

地方政府偿债压力、企业异地投资与资本要素市场一体化

陈俊华，刘娜，吴莹

[摘要] 实现以资本要素畅通流动为特征的资本要素市场一体化是提高全社会资源配置效率、充分发挥超大规模市场效能的必由之路。结合地方政府债务密集到期与企业异地投资受限的现实背景，本文构建政企间博弈模型，分析了地方政府偿债压力对资本要素市场一体化的作用机理，并基于2005—2022年城市—企业层面数据进行实证考察。研究发现，地方政府偿债压力加大会降低本地企业异地投资比例，同时促进企业同地投资比例明显上升，双重效应叠加构筑了国内资本要素跨地区流动的无形边界。机制分析表明，源于对税收、土地出让收入等可偿债财力的渴求，地方政府倾向于用政策激励那些利税性与土地出让收入贡献度高的企业将资本留存在本地。进一步研究发现，偿债压力不仅会驱动地方政府采取差异化税收征管与政府补贴等干预措施制约本地资本要素外流，还会通过增加本地投资环境不确定性与降低社会信用等渠道减少异地资本要素流入。本文基于企业异地投资视角，厘清了地方政府偿债压力与资本要素市场一体化之间的影响机理，为进一步规范地方政府债务管理机制与促进要素市场化统一配置提供了新的经验证据与政策参考。

[关键词] 地方政府偿债压力；资本要素市场一体化；企业异地投资；资本要素跨地区流动

[中图分类号] F272 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1006-480X(2024)07-0162-19

一、引言

建设全国统一大市场是构建新发展格局的基础支撑和内在要求，是中共中央、国务院从全局和战略高度做出的重大经济决策与部署。党的二十大报告强调，构建全国统一大市场，深化要素市场化改革，建设高标准市场体系。党的二十届三中全会进一步明确指出，完善要素市场制度和规则，

[收稿日期] 2024-03-03

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“中国城市住房不平等现象研究：成因机理、影响效应与政策应对”（批准号72074237）；国家社会科学基金一般项目“中国式现代化进程中的基层社会治理挑战与建设路径研究”（批准号23BSH010）。

[作者简介] 陈俊华，中央财经大学管理科学与工程学院教授，博士生导师，经济学博士；刘娜，中央财经大学管理科学与工程学院博士研究生；吴莹，中国社会科学院社会发展战略研究院研究员，博士生导师，社会学博士。通讯作者：陈俊华，电子邮箱：junhuachen@cufe.edu.cn。感谢国家“万人计划”青年拔尖人才项目“新时代城镇化背景下转型社区的精细化治理研究”资助。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见，文责自负。

推动生产要素畅通流动、各类资源高效配置、市场潜力充分释放。作为引领商品与其他市场要素流动与配置的重要驱动力,资本要素在市场经济中具有支配性作用。实现以资本要素畅通流动为特征的资本要素市场一体化能有效提高全社会资源配置效率、充分发挥超大规模市场效能,是应对“逆全球化”和西方贸易与技术封锁的纾困路径,也是激发内需潜能、推动国内市场由大到强转变、构建高水平社会主义市场经济体制的关键举措(刘志彪和孔令池,2021)。

国内资本要素市场一体化主要受到自然地理与政策性因素的影响(王媛和唐为,2023)。近年来,随着中国现代交通与通信技术的迅速发展,由自然地理因素导致的有形市场壁垒逐渐消除,而围绕地方政府债务、政企关系与地方局部利益形成的无形政策性壁垒仍然存在(马光荣等,2020)。截至2022年末,已纳入政府预算的地方政府债务已达35.06万亿元,约占当年国内生产总值的29.10%^①,偿债压力已成为中国地方政府的主要政策性负担,直接关乎地方经济与财政的可持续性以及地方官员的工作绩效^②。作为一种重要的生产要素,资本要素不仅能够直接创造产出,同时还在很大程度上决定着其他要素的流动与配置,是增强地方可偿债财力的重要支撑。为实现债务的刚性兑付,地方政府具有保护本地市场、干预本地资本要素外流的较强动机,进而可能对市场主体的地区间投资与运营加筑无形壁垒,影响全国资本要素的市场整合。

作为资本要素跨地区流动的重要形式,企业异地投资是资本要素市场一体化的微观基础(范子英和周小昶,2022)。在市场经济条件下,企业会在充分考虑市场供求条件和实际经营状况的基础上,采取有利于自身价值最大化的异地投资策略,资本要素得以在地区间自由流动。然而,现实中由于中国企业异地投资往往伴随着地区间经济与财政利益的调整,地方政府对这一市场化行为存在较强的干预动机。在近年来偿债压力的驱动下,为减缓偿债的政策性负担,地方政府保护本地市场的动机更为强烈,很可能会通过不鼓励企业异地投资的方式将更多的企业税收与相关资本留存本地,以达到汲取资本收益、缓释偿债压力的目的。这种政策性干预导致企业面临高于市场经济中的异地投资成本,资本要素难以畅通流动。特别地,对于税收或土地出让收入等可偿债财力贡献越大的企业而言,其异地投资行为所引起的地方政府间财税利益的调整也越大,更有可能是偿债压力加大背景下地方政府的重点“做工作”对象。此外,根据企业成长理论,投资环境直接决定着资本利润率的高低,是影响企业异地投资决策的重要因素(Fishman and Rob,2000)。地方政府偿债压力加大不仅蕴含着较高的投资环境不确定性,而且还可能引发市场对地区社会信用的担忧,进而影响外地企业的异地投资决策。由此可见,地方政府偿债压力与企业异地投资存在着较为复杂的关联性,深入分析二者间的作用逻辑对于促进资本要素市场化统一配置具有重要意义。

现有文献对地方政府债务偿还环节的影响效应多从偿还来源与债务风险视角展开研究。由于中国地方政府债务偿还对土地融资收入与房地产行业相关税收具有较强依赖性,为保证偿债来源稳定,地方政府具有维持本地房价持续增长的动机(梅冬州等,2021),而高房价则会进一步导致资源错配,降低资源再配置效率(陈斌开等,2015)。一些研究基于地方政府债务偿还来源,对其偿还能力与违约风险进行测度(洪源和胡争荣,2018),并在此基础上,进一步分析了债务风险对银行资产负债表状况(熊琛等,2022)、地区融资环境(王伟同等,2022)、经济产出(Reinhart and Sbrancia,2015)等方面的影响。此外,目前仅少部分文献关注到地方政府债务与资本要素配置效率的关系。

① 数据来源:中华人民共和国财政部网站(<http://ysss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl>)。

② 2014年10月发布的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)明确规定地方政府对其举借的债务负有偿还责任,中央政府实行不救助原则,政府性债务作为硬指标纳入绩效考核体系。

