地方政府债务的挤出效应：基于企业杠杆操纵的证据

饶品贵， 汤 晟， 李晓溪

[摘要] 地方政府债务对微观经济实体的挤出效应是当前制约中国经济迈向高质量发展阶段的长期性、结构性和体制性问题。迫于地方政府债务扩张对信贷资源的挤占，企业有较强的动机通过粉饰真实杠杆率来增强外部融资能力。基于城市层面的政府债务数据，本文研究了地方政府债务对上市公司杠杆操纵行为的影响。结果表明，地方政府债务扩张显著加剧了企业的杠杆操纵程度，可能导致企业存在虚假降杠杆的情况。考虑内生性问题以及进行一系列稳健性检验后结论依然成立，并且地方政府债务对企业杠杆操纵行为的影响在非公开发行债务占比更大、财政分权与财政压力程度更大的样本中体现得更为明显。进一步研究发现，地方政府债务加剧企业杠杆操纵的结果主要见诸于企业融资约束更强、债务结构更依赖银行贷款、预算硬约束和信息不对称更大的样本。经济后果检验表明，面对地方政府债务扩张，杠杆操纵提升了企业信贷融资能力，但也加剧了企业未来债务违约风险。本文的研究不仅从杠杆操纵的视角为地方政府债务的挤出效应提供了新的证据，也为积极稳妥处理地方政府债务风险、防止企业虚假降杠杆提供了有益的政策启示。

[关键词] 地方政府债务； 挤出效应； 降杠杆； 杠杆操纵

[中图分类号]F275 [文献标识码]A [文章编号]1006-480X(2022)01-151-19

一、引言

党的十九大报告提出，要“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。防范化解重大风险是必须打好的三大攻坚战之一，其中关键问题是要积极稳妥处理地方政府债务风险。当前，中国经济面临的主要风险因素之一在于庞大的地方政府债务规模，这是国家经济运行中面临的长期性、结构性和体制性问题。根据《中华人民共和国 2021 年第四条磋商工作人员报告》估计，中国 2020 年预算内广义政府债务规模为 46.25 万亿元，占 GDP 的比重为 44.7%，而这一占比在 2014 年

[收稿日期] 2021-09-16

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“宏观学习效应与企业行为：作用机制与经济后果”（批准号 71872071）；国家自然科学基金青年项目“交易所问询函的监管机制与经济后果”（批准号 71802094）；国家自然科学基金重点项目“数字经济下公司财务决策与资源配置效率研究”（批准号 72132002）。

[作者简介] 饶品贵，暨南大学管理学院教授，博士生导师，管理学博士；汤晟，暨南大学管理学院博士研究生；李晓溪，暨南大学管理学院副教授，管理学博士。通讯作者：李晓溪，电子邮箱：xiaoxili@jnu.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见，当然文责自负。

为38.6%,在2006年仅为16.2%,反映出政府债务逐年扩张态势。① 由于地方政府存量债务不断累积,与之相关的债务风险逐渐升高,地方政府债务用以加强宏观调控、服务实体经济以及促进经济发展的积极作用逐渐减弱,负面效应凸显。宏观层面,过高的地方政府债务累积不仅可能扭曲市场资源配置效率,削弱市场在资源配置中的决定性作用,而且可能引发流动性风险,进而触发系统性的金融风险(毛锐等,2018)。微观层面,地方政府债务扩张可能阻碍实体经济发展,抑制微观经济主体活力,原因在于地方政府债务扩张具有挤出效应,导致企业可获得信贷资源减少,融资困难(Huang et al.,2020)。地方政府债务的宏观负面效应实质是微观层面的负面影响传导以及累积所致,地方政府债务在微观层面的挤出效应不可小觑。因此,厘清并识别地方政府债务微观层面的挤出效应及其潜在影响,不仅对于有效防范地方政府债务负面影响、破解企业"融资难、融资贵"问题具有重要作用,而且也有助于畅通国民经济循环、推动经济高质量发展。

地方政府债务微观层面的挤出效应主要体现在对企业日常生产经营决策以及资源配置效率的扭曲上。已有研究表明,地方政府债务扩张通过挤占金融市场信贷资源,对企业的投资、创新等产生挤出效应(Croce et al.,2019;余海跃和康书隆,2020)。然而,关于地方政府债务挤出效应的路径之一,即引发微观主体的杠杆操纵行为却少有文献涉及。为满足日常经营、投资需求,企业通过金融活动筹集信贷资金,但能否顺利实现外部融资很大程度上取决于企业的外部融资能力。当自身的杠杆率过高,无法达到信贷机构设定的杠杆率要求,企业就有动机进行杠杆操纵来降低杠杆率以获取融资。而地方政府债务融资需求增加,尤其是来源于银行的融资大幅增加时,会严重挤占企业的融资空间,导致企业更难获取融资,从而引发企业更为强烈的杠杆操纵行为。因此,杠杆操纵是企业应对地方政府债务挤出效应的重要方式之一,原因在于杠杆操纵本质上是由融资问题引致。已有研究表明,企业杠杆操纵行为具体可以通过融资租赁设计安排为经营租赁、避免结构化主体入表、隐瞒或有负债等方式将相关负债表外化,或是通过结构化主体投资、债转股等方式避免相关负债在报表中确认,人为地降低账面杠杆率,从而达到增强企业债务融资能力的目的(Spencer and Webb,2015;Feng et al.,2009;Landsman et al.,2008;Mills and Newberry,2005;Scott et al.,2011;许晓芳等,2020)。杠杆操纵使得企业账面杠杆率与实际杠杆率出现背离,产生虚假降杠杆的情况,导致企业的真实杠杆率和资金压力可能远大于账面数据,从而造成隐性债务问题。② 在宏观层面,企业隐性债务的累积不仅增加了国家金融体系的潜在坏账风险甚至引发流动性风险,也会加大宏观经济预测的难度和妨碍宏观政策的精准调控,影响整个经济体系的有序运转。可见,如果地方政府债务扩张加剧了企业杠杆操纵行为,那么,将进一步增加中国资产负债表中的"灰犀牛"事件发生概率,威胁资本市场健康发展和国家经济前景。因此,本文聚焦于地方政府债务扩张对企业杠杆操纵行为的影响,旨在为地方政府债务微观层面的挤出效应提供进一步证据。

从中国的发展现实看,地方政府债务挤出效应可能引发企业的杠杆操纵行为,是因为受到特定的制度诱因的影响。地方政府对金融市场的深度参与是中国金融体系的一个基本特征,对地方金融资源配置的影响举足轻重(刘畅等,2020),原因在于分税制改革之后,地方政府财政收入占比大幅度下降,但随着经济发展,地方政府事务却逐渐增加,这种财权与事权的不匹配使得省级以下地方

① 如果将地方政府融资平台等隐性债务考虑在内,预算内外的广义政府债务规模高达94.9万亿元,占GDP的比重为91.7%。

② 中华人民共和国国家发展和改革委员会等五部门联合出台的《2018年降低企业杠杆率工作要点》指出,"提高财务真实性""防止虚假降杠杆";《2019年降低企业杠杆率工作要点》也提到,规范"资本管理""防止虚假降杠杆",表明企业杠杆操纵问题日趋严峻,引起了监管机构的重视。

政府难以承担各项民生支出，地方政府采取了多种举措来获取资金填补财政缺口（Chari et al.，2020），例如，通过直接设立或担保的融资平台公司、要求银行对融资平台进行大量放贷。依托这些平台，政府债务快速扩张。在国家银行信贷主导社会融资的背景下，地方政府债务资金主要来源于银行贷款渠道①。如图1所示，2009—2013年，银行体系对地方政府信贷规模逐年上升，据统计，整个期间银行体系对地方政府债务贷款总计达到47万亿元，占地方政府债务融资比例为66.27%。相比企业而言，融资平台因为地方政府的隐性担保和兜底保障而在银行信贷融资上处于优势地位（刘畅等，2020），从而对企业的信贷资源配给造成挤出效应（Huang et al.，2020）。面对信贷资源受到地方政府债务挤出的情境，企业通过杠杆操纵来人为地降低账面杠杆率，进而提升融资能力、获取银行信贷资源的动机就会变得异常强烈。由此可见，分税制财政管理体制下地方政府债务扩张可能是长期以来企业杠杆操纵行为的重要制度诱因。

