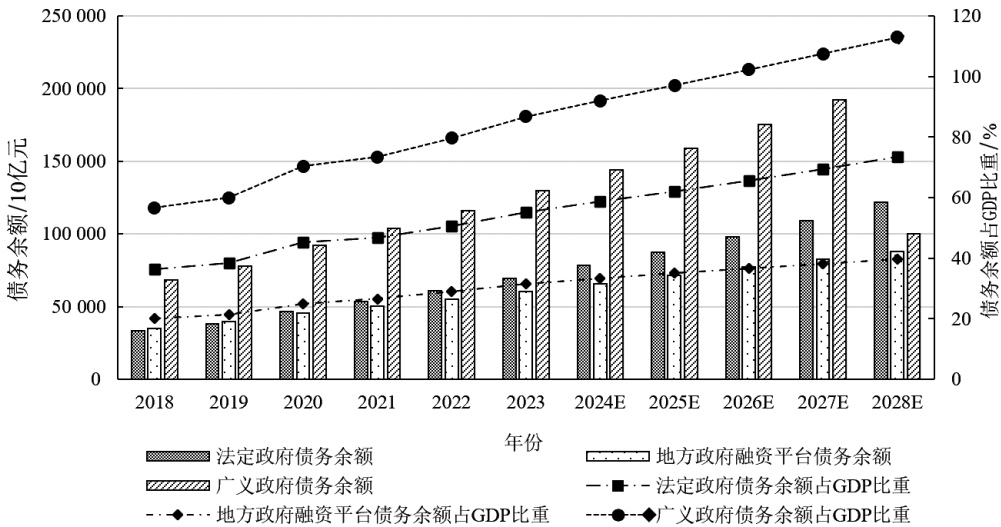


图 1 中国政府债务规模及占 GDP 比例

① 资料来源:IMF《中华人民共和国 2023 年第四条磋商工作人员报告》

本文研究与现有两类文献密切相关。一是地方政府债务的微观经济后果文献。已有研究从地方政府债务对企业的投融资、专业化分工以及企业生产率等方面展开研究。具体而言,企业融资方面,相关文献证实政府发行地方债使辖区内企业融资困境加重、融资成本提高^[2],因此带来对企业的信贷挤出^[3],这一现象在非国企中更为明显^[4]。企业投资方面,政府债务扩张对企业投资规模产生挤出效应^[5],结构上导致企业投融资期限错配加重^[6]以及“脱实向虚”^[7],抑制企业劳动雇佣^[8],并对企业创新产生负面影响^[9]。相关研究进一步发现,为应对地方政府债务不断膨胀对企业投融资造成的不利影响,企业可能通过杠杆操纵^[10]等行为掩盖真实的负债状况,加剧企业债务违约风险。企业专业化分工方面,地方政府债务的扩大增加了企业的税负^[11],进而迫使企业将中间品生产环节内化以减少税费支出,由此导致企业专业化程度下降,经营范围相对变宽泛。企业生产率方面,政府对实体利益的汲取减少了企业内部现金流,加剧企业信贷融资约束,降低企业创新投入水平和研发设备更新速度,进而阻碍企业全要素生产率的提升^[12]。

二是企业财务风险的影响因素文献,相关研究从企业内外部因素展开。外部因素聚焦宏观环境变化和营商环境。从宏观环境变化来看,宏观经济或经济政策不确定性上升导致企业经营成本攀升、经营风险累积^[13]、经营业绩波动、投资效率下降,最终引起经营风险和财务风险增大^[14]。从营商环境来看,良好的营商环境可以帮助企业规避市场进入风险、竞争风险、融资风险和投资风险^[15],同时减少企业违规行为发生概率^[16],而公司违规带来的罚款和信用评级下降等影响会恶化企业财务状况,造成企业财务风险加剧。政策营商环境通过提高政府补贴、加大贷款支持力度两种方式刺激企业采取风险承担行为,进而带来企业财务风险上升^[17]。内部因素聚焦公司治理和管理者特征。现有文献已从内部审计制度^[18]、董事会特征^[19]、高管激励^[20]等方面论证公司治理结构对企业经营的影响。

综上所述,学者就地方政府债务与企业风险

进行了丰富的探讨。但是,现有文献仍存在如下不足。第一,研究思路受限。地方政府债务风险向企业溢出的后果虽然较为全面,但缺乏地方政府债务风险对企业财务风险的直接影响及其作用机制的研究。第二,研究数据受限。大多数文献仅采用单一的政府隐性债务数据或法定债务数据进行研究,未能准确反映真实的债务风险状况。

有鉴于此,本文在当前债务规模扩张、风险加剧的背景下,利用地方政府债务以及上市公司数据,实证检验地方债务扩张和债务结构对企业财务风险的影响及作用机制,并且厘清政府竞争以及市场化在风险溢出过程中的作用。本文可能的边际贡献有以下3方面:第一,研究地方政府债务风险对企业财务风险的直接影响及作用机制,完善政府债务风险向实体经济溢出的经验证据,弥补债务风险溢出的理论和经验证据研究空白;第二,采用隐性债务和显性债务加总的全口径债务数据衡量地方政府债务规模,更为全面、准确地反映真实债务风险状况,并进一步研究债务结构的效应;第三,研究政府竞争以及市场化对地方政府债务风险溢出效应的影响,将政府竞争、政企关系等议题纳入分析,有助于厘清政府与市场边界,推进高质量发展。

一、理论分析与研究假设

地方政府债务是地方政府向市场举债筹集资金的结果,属于地方政府参与市场的经济行为,既可能通过其累积的债务风险作用于企业的经营环境,也可能与企业在资源配置方面存在竞争关系,从而影响企业的经营状况。

地方政府债务扩张可能会压缩政府资源向实体经济的投入。适度的地方政府债务扩张可以为地方经济发展注入动力,有利于促进区域实体经济发展;反之,债务规模过大或风险加剧,则导致政府资源对实体经济投入不足,进而导致风险溢出^[21]。目前,地方政府债务资金投向最大的是园区基础设施和市政基础设施,基础设施的改善一方面有助于吸引更多的企业和人才入驻园区,由此带来规模经济和范围经济优势可以降低企业的生产和交易成本,促进实体经济发展;另一方面,基础设施的完善能够为企业提供更加便捷、高效

的运营环境,从而减少企业的物流、时间成本和不确定性风险,进而提高企业的生产效率和市场竞争力。不可否认的是,地方政府债务是“双刃剑”,适度发债有益于营商环境建设,过度发债带来的财政负担可能降低债务资源配置效率,并因此带来过高的政府债务风险。政府债务风险的上升会导致金融机构和投资者对政府债券等融资工具的信心下降,融资成本和难度相应,这限制了政府通过融资来支持基础设施建设的能力。与此同时,在有限的财政资源下,政府会权衡各项支出的优先级,更倾向与将资金用于偿还债务、保障基本公共服务,而非扩大基础设施建设。这种资金分配优先级的调整,直接导致了地方难以拿出资金、资源来支持实体经济,最终引发企业财务风险上升。