例如,钟军委(2021)发现,对于中国西部省份,地方政府债务对资本错配存在正向显著影响,这主要是因为债务投向大规模的基础设施建设并未带来西部经济的快速发展,行政垄断等因素降低了当地的资本回报率;冀云阳和钟世虎(2022)发现,地方政府债务扩张会挤出企业对正规信贷的获取,导致地区内部资本错配程度加大,不利于全要素生产率的提升;马亚明和张立乐(2022)发现,地方政府过度举债占用了大量的信贷资本,减少了本地成长性好、资本回报率高的实体行业发展资金,降低了实体经济资本配置效率。总而言之,既有文献为理解地方政府债务偿还过程与资本要素配置奠定了基础,但目前仍存在一些重要问题,亟待更为深入的探究:①关于地方政府债务偿还环节的研究,缺乏对地方政府偿债压力的事实分析、定量测度与其背后地方政府行为动机的深入挖掘;②大多数研究聚焦于地方政府债务与本地经济变量的关系,缺乏跨地区视角的深入讨论,例如多关注于地方政府债务对资本要素在地区内部具体配置情况的影响,忽略其对资本要素跨地区流动的作用机制;③目前尚未有研究将地方政府偿债压力这一日渐重要的政策性负担与资本要素市场一体化关联起来,二者之间的深层联系未得到系统深入的理论与实证探究。

针对地方政府偿债压力与企业异地投资、资本要素市场一体化之间可能存在的复杂关联机制,本文建立了政企间博弈模型,考察地方政府偿债压力对资本要素市场一体化的影响效应与作用机制,并基于2005—2022年中国A股上市公司数据与城市数据的有效匹配,采用面板计量模型进行实证检验。本文可能的边际贡献体现在以下3个方面:①从政企关系层面丰富了国内资本要素市场一体化影响因素的研究。基于企业异地投资的微观视角,已有文献主要关注了企业数字化水平、投资经验、高管偏好等企业内部因素(张伟静和刘瑞,2022;余典范等,2023),交通基础设施、财政分权制度、产业政策等企业外部因素(Dai et al., 2021;谢贞发等,2023)对资本要素跨地区流动的影响,尚缺少研究从政企关系视角切入分析地方政府偿债压力这一政策性负担对资本要素跨地区流动的影响效应及机制。本文将地方政府偿债压力与资本要素市场一体化整合到一个分析框架内,通过构建政企间博弈模型以及基于中国现实国情的机制分析,有效将企业所持资本、投资成本等内部因素与地方政府干预等外部因素进行关联,不仅刻画了当地方政府偿债压力引致企业异地投资制度性成本增大时企业的战略性响应行为,而且描述了偿债压力驱动下地方政府为获取更多可偿债财力对资本要素跨地区流动的干预动机,为理解与促进资本要素市场一体化提供了新的分析框架。②打破行政边界,从要素跨地区流动视角拓展了地方政府债务的影响效应研究。现有研究对地方政府债务所引致的经济效应多限于本地区内部经济发展、金融风险等方面的讨论(Tao, 2015;刘哲希等,2020)。本文认为,由于地方政府债务本身在较大程度上内生于维护地区局部利益的需求,并且其风险管理已与地方官员的工作绩效、地方经济可持续性紧密关联,因此,很可能与实现全国整体经济利益存在一定的冲突,影响地区间要素的流动,并作用于要素市场一体化。着眼于债务偿还环节,本文基于地方政府债务本金与利息等数据逐年测度了中国各城市地方政府偿债压力,尝试通过分析该指标对企业异地投资与同地投资的影响及其在企业与地区层面的异质性,多角度地识别出地方政府偿债压力的跨地区传递效应,从而对相关研究形成有益补充。③充分刻画与还原了在地方政府偿债压力增大的背景下,资本要素在地区间流出与流入可能所受的隐形作用力,为打通制约要素市场化配置的关键性堵点提供政策参考。区别于已有文献只关注资本要素的单一流动方向,本文论证了地方政府偿债压力加大不仅会对本地资本要素流出产生阻碍作用,而且会显著降低地区对异地资本要素流入的吸引力,双重作用力对资本要素在国内大范围畅通流动形成了阻滞。因此,本文提出应通过稳妥处置地方政府存量债务、减少地方政府对企业异地投资的不合理干预、健全公平竞争审查制度等措施促进资本要素市场一体化。

二、基本事实与理论分析

1. 基本事实

世界经济发展实践表明,政府偿债危机会严重损害政府信誉,加剧社会信用风险,导致货币贬值与通货膨胀,同时还会扰乱金融市场,甚至引发金融危机。基于地方政府债务高企的现实情况,近年来中央政府高度重视地方政府债务化解工作。具体体现在,一方面,充分压实地方政府偿债责任,明确强调中央政府不救助的基本原则,相关做法包括将地方政府债务风险纳入政绩考核、依纪依法追责相关政府官员、建立终身问责与倒查责任制度等^①;另一方面,公开通报地方政府隐性债务问责典型案例,2022年5月与2023年11月,财政部官方网站上通报了安徽省安庆市、湖南省宁乡市、江西省景德镇市等地区地方政府隐性债务化解不实(简称化债不实)的做法以及对相关政府官员的问责^②,强调对化债不实等违法违规行为,要做到“发现一起,查处一起,问责一起”,持续强化监管。除中央政府的监督与约束外,社会各界高度关注地方政府的偿债行为,例如,近年来部分地方政府融资平台违约事件被媒体曝光,加剧了市场对当地政府信用的担忧。在以上各方的监督与约束下,按时偿还债务、严控债务违约风险便成为地方政府重要的政治与社会任务。然而,在财权与事权不匹配的财政体制下,地方政府往往面临巨大的偿债压力,在此压力下,地方政府的治理行为可能发生转变,并导致一定的经济后果。

市场在创造地方政府可偿债财力、弥补财政缺口方面发挥着不可替代的作用。因此,在偿债压力驱动下,地方政府保护与做大本地市场的动机加强,进而可能干扰市场要素的正常市场化配置。由于资本要素对其他要素的配置具有引领与驱动作用,并且其跨地区流动往往伴随着地区间经济、财政等利益的调整,因而在带有明显“行政区经济”烙印的经济格局下,为实现本辖区内局部利益最大化,地方政府有动机通过政策措施来影响与干扰资本要素正常流动、阻碍其市场化一体化进程。2022年3月,《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》提出,要消除各地区为企业跨区域经营或迁移所设置的障碍,要求不得设置不合理的企业准入或退出条件以限制资本要素自由流动。可见,在现实中地方政府约束资本要素跨地区流动并不鲜见,而不断加码的地方政府偿债压力很可能是该现象背后重要的解释性因素。此外,通过对地方政府偿债压力与企业异地投资的现实数据进行统计后可以发现^③,在地方政府偿债压力较高的城市中,企业异地投资活动不太频繁,资本要素跨地区流动较为有限,而对于偿债压力较轻的城市,企业异地投资行为较为活跃,资本要素跨地区流动则更为频繁。