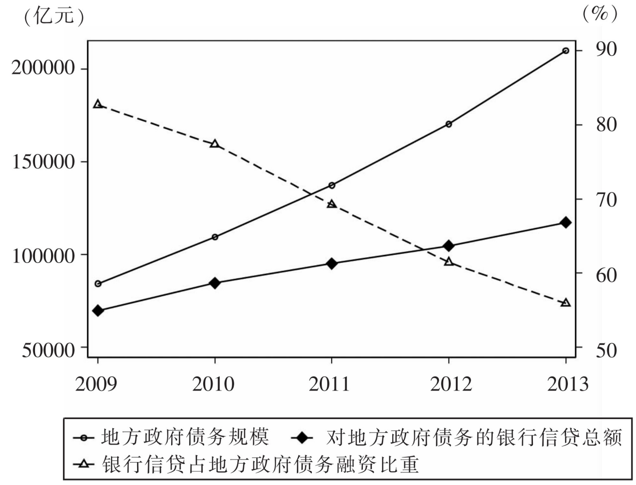

图1 地方政府债务挤占银行信贷资源数额与比例

资料来源：《中华人民共和国2014年第四条磋商工作人员报告》，CEIC数据库。

值得注意的是，在地方政府债务扩张的情境下，企业能否通过杠杆操纵行为影响银行放贷决策与银行对杠杆操纵行为的识别能力密切相关。考虑到地方政府债务扩张对银行信贷资源的挤占削弱了银行对企业的信贷投放，银行可能进行更严格的信用审核程序评估企业资信等级，从而可以更准确和有效地识别出企业的杠杆操纵行为，进而针对这类型企业的贷款申请采取对应的“惩罚”措施，如提高贷款利率等，甚至可能把这类型企业直接排除在放贷对象之外。因此，如果企业预期杠杆操纵行为能够被银行体系有效识别，那么企业进行杠杆操纵将变得毫无收益，甚至可能承担来自银行体系施加的额外成本，企业进行杠杆操纵的意愿由此降低。如此一来，地方政府债务扩张可能难以通过信贷挤出效应，对企业杠杆操纵行为产生显著影响。

以上分析表明，地方政府债务扩张是否影响企业杠杆操纵行为需要严谨的实证分析。本文构建城市层面地方政府债务指标并实证检验两者的关系，研究发现，地方政府债务扩张通过信贷挤出效应，显著加剧了企业杠杆操纵程度。进一步研究发现，地方政府债务的信贷挤出效应主要取决于发行债务类型、地区财政分权和财政压力特征，在非公开发行债务占比更大、财政分权以及财政压力

① 2013年审计署发布的全国政府性债务审计结果显示，银行贷款是政府负有偿还责任债务的主要来源，约占50.76%。类似地，根据Bai et al.(2016)的估算，2009年约有90%的地方基建融资来自银行体系。

程度更大的城市,地方政府债务对企业杠杆操纵行为的影响更为突出。并且,地方政府债务加剧企业杠杆操纵的效应在企业融资约束更强、更依赖于银行贷款、预算软约束程度更小、信息不对称水平更高的样本中更为明显,这为地方政府债务扩张通过信贷挤出效应加剧企业杠杆操纵程度提供了进一步证据支持。最后,经济后果检验表明,地方政府债务扩张时企业杠杆操纵提升了银行信贷资金筹资能力,却也加剧了企业未来债务违约风险。

本文的边际贡献主要体现在:①拓展了地方政府债务微观经济后果方面的研究。已有文献主要集中于宏观层面,研究地方政府债务对区域经济增长、地方金融市场资源配置、影子银行发展等的影响(Chen et al.,2020;毛捷和黄春元,2018),也有少数文献基于微观层面围绕地方政府债务的负外部性探讨其对企业投融资行为的影响(Liang et al.,2017;Huang et al.,2020;余海跃和康书隆,2020)。而本文研究结论表明,地方政府债务微观层面的挤出效应会带来意外且严重的企业杠杆操纵行为,进而导致账面与真实杠杆率的背离,形成隐性负债问题,可能制约经济内生性增长和转型发展,这为地方政府债务在微观层面的挤出效应提供了更为丰富的经验证据。②尽管部分学者探讨了中国地方政府债务扩张与企业融资的关系,发现地方政府债务扩张通过直接或间接影响当地金融机构和企业部门的资源配置,使得企业的融资能力下降和融资环境紧缩,导致微观个体企业的杠杆率在整体上不断下降(Liang et al.,2017;Huang et al.,2020;余海跃和康书隆,2020),但这些文献大多从整体层面研究了地方政府债务扩张对企业账面杠杆率的影响。考虑到杠杆操纵行为会使得企业账面杠杆率与真实杠杆率出现背离,已有研究事实上可能低估了地方政府债务扩张对企业杠杆率的实际影响。另外,企业是否进行杠杆操纵取决于银行能否有效识别这一杠杆操纵行为,如果企业预期杠杆操纵行为能够被银行体系识别,此时杠杆操纵的成本大于收益,企业杠杆操纵的意愿将减弱。因此,本文的研究发现既是情理之中,但也在意料之外。得益于许晓芳等(2020)提出的杠杆操纵度量方法,本文直接分析了地方政府债务扩张对企业杠杆操纵行为的影响。尽管2015年新《预算法》的出台剥离了融资平台的融资职能,但地方政府直接发债也可能产生潜在的挤出效应,本文的研究结论有助于厘清地方政府债务挤出效应的微观机制,更为准确评估地方政府债务挤出效应所可能产生的潜在负面影响。③基于中国特定的制度背景,从分税制财政管理体制下地方政府债务扩张这一新的视角拓展了企业杠杆操纵的影响因素研究。如何有效约束企业杠杆操纵行为,化解企业隐性负债问题是监管部门以及投资者关注的重点,这要求对企业杠杆操纵行为的影响因素进行深入剖析。以往少数文献从政策和监管要求、去杠杆政策压力以及外部融资需求等方面对企业杠杆操纵的动机进行了解释(许晓芳等,2020;许晓芳和陆正飞,2020),但对于更深层次的制度性因素讨论不多,尤其是对于地方政府行为如何影响企业杠杆操纵行为知之甚少。立足于中国地方政府债务扩张这一角度,本文将其与企业杠杆操纵联系起来,利用中国政府的债务制度安排这一制度因素讨论了杠杆操纵的影响因素,这是对现有文献的重要拓展。

二、文献回顾与理论分析

1. 文献回顾

(1)地方政府债务的经济后果。现有文献关于地方政府债务的宏观经济后果主要从经济与金融风险、经济增长两个视角进行研究。经济与金融风险方面,由于地方政府债务的快速扩张源于严重依赖投资的经济增长模式,具有顺周期性。当经济呈现下行趋势时,地方政府债务扩张将滋生信用风险,并传导至金融部门,极易演化成系统性金融风险,对宏观经济造成严重冲击(毛锐等,2018)。经济增长方面,吕健(2015)发现,地方政府债务扩张可以通过承担地方政府事权、推动基础设施建

设等渠道吸引工业投资,进而促进经济增长。不同的是,毛捷和黄春元(2018)发现,地方政府债务与经济增长之间存在非线性关系,当地方政府债务规模未达到特定阈值时,地方政府债务扩张可以有效解决地方政府财力不足的问题,通过各项民生支出来促进经济增长。一旦地方政府债务规模超过特定阈值时,地方政府债务会扭曲金融市场资源配置效率和经济结构,进而抑制地区经济增长。

微观层面的经济后果,已有文献也做了一些研究。具体地,Greenwood et al.(2010)发现,当政府发行更多短期债务时,企业倾向选择发行更多的长期债务来填补由此产生的市场流动性缺口。Demirci et al.(2019)发现,政府债务供给的增加会减少投资者对企业的债务需求,从而影响了企业融资决策。进一步地,Croce et al.(2019)发现,政府债务供给的增加会提高企业的股权成本,特别是对于创新型企业而言,更高的政府公共债务会导致企业有形资产和无形资产投资的同步减少,导致生产率降低。不同于美国等西方国家政府债务主要由政府主体通过市政债券发行或是资本市场融资驱动,融资渠道呈现出多元化特征(Mian et al.,2020),中国政府债务的高速增长主要是由地方政府融资平台向银行体系借贷来驱动。基于中国制度背景,地方政府债务扩张对间接融资方式的依赖更有可能对其他融资主体产生消极的外部影响。例如,刘畅等(2020)发现,地方融资平台的成立挤出了中小企业所能获得的来自县域内国有大型商业银行的贷款数目。Huang et al.(2020)、余海跃和康书隆(2020)也发现,地方政府债务融资减少了银行对当地企业的信贷供给,挤出了私营企业的投资。