地方政府债务扩张可能会收紧企业的融资约束、推高企业融资成本。从融资规模视角看,地方政府债务融资对金融市场的资源形成挤占,削减了企业的信贷资源。囿于跨区域借贷的成本和风险,各地银行通常以满足本地资金需求为主。在我国是银行主导型金融体系的前提下,股票、债券等金融市场发展相对滞后,资本市场渠道不畅通,使得银行信贷成为地方政府和企业重要的外部资金来源。考虑到同一地域范畴内资金供求双方面临的信息摩擦程度相对较低,当地银行便成为政企外部融资的首选,由此形成了具有地域分割特征的金融市场。地方政府拥有庞大的资产规模,例如土地和财政资金。这些资产既可以作为优质贷款抵押物,又能使政府利用存款权置换贷款权,因此地方政府及其所属的融资平台公司等主体更容易受到银行等金融机构的偏好,其融资需求通常也能得到优先考虑。当大部分银行信贷资源被具有政府隐性担保的融资平台占据时,商业银行会大幅减少对当地企业的信贷资源供给^[22]。此外,由于地方政府举债的资金大部分用于基础设施建设项目,这些项目资金需求大,建设周期长,即使在偿债过程中出现资金缺口,也能通过银行间拆借筹集所需资金,这在一定程度上形成对银行信贷资本的长期占用,进而降低银行用于贷款资金的额度。从融资成本视角看,地方政府债务

融资推高了企业的债务融资成本。政府发行的债券收益率通常被作为无风险收益率的替代指标,政府债务融资规模攀升不但使得政府债券的预期收益率上升,也增加了诱发宏观经济不确定性和金融系统性风险的可能性,造成银行的贷款利率上升。因此,地方政府债务扩张会加剧企业的融资约束,导致企业资金可得性受到限制,进而影响企业运营,加重企业财务负担。此外,持续推高的融资成本会加大企业偿债压力。相应地,信用违约风险上升会进一步加剧企业财务风险。

综合以上分析,本文认为实体经济的经营受到经营环境因素和信贷资源配置的影响。政府对企业经营环境的建立与维护 and 企业的融资环境深刻影响企业经营风险。而政府债务连接了政府与市场,使得债务风险可能通过营商环境和信贷资源配置向实体企业蔓延。图 2 描述了地方政府债务风险影响实体经济风险的理论逻辑和传导机制。基于此,本文提出如下假设:

假设 1:地方政府债务风险上升引起实体企业财务风险上升。

假设 2:地方政府债务风险上升会恶化企业营商环境,并加剧实体企业财务风险。

假设 3:地方政府债务风险上升会使企业面临融资困境,并加剧实体企业财务风险。

二、研究设计

(一)数据来源

本文研究对象为沪深两市 A 股上市公司。考虑到数据可得性,本文将时间窗口选定在 2010—2022 年。具体对研究样本进行如下处理:①剔除 ST 和 PT 公司;②本文研究地方政府债务风险对实体经济的影响,故剔除金融和房地产行业公司;③剔除主要变量缺失严重的观测值;④考虑到极端值可能对实证结果产生影响,对模型中所有连续变量进行了两侧 1% 的缩尾处理。最终,获得 25986 个企业年度观测值。本文使用的上市公司相关数据来自 CSMAR;政府法定债务、融资平台债务数据来自 Wind 数据库、Choice 数据库以及中国地方政府债券信息公开平台;城市层面数据来自历年《中国城市统计年鉴》及各地市统计年鉴。

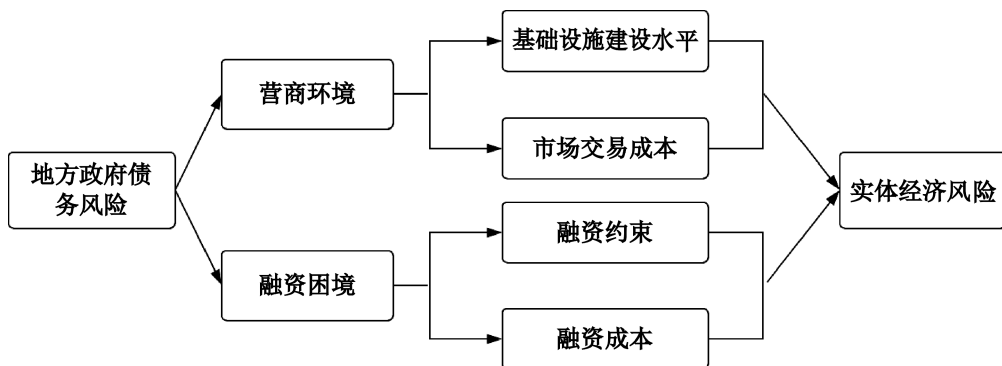


图2 地方政府债务风险对实体经济风险的影响机理

(二) 变量说明

1. 被解释变量

本文的被解释变量为企业财务风险 ($risk$)。考虑到指标的综合性与运用广泛性,本文参考黄贤环等^[23]的研究,采用 Z-Score 衡量企业财务风险 ($risk$),计算公式如下:

$$risk = 1.2x_1 + 1.4x_2 + 3.3x_3 + 0.6x_4 + 0.999x_5 \quad (1)$$

式(1)中, x_1 = 营运资金/总资产,反映资产的变现能力和规模特征; x_2 = 留存收益/总资产,反映公司的累积盈利能力; x_3 = $EBIT$ /总资产,反映资产的盈利能力; x_4 = 权益的市场价值/总负债的账面价值,是衡量一家公司财务结构、表明所有者权益和债权人权益相对关系的比率,可以反映一家公司的偿债能力; x_5 = 营业收入/总资产,用以衡量公司利用资产的效率情况。

同时,考虑到企业财务风险测度方式多样,后续稳健性分析采用盈余波动性衡量企业财务风险。首先,将公司 ROA 减去年度行业均值,得到 Adj_Roa (如式(2)所示),以缓解行业及周期的影响。然后以每5年(t 年至 $t+4$ 年)作为一个观测时段,分别滚动计算经行业调整后的公司 ROA 的标准差 (如式(3)所示),该结果用于衡量盈余波动性。

$$Adj_Roa_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{ASSET_{i,t}} - \frac{1}{X} \sum_{k=1}^X \frac{EBIT_{i,t}}{ASSET_{i,t}} \quad (2)$$

$$risk_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left(Adj_Roa_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T Adj_Roa_{i,t} \right)^2} \mid T = 5 \quad (3)$$