2. 理论模型构建

本文借鉴 Besley and Case(1995)、范子英和周小昶(2022)的研究思路,构建政企间博弈模型论证地方政府偿债压力加大如何作用于企业异地投资,进而影响资本要素市场一体化。设定该经济模型包含两个代表性地区,分别为地区 a 与地区 b ,每个地区均有一个地方政府与一家代表性企业。模型博弈主体为处于同一地区的地方政府和代表性企业。假设地区 a 的代表性企业拥有 K_a 单位的

① 关于地方政府债务偿还责任的部分政策措施参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

② 参见中华人民共和国财政部官方网站(http://jdjc.mof.gov.cn/jianchagonggao/202205/t20220518_3811312.htm; http://jdjc.mof.gov.cn/jianchagonggao/202311/t20231106_3914898.htm)。

③ 关于地方政府偿债压力与企业异地投资现实数据的统计与分析结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

资本,该企业选择将 δK_a ($0 \leq \delta \leq 1$) 的资本投资于地区 b , 剩余 $(1 - \delta)K_a$ 的资本留存本地。设定该企业单位资本的税前基础利润率为 π , 此利润率与宏观经济形势、企业总体管理能力与技术水平等基本因素相关, 因此在地区 a 与地区 b 投资均可实现。此外, 企业在本地投资与异地投资还会享受一定程度的税前额外资本利润率, 分别设为 $\pi_a(g_a)$ 和 $\pi_b(g_b)$, 满足 $\partial \pi_a(g_a)/\partial g_a > 0$, $\partial \pi_b(g_b)/\partial g_b > 0$ 。 g_a 和 g_b 分别为两地投资的利好因子, 基于中国现实国情, 前者主要指地方政府补贴、融资便利、拿地价格优惠、政府购买等本地投资利好的综合水平(余明桂和潘红波, 2008); 后者主要为拓宽市场、出口便利、税率优惠、集聚租等异地投资利好的综合水平(赵仁杰和周小昶, 2022; Chen et al., 2023)。地区 a 和地区 b 在引导资本要素流动方面存在一定程度的竞争关系, 两地均可能通过直接调整或间接影响利好因子的方式来增强自身竞争优势。

本文在地区实际税率设定方面, 考虑两方面的现实因素: 一是改革开放以来, 中国实施了一系列的区域性税收优惠政策, 其在促进区域经济发展的同时也不可避免地带来了地区间企业实际税负的差异。由低税率等税收优惠政策造成的“税收洼地”激励了大量集团企业通过跨地区投资的方式进行避税, 其中, 最具代表性的就是“霍尔果斯现象”。二是为争夺流动税基, 地区间存在横向税收竞争关系, 地方政府具有通过征税努力等方式调整实际税率的动机和能力(谢贞发和范子英, 2015), 从而影响了企业的投资选址决策。因此, 为使理论模型更贴合现实, 本文设定地区 a 和地区 b 的实际税率分别为 τ_a 和 τ_b , 满足 $\tau_a = \tau_b + \tau$ 。

进一步地, 设定地方政府拥有信息优势, 其能够充分了解本辖区内企业的异地投资决策, 同时具有干预企业异地投资决策的能力。遵循 Baier et al. (2018) 的做法, 企业 a 在地区 b 投资面临制度性成本 F_s 与非制度性成本 F_{ns} , 前者主要指地区 a 的地方政府在获知企业具有异地投资动机时, 为避免本地资本要素大量流失所施加的投资成本, 满足 $F_s = f_s \delta^\xi$, 其中, f_s 为政府干预因子, 代表地区 a 的地方政府对辖区内企业异地投资的干预程度, 满足 $f_s > 0$; $\xi > 1$ 表示企业 a 在地区 b 的投资比例越高, 其异地投资所面临的制度性成本越高。非制度性成本主要包括交通运输与通信成本等, 该成本相对固定, 设为常数 F_{ns} 。在制度性成本与非制度性成本客观存在的前提下, 地区 a 的企业通过选择最优异地投资比例 δ 以实现税后利润最大化, 最优化问题可表示为:

$$\text{Max}_\delta G_a = (1 - \tau_b) \delta K_a [\pi + \pi_b(g_b)] + (1 - \tau_a) (1 - \delta) K_a [\pi + \pi_a(g_a)] - f_s \delta^\xi - F_{ns} \quad (1)$$

通过最优化求解, 可得该企业在地区 b 的最优投资比例, 为:

$$\delta^* = \left\{ \frac{(1 - \tau_b) K_a [\pi_b(g_b) - \pi_a(g_a)] + \tau K_a [\pi + \pi_a(g_a)]}{\xi f_s} \right\}^{\frac{1}{\xi - 1}} \quad (2)$$

基于式(2)可知, 当 $\pi_b(g_b) = \left(1 - \frac{\tau}{1 - \tau_b}\right) \pi_a(g_a) - \frac{\tau \pi}{1 - \tau_b}$ 时, $\delta^* = 0$, 异地投资并不利于税后利润最大化的实现, 此时企业 a 主动选择不进行异地投资; 若 $\pi_b(g_b) > \left(1 - \frac{\tau}{1 - \tau_b}\right) \pi_a(g_a) - \frac{\tau \pi}{1 - \tau_b}$, $\delta^* > 0$, 企业 a 可通过将一定比例的资本投向地区 b 来达到税后利润最大化。此外, 两地实际税率差 τ 的正负性直接影响着企业异地投资行为, 当地区实际税率差处于某一区间时, 企业则需要根据两地额外资本利润率做出恰当的异地投资决策^①。

进一步地, 本文对式(2)关于政府干预因子 f_s 求偏导数, 可得:

^① 地区实际税率差影响企业异地投资的理论机理参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

$$\frac{\partial \delta^*}{\partial f_s} = -\frac{1}{\xi - 1} f_s^{\frac{\xi}{1-\xi}} \left\{ \frac{(1 - \tau_b) K_a [\pi_b(g_b) - \pi_a(g_a)] + \tau K_a [\pi + \pi_a(g_a)]}{\xi} \right\}^{\frac{1}{\xi-1}} < 0 \quad (3)$$

可以看出,地区 a 的地方政府对辖区内企业异地投资的干预程度直接影响着企业的最优异地投资比例 δ^* ,式(3)结果表明地方政府干预所导致的制度性成本越高,企业最优异地投资比例则越低,当 f_s 足够大时,企业异地投资比例同样会接近于 0。