(2)杠杆操纵行为。目前的研究多数从单一形式的角度研究某项准则发布或是会计处理方法对企业账面杠杆率的影响。例如,已有文献发现,企业会利用包括经营租赁、避免并表、资产证券化等手段在内的表外负债方式以及包括结构化主体投资、混合型债务、可转换债券等手段在内的名股实债方式降低企业杠杆水平 (Spencer and Webb,2015;Feng et al.,2009;Landsman et al.,2008; Mills and Newberry,2005;Scott et al.,2011;许晓芳和陆正飞,2020)。许晓芳等(2020)界定了杠杆操纵概念,并从整体角度测度了企业杠杆操纵程度,发现中国上市公司的确存在杠杆操纵行为,政策和监管要求、去杠杆压力以及外部融资需求是企业杠杆操纵的三个主要诱因,其核心还是融资问题。

考虑到企业杠杆操纵行为与信贷环境密切相关,且地方政府债务对企业融资行为的影响是长期以来分税制下地方政府债务扩张的一个显著外部性特征,有必要将分税制下地方政府债务扩张作为一种制度诱因进行研究,这不仅有助于厘清地方政府债务挤出效应的微观机制,亦有助于为有效防范企业虚假降杠杆、化解企业隐性负债问题提供政策参考。

2. 研究假说

分税制改革以来,地方政府面临的财政压力促使其采取了包括设立一系列地方政府融资平台公司在内的多种方式,作为地方政府债务的变相载体,以承担政府投资项目融资功能(曹光宇等,2020)。借助于融资平台公司,地方政府可以通过发行公司债券、银行贷款等多种融资渠道举借债务,以满足投资项目运转所需的大量外部资金需求。其中,银行贷款是地方政府获得外部资金支持的最主要方式(Bai et al.,2016)。由于中国信贷市场地理分割现象严重,信贷资源跨区域流动有限,地方政府的债务融资需求会引起地方政府融资平台与企业在竞争性金融市场对有限信贷资源的争夺,导致银行体系信贷资金的再分配(Huang et al.,2020;张路,2020)。当银行体系的贷款供给无法同时满足企业和地方政府融资平台信贷资金需求时,银行的最优决策是通过信贷配给来分配信贷(Stiglitz and Weiss,1981)。然而,与其他融资主体相比,融资平台在地方政府划拨土地使用权、国有企业股权等资产注入措施的支持下,拥有更充足和优质的抵押品,并同时受到地方政府的财政扶持与隐性担保,具有天然的融资竞争优势(刘畅等,2020)。因此,在信贷资金一定的情况下,银行体系

就可能以牺牲对企业贷款为代价(Becker and Ivashina,2018),将信贷资金从私营部门重新分配给公共部门(Chari et al.,2020),这直接形成了地方政府债务对其他融资主体信贷资源的挤占。

与此同时,地方政府债务扩张也可能通过融资竞争提高银行对一般企业的信贷标准,间接挤出相应企业信贷资源。地方政府债务扩张削弱了银行体系对企业的信贷投放,在信贷资金紧张时,面对信贷市场诸多企业的贷款申请,银行很可能提高信贷标准,优先将信贷资金配置给违约风险更低的企业。其中,账面杠杆率是影响银行信贷决策的关键指标。具体而言,银行作为债权人的回报取决于债务人收益分配的下行区域,相比于债务人业绩的上行潜力,银行更加关注债务人的下行风险(Watts,2003),尤其是与企业偿债能力和未来债务违约风险相挂钩的账面杠杆率指标(苟琴和黄益平,2014)。因此,在大量银行信贷资金流向地方政府融资平台造成的信贷配给约束下,银行体系更可能对企业账面杠杆率指标作出更严格限定,收紧对违约风险更高的借款企业信贷,这间接挤出了账面杠杆率较高企业的信贷资源。

在地方政府债务扩张导致的银行信贷资源挤出和银行信贷标准提高情境下,企业与地方政府融资平台之间、企业与企业之间对银行信贷的需求竞争持续加剧。由此,企业有动机进行杠杆操纵以应对这一被动局面。一方面,企业倾向于通过杠杆操纵手段以应对地方政府债务挤占银行体系信贷资源的情形,抵消其在与地方政府融资平台之间关于银行信贷资金需求竞争中弱势地位带来的影响。具体而言,地方政府债务扩张导致的银行体系对企业信贷收紧提高了企业融资难度,对企业日常生产经营活动造成了冲击。Acharya et al.(2018)发现,信贷供给的减少不利于企业投资与销售增长。为应对地方政府债务扩张对信贷获取能力和业绩的负面影响,企业有动机降低财务杠杆,以增强表内融资能力,争取更多的信贷资源。然而,企业在短期之内难以通过减少负债或是增加权益资本的方式进行实质性去杠杆,相应付出的代价也较高(许晓芳和陆正飞,2020)。与之相比,企业通过表外负债、名股实债等杠杆操纵行为来掩盖真实杠杆率在短期内更具有可操作性和可行性,这种方式短期内不会严重影响企业运转,有助于企业在地方政府债务扩张导致的与地方政府融资平台之间的银行信贷资金需求竞争中弥补融资劣势。另一方面,企业也倾向于通过杠杆操纵手段以应对地方政府债务扩张导致的银行体系对企业信贷标准提高的情形,以建立在信贷资金需求竞争中的优势地位。从收益端看,鉴于在国家银行信贷为主导的金融体系中,银行贷款渠道是企业外部资金的主要来源,这一间接融资主导模式决定了银行信贷对企业融资决策的重要影响。企业利用杠杆操纵可以有效隐藏真实杠杆水平,改善融资能力(Landsman et al.,2008),从而满足银行体系信贷标准,达到维持银行信贷额度和获取银行信贷资金的目的。

事实上,在地方政府债务扩张的情境下,银行能否识别企业杠杆操纵成为影响企业杠杆操纵动机的关键因素。一方面,地方政府债务扩张对银行信贷资源的挤占可能使得银行提高对企业会计信息质量筛选和鉴别的努力,原因在于在信贷资金更为有限的情况下,银行可能有更多的精力通过尽职调查等行为判断企业的真实财务状况。因此,银行就可能识别出企业与杠杆操纵有关的行为,并针对这类杠杆操纵型企业设定更为严格的债务契约条款,甚至拒绝向其提供贷款。已有文献也表明,债务契约的签订和严格程度取决于企业的会计信息质量,银行不仅会提高对企业信息质量更低企业的贷款利率,而且对该类型企业还款期限要求也更为严格(Bharath et al.,2008)。另一方面,由于地方政府债务扩张使得银行信贷资金更高比例地投放到地方政府融资平台公司,银行体系对其他借款企业真实财务状况信息的调查动机和努力程度可能减弱,从而可能无法有效识别企业的杠杆操纵行为,原因在于地方政府融资平台公司受到地方政府财政扶持和隐性担保,银行贷款发生违约风险的概率较低,使得银行整体不良贷款率由此下降。相应地,银行对其他企业贷款的风险容忍

度可能上升,导致银行更不愿意付出成本和努力去调查借款企业的真实财务状况。因此,虽然银行可投向借款企业的信贷资源减少了,面对信贷市场诸多企业的贷款申请,银行很可能只是提高信贷标准,以减少鉴别和筛选成本,放贷决策将主要依赖于借款企业的财务报表会计信息,从而倾向于选择放贷给账面杠杆率较低的企业。

关于银行体系能否有效识别企业杠杆操纵等机会主义行为,以往文献指出,美国的银行可以有效识别企业的会计信息质量,并对会计信息质量较差的企业进行"惩罚"(Bharath et al.,2008)。但基于中国制度背景,已有研究表明,由于商业银行对企业真实财务状况尽职调查动机不足,企业虚假降杠杆式的行为会损害会计信息的债务契约有用性,能够误导银行体系信贷决策(陆正飞等,2008;邓路等,2019)。由此可见,在地方政府债务扩张的情境之下,考虑到银行整体不良贷款率因其将信贷资金更多地流向地方政府融资平台公司而下降,银行对其他借款企业贷款的风险容忍度相应上升,在鉴别企业真实财务状况方面愿意付出努力的程度也相应下降,银行信贷标准的提高由此更可能仅是对企业账面杠杆率要求的提高,代表银行会更多地依据企业的"硬信息"进行决策,以减少鉴别和筛选成本。如此一来,银行将难以有效识别企业杠杆操纵行为。

一旦企业预期到银行无法有效识别其杠杆操纵行为,企业杠杆操纵的意愿便会增强。原因在于企业进行杠杆操纵的收益将远大于成本,虽然杠杆操纵增加了企业信息披露违法违规的潜在风险,但与违法违规成本相比①,企业通过杠杆操纵来避免银行"断贷、抽贷、停贷"发生所产生的收益更大。因此,权衡收益成本,虚假降杠杆式的杠杆操纵行为可能成为企业应对当下融资困境的一个选项。