2. 解释变量

本文的解释变量为地方政府债务风险 ($debt_{j,t}^c$), 分为全口径地方政府债务风险 ($debt_{j,t}$)、显性债务风险 ($debt_{j,t}^1$) 和隐性债务风险 ($debt_{j,t}^2$)。本文将显性债务 ($expdebt$) 与隐性债务 ($impdebt$) 之和作为政府的广义债务负担,再除以地级市一般公共预算收入 ($pubinc$) 与政府性基金预算收入 ($fundinc$) 之和,得到地级市当年债务率 ($debt_{j,t}$) 以衡量全口径地方政府债务风险,详细计算见式(4)。具体地,本文将地级市当年法定政府债务余额作为显性债务 ($expdebt$) 代理变量;将地级市当年辖区内所有融资平台有息债务余额作为地级市隐性债务 ($impdebt$) 的代理变量,融资平台有息债务为短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、应付短期债券、应付债券以及长期借款总和。

$$debt_{j,t} = \frac{expdebt_{j,t} + impdebt_{j,t}}{pubinc_{j,t} + fundinc_{j,t}} \quad (4)$$

为分析债务结构对企业的影响,进一步构造显性债务风险 ($debt_{j,t}^1$) 与隐性债务风险 ($debt_{j,t}^2$) 指标。分别使用显性债务 ($expdebt$) 除以地级市一般公共预算收入 ($pubinc$) 与政府性基金预算收入 ($fundinc$) 之和、隐性债务 ($expdebt$) 除以地级市一般公共预算收入 ($pubinc$) 与政府性基金预算收入 ($fundinc$) 之和衡量显性和隐性债务风险,在回归过程中,将显(隐)性债务风险作为解释变量。

3. 控制变量

参考黄贤环等^[23]的研究,选取如下变量作为控制变量。①企业层面控制变量 X 包括:企业规

模(*size*)、盈利能力(*roa*)、财务杠杆率(*lev*)、两职合一(*dual*)、董事会规模(*board*)、管理层持股比例(*exhold*)、独立董事比例(*indep*)。②城市层面控制变量 *Z* 包括:受教育水平(*edu*)、产业结构(*struc*)、地区 *GDP*(*gdp*)、城镇化(*city*)。上述两类变量具体含义见表 1。

表 1 研究变量说明

变量符号	变量名称	含义或度量方法
<i>risk</i>	企业财务风险	<i>Z-Score</i>
$debt_{jt}$	地方政府债务风险	(隐性债务余额 + 显性债务余额)/(一般公共预算收入 + 政府性基金收入)
$debt_{jt}^1$	显性债务风险	显性债务余额/(一般公共预算收入 + 政府性基金收入)
$debt_{jt}^2$	隐性债务风险	隐性债务余额/(一般公共预算收入 + 政府性基金收入)
<i>size</i>	企业规模	企业总资产取自然对数
<i>roa</i>	盈利能力	净利润/资产总计
<i>lev</i>	财务杠杆率	总负债/总资产
<i>dual</i>	两职合一	董事长与总经理是否为同一人;二者是同一人时取 1, 否则为 0
<i>board</i>	董事会规模	董事会董事数量取自然对数
<i>exhold</i>	管理层持股比例	董监高持股数量/总股数
<i>indep</i>	独立董事比例	独立董事数量/董事会规模
<i>edu</i>	受教育水平	全市普通中小学在校学生人数/地级市常住人口
<i>struc</i>	产业结构	第二产业增加值/地级市 <i>GDP</i>
<i>gdp</i>	地区 <i>GDP</i>	<i>GDP</i> 取自然对数
<i>city</i>	城镇化率	城镇常住人口/(城镇常住人口 + 乡村常住人口)
<i>infra</i>	基础设施建设水平	地方财政交通运输支出取自然对数
<i>tcost</i>	市场交易成本	(销售费用 + 管理费用 + 财务费用)/职工数量
<i>sa</i>	融资约束	<i>SA</i> 指数
<i>fcost</i>	融资成本	企业财务费用/期末总负债

4. 中介变量

对于营商环境,本文借鉴司海平等^[24],选用地方财政交通运输支出的对数测度基础设施建设水平(*infra*),并作为企业营商环境的代理变量之一;同时参考陈勇兵等^[25],选取企业销售、管理和财务费用之和与职工数量之比来衡量企业市场交易成本(*tcost*),并以之作为营商环境的另一代理变量。

对于融资困境,本文参考 Hadlock 等^[26]选取 *SA* 指数(*sa*)刻画融资约束,并将其作为融资困境的代理变量之一;参考郑军等^[27],使用企业财务费用占期末总负债的比重刻画融资成本(*fcost*),并将

其作为融资困境的另一代理变量。表 1 展示了上述研究变量的含义和度量方法。

(三)模型设定

1. 基准模型

为识别地区内地方政府债务风险向企业财务风险的溢出效应,本文构建如下双向固定效应模型:

$$risk_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 + \alpha_2 debt_{jt}^c + \alpha_3 X_{ijt} + \alpha_4 Z_{jt} + \gamma_k + \eta_t + \varepsilon_{ijt} \quad (5)$$

式(5)中,下标 *i*、*j*、*t*、*k* 分别代表公司、城市、年度和行业。

$debt_{jt}^c$ 为城市 *j* 在 *t* 期的地方政府债务风险,该指标越高,则地方政府债务风险越大(其中,*c* 缺失表示全口径地方政府债务风险,*c* = 1 表示显性债务风险,*c* = 2 表示隐性债务风险);*risk_{ijt}* 为企业 *i* 财务风险,该指标越大,企业财务风险越大。*X* 和 *Z* 分别表示企业和城市层面的控制变量; γ_k 和 η_t 分别表示行业 and 年份固定效应, ε_{ijt} 为随机干扰项。若 α_2 的系数显著为负,表明地方政府债务风险上升引致企业财务风险加剧,则假说 1 得到经验证据的支持。

2. 机制检验模型

为了检验地方政府债务风险向实体企业溢出的传导机制,本文参考江艇^[28]的做法,构建了如下机制模型,同时使用 Sobel 检验法和 Bootstrap 检验法验证营商环境和融资困境作为作用渠道的稳健性。

$$M_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 + \alpha_2 debt_{jt}^c + \alpha_3 X_{ijt} + \alpha_4 Z_{jt} + \gamma_i + \eta_t + \varepsilon_{ijt} \quad (6)$$

式(6)中:*M_{ijt}* 为 *i* 公司 *t* 时期的机制变量,分别为基础设施建设水平、企业市场交易成本、融资约束和融资成本。其余变量含义同式(5)。

3. 调节机制检验模型

为研究政府竞争在地方政府债务风险影响企业财务风险中发挥的调节作用,在式(5)基础上引入政府竞争,建立如下模型:

$$risk_{ijt} = a_0 + a_1 + a_2 debt_{jt}^c + a_3 debt_{jt}^c \times competition_{jt} + a_4 competition_{jt} + a_5 Z_{jt} + a_6 X_{ijt} + \gamma_i + \eta_t + \varepsilon_{ijt} \quad (7)$$