如前文所述,在中央政府、社交媒体等多方的监督下,地方政府面临较高的偿债压力。本文假设地区 a 的地方政府当期须偿还债务额为 D_a (包括未到期债务的利息与到期债务的本息和),其可偿债财力包括当期的税收收入、政府性基金收入、非税收入 N_{t_a} 与中央政府对地方的转移支付 Tr_a 。当可偿债财力总和不低于 D_a 时,地方政府在当期才不发生债务违约。需要说明的是,本文外生给定中央政府所分享的企业税收收入比例为 τ_c ,政府性基金收入主要指土地出让收入,设定地区 a 的企业选择将 μ 比例的本地资本用于购买土地使用权。为尽可能防范债务违约风险,避免违约事件对政绩考核、社会舆论等造成负面影响,地方政府具有使得可偿债财力不低于当期须偿还债务额 D_a 的充分动机,即:

$$(1 - \tau_c) \tau_a (1 - \delta) K_a [\pi + \pi_a(g_a)] + \mu (1 - \delta) K_a + N_{t_a} + Tr_a \geq D_a \quad (4)$$

对上式进行变形后可得,当地方政府可偿债财力恰好处于保证当期不发生债务违约的临界值时,企业异地投资比例为:

$$\delta_{\max} = 1 - \frac{D_a - Tr_a - N_{t_a}}{\{(1 - \tau_c) \tau_a K_a [\pi + \pi_a(g_a)] + \mu K_a\}} \quad (5)$$

δ_{\max} 也可以看作是当须偿还债务额为 D_a 时地方政府允许本地企业异地投资比例的理论上限值。为进一步分析地方政府偿债压力增大时,企业异地投资比例的变化情况,本文进一步对 δ_{\max} 关于 D_a 进行求导,可得:

$$\frac{\partial \delta_{\max}}{\partial D_a} = -\frac{1}{\{(1 - \tau_c) \tau_a K_a [\pi + \pi_a(g_a)] + \mu K_a\}} < 0 \quad (6)$$

式(6)表明,当地方政府当期所须偿还债务额越高时,地方政府所能允许的企业异地投资比例理论上限值越小。

进一步地,考虑政企博弈过程,企业 a 自身所设定的最优异地投资比例为式(2)中的 δ^* ,而地方政府 a 所能允许的本地企业异地投资比例理论上限值为式(5)中的 δ_{\max} ,当二者相等时,模型达到相对均衡状态^①。由于 δ_{\max} 与当期须偿还债务额 D_a 负相关,当 $\delta^* = \delta_{\max}$ 时, D_a 越大, δ^* 越小,即结合式(2)、(3)、(6)可得:

$$\frac{\partial \delta_{\max}}{\partial D_a} = \frac{\partial \delta^*}{\partial D_a} = \frac{\partial \delta^*}{\partial f_s} \times \frac{\partial f_s}{\partial D_a} < 0 \quad (7)$$

由于 $\partial \delta^* / \partial f_s < 0$, 则 $\partial f_s / \partial D_a > 0$, 表明在其他因素不变的条件下,若当期须偿还债务额 D_a 增大,偿债压力会驱动地方政府加大对本地企业异地投资的干预力度,进而降低了企业异地投资比例。本文据此提出:

假说 1: 在其他因素不变的条件下,地方政府偿债压力加大会降低本地企业异地投资比例,不利于资本要素市场一体化。

① 模型相对均衡状态的具体推导过程参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

3. 基于地方政府干预动机的驱动机制分析

上述理论模型中的 f_i 将地方政府干预因素简单理论化,本部分将进一步结合中国现实国情细化 f_i 背后的地方政府干预动机,以深入剖析地方政府偿债压力对企业异地投资的作用逻辑。具体而言,如果地方政府对企业异地投资实施干预的动机是从留存在本地的资本中获得收益以增强当前或未来的可偿债财力,那么针对不同类型的企业,地方政府会权衡因资本要素流出而导致的收益损失,从而对不同企业实施差异性干预。

税收收入目前仍是中国地方政府筹集财政资金的主渠道(李明等,2016),是增强地方政府显性债务与隐性债务偿还能力的基础性支撑。企业是中国主要的纳税主体,其所缴纳的企业所得税、增值税、营业税等一直以来是地方政府重要的税收收入^①。尽管部分税收的地方分享比例低于中央,但在偿债压力较大与偿债来源较为单一的条件下,由于企业异地投资往往伴随着纳税对象的改变,也必然引起地方政府间财税利益的调整,影响投资来源地政府的偿债能力,因此,地方政府仍有很强的动机干预辖区内企业异地投资计划与行为,阻碍本地资本要素的外流。特别地,由于利税性越高的企业对增强地方政府财力的积极作用更大,当地方政府偿债压力加大时,为防止异地投资引起税收流失,地方政府对高利税性企业的异地投资干预力度也往往更大,例如通过增大对该类企业的税收征管力度等方式以干预其未来异地投资计划。此外,相对于异地投资,地方政府通常更期望高利税性企业在本地发展,以创造更多的税收收入,相关做法如加大企业同地投资的政府补贴来引导其增加同地投资比例。尽管这些措施干预了企业的正常经营决策,也违背了资本要素市场一体化的目标导向,但当债务风险与地方官员政绩等挂钩时,这可能是地方政府当期的最优抉择。基于以上分析,本文提出:

假说2:在其他因素不变的条件下,企业利税性越高,地方政府偿债压力加大对企业异地投资的负向作用则越强,越不利于资本要素市场一体化。

然而,面对较高的偿债压力,仅依靠一般公共预算中的税收等收入往往难以满足地方政府的偿债需求,政府性基金预算中的基金可偿债收入同样是偿债的重要来源。自2007年土地出让收入纳入地方政府性基金预算管理以来,土地出让收入成为主要的基金可偿债收入(刁伟涛,2017)。中国各地方长期以来“以地谋发展”的模式不仅包含了土地出让收入被直接用于城市建设的发展方式,而且还包括地方政府以土地出让收入作为偿债来源和担保,进行高额土地抵押贷款或发行债券的经济行为(张莉等,2018)。因此,当偿债压力越大时,地方政府对土地出让收入的需求也越高。土地出让收入通常由地方政府以招标、拍卖、挂牌和协议方式出让土地使用权所获取。企业是被出让土地的主要使用权人,其对土地出让收入的贡献度也在一定程度上影响着地方政府异地投资的干预动机与力度。在中国,被出让土地的初始使用者多集中在房地产开发与建筑行业。土地是房地产和建筑企业从事房地产开发与经营、基础设施建设等业务的前提和首要条件,同时这些企业也为地方经济与土地财政发挥了重要的支柱性作用。区别于其他企业,实务中房地产开发与建筑企业多采用项目公司制,其子公司往往设立在项目所在地,专门负责具体项目的开发与管理等工作。因此,这些企业的本地与异地投资决策与项目可行性直接相关。通常,在参与土地招拍挂等出让活动之前,企业会综合项目本身的开发成本与盈利能力等方面,以及项目所在地区的市场环境、资源与税收政策等因素进行可行性分析,进而根据可行性分析结论来确定投资策略。一旦企业确定在某地进行项目开发并设立子公司,企业部分资本将用于购买土地使用权,进而可形成该地区地方政府