综上所述,地方政府债务扩张的信贷挤出效应,造成了银行贷款结构向地方政府融资平台的转移,致使企业面临更为狭小的信贷投放空间和更为紧缩的信贷条件。因此,受到银行贷方转移以及银行信贷标准提高影响,企业倾向于通过杠杆操纵,来虚假降低账面杠杆率、增强表内融资能力,以在银行信贷资金的需求竞争中弥补弱势或是建立优势。由此,本文提出:

假说:地方政府债务规模越大,当地企业杠杆操纵程度越强。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文选取2006—2015年中国A股上市公司数据作为研究样本。考虑到2006年之前地方政府融资平台发行债券数量较少,参照曹婧等(2019)、Huang et al.(2020),本文选择2006年作为样本初始期,而2015年之后新《预算法》等文件的出台剥离了融资平台公司的政府融资职能,且财政部地方政府债券置换存量债务额度政策是以省一级行政区为基础实施,各城市之间融资平台债务被置换的规模与比例难以通过公开途径获取②,因此,为保证数据严谨性和结果可靠性,本文选定2015年作为样本终止期。本文参照许晓芳等(2020),按照以下过程筛选样本:①剔除金融类公司;②剔除主要研究变量缺失样本。最终公司—年份观测值为13940个。③ 另外,本文对城市层面、公司层面的数据进行上下1%的缩尾处理。

公司财务数据来源于CSMAR数据库,地方政府债务数据来自CNRDS和WIND数据库,具体

① 2020年3月新《证券法》实施前,按照原《证券法》的规定,对上市公司信息披露义务人违法违规行为的罚款上限仅为60万元,对相关责任人员的罚款上限仅为30万元。

② 据WIND数据库统计,截至2018年底,已有12.2万亿元存量债务通过地方政府发行债券的形式予以置换,占2014年底通过银行贷款、融资平台等非债券方式举措的存量债务比重约85%。

③ 样本筛选过程及相关分布情况参见《中国工业经济》网站(http://ciejournal.ajcass.org)附件。

地，根据融资平台公司发行城投债需披露当年以及（至少）前三年财务报表数据的要求，本文从CNRDS数据库中获取发行过城投债的融资平台公司资产负债表数据①。进一步，与WIND数据库所披露融资平台公司资产负债表数据进行对比，据此补充3448条融资平台公司—年份观测值。城市层面的宏观经济数据来自CSMAR数据库以及历年《中国城市统计年鉴》。

2. 关键变量定义

（1）杠杆操纵。本文参考许晓芳等（2020）提出的XLT-LEVM测算方法，对中国上市公司杠杆操纵程度采用下述式（1）进行衡量：

$$LEVM_{i,t}=\frac{DEBTB\_TOTAL_{i,t}+DEBT\_OB_{i,t}+DEBT\_NSRD_{i,t}}{ASSETB\_TOTAL_{i,t}+DEBT\_OB_{i,t}}-LEVB_{i,t} \tag{1}$$

其中，$LEVM_{i,t}$为企业杠杆操纵程度，$DEBTB_TOTAL_{i,t}$为企业账面负债总额，$DEBT_OB_{i,t}$为企业表外负债总额，$DEBT_NSRD_{i,t}$为企业名股实债总额，$ASSETB_TOTAL_{i,t}$为企业账面资产总额，$LEVB_{i,t}$为企业账面杠杆率。②

（2）地方政府债务规模。本文参照Huang et al.（2020），采用地方政府融资平台公司带息债务余额与GDP之比来测度地方政府债务规模③。融资平台公司带息债务余额是融资平台公司资产负债表数据中短期借款、应付账款、应付票据、短期应付债券、长期借款、应付债券、一年内到期的非流动负债的合计。具体地，本文按照城市和年份对所有地方政府融资平台的带息债务余额进行加总，并以当地的GDP进行标准化后，得出城市层面的地方政府债务规模。

3. 模型设计

参照Huang et al.（2020）、余海跃和康书隆（2020），本文构建如下模型以检验地方政府债务与企业杠杆操纵之间的关系：

$$LEVM_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1 DEBT_{c,t}+\delta'X+\beta'Z+\gamma_i+\varphi_t+\varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

其中，下标i为企业，c为地区，t为年度。被解释变量$LEVM_{i,t}$表示企业杠杆操纵程度，解释变量$DEBT_{c,t}$表示企业所在城市的地方政府债务规模占GDP比例，X和Z分别表示企业和地区层面控制变量。γ_i为公司固定效应，用以控制不同公司间的固有差异。φ_t为年份固定效应，用以控制随时间变化不可观测因素对企业杠杆操纵的影响。根据前文所述，如果地方政府债务扩张加剧了企业杠杆操纵的动机，则预期模型中α_1显著为正。

参考许晓芳等（2020），本文控制了包括产权性质（*SOE*）、公司规模（*SIZE*）、资产负债率（*LEV*）、总资产收益率（*ROA*）、公司成长性（*GROWTH*）、独立董事比例（*INDC*）、第一大股东持股比例（*FIRST*）在内的公司层面控制变量，以剔除企业特征上的异质性因素对杠杆操纵程度的影响。进一步地，考虑到地方政府债务规模可能具有很强的地域性特点，受到地区经济、人口等一系列因素影响，参考刘畅等（2020），本文加入城市层面相关变量以控制地区层面经济、人口等的影响，包括：GDP增长率

① 需要说明的是，曹婧等（2019）发现，WIND城投债数据存在大量遗漏地方融资平台债券发行信息、城投债发行信息重复计算等问题。因此，本文选择CNRDS债券数据作为基础数据，并核对发现CNRDS债券数据准确性和完整性较高，不存在上述WIND数据库所存在的问题。

② 表外负债总额（$DEBT\_OB_{i,t}$）和名股实债总额（$DEBT\_NSRD_{i,t}$）的具体估计过程详见《中国工业经济》网站（http://ciejournal.ajcass.org）附件。

③ 如Huang et al.（2020）所指出，该种办法为估算地方政府债务提供了一个比单纯使用城投债发行规模估算而言更为准确、更为全面的下限，从而不会因为数据问题而得出偏误结论。

(*GDPG*)、人均 GDP 对数(*LAGDP*)、地区第二产业占 GDP 比重(*SECONDI*)、人口自然增长率(*POPG*)。[①] 另外,参考 Huang et al.(2020),本文对回归系数的标准误在城市—年份层面进行聚类调整。

四、实证结果分析

1. 描述性统计

根据表1 Panel A 企业层面主要变量的描述性统计结果,样本中企业杠杆操纵程度(*LEVM*)的均值为0.11。根据 Panel B 城市层面变量的描述性统计结果,样本期内地方政府债务规模(*DEBT*)的均值为0.13,表明地方政府债务占 GDP 比重为12.81%,标准差为0.20,表明不同地区之间地方政府债务规模差异较大。

表1 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	25%分位	中位数	75%分位	最大值
Panel A:企业层面								
LEVM	13940	0.1115	0.1271	0.0000	0.0000	0.0686	0.1825	0.5472
SOE	13940	0.5072	0.5000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
SIZE	13940	22.0288	1.2565	19.5850	21.1331	21.8624	22.7480	25.8743
LEV	13940	0.4969	0.1930	0.1011	0.3490	0.4985	0.6433	0.9107
ROA	13940	0.0345	0.0579	−0.1813	0.0086	0.0323	0.0636	0.1945
GROWTH	13940	0.2051	0.5252	−0.5582	−0.0268	0.1160	0.2873	3.7410
INDC	13940	0.3686	0.0521	0.2941	0.3333	0.3333	0.4000	0.5714
FIRST	13940	0.3590	0.1524	0.0887	0.2373	0.3403	0.4695	0.7584
Panel B:城市层面								
DEBT	1989	0.1281	0.1975	0.0000	0.0169	0.0544	0.1394	1.1046
GDPG	1989	0.1401	0.0752	−0.1109	0.0875	0.1406	0.1947	0.3383
LAGDP	1989	10.4276	0.7609	8.8264	9.9050	10.3696	10.9124	12.3901
SECONDI	1989	0.5069	0.0960	0.2276	0.4491	0.5120	0.5696	0.7450
POPG	1989	0.0593	0.0483	−0.0472	0.0288	0.0543	0.0847	0.2130

2. 基准回归

为检验地方政府债务扩张与企业杠杆操纵的关系,本文根据式(2)对全样本进行回归,结果如表2所示。其中,第(1)列是在控制公司、年份固定效应的情况下,未加入控制变量的结果,此时,*DEBT* 的系数为0.03,在1%水平上显著为正。第(2)列则进一步加入了控制变量,*DEBT* 的系数为0.04,同样在1%水平上显著为正。经济意义上,地方政府债务规模占 GDP 比重每增加一个单位,当地企业的杠杆操纵程度将上升3.73%。整体而言,基准回归结果表明,地方政府债务规模越大,企业杠杆操纵程度越高,本文的假说得以验证。