式(7)中: $competition_{jt}$ 为 j 城市 t 年的政府竞争程度,先后用税收竞争和支出竞争代理。若 α_3 的系数显著为负,表明随着政府竞争程度的上升,地方政府债务风险的溢出效应越显著,其余变量含义同式(5)。

三、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2展示了主要变量的描述性统计结果。由表2可知,样本全口径地方政府债务风险平均值为2.6618,说明地方政府债务风险较高,且标准差较大,地区间债务风险差异较大。企业间财务风险标准差较大,不同企业的财务困境差异大。

表2 描述性统计结果

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
risk	25 986	4.993 3	5.913 7	-0.267 4	66.435 2
debt _{j,t}	25 986	2.661 8	1.792 7	0.138 6	10.287 6
debt ¹ _{j,t}	25 986	0.924 3	0.627 0	0.026 9	4.367 9
debt ² _{j,t}	25 986	1.729 5	1.533 0	0.000 0	8.607 4
size	25 986	22.236 2	1.293 4	19.702 2	26.495 8
roa	25 986	0.038 4	0.061 8	-0.395 1	0.218 4
lev	25 986	0.422 2	0.201 9	0.057 0	0.888 6
dual	25 986	0.275 9	0.446 4	0.000 0	1.000 0
board	25 986	2.127 1	0.195 8	1.609 4	2.708 1
exhold	25 986	0.135 3	0.196 1	0.000 0	0.699 2
indep	25 986	0.375 6	0.053 5	0.285 7	0.600 0
edu	25 986	0.100 4	0.028 1	0.054 7	0.212 8
struc	25 986	0.407 0	0.109 5	0.158 3	0.694 9
gdp	25 986	11.425 1	0.498 0	9.546 4	12.207 9
city	25 986	0.754 0	0.149 8	0.309 2	1.000 0
infra	21 565	5.914 0	0.535 4	3.081 9	7.592 1
tcost	21 565	19.296 6	18.830 5	1.706 5	234.898 9
sa	25 795	-3.808 6	0.249 5	-4.521 0	-2.994 4
fcost	25 795	0.006 0	0.038 7	-0.428 3	0.072 8

(二)基准回归结果

为检验地方政府债务风险对实体经济财务风险的影响,本文根据前文的式(5)进行全样本回归,结果如表3所示。其中,第(1)列至第(3)列仅控制时间固定效应;第(4)列至第(6)列仅加入企业层面控制变量,并控制时间、行业固定效应;第(7)列至第(9)列进一步加入地区层面的控制变量。由第(1)列至第(3)列的结果可知,仅控制时间固定效应情形下,核心解释变量全口径地方政

府债务风险的回归估计系数在10%的水平上显著为负。隐性债务风险的系数绝对值比全口径债务风险更大,显性债务风险系数不显著,说明在政府债务风险的溢出过程中,主要是隐性债务风险起作用。第(4)列至第(9)列加入行业固定效应并逐步加入控制变量后,全口径政府债务风险和隐性债务风险系数均显著为负,显性债务风险系数均不显著。再次验证地方政府债务对企业财务风险的放大效应集中于全口径债务及隐性债务层面凸显,显性债务并未发挥显著的放大效应,说明债务风险向实体的溢出具有债务结构异质性。综上所述,由基准回归的结果可知,地方政府债务风险与实体经济财务风险存在负向关联,且这一结论具有债务结构异质性。假设1得证。

(三)稳健性及内生性分析

1. 更换核心解释变量计量方式

考虑到不同的测度方法可能会影响基准回归结果,本文构造了其他政府债务风险指标,来检验基准回归结果的稳健性。具体地,对于全口径政府债务风险,将政府的广义债务负担除以各地级市GDP作为地方政府债务风险的稳健性指标,并作为模型(5)中的被解释变量,即地方政府负债率($debt_{j,t}2$)。对于隐性政府债务风险,将隐性债务除以各地级市GDP作为隐性政府债务风险的稳健性指标,并作为模型(5)中的被解释变量,即隐性债务风险2($debt_{j,t}^22$)。回归结果见表4第(1)、第(2)列。结果显示,全口径政府债务风险和隐性政府债务风险的系数均显著为负,表明地方政府债务风险可能引发企业财务风险的结论稳健。

2. 更改被解释变量计量方式

由于更高的盈余波动性意味着企业未来现金流的不确定性增加,企业盈利的波动性被广泛地用于衡量企业财务风险。因此本文使用企业盈利的波动性衡量企业财务风险水平,进行稳健性检验。回归结果见表4第(3)列、第(4)列。结果显示,地方政府债务风险的系数显著为正,政府债务风险导致企业盈余波动加剧,这与基准回归结论一致。