^① 关于企业税收的财政制度分析参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

的土地出让收入。此外,由于房地产市场具有显著的地区性特征,各地区的供求状况和价格水平等存在差异,这通常导致了地区间房地产投资利润率的不同。受投资利益的驱动,中国头部的房地产开发与建筑企业在国内开展多地项目布局。然而,其异地投资行为很可能对本地土地出让收入产生负面影响,尤其是在偿债压力越大的情况下,地方政府愈加希望土地出让收入贡献较大的企业能够将更多的资本留存在本地,以用于购买土地使用权。因此,地方政府更倾向于对这些企业进行干预,如采取税收征管、融资优惠、政府补贴的政策手段干预其异地投资行为,鼓励其在本地参加土地招拍挂。这些做法不仅防止了大量企业异地投资导致本地土地招拍挂流标,而且还能促进更多的企业参与到土地出让环节,通过增大竞买申请人间的竞争达到更高额度的土地出让收入,进而实现缓解偿债压力的目的。基于以上分析,本文提出:

假说3:在其他因素不变的情况下,企业对土地出让收入的贡献度越高,地方政府偿债压力加大对企业异地投资的负向作用则越强,越不利于资本要素市场一体化。

三、实证设计

1. 样本选择与数据来源

本文选取2005—2022年中国A股上市公司为分析样本,从微观企业视角研究地方政府偿债压力对资本要素市场一体化的影响。企业异地投资直接反映了资本要素的跨地区流动情况,本文通过上市公司母公司年报中的“长期股权投资”科目附注,整理了母公司参控股公司的名称、注册地、成立时间等数据,并进一步将母公司所在地区与其参控股公司的注册地进行匹配,识别出与母公司不在同一城市的子公司,将其定义为异地子公司,分年份计算得出上市公司各年新增异地子公司数量与占比,以此反映企业异地投资行为与资本要素跨地区流动情况。除上市公司子公司数据外,实证分析中还需要采用母公司层面的财务数据、治理结构等数据以进行必要的内生性控制与异质性分析,本文进一步根据母公司财务报表补充了其资产、负债、所有者权益等指标,最终得到42401个企业年度观测值,以上企业层面的数据均来源于国泰安(CSMAR)数据库^①。

本文的另外一个关键变量为地方政府偿债压力,地方政府债务数据主要来源于Wind数据库与企业预警通,各项可偿债财力数据来源于历年《中国统计年鉴》《中国城市统计年鉴》《中国国土资源统计年鉴》、中国土地市场网以及各地级市统计年鉴。此外,实证分析中所采用的地区层面控制变量也均来源于以上统计年鉴。在获取地区层面的数据后,本文将其进一步与企业层面数据进行匹配,构建了城市—企业面板数据,以用于实证检验。

2. 实证模型设定与变量说明

为实证考察地方政府偿债压力对企业异地投资的影响,本文基于上述构建的城市—企业面板数据,设定如下基准计量模型:

$$Dinv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Pdebt_{dt} + \sum_{m=1}^M \beta_m X_{m,it} + \sum_{n=1}^N \gamma_n Z_{n,dt} + \varphi_i + \mu_t + \eta_d + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中,被解释变量 $Dinv_{it}$ 表示企业 i 在 t 年的异地投资情况,核心解释变量 $Pdebt_{dt}$ 代表在 t 年地区 d 的地方政府偿债压力, X 表示一组企业层面的控制变量, Z 为地区层面的控制变量。 φ_i 、 μ_t 、 η_d 分别为企业、年份、地区层面的固定效应,以控制不可观测因素的可能影响; ε_{it} 为随机干扰项。此外,

^① 企业数据的详细处理过程参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

在实际回归中,考虑到已有文献证实了省级行政边界在企业投资选址决策中的重要性(杨继彬等, 2021),本文将标准误聚类到省级层面。

具体地,对于被解释变量 $Dinv$,本文使用企业跨市投资占比作为衡量指标。另外,为对比企业异地投资与同地投资所受地方政府偿债压力影响的不同,进一步引入企业同市投资占比($Sinv$),替换 $Dinv$ 进行比较分析。以上两个变量的具体测度方法为:①根据母公司与子公司注册地信息识别出母公司当年所设立的跨市和同市子公司,而后进行分年份加总,得到母公司当年新增的两种类型子公司数量;②为了排除各类型子公司数量与子公司总数量同步增长的问题,将当年新增的各类型子公司数量与当年新增子公司总数量相除,以二者之比反映企业异地与同地投资强度。测算发现,上市公司在2005—2022年各年所设立的异地子公司数量及其占比变动趋势具有较高的不确定性,探究其变动背后的现实原因是一项亟待深入研究的重要课题^①。

对于解释变量 $Pdebt$,本文基于地方政府债券数据与城投债数据,测算得到地方政府当年须偿还的债务本息和,并将其与可偿债财力相除,得到地方政府偿债压力指标。测算结果显示,偿债压力指数在2005—2022年增长态势明显,并且在2019年后,显性债务偿还压力已超过隐性债务,在未来仍有可能保持较高的增长势头^②。为避免由于遗漏变量偏差导致的模型内生性问题,本文还同时加入企业与地区层面的控制变量。此外,为消除量纲影响,本文对部分变量进行了自然对数处理,同时对个别缺失值与明显存在异常的数据利用插值法进行补齐替换^③。

四、实证结果与分析

1. 地方政府偿债压力对企业异地投资的影响

基于式(8)的基准计量模型,本文检验了地方政府偿债压力对企业异地投资的影响,回归结果如表1所示。第(1)列是未加控制变量的结果, $Pdebt$ 系数显著为负,初步表明地方政府偿债压力越大,企业异地投资难度越高,资本要素跨地区流动畅通性越低。为缓解遗漏变量偏差,第(2)列加入了企业与地区层面控制变量,结果显示地方政府偿债压力的系数在1%水平上显著为负,证实地方政府偿债压力加大确实会降低本地企业异地投资比例,不利于资本要素市场一体化,验证了研究假说1。为进一步对比企业异地投资与同地投资所受影响的不同,本文以企业同市投资占比为被解释变量进行回归,结果如第(3)、(4)列所示。可以看到,加入控制变量后, $Pdebt$ 系数在5%的水平上显著为正,表明相反于异地投资,地方政府偿债压力加大则会显著促进企业同地投资,使得更多资本要素仅在局部空间内流动。以上结果支持了曹春方等(2015)关于地方政府“掠夺之手”会抑制本地企业向外扩张的研究结论。

与其他投资决策行为类似,企业是否异地投资是权衡收益与成本后的选择,当预期成本大于预期收益时,企业自然会取消异地投资计划,这也是投资净现值法等投资决策理论的基本结论。由于地方政府通常可以在本地资本要素配置的博弈中占优,当偿债压力加大导致其保护与增加可偿债财力的利益诉求增强时,地方政府一方面会设置市场障碍,加大企业异地投资的制度性预期成本,如夏立军等(2011)通过调研发现当获知本地企业有异地投资计划时,部分地方政府会通过加大对该企业的税收稽查力度以影响正常投资策略;另一方面可以通过控股、政策红利激励企业进行同地