① 关于变量定义的详细说明参见《中国工业经济》网站(http://ciejournal.ajcass.org)附件。

表 2　　地方政府债务对企业杠杆操纵的影响

	(1)	(2)
	LEVM	*LEVM*
DEBT	0.0261***	0.0373***
	(2.8843)	(4.0413)
控制变量	否	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	13940	13940
调整 R^2	0.5913	0.6217

注:括号中为经过城市—年份层面聚类、异方差调整的 t 值;***、**、* 分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。以下各表同。

3. 内生性检验

尽管对于微观企业而言,地方政府债务扩张几乎为外生,然而难以穷举全部影响因素,依旧可能存在遗漏变量等内生性问题。因此, 为缓解可能存在的内生性问题, 本文借鉴 Demirci et al.(2019)、余海跃和康书隆(2020)的做法,选取城市公共财政支出中的人均医疗卫生和计划生育支出(*Med_Expand*)作为地方政府债务的工具变量,采用工具变量进行检验。

表 3 第(1)列报告相应的工具变量第一阶段回归结果,*Med_Expand* 的系数在 1%的水平上显著为正,表明人均医疗卫生和计划生育支出越多的城市,地方政府债务规模越大。第(2)列报告了工具变量第二阶段的回归结果,结果显示,采用工具变量估计的 *DEBT* 的系数依然显著为正,与基准回归结果一致。可见,在控制了潜在的内生性后,本文的结果是稳健的。

表 3　　内生性检验

	(1)	(2)
	工具变量第一阶段回归	工具变量第二阶段回归
	DEBT	*LEVM*
Med_Expand	0.0001***	
	(2.7676)	
DEBT		0.1463***
		(2.8102)
控制变量	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
Cragg-Donald Wald F 值	418.642	-
样本数	12421	12421
调整 R^2	0.9399	-

注:鉴于部分地级市—年份观测值缺失 *Med_Expand* 值,第(1)、(2)列观测少于全样本。

五、进一步分析

1. 异质性分析

(1)地方政府融资平台债务类型的影响。地方政府融资平台债务既包括以城投债券为主,通过

交易所和银行间市场面向全国金融市场进行债券融资的公开发行债务，也包括以银行贷款为主，依赖地区内商业银行进行贷款融资的非公开债务（余海跃和康书隆，2020）。如前文所述，如果地方政府债务通过挤出银行对企业贷款而加剧企业杠杆操纵行为，那么可以预期的是地方政府融资平台非公开发行债务更会加剧地方政府债务扩张对企业杠杆操纵的影响。本文对上述推测进行了检验，将城市层面地方政府融资平台累计有息债务与城投债余额之差除以地方政府融资平台累计有息债务，得到非公开发行债务占地方政府融资平台累计有息债务的比值（*NBONDS*），并根据其样本地区年度中位数，构造非公开发行债务占比哑变量（*D_NBONDS*），若 *NBONDS* 大于样本地区年度中位数，则 *D_NBONDS* 取值为 1，否则为 0。在此基础上，本文将分组变量 *Group*（*D_NBONDS*）以及其与 *DEBT* 的交乘项加入式（2）中进行回归分析。

表 4 第（1）列报告了地方政府融资平台债务类型影响的回归结果，结果表明，*DEBT*×*D_NBONDS* 的系数在 10%的水平上显著为正，表明地方政府债务对企业杠杆操纵的影响在非公开发行债务比例更高的城市中更为显著。

（2）财政分权与财政压力的影响。如前文所述，如果分税制改革带来的地方政府债务扩张是企业杠杆操纵行为的制度诱因，那么，鉴于在财政分权和财政压力程度更大城市中，地区间金融资源的配置扭曲程度更大，对企业的信贷挤出效应更强，可以预期的是地方政府债务对企业杠杆操纵的作用在财政分权程度更大和财政压力更大的城市中更为显著。为了对上述推测进行检验，本文参照詹新宇和刘文彬（2020），从财政收入分权的视角衡量城市层面的财政分权程度（*FD*），*FD*=人均市级财政收入/（人均市级财政收入+人均省级财政收入+人均中央财政收入），*FD* 值越大，代表城市财政分权程度越大。进一步地，构造财政分权分组哑变量（*D_FD*），若 *FD* 高于其样本地区年度中位数，则 *D_FD* 取值为 1，否则为 0。同样地，参照祝继高等（2020）的做法，本文构造了城市层面的财政压力变量（*DEF*），*DEF*=（地方财政内预算支出-地方财政内预算收入）/地方财政内预算收入，*DEF* 值越大，代表城市财政压力程度越大。进一步地，构造财政压力分组哑变量（*D_DEF*），若 *DEF* 大于样本地区年度中位数，则 *D_DEF* 取值为 1，否则为 0。在此基础上，本文将分组变量 *Group*（*D_FD*、*D_DEF*）以及其与 *DEBT* 的交乘项加入式（2）中进行回归分析。

表 4 第（2）、（3）列显示，交乘项 *DEBT*×*D_FD*、*DEBT*×*D_DEF* 的系数分别在 1%、10%的水平上显著为正，表明地方政府债务对企业杠杆操纵的作用在财政分权程度更大和财政压力更大的城市中更为显著。

（3）融资约束与债务结构的影响。企业的融资约束状况和债务结构直接影响了企业在面临地方政府债务信贷挤出情形下进行杠杆操纵的意愿。根据前文理论分析，地方政府债务的挤出效应会致使企业面临更为紧缩的融资环境。如果企业同时面临融资约束等问题或是依赖于银行贷款获取资金，那么企业通过杠杆操纵来满足外部筹资需求的动机将更强烈。为验证上述推测，本文采用如下指标来衡量企业的融资约束状况：①参考 Kaplan and Zingales（1997），采用 KZ 指数，KZ 指数值越大，代表企业面临的融资约束程度越高。若 KZ 指数高于样本年度中值，则 *D_KZ* 取值为 1，否则为 0；②鉴于产业政策的实施通常伴随着信贷干预，银行向受产业政策支持企业的贷款意愿增强，从而可以改善企业融资约束状况。参考祝继高等（2015），本文构造了产业政策支持变量（*IND_P*），当样本公司所在行业受到重点产业政策支持时，*IND_P* 取值为 1，否则为 0。同样地，本文采用企业短期借款及长期借款之和与负债合计的比值（*BORROW*）来衡量企业的债务结构，代表企业对银行贷款的依赖程度，并由此构造企业债务结构分组哑变量（*D_BORROW*），若 *BORROW* 高于样本年度中值，取值为 1，否则为 0。进一步，本文将分组变量 *Group*（*D_KZ*、*IND_P*、*D_BORROW*）以及其与 *DEBT*

表 4　　地方政府融资平台类型、财政分权和财政压力的影响

	(1)	(2)	(3)
	LEVM	*LEVM*	*LEVM*
	Group=D_NBONDS	*Group=D_FD*	*Group=D_DEF*
DEBT	0.0335***	-0.0057	0.0379***
	(3.0542)	(-0.3431)	(4.0766)
DEBT×Group	0.0132*	0.0453***	0.0157*
	(1.8496)	(2.8914)	(1.7914)
Group	-0.0041	-0.0037	-0.0153***
	(-1.5995)	(-0.5313)	(-2.7953)
控制变量	是	是	是
公司固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
样本数	13347	13940	13940
调整 R^2	0.6302	0.6218	0.6218

注:考虑到检验地方政府融资平台债务类型的异质性影响需要建立在城市存在地方政府城投债的基础上,第(1)列剔除了城市—年份层面城投债余额与地方融资平台累计有息债务同时为 0 的样本。

的交乘项加入式(2)中进行回归分析。

表 5 第(1)—(3)列报告了企业融资约束与债务结构影响的回归结果,结果表明,*DEBT×D_KZ* 与 *DEBT×D_BORROW* 的系数在 5%或以下水平上显著为正,*DEBT×IND_P* 的系数在 10%水平上显著为负,这表明地方政府债务对企业杠杆操纵的影响在融资约束程度更高、更依赖于银行贷款的企业中更为显著。

表 5　　融资约束与债务结构的影响

	(1)	(2)	(3)
	LEVM	*LEVM*	*LEVM*
	Group=D_KZ	*Group=IND_P*	*Group=D_BORROW*
DEBT	0.0302***	0.0399***	0.0270***
	(3.0122)	(4.2396)	(2.6209)
DEBT×Group	0.0131**	-0.0164*	0.0233***
	(2.0629)	(-1.8270)	(2.9225)
Group	-0.0122***	0.0007	-0.0309***
	(-4.5712)	(0.1846)	(-9.4508)
控制变量	是	是	是
公司固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
样本数	13549	13940	13940
调整 R^2	0.6283	0.6218	0.6267