表 3 地方政府债务风险与实体经济企业财务风险基准回归结果

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	risk	risk	risk	risk	risk	risk	risk	risk	risk
$debt_{j,t}$	-0.058 5 * (-1.686 9)	—	—	-0.101 3 *** (-3.000 5)	—	—	-0.057 9 * (-1.662 0)	—	—
$debt_{j,t}^1$	—	-0.092 4 (-0.916 7)	—	—	-0.104 2 (-1.161 1)	—	—	-0.069 0 (-0.678 1)	—
$debt_{j,t}^2$	—	—	-0.063 6 *** (-3.023 0)	—	—	-0.116 6 *** (-3.069 3)	—	—	-0.065 1 *** (-3.101 2)
size	-0.645 4 *** (-10.307 2)	-0.643 5 *** (-10.301 9)	-0.645 7 *** (-22.236 7)	-0.586 5 *** (-9.146 3)	-0.581 0 *** (-9.078 6)	-0.586 3 *** (-9.153 6)	-0.602 6 *** (-9.411 3)	-0.600 5 *** (-9.403 4)	-0.602 9 *** (-20.257 3)
roa	13.669 9 *** (12.455 3)	13.641 9 *** (12.413 0)	13.678 3 *** (26.817 4)	13.296 4 *** (12.392 8)	13.241 0 *** (12.306 2)	13.319 8 *** (12.435 0)	13.417 9 *** (12.560 8)	13.398 8 *** (12.525 7)	13.428 0 *** (26.377 4)
lev	-14.396 1 *** (-29.987 9)	-14.399 2 *** (-29.937 2)	-14.391 4 *** (-78.542 2)	-14.955 7 *** (-29.587 7)	-14.953 8 *** (-29.565 1)	-14.946 0 *** (-29.598 8)	-14.876 5 *** (-29.554 6)	-14.874 4 *** (-29.498 1)	-14.872 3 *** (-78.080 6)
dual	0.137 8 (1.046 9)	0.141 0 (1.074 2)	0.138 8 ** (2.063 7)	0.100 9 (0.770 9)	0.109 0 (0.835 1)	0.107 4 (0.821 1)	0.104 7 (0.802 5)	0.108 2 (0.831 5)	0.105 5 (1.573 4)
board	-0.435 3 (-1.266 8)	-0.434 2 (-1.265 7)	-0.444 2 ** (-2.372 5)	-0.212 9 (-0.620 5)	-0.218 3 (-0.635 6)	-0.234 5 (-0.683 4)	-0.224 8 (-0.659 3)	-0.227 0 (-0.666 9)	-0.232 7 (-1.242 8)
exhold	-3.011 0 *** (-8.503 5)	-3.001 9 *** (-8.446 0)	-3.004 2 *** (-18.162 9)	-3.201 3 *** (-8.935 2)	-3.168 8 *** (-8.825 2)	-3.169 0 *** (-8.869 6)	-3.219 5 *** (-9.023 2)	-3.209 7 *** (-8.965 0)	-3.213 7 *** (-19.275 3)
indep	1.695 7 (1.413 8)	1.716 9 (1.433 3)	1.676 1 *** (2.584 0)	1.956 6 * (1.668 1)	2.0201 * (1.723 2)	1.923 0 (1.640 8)	1.772 4 (1.514 1)	1.784 6 (1.527 4)	1.752 7 *** (2.710 1)
edu	5.987 5 ** (2.144 5)	6.656 1 ** (2.423 4)	6.167 1 *** (4.454 3)	—	—	—	6.284 3 ** (2.171 9)	7.016 5 ** (2.459 1)	6.478 7 *** (4.611 7)
struc	-3.017 2 *** (-4.522 3)	-3.201 0 *** (-4.813 0)	-2.982 0 *** (-8.574 3)	—	—	—	-2.563 8 *** (-3.690 8)	-2.728 6 *** (-3.941 7)	-2.527 5 *** (-7.108 1)
gdp	0.047 8 (0.238 5)	-0.010 6 (-0.048 7)	0.095 7 (0.817 7)	—	—	—	-0.032 7 (-0.159 2)	-0.075 5 (-0.336 0)	0.019 5 (0.162 9)
city	0.761 0 (1.298 5)	0.946 3 (1.599 2)	0.781 9 ** (2.250 8)	—	—	—	0.720 6 (1.213 0)	0.924 5 (1.547 4)	0.725 2 ** (2.060 5)
行业固定效应	未控制	未控制	未控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
N	25 986	25 986	25 986	25 941	25 941	25 941	25 941	25 941	25 941
Adj-R ²	0.396 7	0.396 6	0.396 7	0.404 2	0.403 5	0.404 2	0.405 8	0.405 6	0.405 8

注:括号里的数字为 t 值; *、**、*** 分别代表在 $p < 0.10$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ 有统计学意义。

3. 更改样本区间

考虑到 2015 年新《预算法》施行,可能影响地方政府债务风险与企业财务风险的关系。因此将样本区间缩减为 2015—2021 年,财政体制在此期间较为稳定。回归结果见表 4 第(5)列、第(6)列。结果显示,地方政府债务风险的系数仍显著为负,

与基准回归结论一致。

4. 重新调整聚类

考虑到同一城市或者省份内部的扰动项也可能相关,将标准误聚类到省一级进行稳健性分析,结果见表 4 第(7)列、第(8)列。调整聚类后,地方政府债务风险的系数仍显著为负,表明结果稳健。

表 4 稳健性检验结果

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	更换核心解释变量计量方式	更换被解释变量计量方式	更换样本区间	更换聚类方式:省份聚类				
$debt_{j,t}2$	-0.293 9 * (-1.756 7)	—	—	—	—	—	—	—
$debt_{j,t}^22$	—	-0.251 0 ** (-2.541 2)	—	—	—	—	—	—
$debt_{j,t}$	—	—	0.000 5 *** (3.081 1)	—	-0.065 2 * (-1.766 8)	—	-0.057 9 * (-1.926 3)	—
$debt_{j,t}^2$	—	—	—	0.000 4 ** (2.102 9)	—	-0.069 8 *** (-2.932 6)	—	-0.065 1 ** (-2.100 5)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
N	25 941	25 986	21 058	21 058	18 659	18 684	25 941	25 941
Adj-R ²	0.405 8	0.396 7	0.176 5	0.176 3	0.396 8	0.389 3	0.405 8	0.405 8

注:括号里的数字为 t 值; *、**、*** 分别代表在 $p < 0.10$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ 有统计学意义。

5. 工具变量法

为了尽可能避免地方政府债务与企业财务风险之间可能存在的互为因果引致的内生性问题,本文利用工具变量法进行检验。关于全口径政府债务风险和隐性债务风险的工具变量的选择,本文主要从以下两个方面着手。一是选取债务风险的滞后期作为工具变量。选取全口径政府债务风险的一、二阶滞后项做为工具变量(分别为 l_debt 、 l_l_debt)。二是外部工具变量,本文参考 Nakumura 等^[29]的处理方式,构造 $BARTIK$ 工具变量:

$$BARTIK_{IV_{ijt}} = DEBT_{pt} \times SHARE_DEBT_j \quad (8)$$

式(8)中, $DEBT_{p,t}$ 代表地级市所在 p 省份 t 年份的全口径债务规模, $SHARE_DEBT_j$ 代表 2010—2021 年 j 地级市政府全口径债务规模占全省政府

全口径债务规模比值的均值,该比值取对数后得到新的债务工具变量 $BARTIK$ 。

表 5 展示了第一阶段与第二阶段的回归结果。第一阶段回归中各工具变量的系数均在 1% 的水平下显著为正,说明工具变量与政府债务风险具有较强的相关性。根据各工具变量的 $Kleibergen-Paap\ rk\ LM$ 值,易知三个工具变量均通过了不可识别检验。 $Cragg-Donald\ Wald\ F$ 统计量均高于 10% 的显著性水平上的临界值 16.38,说明不存在弱工具变量问题。因此,本文构造的工具变量均是合理可行的。在第二阶段回归中,经过内生性调整后的核心解释变量地方政府债务风险的系数仍显著为负。其经济学含义是,地方政府债务风险放大了区域内企业财务风险,与基准结果一致,证实基准结果的稳健性。