① 中国上市公司异地投资变动趋势图及其具体分析参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

② 地方政府偿债压力指标测算过程和结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

③ 控制变量选取和变量描述性统计结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

表1 基准回归结果

变量	(1) <i>Dinv</i>	(2) <i>Dinv</i>	(3) <i>Sinv</i>	(4) <i>Sinv</i>
<i>Pdebt</i>	-0.0565** (0.0244)	-0.0618*** (0.0212)	0.0311* (0.0178)	0.0321** (0.0121)
控制变量	否	是	否	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
样本量	42401	42401	42401	42401
调整后 R ²	0.2616	0.2651	0.1671	0.1689

注：*、**、***分别表示10%、5%、1%的显著性水平；括号内为聚类到省级层面的稳健标准误。以下各表同。

投资,增加同地投资减少的机会成本。其结果是,更多的本地企业由于预期制度性成本较高而放弃或减少异地投资,同时实施或扩大同地投资,部分高政治关联企业(如国有企业)在现实中甚至存在同地过度投资或非意愿投资(Su et al., 2013)。综合以上分析,可知地方政府偿债压力对企业异地投资与同地投资存在截然相反的影响效应,双重效应叠加使得资本要素市场一体化实现难度增大。

2. 稳健性检验^①

为确保基准回归结果的可靠性,本文进行了多方面的稳健性检验,包括内生性问题处理、更换被解释变量测度方法、更换解释变量测度方法、剔除直辖市与计划单列市样本、剔除无长期股权投资计划的样本以及排除国际金融危机和突发公共卫生事件的影响。检验结果显示,基准回归结果稳健。

3. 基于地方政府干预动机的驱动机制检验

当面临巨大偿债压力时,地方政府不得不寻求各类可能的融资渠道以完成债务刚兑。由于税收收入与土地出让收入是地方政府主要的偿债来源,而本地企业是创造两项收入的主体,因此,地方政府对企业异地投资实行干预措施的动机很可能是从留存在本地的资本中获得收益以增强偿债财力。基于这一逻辑,本文对地方政府偿债压力与企业异地投资关系的驱动机制进行检验。

首先,企业所缴纳的各项税费是增强地方政府显性债务与隐性债务偿还能力的基础支撑(李明等,2016)。因此,可以合理推断,针对不同利税性的企业,地方政府会权衡因资本要素流出而导致的可偿债财力变化,从而形成差异性的干预动机,并采取不同措施。本文采用调节效应法对这一机制进行分析,即在基准计量模型中进一步加入地方政府偿债压力与企业利税性的交乘项(*Pdebt*×*Tax*),通过估计交乘项系数检验该机制是否成立。其中,企业利税性的测度方法是,计算企业上一年所缴纳税费与所在城市上一年GDP之比(记为*rtax*),若其大于城市内所有企业*rtax*的平均值,则*Tax*取值为1,表明该企业在当地属于高利税性企业,否则为0,属于低利税性企业。表2第(1)、(2)列汇报了该机制的检验结果。可以看到,第(1)列*Pdebt*与*Pdebt*×*Tax*系数均显著为负,交乘项系数大小表明在控制其他因素不变的前提下,地方政府偿债压力增加1个单位,相对于低利税性企业,高利税性企业异地投资比例将多下降0.03,意味着地方政府偿债压力加大会阻碍高利税性企业的异地投资行为,而对低利税性企业的负向作用则相对较弱,验证了研究假说2。这一结果的现实解

① 稳健性检验详细过程及其结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

释是,子公司所缴纳的税费通常大部分由子公司所在地区所得,而不属于母公司所在地的地方政府偿债来源,因此,相对于低利税性企业而言,高利税性企业异地投资会导致更为严重的税收流失。白重恩等(2004)指出,由于地方财政对税收收入的较强依赖,地方政府对本地经济的保护主要倾向于高利税行业或企业。地方政府偿债压力客观上加强了这一依赖,为防止可偿债财力的大幅减少,地方政府对高利税性企业的异地投资干预动机则往往更强。

其次,企业所缴纳的土地出让金亦是地方政府重要的偿债来源,其对土地出让收入的贡献度很可能直接影响偿债压力加大情境下地方政府对企业异地投资的干预动机。为检验这一作用机制,本文采用在基准计量模型中加入地方政府偿债压力与企业土地出让收入贡献度交乘项($Pdebt \times Land$)的方式进行实证考察。其中,企业土地出让收入贡献度($Land$)的测度方法是,考虑到并非所有企业均缴纳土地出让金,房地产业、建筑业等行业的土地出让收入贡献度远高于其他行业,故本文首先识别企业所在行业是否属于房地产业与建筑业($lind$),若是 $lind$ 取值为1,否则为0;企业为房地产等项目开发而获得土地使用权,所支付的土地出让金,通常作为生产费用列入当年开发成本,由于此项成本是房地产等项目开发成本的主要组成,因此,本文采用企业上一年开发成本近似衡量企业为获取土地使用权而缴纳的土地出让金,并将其与所在城市上一年土地出让收入相除得到变量 $rland$ ^①,以 $lind$ 与 $rland$ 的乘积衡量企业土地出让收入贡献度($Land$)。表2第(3)、(4)列报告了检验结果,可以看到, $Pdebt$ 系数符号与基准回归结果保持一致, $Pdebt \times Land$ 系数在第(3)列显著为负,在第(4)列则显著为正,说明随着企业土地出让收入贡献度的提高,地方政府偿债压力加大对企业异地投资的负向作用则越明显,而对同地投资的促进作用却愈加增强,验证了研究假说3。已有文

表2 基于地方政府偿债来源的机制检验结果

变量	税收收入		土地出让收入	
	(1) <i>Dinv</i>	(2) <i>Sinv</i>	(3) <i>Dinv</i>	(4) <i>Sinv</i>
<i>Pdebt</i>	-0.0559** (0.0203)	0.0299** (0.0128)	-0.0617*** (0.0212)	0.0321** (0.0121)
<i>Pdebt \times Tax</i>	-0.0265* (0.0149)	0.0097 (0.0170)		
<i>Tax</i>	-0.0004 (0.0054)	-0.0000 (0.0056)		
<i>Pdebt \times Land</i>			-0.3575*** (0.0574)	0.0759*** (0.0212)
<i>Land</i>			0.0586*** (0.0108)	-0.0087* (0.0044)
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
样本量	42401	42401	42401	42401
调整后 R ²	0.2651	0.1689	0.2650	0.1689

① 若采用本年企业开发成本数据,很可能存在企业投资行为已完成的问题,地方政府在偿债压力驱动下对企业异地投资行为的事前干预则不成立,因此对相关数据作滞后处理,以确保干预的有效性。