注:鉴于部分观测值缺失 KZ 指数,第(1)列观测值少于全样本。

(4)预算软约束的影响。考虑到银行对预算软约束企业的贷款更加宽松,预算软约束企业在信贷资源的获取上处于优势地位,可以预期相比于预算软约束企业,地方政府债务扩张更可能挤出预算硬约束企业的信贷,从而对预算硬约束企业杠杆操纵的影响更大。为检验该推测,参照盛明泉等

(2012),本文采用如下两个指标衡量企业预算软约束:①产权性质(*SOE*),将国有企业视为“预算软约束组”,将民营企业视为“预算硬约束组”;②预算软约束(*SBC*),*SBC* 值由当年企业利息支出除以年初负债总额的比例减去该比例的行业平均值计算得出。*SBC* 值越大,代表企业预算软约束程度越低。在此基础上,本文构造了预算软约束分组哑变量(*D_SBC*),若 *SBC* 高于样本年度中值,取值为 1,表示“预算硬约束”组,否则为 0。进一步,本文将分组变量 *Group*(*SOE*、*D_SBC*)以及其与 *DEBT* 的交乘项加入式(2)中进行回归分析。

表 6 第(1)、(2)列显示,交乘项 *DEBT×SOE* 的系数在 5%的水平上显著为负,而 *DEBT×D_SBC* 的系数在 5%的水平上显著为正,表明地方政府债务对企业杠杆操纵的作用在预算硬约束的企业中更为显著。

(5)信息不对称的影响。银行将其紧张的信贷资金贷款给信息不对称程度高的企业会使其承受更大的风险,资产发生损失概率以及不良贷款率也更可能上升(Agarwal and Hauswald, 2010)。因此可以预期,相比于信息不对称程度更低的企业而言,地方政府债务扩张对信息不对称程度更高的企业杠杆操纵行为影响更大。为验证该推测,本文采用银行关联(*BC*)指标衡量企业与银行之间的信息不对称程度。具体地,参照祝继高等(2015),本文根据企业的董事目前或曾经任职于商业银行来定义企业存在银行关联,若企业存在银行关联,则 *BC* 取值为 1,否则为 0。进一步,本文将分组变量 *Group*(*BC*)以及其与 *DEBT* 的交乘项加入式(2)中进行回归分析。

表 6 第(3)列显示,交乘项 *DEBT×BC* 的系数在 1%的水平上显著为负,表明地方政府债务对企业杠杆操纵的作用在信息不对称程度更高的企业中更为显著。

表 6　　预算软约束与信息不对称的影响

	(1)	(2)	(3)
	LEVM	*LEVM*	*LEVM*
	Group=SOE	*Group=D_SBC*	*Group=BC*
DEBT	0.0569***	0.0284***	0.0445***
	(4.1895)	(2.9026)	(4.5954)
DEBT×Group	−0.0297**	0.0172**	−0.0209***
	(−2.1755)	(2.1849)	(−2.9089)
Group	0.0177**	0.0132***	0.0070**
	(2.4048)	(3.9873)	(2.0679)
控制变量	是	是	是
公司固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
样本数	13940	13940	13940
调整 R^2	0.6219	0.6243	0.6219

2. 经济后果检验

(1)地方政府债务对企业杠杆操纵与银行贷款关系的影响。根据前文研究假说,企业可以通过表外负债、名股实债等杠杆操纵手段来掩盖账面杠杆率,用以应对地方政府债务对企业信贷挤出效应影响,达到粉饰优化资产负债表、增强外部融资能力,进而获取更多银行信贷资金的目的。为检验上述逻辑,本文借鉴 Kim et al.(2021),通过估计如下两阶段模型,来识别地方政府债务扩张导致的企业杠杆操纵变化对企业未来一年银行贷款变化的实际影响, 对此的检验也能进一步为本文的研

究假设提供证据支持。

具体地,在第一阶段,本文将基准回归模型转换成如下差分模型,由第一阶段回归模型估计的因变量 $\Delta LEVM_{i,t}$ 的拟合值反映地方政府债务扩张对企业杠杆操纵变化的影响:

$$\Delta LEVM_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1\Delta DEBT_{c,t}+\delta'\Delta X+\beta'\Delta Z+\gamma_i+\varphi_t+\varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

进一步,在第二阶段,通过构建式(4),本文检验了因地方政府债务扩张导致的企业杠杆操纵变化对企业未来一年银行贷款变化的影响:

$$\Delta LOAN_{i,t+1}=\alpha_0+\alpha_1\Delta\widehat{LEVM}_{i,t}+\delta'X+\beta'Z+\gamma_i+\varphi_t+\varepsilon_{i,t} \tag{4}$$

其中,因变量 $\Delta LOAN_{i,t+1}$ 是变量 $LOAN_{i,t+1}$ 与 $LOAN_{i,t}$ 的差值,$LOAN_{i,t}$ 是企业短期借款、长期借款以及一年内到期的非流动负债之和占期初资产总额的比值。自变量是第一阶段回归模型估计的 $\Delta LEVM_{i,t}$ 的拟合值。

表 7 第(1)列汇报了第二阶段的回归结果,结果显示,$\Delta\widehat{LEVM}_{i,t}$ 的系数在 1%的水平上显著为正,表明地方政府债务扩张导致的企业杠杆操纵加剧显著增加了企业未来一年所能够获得的银行贷款数量。

(2)地方政府债务对企业杠杆操纵与未来债务违约风险的影响。进一步,考虑到企业杠杆操纵行为的实质是虚假降低杠杆率,企业真实杠杆率并不会从而得以改善,由此,企业可以通过杠杆操纵来增强外部融资能力以应对地方政府债务扩张对银行信贷资源的占用情况,但是正如“按下葫芦浮起瓢”,杠杆操纵会增加企业未来偿付银行贷款本金和利息的压力,从而累积企业债务违约风险。为检验上述逻辑,本文借鉴 Kim et al.(2021),通过估计两阶段模型,来识别地方政府债务扩张导致的企业杠杆操纵变化对企业未来违约风险的实际影响。

具体地,本文在式(3)的基础上,通过如下模型,检验因地方政府债务扩张导致的企业杠杆操纵变化对企业未来债务违约风险的影响:

$$\Delta CRisk_{i,t+1}=\alpha_0+\alpha_1\Delta\widehat{LEVM}_{i,t}+\delta'X+\beta'Z+\gamma_i+\varphi_t+\varepsilon_{i,t} \tag{5}$$

其中,因变量为企业 t+1 年债务违约风险变化变量 $\Delta CRisk_{i,t+1}$。具体地,参照 Bharath et al.(2008),采用财务指数 Z 模型计算 *ZScore* 值,*ZScore* 值越低,代表企业债务风险越高。为了方便理解,*CRisk* 用 *ZScore* 值的相反数进行衡量。

表 7 第(2)列汇报了式(5)的回归结果,结果显示,$\Delta\widehat{LEVM}_{i,t}$ 的系数在 10%的水平上显著为正,表明地方政府债务扩张导致的企业杠杆操纵加剧显著增加了企业未来债务违约风险。

表 7　　　　经济后果检验

	(1)	(2)
	$\Delta LOAN_{t+1}$	$\Delta CRisk_{t+1}$
$\Delta\widehat{LEVM}_{i,t}$	0.8617***	2.5883*
	(15.0183)	(1.8240)
控制变量	是	是
公司固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	10759	10466
调整 R^2	0.1084	0.1964

3. 稳健性检验

(1)采用地方政府债务规模变动指标作为解释变量。考虑到地方政府债务规模($DEBT$)变量是一个存量概念,本文采用地方政府债务规模变动指标(ΔLGD)作为替代解释变量,并将式(2)因变量和控制变量进行差分处理之后重新回归。ΔLGD 是企业所在城市当年地方政府融资平台公司带息债务余额与上年地方政府融资平台公司带息债务余额的差值占当年 GDP 的比重。表 8 第(1)列报告了相应回归结果,回归结果显示,ΔLGD 的系数在 5%的水平上显著为正,与基准结果一致。

(2)滞后一期处理。考虑到地方政府债务扩张对企业杠杆操纵行为的影响可能存在时间滞后性,本文将式(2)自变量以及控制变量滞后一期后进行重新回归,表 8 第(2)列报告了相应的回归结果。回归结果显示,$DEBT_{t-1}$ 的系数在 1%的水平上显著为正,与基准回归结果保持一致。