表 5 工具变量检验结果

序号	(1)		(1)		(2)		(2)		(3)		(3)	
工具变量名称	IV: l_debt		IV: l_debt		IV: l_l_debt		IV: l_l_debt		IV: $BARTIK$		IV: $BARTIK$	
变量名称	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	$debt_{j,t}$	risk	$debt_{j,t}^2$	risk	$debt_{j,t}$	risk	$debt_{j,t}^2$	risk	$debt_{j,t}$	risk	$debt_{j,t}^2$	risk
$debt_{j,t}$	—	-0.044 1 ** (0.019 4)	—	—	—	-0.111 2 *** (0.035 3)	—	—	—	-0.048 7 * (0.021 3)	—	—
$debt_{j,t}^2$	—	—	—	-0.053 8 ** (0.023 8)	—	—	—	-0.134 9 *** (0.028 0)	—	—	—	-0.053 1 (0.024 8)
l_debt	0.952 3 *** (0.002 3)	—	0.779 8 *** (0.002 5)	—	—	—	—	—	—	—	—	—
l_l_debt	—	—	—	—	0.941 8 *** (0.009 6)	—	0.776 4 *** (0.003 7)	—	—	—	—	—
$BARTIK$	—	—	—	—	—	—	—	—	1.018 1 *** (0.009 4)	—	0.934 3 *** (0.007 7)	—
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
N	23 772		23 772		20 174		20 174		25 986		25 986	
Centered R^2	0.365 7		0.365 8		0.370 5		0.370 5		0.368 0		0.368 1	
Cragg - Donald Wald F 统计量	115 000		91 000		62 000		45 000		12 000		14 000	
Kleibergen - Paap $rk\ LM$ 统计量	21 000		19 000		726.901		14 000		8 006.873		9 252.487	

注:括号里的数字为标准误;*、**、*** 分别代表在 $p < 0.10$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ 有统计学意义。

四、作用机制检验

(一)企业营商环境机制

为检验营商环境是否是地方政府债务风险向企业溢出的渠道,本文选用地区基础设施建设水平与企业市场交易成本作为企业营商环境的代理变量。检验结果如表 6 所示,从表 6 中第(1)列、第(2)列可知,当以基础设施建设水平为被解释变量时,地方政府债务风险的回归估计系数在 1% 的显著性水平上负,说明地方政府债务风险减少了政府在基础设施建设的投入;第(3)列、第(4)列可知,当以市场交易成本为被解释变量时,地方政府债务风险的回归估计系数在 1% 的显著性水平上正,说明地方政府债务风险上升也增加企业市场交易成本,最终引起在企业财务状况恶化。为了

表 6 营商环境机制检验结果

序号	(1)	(2)	(3)	(4)
变量名称	基础设施建设水平	基础设施水平	市场交易成本	市场交易成本
	infra	infra	tcost	tcost
$debt_{j,t}$	-0.063 1 *** (0.001 8)	—	0.370 3 *** (0.072 1)	—
$debt_{j,t}^2$	—	-0.056 4 *** (0.002 1)	—	0.425 7 *** (0.082 5)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制
年份固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
个体固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
Sobel test	-0.016 5 *** (0.004 1)	-0.014 4 *** (0.003 6)	0.007 9 *** (0.001 6)	0.009 *** (0.002)
Bootstrap 检验 95% 置信区间 (间接效应)	[-0.015 8 -0.002 8]	[-0.003 5 -0.000 9]	[0.002 7 0.008 3]	[0.004 0 0.009 7]
N	21 523	21 565	25 750	25 795
Adj- R^2	0.367 4	0.026 0	0.109 1	0.085 4

注:圆括号()里标准误;*、**、*** 分别代表在 $p < 0.10$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ 有统计学意义。

保证渠道分析的稳健性,我们进一步采用了 Bootstrap 和 Sobel 检验。Sobel 检验结果显示 Z 值显著;Bootstrap 检验结果显示,间接效应置信区间不包含 0。以上结果表明,企业营商环境是地方政府债务影响企业财务风险的机制,假设 2 得证。

(二)企业融资困境机制

本文使用企业融资约束和融资成本作为企业融资困境的代理变量。融资约束方面,本文参考已有研究使用的指标,选取 SA 指数作为融资约束代理变量。其中,SA 指数为负,且其值越小企业融资约束程度越高。融资成本方面,参考郑军等^[27],使用企业财务费用占期末总负债的比重进行衡量。融资困境机制检验结果如表 7 所示,第(1)列、第(2)列中,地方政府债务风险对 SA 指数的回归系数显著为负,这表明地方政府债务风险收紧了企业融资约束;第(3)列、第(4)列中地方政府债务风险对融资成本的回归系数显著为正,这表明地方政府债务风险提升了企业融资成本。为保证渠道分析的稳健性,我们进一步采用了 Bootstrap 和 Sobel 检验。Sobel 检验结果显示 Z 值显著;Bootstrap 检验结果显示,间接效应置信区间不包含 0,进一步证实了融资约束与融资成本渠道的存在。以上结果表明企业融资困境加重是地方政府债务影响企业财务风险的机制,假设 3 得证。

表 7 融资困境机制检验

序号	(1)	(2)	(3)	(4)
变量名称	融资约束		融资成本	
	sa	sa	fcost	fcost
$debt_{j,t}$	-0.021 0*** (0.000 9)	—	0.000 3*** (0.000 1)	—
$debt_{j,t}^2$	—	-0.019 1*** (0.001 0)	—	0.000 3* (0.000 1)
控制变量	已控制	已控制	已控制	已控制
年份固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
Sobel test	-0.027 5*** (0.003)	-0.025 *** (0.003)	-0.011 6** (0.004 3)	-0.009 * (0.005)
Bootstrap 检验 95% 置信区间 (间接效应)	[-0.033 7 -0.020 8]	[-0.030 1 -0.019 4]	[-0.019 9 -0.006 0]	[-0.017 5 -0.000 4]
N	25 941	25 986	25 941	25 986
Adj-R ²	0.370 5	0.112 5	0.244 7	0.239 2

注:圆括号()里标准误;*、**、*** 分别代表在 $p < 0.10$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ 有统计学意义。

五、进一步分析:政府竞争与市场化的作用

(一)调节机制分析:政府竞争的作用

适度竞争有助于经济快速发展,但过度竞争会导致政府过度干预市场机制的运作,破坏营商环境,扭曲市场机制,最终加剧政府债务风险对企业财务风险的影响。因此,本文认为政府债务风险对企业风险的作用会受到政府竞争的调节作用,选取税收竞争与支出竞争作为政府竞争的代理变量,分别考察其调节机制。第一,税收竞争变量的构造。地方政府可以利用税收优惠吸引企业进入,从而提高财政收入,推动本地区的发展。因而,地方政府竞争在很大程度上体现在对税收的竞争上。税收竞争选取与地区要素流动密切相关的增值税、营业税、企业所得税和个人所得税的税收收入之和占第二、第三产业增加值的比重与 1 的差值(tax)来衡量^[30],具体计算过程见式(9)。第二,支出竞争变量的构造。为在经济增长竞争中脱颖而出,各地方政府争相增加本区域的公益性公共品和基础设施投资,为企业营造良好的营商环境,吸引资本入驻。因此,支出竞争也很大程度体现了政府竞争强度。支出竞争采用人均财政支出与全国人均财政支出的比值衡量(exp)^[31],计算公式见式(10)。结果见表 8。

$$\begin{aligned} \text{税收竞争}_{j,t} &= 1 - \\ &\frac{\text{增值税}_{j,t} + \text{营业税}_{j,t} + \text{企业所得税}_{j,t} + \text{个人所得税}_{j,t}}{\text{第二、三产业增加值}_{j,t}} \end{aligned} \tag{9}$$

$$\begin{aligned} \text{财政支出竞争} &= \\ &\frac{\text{一般公共预算支出}_{j,t} / \text{本地区 } GDP_{j,t}}{\text{全国一般公共预算支出}_{j,t} / \text{全国 } GDP_{j,t}} \end{aligned} \tag{10}$$