献指出地方政府对房地产业所带来的财政利益依赖程度越高,本地房地产投资扩张速度越快(吕冰洋等,2013)。以上结果进一步从地方政府偿债压力角度对现有研究结论做出证明与补充,即在中国,土地出让金不仅是房地产企业等正常运营所需付出的必要成本,而且也一定程度地体现了地方财政对相关企业所持资本的依赖程度。当面临较高的偿债压力时,地方政府越有激励干预土地出让收入贡献度越高企业的投资行为,鼓励其将更多资本留存在本地以购买土地使用权,这在防止企业异地投资导致土地招拍挂流标的同时,也增强了土地出让环节竞买申请人之间的竞争性,促进了本地房地产投资,扩大了财政收益规模。

4. 异质性检验^①

(1) 基于企业产权性质的异质性检验。根据本文实证样本测算可得,地方国有企业异地投资比例均值为38.13%,非国有企业则为44.34%,这一结果与范子英和周小昶(2022)的研究结果相一致,即地方国有企业的异地投资行为显著少于非国有企业。曹春方等(2015)指出地方政府对国有企业投资的过度干预是导致这一现象的主要原因。从偿债压力角度看,国有企业与地方政府之间的天然关联,使其成为地方政府偿债压力加大时重点依赖的对象,更为严格地约束国有企业异地投资行为成为地方政府缓释偿债压力的策略性选择。如果上述逻辑成立,一个可以预见的结果是,地方政府偿债压力对企业异地投资的影响因企业产权性质的不同而呈现出显著异质性。本文根据企业产权性质进行分样本回归。结果表明,地方政府偿债压力对企业异地投资的负向作用与对同地投资的促进作用均在国有企业中更为明显,证实了上文推断。

(2) 基于企业异地投资目标地的异质性检验。相对于同省份跨市投资,企业跨省份投资不仅通常会导致更大规模的本地资本要素流失,而且会更加弱化地方政府对异地子公司的影响力,加大二者间的信息不对称和沟通成本。因此,在偿债压力的驱动下,地方政府对企业跨省份投资的干预力度可能强于同省份跨市投资。为验证这一猜测,本文根据企业异地投资目标地的不同,将基准计量模型中的被解释变量“企业跨市投资占比”划分为“跨省份投资占比”(Dprov)与“同省份跨市投资占比”(Dcity_sp),然后分别进行回归,其中,直辖市的异地投资均归属于跨省份投资,同省份跨市投资中剔除此类样本。结果表明,企业跨省份投资会受到地方政府偿债压力相对更强的抑制作用,证实了上文推断。这一结果也意味着,地方政府偿债压力会加筑资本要素跨地区流动的省际壁垒,是对国内省际要素市场分割研究的有益补充。

(3) 基于地区政商关系的异质性检验。从地区层面看,地方政府偿债压力对企业异地投资的作用效应可能受到地区政商关系的影响。本文基于中国人民大学发布的《中国城市政商关系评价报告2022》衡量各城市政商关系。该报告从“亲”“清”两个维度系统评价了新型政商关系,通过专家赋权,形成了各城市的百分制政商关系健康指数,本文按照该指数中位数将样本划分为政商关系健康地区与不健康地区。结果表明,地方政府偿债压力对企业异地投资的负向影响以及对企业同地投资的正向影响,均在政商关系不健康的地区中更为明显,这意味着在政商关系越不健康的地区,资本要素跨地区畅通流动的难度则越大。在政商关系健康的地区,地方政府与微观企业间能够构建良性的互惠交流模式,企业的各项需求也能被地方政府所及时感知,即使在偿债压力增大的背景下,当异地投资能够实现企业价值最大化时,地方政府也可能会降低干预力度。

(4) 基于城市等级的异质性检验。本文根据新一线研究所发布的《2022城市商业魅力排行榜》,将城市划分为一线城市(包括新一线城市)、二线及以下城市,分样本进行回归检验。结果显

^① 异质性检验结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

示,在一线城市,地方政府偿债压力对企业异地投资与同地投资并无显著影响,而对于二线及以下城市,地方政府偿债压力增大会显著阻碍本地资本要素跨地区畅通流动,降低资本要素市场一体化程度。这一异质性的背后原因在于,一方面,二线及以下城市由于经济社会发展水平相对较低,其所能吸引的资本流入相对有限,亟待提升的经济社会发展水平与有限的资本流入量便形成了一定的矛盾,因此,当偿债压力增加时,这些城市的地方政府不得不更多地寄希望于本地资本要素,通过相对严格地约束资本流出来缓解偿债压力;另一方面,相关研究表明越是经济落后的地区,其赶超动机也越强(杨继东和罗路宝,2018),出于提升经济排名的目的,这些城市具有更强的地方保护主义动机,从而也导致资本要素的跨地区流出更加困难。

五、进一步讨论：资本要素流出“阻力”与流入“吸引力”下降

本文已得出地方政府偿债压力加大会显著降低企业异地投资比例,不利于资本要素市场一体化的基本结论。进一步地,本部分将讨论这种负向关系是否由资本要素跨地区流出所受“阻力”干预与流入所受“吸引力”下降共同驱动,即回答从流出端看,偿债压力加大时地方政府会采取何种干预措施以形成对本地资本要素流出的“阻力”?从流入端看,地方政府偿债压力加大是否导致地区对异地资本要素流入的“吸引力”下降,从而使得地方政府过多依赖于本地资本要素?回答这些问题将有助于有效捕捉与综合解读地方政府偿债压力加大背景下地方政府与微观企业的应对策略,从而为构建良好的政企关系提供政策参考。

1. 流出“阻力”:地方政府对企业异地投资干预措施的探究

资本要素流出所受“阻力”既可能包括地方政府制约本地企业异地投资行为的直接性干预,也可能包括通过鼓励企业同地投资,进而引导其减少异地投资的间接性干预。其中,对于前者,现有研究表明提高税收征管力度是地方政府干预企业经营决策的基本模式(文茜等,2023)。因此,当地方政府偿债压力加大时,其可能通过加大税收征管力度来增加企业异地投资的制度性成本,进而形成直接性干预。为检验这一作用力是否实际存在,本文将基准计量模型中的被解释变量替换为母公司下一年实际税负增长率($Ptax$),并构造了地方政府偿债压力与企业异地投资变量的交乘项($Pdebt \times Dinv$),将其与 $Pdebt$ 、 $Dinv$ 共同作为核心解释变量加入计量模型。参照已有研究的通用做法(田彬彬等,2020),母公司实际税负采用实际税率衡量,等于企业当年支付的各项税费除以当年利润总额。模型设定如式(9)所示:

$$Ptax_{idt} = \alpha_0 + \alpha_1 Pdebt_{dt} + \alpha_2 Pdebt_{dt} \times Dinv_{idt} + \alpha_3 Dinv_{idt} + \sum_{m=1}^M \beta_m X_{m,idt} + \sum_{n=1}^N \gamma_n Z_{n,dt} + \varphi_i + \mu_i + \eta_d + \varepsilon_{idt} \quad (9)$$