(3)采用地方政府融资平台累计成立数量作为解释变量。为避免地方政府债务($DEBT$)变量可能存在的测量偏差,本文进一步采用地方政府融资平台累计成立数量($LGFP$)作为解释变量。融资平台公司作为非市场化融资主体,是地方政府债务的变相载体,也是地方政府融资活动的主要参与者。因此,将地方政府融资平台累计成立数量作为地方政府债务的另一个代理变量具有一定的科学性和合理性。具体地,参考刘畅等(2020)、曹光宇等(2020),本文在中国银行业监督管理委员会(简称银监会)历次发布的季度融资平台公司名单数据基础上进行纵向合并,并剔除重复数据,从而识别出融资平台公司名称及其组织机构代码。依据上述平台名称和对应的组织机构代码, 本文利用 Python,从“爱企查”企业信息查询网站爬取融资平台公司企业类型、成立日期、登记机关等信息,并辅之以“天眼查”企业信息查询网站进行交叉验证①。进一步,本文根据爬取到的融资平台登记机关以及企业类型信息,梳理出在行政区划上属于城市层面的融资平台公司,同时剔除企业类型属于全民所有制、集体所有制以及事业单位的融资平台公司。在此基础上,本文构造下式的递归函数,以计算各城市给定年份的地方政府融资平台累计成立数量②:

$$LGFP_{c,t}=LGFP_{c,t-1}+R_{j,t} \tag{6}$$

其中,$R_{j,t}$ 是 c 地区 t 年度融资平台公司新成立的数量,$LGFP_{c,t}$ 是递归函数输出的累加值。

类似地,本文将式(2)的解释变量替换为地方政府融资平台公司累计成立数量($LGFP_{c,t}$),在对其加 1 取对数后重新回归。表 8 第(3)列报告了相应的回归结果,可以看出,$LGFP$ 的系数在 1%的水平上显著为正,表明企业所在城市融资平台公司数量越多,企业杠杆操纵程度越高。这表明,在改变自变量度量方式后,结果仍然稳健。

(4)剔除企业所在地为直辖市和副省级城市的企业样本。考虑到本文样本中上市公司所在城市实际上包括地级市和直辖市,其中,地级市里面又包括 15 个副省级城市,为避免城市行政架构差异可能对结果产生的影响,本文剔除了企业所在地为直辖市和副省级城市的样本,进行重新回归。表 8 第(4)列报告了剔除企业所在地为直辖市和副省级城市企业样本的回归结果,回归结果与前文一致。

(5)在地方政府债务扩张情境下,本文进一步检验了企业实现杠杆操纵的具体手段。参考许晓芳等(2020),本文利用企业财务报告披露的管理费用和销售费用明细项目中的“租赁费”合计数估计企业杠杆操纵中来自表外负债手段的程度。具体地,本文将式(2)因变量替换为 $Rent$,以直接检验

① 需要说明的是, 虽然银监会披露的绝大部分融资平台公司具体信息能够通过特定企业信息查询网站获取得到,但存在部分融资平台公司已经注销,无法获得具体信息的情况。本文对这类型融资平台公司通过手动百度检索的方式进行了补充,但仍有少数融资平台公司无法查询、补充到具体信息。

② 本文之所以没有采用刘畅(2020)等做法,将城市是否成立融资平台公司作为自变量,是因为基于城市层面,2006 年之前绝大部分城市均已成立过融资平台公司。因此,在本文的研究情境下,如此设计不具有可行性。

地方政府债务扩张对企业经营租赁的影响。其中，*Rent* 变量是企业经营租赁额占总资产的比重。表8第(5)列的回归结果显示，*Rent* 系数在5%的水平上显著为正，这表明面对地方政府债务扩张，企业会利用经营租赁这一表外负债方式降低账面杠杆率，以增强外部融资能力。

(6)其他稳健性检验①。本文还进行了如下检验：①进一步控制高维固定效应；②控制更多地区层面变量；③采用扩展的XLT-LEVM法衡量企业杠杆操纵程度；④区分主动和被动的杠杆操纵。结果仍然稳健。

表8　稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Δ*LEVM*	*LEVM*	*LEVM*	*LEVM*	*Rent*
Δ*LGD*	0.0056**				
	(2.2429)				
$DEBT_{t-1}$		0.0415***			
		(3.4303)			
LGFP			0.0262***		
			(3.0408)		
DEBT				0.0309***	0.0006**
				(2.6057)	(2.1596)
控制变量	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
样本数	10462	10759	13940	7445	13940
调整 R^2	0.0786	0.6392	0.6213	0.6204	0.6262

注：第(1)列回归结果对式(2)控制变量进行了差分处理；第(2)列回归结果对式(2)控制变量进行了滞后一期处理。

六、结论与政策建议

基于企业杠杆操纵的证据，本文探讨了地方政府债务挤出效应对微观经济实体的影响。研究结果表明，地方政府债务的扩张会通过信贷挤出效应，显著加剧企业的杠杆操纵程度。进一步的研究发现，地方政府债务的信贷挤出效应有赖于发行债务类型和地区财政特征，在非公开发行债务占比更大以及地区财政分权、财政压力程度更大的情境下，地方政府债务扩张更能够加剧企业杠杆操纵程度。并且，地方政府债务加剧企业杠杆操纵的结果主要见诸于企业融资约束更强以及银行贷款依赖程度更大、预算硬约束和信息不对称水平更高的样本。另外，经济后果检验表明，地方政府债务在加强企业杠杆操纵对提高银行信贷资金融资能力的影响同时，也加剧了杠杆操纵对提高企业未来债务违约风险的影响。本文的研究结论表明，分税制改革下地方政府债务扩张这一财政问题是导致企业杠杆操纵的重要制度诱因，从而为地方政府债务的挤出效应提供了新的证据，对进一步积极稳妥处理地方政府债务风险，防范企业虚假降杠杆行为具有现实层面的启发意义。具体而言，本文的政策建议有以下五个方面：

(1)积极稳妥处理地方政府债务风险需要推进地方政府融资平台市场化转型。本文研究发现，地方政府债务扩张会带来意外而严重的企业杠杆操纵行为，而这可能制约经济高质量发展。由于地

① 其他稳健性检验部分的回归结果参见《中国工业经济》网站(http://ciejournal.ajcass.org)附件。

方政府债务扩张很大程度上是由地方政府融资平台举债所致,从结构上看,地方政府融资平台债务中非公开发行债务占比较大,更多地依赖于本地商业银行进行非公开融资,反映出目前地方政府融资平台债务结构不甚合理,债务成本较高。因此,积极稳妥处理地方政府债务风险,需要推进地方政府融资平台采取多渠道的融资方式,提升资本运作能力,以降低地方政府融资平台的融资风险与成本压力。

(2)坚持金融服务实体经济,提高金融资源配置效率。本文研究发现,地方政府债务扩张加剧企业杠杆操纵行为的原因在于地方政府债务具有挤出效应, 使得金融资源不成比例地流向地方政府融资平台,从而加剧企业融资困境,导致企业虚假降杠杆。因此,缓解地方政府债务挤出效应对实体经济的负面影响需要着眼于发挥金融服务实体经济的本质功能, 以积极稳妥的方式解决金融市场信贷资源配置中存在的结构性、体制性扭曲问题,拓宽企业直接融资渠道,这有助于激发微观市场经济主体活力,破解地方政府债务挤出效应带来的企业融资困境问题。

(3)抑制企业杠杆操纵需要从加强地方政府债务监管的角度入手。杠杆操纵行为会扭曲投资者和监管部门对企业真实负债水平的判断,导致企业隐性债务风险不断积累,乃至形成系统性金融风险,由此,如何应对企业杠杆操纵是监管部门关注的重点问题。因此,在监管杠杆操纵时,应意识到地方政府债务在信贷市场上对企业融资的潜在挤出效应, 进一步重点优化地方政府融资平台债务结构,加强地方政府债务审计,评估地方政府债务对市场化融资主体产生的不利影响,发挥监督作用,进而有助于缓解地方政府债务对微观市场主体融资行为的负面影响。

(4)积极稳妥处理地方政府债务风险还应着眼于改善财政体制。地方政府债务扩张会加剧企业杠杆操纵,同时加深杠杆操纵对未来违约风险的影响。本文研究发现,地方政府债务扩张对企业杠杆操纵的影响有赖于地区财政分权、财政压力。因此,要从根本上缓解地方政府债务挤出效应,就必须为地方政府确立稳定、充足的收入来源,建立起财力与事权匹配的激励相容的财政体制,进而抑制地方政府通过非正规渠道举债的动机。