从表 8 的结果可以看出,税收竞争的交乘项的系数显著为正,即税收竞争越激烈,政府债务风险的外溢效应越能得到缓解。而支出竞争的交乘项的系数均显著为负,即支出竞争程度越高,地方债务风险对企业财务风险的放大作用越明显。其中可能的原因是,税收竞争促使地方政府通过税收优惠等措施吸引流动要素,丰富税收来源,从而扩大财政收入,缓解了财政压力,对企业利益的汲取需求相应下降。而竞争资金的投向决定区域经济

增长表现,由于社会服务性支出短期内难以对经济增长产生拉动作用,因此为了短期内拉动经济增长、提高官员政绩,地方政府之间在开展支出竞争时通常倾向增加基础设施支出比例,压缩社会服务性支出。可能导致放松对企业违法行为的监督,恶化营商环境,对企业财务风险产生不利影响。

表 8 政府竞争调节效应检验结果

变量名称	税收竞争		支出竞争	
	risk		risk	
$debt_{j,t}$	-0.068 0 (0.0199 2)	—	-0.051 7 ** (-2.431 6)	—
$debt_{j,t}^2$	—	-0.090 8 ** (0.043 9)	—	-0.037 2 * (0.020 9)
$tax \times debt_{j,t}$	2.611 1 *** (0.635 9)	—	—	—
$tax \times debt_{j,t}^2$	—	2.937 2 ** (1.364 4)	—	—
tax	-4.008 8 (1.054 4)	-3.452 5 (2.218 0)	—	—
$exp \times debt_{j,t}$	—	—	-0.000 1 ** (0.000 0)	—
$exp \times debt_{j,t}^2$	—	—	—	-0.000 1 ** (0.000 0)
exp	—	—	0.000 4 *** (4.602 0)	0.000 1 ** (0.000 0)
控制变量	已控制		已控制	
行业固定效应	已控制		已控制	
年度固定效应	已控制		已控制	
N	25 864		21 396	
$Adj-R^2$	0.407 2		0.400 0	

注:括号里的数字为标准误;*、**、*** 分别代表在 $p < 0.10$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ 有统计学意义。

(二)异质性分析:政府与市场关系

1. 市场化环境

区域市场化水平决定了政府对资源的把控程度,也间接决定了政府对企业的干预水平和企业对政府的依赖程度。为探讨政府债务风险向企业的溢出效应是否存在市场化环境异质性,本文利用王小鲁等^[32]发布的各地区市场化指数将样本分为高市场化样本组和低市场化样本组,分别对基准模型进行回归。若同一年某地区市场化程度高于全国均值,则区域市场化程度高;否则,市场化程度低。分组检验的结果见表 9、表 10。根据结果,低市场化区域的企业财务风险受地方政府债务负面影响更为显著。这是因为市场化程度越

低,表示政府对资源控制力度更强,区域内企业经营成果对政府的依赖更大,故而当政府债务风险上升时,企业财务风险受到的冲击越大。市场化程度越高,企业经营的独立性越强,其经营风险受政府债务风险的冲击越小。对比表 9、表 10 可见,相比于全口径政府债务风险在低市场化地区的溢出效应,政府隐性债务风险对低市场化地区的企业影响更大,与基准回归的结论一致。

2. 产权差异

通常认为,国有企业与政府间存在更为紧密的联结,企业对政府依赖程度更低。为验证产权差异对地方政府债务影响是否存在异质性,将样本分为国企和非国企两组分别回归,结果见表 9、表 10。可见,政府债务风险对国有企业财务的负面影响更为明显。产权差异的本质是政企关系的差异,国有企业与政府建立了较为密切的联系,从而可以获得稳定的生产要素供给,风险也会沿着利益输送的链条向外溢出,殃及利益相关各方。对比表 9、表 10 可见,相比于全口径政府债务风险在国企中的溢出效应,政府隐性债务风险对国企影响更大,与基准回归的结论一致。

表 9 全口径债务风险溢出的市场化程度和区域差异异质性检验

变量名称	市场化程度		产权性质	
	低	高	国企	非国企
	risk		risk	
$debt_{j,t}$	-0.163 7 ** (0.064 8)	-0.036 8 (0.040 2)	-0.064 5 *** (0.021 1)	-0.049 1 * (0.027 0)
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
N	6 517	19 423	9 694	16 292
$Adj-R^2$	0.415 1	0.407 8	0.431 1	0.386 5

注:括号里的数字为标准误;*、**、*** 分别代表在 $p < 0.10$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ 有统计学意义。

表 10 隐性债务风险溢出的市场化程度和区域差异异质性检验

变量名称	市场化程度		产权性质	
	低	高	国企	非国企
	risk		risk	
$debt_{j,t}^2$	-0.183 9 ** (0.075 5)	-0.038 5 (0.043 0)	-0.075 5 *** (0.024 6)	-0.053 8 * (0.030 2)
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
N	6 517	19 423	9 694	16 292
$Adj-R^2$	0.415 0	0.407 8	0.431 1	0.386 5

六、结论与建议

(一) 结论

第一,地方政府债务风险增加会加剧实体经济领域的企业财务风险。其中,隐性债务风险的溢出效应最明显,显性债务对企业的影响甚微。在考虑到内生性问题以及进行一系列稳健性检验后,以上结论依然成立。

第二,机制分析发现,地方政府债务风险通过恶化企业营商环境、增加企业融资困难程度对企业经营造成压力,导致债务风险向实体企业传导。

第三,调节机制分析发现,支出竞争会加剧政府债务风险向实体企业的外溢效应,而税收竞争缓解了政府债务风险向实体企业的外溢效应。

第四,政府债务风险向实体经济外溢的事实在低市场化地区或国有企业样本中尤为明显,且相对于全口径政府债务,隐性债务对前述两类企业的影响更大。

(二) 政策建议

其一,严格落实新《预算法》,妥善化解地方政府债务存量、建立防范化解隐性债务风险长效机制,谨防违规新增隐性债务,减少区域债务风险向实体经济风险的溢出的负面效应。针对当前政府债务规模庞大、流动性困难等问题,要加强财政金融相互协调,通过展期、债务重组等方式化解地方政府债务存量风险。此外,化解地方债务风险还应该理顺政府与市场关系、剥离政府融资职能,打破隐性担保和刚性兑付,完善政府债务、隐性债务、融资平台债务、其他或有债务等大口径监管体系及问责机制。