(5)重视企业隐性债务问题,防范企业虚假降杠杆。本文研究发现,在地方政府债务扩张的情境下,虽然企业可以通过杠杆操纵行为提升信贷融资能力,但这一行为也会增加企业未来债务违约风险。一方面,企业杠杆操纵式的虚假降杠杆掩盖了企业部门真实杠杆率,加大了宏观政策制定者对宏观经济预测的难度,并阻碍宏观政策调控和市场调节。另一方面,企业未来债务违约风险的增加累积到宏观层面容易引发债务流动性风险,冲击整个经济体系。因此,监管部门要督促企业规范使用混合型权益工具,并充分发挥一线监管作用,严格对企业杠杆操纵行为划红线,加强企业财务真实性审查,重点关注企业杠杆操纵问题并及时以出具问询函等方式进行监管。

基于本文的研究,未来存在一定的改进空间:由于本文研究涉及地方政府、银行机构、企业等多个主体,不同主体的特征可能会影响地方政府债务挤出效应的程度,未来可进一步考虑企业所在城市金融机构分布情况的影响。另外,也可以探索在地方政府债务扩张的情境下,银行体系对企业的贷款期限、贷款利率变化以及企业如何策略性调整资本结构以应对这一情形。

〔参考文献〕

〔1〕曹光宇,刘晨冉,周黎安,刘畅. 财政压力与地方政府融资平台的兴起[J]. 金融研究,2020,(5):59-76.
〔2〕曹婧,毛捷,薛熠. 城投债为何持续增长:基于新口径的实证分析[J]. 财贸经济,2019,(5):5-22.
〔3〕邓路,刘瑞琪,廖明情. 盈余管理、金融市场化与公司超额银行借款[J]. 管理科学学报,2019,(2):22-35.
〔4〕苟琴,黄益平. 我国信贷配给决定因素分析——来自企业层面的证据[J]. 金融研究,2014,(8):1-17.
〔5〕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.

〔6〕陆正飞,祝继高,孙便霞. 盈余管理、会计信息与银行债务契约[J]. 管理世界,2008,(3):152-158.

〔7〕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.

〔8〕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.

〔9〕毛锐,刘楠楠,刘蓉. 地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制[J]. 中国工业经济,2018,(4):19-38.

〔10〕盛明泉,张敏,马黎珺,李昊. 国有产权、预算软约束与资本结构动态调整[J]. 管理世界,2012,(3):151-157.

〔11〕许晓芳,陆正飞. 我国企业杠杆操纵的动机、手段及潜在影响[J]. 会计研究,2020,(1):92-99.

〔12〕许晓芳,陆正飞,汤泰劼. 我国上市公司杠杆操纵的手段、测度与诱因研究[J]. 管理科学学报,2020,(7):1-26.

〔13〕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.

〔14〕詹新宇,刘文彬.中国式财政分权与地方经济增长目标管理——来自省、市政府工作报告的经验证据[J]. 管理世界,2020,(3):23-39.

〔15〕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):44-60.

〔16〕祝继高,韩非池,陆正飞. 产业政策、银行关联与企业债务融资——基于A股上市公司的实证研究[J]. 金融研究,2015,(3):176-191.

〔17〕祝继高,岳衡,饶品贵. 地方政府财政压力与银行信贷资源配置效率——基于我国城市商业银行的研究证据[J]. 金融研究,2020,(1):88-109.

〔18〕Acharya, V. V., T. Eisert, C. Eufinger, and C. Hirsch. Real Effects of the Sovereign Debt Crisis in Europe: Evidence from Syndicated Loans[J]. Review of Financial Studies, 2018,31(8):2855-2896.

〔19〕Agarwal, S., and R. Hauswald. Distance and Private Information in Lending [J]. Review of Financial Studies, 2010,23(7):2757-2788.

〔20〕Bai, C. E., C. T. Hsieh, and Z. M. Song. The Long Shadow of a Fiscal Expansion [R]. NBER Working Paper, 2016.

〔21〕Becker, B., and V. Ivashina. Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis [J]. Review of Finance, 2018,22(1):83-115.

〔22〕Bharath, S. T., J. Sunder, and S. V. Sunder. Accounting Quality and Debt Contracting[J]. Accounting Review, 2008,83(1):1-28.

〔23〕Chari, V. V., A. Dovis, and P. J. Kehoe. On the Optimality of Financial Repression [J]. Journal of Political Economy, 2020,128(2):710-739.

〔24〕Chen, Z., Z. He, and C. Liu. The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes[J]. Journal of Financial Economics, 2020,137(1):42-71.

〔25〕Croce, M. M., T. T. Nguyen, S. Raymond, and L. Schmid. Government Debt and the Returns to Innovation[J]. Journal of Financial Economics, 2019,132(3):205-225.

〔26〕Demirci, I., J. Huang, and C. Sialm. Government Debt and Corporate Leverage: International Evidence[J]. Journal of Financial Economics, 2019,133(2):337-356.

〔27〕Feng, M., J. D. Gramlich, and S. Gupta. Special Purpose Vehicles: Empirical Evidence on Determinants and Earnings Management[J]. Accounting Review, 2009,84(6):1833-1876.

〔28〕Greenwood, R., S. Hanson, and J. C. Stein. A Gap-Filling Theory of Corporate Debt Maturity Choice[J]. Journal of Finance, 2010,65(3):993-1028.

〔29〕Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza. Local Crowding-Out in China [J]. Journal of Finance, 2020,75(6): 2855-2898.

〔30〕Kaplan, S. N., and L. Zingales. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints[J]. Quarterly Journal of Economics, 1997,112(1):169-215.

〔31〕Kim, Y., L. Su, Z. Wang, and H. Wu. The Effect of Trade Secrets Law on Stock Price Synchronicity: Evidence from the Inevitable Disclosure Doctrine[J]. Accounting Review, 2021,96(1):325-348.

〔32〕Landsman, W. R., K. V. Peasnell, and C. Shakespeare. Are Asset Securitizations Sales or Loans [J]. Accounting Review, 2008,83(5):1251-1272.
〔33〕Liang, Y., K. Shi, L. Wang, and J. Xu. Local Government Debt and Firm Leverage: Evidence from China[J]. Asian Economic Policy Review, 2017,12(2):210-232.
〔34〕Mian, A. R., L. Straub, and A. Sufi. Indebted Demand[R]. NBER Working Paper, 2020.
〔35〕Mills, L. F., and K. J. Newberry. Firms' Off-Balance Sheet and Hybrid Debt Financing: Evidence from Their Book-Tax Reporting Differences[J]. Journal of Accounting Research, 2005,43(2):251-282.
〔36〕Scott, T. W., C. I. Wiedman, and H. A. Wier. Transaction Structuring and Canadian Convertible Debt[J]. Contemporary Accounting Research, 2011,28(3):1046-1071.
〔37〕Spencer, A. W., and T. Z. Webb. Leases: A Review of Contemporary Academic Literature Relating to Lessees[J]. Accounting Horizons, 2015,29(4):997-1023.
〔38〕Stiglitz, J. E., and A. Weiss. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information [J]. American Economic Review, 1981,71(3):393-410.
〔39〕Watts, R. L. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications[J]. Accounting Horizons, 2003, 17(3):207-221.

The Crowding-Out Effect of Local Government Debt: Evidence from Corporate Leverage Manipulation

RAO Pin-gui, TANG Sheng, LI Xiao-xi
(School of Management, Jinan University, Guangzhou 510632, China)

Abstract: The crowding-out effect of local government debt on microeconomic entities is a long-term, structural and institutional issue that restricts China's economy from moving towards a high-quality development stage. Faced with the crowding out of credit resources by local government debt expansion, firms have strong incentives to enhance external financing capacity by manipulating the real leverage ratio. Based on government debt data, this paper investigates the effect of local government debt on leverage manipulation of Chinese listed companies. We find that local government debt expansion increases corporate leverage manipulation through credit crowding-out effect. The result is still robust after considering endogeneity, and conducting a series of robustness tests. And the effect of local government debt on leverage manipulation is more pronounced in subsamples with a larger proportion of non-listed debt and a higher level of fiscal decentralization and fiscal pressure. Further, we find that the effect of local government debt is stronger in subsamples with more financial constraints, heavily dependent on bank loans, with hard budget constraints, and more information asymmetry. To examine the economic consequence, we find that faced with the local government debt expansion, leverage manipulation improves corporate financing capability, but exacerbates their future default risk. Collectively, this paper not only provides new evidence for the crowding-out effect of local government debt from the perspective of leverage manipulation, but also sheds light on how to actively and prudently handle the risk of local government debt and prevent corporate leverage manipulation.

Key Words: local government debt; crowding-out effect; deleveraging; leverage manipulation
JEL Classification: H32 H74 G32

〔责任编辑:崔志新〕