其二,进一步促进实体经济公平竞争,优化实体经济的营商环境、缓解其融资困境。地方政府应构建“亲”“清”的新型政商关系,健全政务守信践诺机制,不断优化营商环境、规范涉企收费,减轻市场主体经营负担。同时,注重通过必要的资本金注入、投资补贴、政府性担保、财政贴

息等方式提供增信或风险补偿,以缓解银企信息不对称,提升实体经济尤其是中小微企业的融资可得性。此外,政府可以扩张财政支持,通过补贴、采购等形式支持实体经济发展。政府可直接向符合条件的实体经济企业提供资金补贴,以支持其研发、生产、市场开拓等活动。也可以通过减少企业的税收负担,如降低税率、提高税收起征点、给予税收返还等,间接为企业提供资金支持。政府在采购产品和服务时,可以优先考虑国内实体经济企业的产品,既可以为实体经济企业提供稳定的市场需求,又可以促进其技术创新和产业升级。

其三,优化政绩考核制度,建立多维目标管理,引导合理政府竞争,避免过度竞争。打破过度依赖 GDP、投资拉动考核机制,鼓励考核目标向民生领域倾斜,鼓励将民生改善、环境保护、科技创新等纳入考核体系,引导政府关注长远发展和社会福祉。倡导将地方政府举债“借、用、管、还”制度纳入官员政绩考核体系,进一步优化政绩考核约束和指引。

其四,理顺政府与市场的边界,合理界定地方政府的公共职能,并逐步降低国企的预算软约束,进一步深化市场化、法治化改革,激发市场活力。适当约束地方政府及其附属机构职能,回归服务型政府定位,引导、鼓励民间资本积极参与各类重点项目,促进不同所有制企业间的公平竞争,更好地维护市场公平竞争秩序和营商环境。同时,逐步打破地方国企、融资平台的债务刚性兑付,形成市场化、法治化债务治理机制。

其五,“开大前门”,保持适度政府债券规模,缓解地方支出压力、助力实体经济回稳向好。建议增发一般国债和专项债券,优化央地支出责任、债务结构。同时,政府债务支持范围向科技创新、中小企业等领域倾斜以更好地支持实体经济和新质生产力。

参考文献:

[1] 王玉泽,罗能生,刘文彬. 什么样的杠杆率有利于企业创新[J]. 中国工业经济, 2019(3): 138-155.

- [2]梁若冰,王群群. 地方债管理体制改革与企业融资困境缓解[J]. 经济研究, 2021, 56(4): 60-76.
- [3]李志生,汪颖栋,金陵. 地方政府债务置换与企业杠杆率分化:兼论优化地方债务结构[J]. 经济研究, 2024, 59(2): 23-41.
- [4]谭小芬,张文婧. 财政分权、地方政府行为与企业杠杆率分化[J]. 经济研究, 2021, 56(6): 76-92.
- [5]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, 43(7): 49-72.
- [6]刘贯春,程飞阳,姚守宇,等. 地方政府债务治理与企业投融资期限错配改善[J]. 管理世界, 2022, 38(11): 71-89.
- [7]黄昊,段康,蔡春. 地方债管理体制改革的与实体经济发展[J]. 数量经济技术经济研究, 2023, 40(2): 48-68.
- [8]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, 57(2): 58-72.
- [9]刘欢,周会洋,侯粲然. 地方政府债务与企业创新[J]. 会计研究, 2020(9): 163-177.
- [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]宋恒,王树昊,李川川. 省以下财政体制改革如何影响企业全要素生产率:来自“财政省直管县”改革的准自然实验[J]. 中国软科学, 2024(1): 175-185.
- [12]崔惠玉,王宝珠,王伟同. 降低增值税税率能够提升企业全要素生产率吗[J]. 会计研究, 2023(2): 133-148.
- [13]祝树金,申志轩,文茜,等. 经济政策不确定性与企业数字化战略:效应与机制[J]. 数量经济技术经济研究, 2023, 40(5): 24-45.
- [14]边志强,唐松林,郭剑锋. 经营环境不确定性与企业创新:基于宏观经济和地方政策双重不确定性视角[J]. 产业经济研究, 2021(4): 85-98.
- [15]张菀洺,杨广钊. 营商环境对民营企业竞争力的影响[J]. 财贸经济, 2022, 43(10): 119-133.
- [16]吴世农,陈韞妍,王建勇. 优化营商环境能够抑制公司违规行为吗?[J]. 财贸研究, 2023, 34(9): 96-110.
- [17]张娆,路继业,姬东骅. 产业政策能否促进企业风险承担?[J]. 会计研究, 2019(7): 3-11.
- [18]闫丽娟,唐少清,严鸿雁. 内部审计水平对国有企业高质量发展的影响研究:基于北京市国有企业控股上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2023(S1): 414-420.
- [19]苏春,刘星. 家族董事席位超额控制会影响企业风险承担吗?[J]. 中国管理科学, 2024(5): 1-13.
- [20]王栋,吴德胜. 股权激励与风险承担:来自中国上市公司的证据[J]. 南开管理评论, 2016, 19(3): 157-167.
- [21]吉富星,阮小丫,潘攀,等. 地方政府债务风险的空间溢出效应及其作用边界研究[J]. 财贸经济, 2024(8): 52-67.
- [22]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, 55(3): 50-64.
- [23]黄贤环,吴秋生,王瑶. 金融资产配置与企业财务风险:“未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J]. 财经研究, 2018(12): 100-112.
- [24]司海平,宋文娟. 地方债务融资、基础设施与产业结构升级[J]. 经济问题探索, 2022(7): 139-149.
- [25]陈勇兵,林雄立,李辉. 简政放权、企业家活动配置与企业产品范围[J]. 世界经济, 2023, 46(10): 145-169.
- [26] HADLOCK CJ, 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.
- [27]郑军,林钟高,彭琳. 高质量的内部控制能增加商业信用融资吗?:基于货币政策变更视角的检验[J]. 会计研究, 2013(6): 62-68+96.
- [28]江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5): 100-120.
- [29] NAKAMURA E, STEINSSON J. Price rigidity: microeconomic evidence and macroeconomic implications[J]. Annual of economics, 2013, 5(1): 133-163.
- [30]储德银,迟淑娴,刘俸奇. 地方政府税收竞争助推了经济发展不平衡吗:基于劳动力流动的视角[J]. 经济学动态, 2023(11): 51-71.
- [31]贾俊雪,梁焯. 地方政府财政收支竞争策略与居民收入分配[J]. 中国工业经济, 2020(11): 5-23.
- [32]王小鲁,胡李鹏,樊纲. 中国分省份市场化指数报告(2021)[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2021:234.

(本文责编:希文)