表3第(1)、(2)列报告了上式的回归结果,结果显示 $Pdebt$ 系数均显著为正,表明当地方政府偿债压力加大时,地方政府会提高税收征管力度,从而使得本地企业所实际承担的税负也随之上升,这与现有研究关于地方财政压力会加大企业实际税负的结论相一致(詹新宇和靳取,2023)。第(2)列加入交乘项后,交乘项系数显著为正,表明随着企业异地投资比例的上升,地方政府偿债压力对企业实际税负增长率的正边际效应会进一步加强,企业可能面临更高的税负压力。在中国税收制度安排下,尽管征税对象、税率等相关法律法规由中央政府统一制定,但税收机制的具体执行仍由地方政府负责,这使得各地方税务部门往往具有诸多自由裁量权,税收征管力度存在较大的弹性区间。具有弹性的税收征管成为地方政府为实现特定目的干预企业行为的重要方式。在近年来偿债

压力愈加增大的现实背景下,地方政府本身存在较强的征税积极性,而在此情形下,若本地企业近期存在活跃的异地投资行为,为弥补其异地投资所带来的地区局部财政利益损失,地方政府可能通过加大对此类企业税收征管力度的方式来维持可偿债财力的稳定。这一行为策略提高了企业未来异地投资的预期制度性成本,会导致其调整未来的异地投资计划,夏立军等(2011)的研究结果印证了地方政府这一动机的存在,现实中相关措施包括提高税收执法强度、加强税收稽查力度或严控税收优惠力度等。

表3 资本要素流出所受“阻力”:差异化税收征管与政府补贴

变量	(1) <i>Ptax</i>	(2) <i>Ptax</i>	(3) <i>Lnsubsidy</i>	(4) <i>Lnsubsidy</i>
<i>Pdebt</i>	6.2850** (3.0016)	4.3388* (2.5067)	-0.1930** (0.0866)	-0.2325** (0.0855)
<i>Pdebt</i> × <i>Dinv</i>		5.5663** (2.6892)		
<i>Dinv</i>		-2.4152 (1.5299)		
<i>Pdebt</i> × <i>Sinv</i>				0.2196*** (0.0777)
<i>Sinv</i>				-0.0372* (0.0215)
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
样本量	42401	42401	38435	38435
调整后 R ²	0.1354	0.1355	0.5806	0.5807

需要指出的是,为减缓偿债压力、保护本地经济利益,地方政府在为企业异地投资设置隐性障碍的同时,也会通过政策手段介入扶持企业同地投资,以尽可能地避免本地资本要素的外流。政府补贴是各地方政府扶持企业发展的常见方式,根据企业同地投资比例的不同,地方政府可能会设定差异性的政府补贴力度。因此,本文推断,企业同地投资比例会在一定程度上影响地方政府偿债压力对政府补贴力度的边际效应。为验证这一推断,本文构造了地方政府偿债压力与企业同地投资变量的交乘项(*Pdebt*×*Sinv*),并建立如下计量模型:

$$Lnsubsidy_{idt} = \alpha_0 + \alpha_1 Pdebt_{dt} + \alpha_2 Pdebt_{dt} \times Sinv_{idt} + \alpha_3 Sinv_{idt} + \sum_{m=1}^M \beta_m X_{m,idt} + \sum_{n=1}^N \gamma_n Z_{n,idt} + \varphi_i + \mu_t + \eta_d + \varepsilon_{idt} \quad (10)$$

其中,被解释变量为地方政府对母公司的补贴金额对数值,其余变量与前文保持一致,回归结果如表3第(3)、(4)列所示。结果显示,无论是否加入交乘项,*Pdebt*系数均显著为负,表明当偿债压力加大时,地方政府不得不缩减对企业补贴等方面的支出规模,以将更大比例的财力用于偿还到期债务。表3第(4)列加入交乘项后,交乘项系数在1%水平上显著为正,表明企业同地投资比例的上升会显著削弱地方政府偿债压力对政府补贴的负向边际效应,即相对于其他企业,同地投资比例越高的企业所获取的政府补贴受地方政府偿债压力的缩减效应相对较小。这一结果背后蕴含着地方

政府保护与扩大本地市场的较强动机,即实施差异性政府补贴力度一方面可以弱化本地企业同地投资时的融资约束与投资环境不确定性,有效保护本地市场;另一方面具有较强的政策导向性,能够向辖区内企业传递出地方政府对企业同地投资的青睐,提高企业在本地投资相对于异地投资的预期额外资本利润率,从而引导更多企业增加同地投资比例,一定程度地避免本地资本要素的外流。

2. 流入“吸引力”下降:地方政府偿债压力对异地资本要素流入的影响

理论上,流入某一地区的异地资本要素规模增大会在一定程度上降低地方政府对本地资本要素的依赖,进而放松对其跨地区流动的干预,反之则将增大阻碍力度。因此,一个重要问题是,地方政府偿债压力加大时,异地资本要素流入是否会受到影响,如果是,其影响效应与作用机制如何?回答这一问题能够与前文共同还原资本要素在地区边界流动的动态过程,以形成完整的逻辑闭环。鉴于此,本文构造如下面板双向固定模型进行实证检验:

$$linv_{dt} = \beta_0 + \beta_1 Pdebt_{dt} + \sum_{n=2}^N \beta_n Z_{n,dt} + v_t + \tau_d + \varepsilon_{dt} \quad (11)$$

其中, $linv_{dt}$ 表示 t 年流入地区 d 的资本要素量,在前文数据处理的基础上,本文进一步按照上市公司各异地子公司的注册地分年份加总子公司设立数量,得到 t 年在地区 d 设立的异地子公司总和,并对其取自然对数后,生成异地资本要素流入变量; v_t 、 τ_d 分别代表年份、地区固定效应, β 为各变量系数,其余变量与基准计量模型一致。

表4第(1)、(2)列为式(11)的回归估计结果。结果显示,无论是否加入控制变量,地方政府偿债压力($Pdebt$)系数均在1%水平上显著为负,以第(2)列系数为例,在控制其他因素不变的前提下, $Pdebt$ 每增加1个单位,流入本地的资本要素量约减少24.95%,表明地方政府偿债压力增大会显著降低该地区对异地资本要素流入的吸引力。其背后的作用机制可从两个方面予以解释:一方面,地方政府债务与财政、金融、房地产等经济系统紧密关联,地方政府偿债压力加大不仅蕴含着财政风险,而且很可能对金融部门资产负债表造成冲击(蔡庆丰等,2024),并且会通过操控土地市场而扰乱房地产市场正常运行,进而传导至实体经济,破坏投资环境。当企业得知拟投资目标地存在较高的投资环境不确定性时,其很可能缩小投资规模甚至取消投资计划。为检验这一可能的作用机制,本文测度了各城市所有公司的年股价波动率平均值($Stock_flu$),以此衡量地区投资环境不确定性,而后将式(11)中的被解释变量替换为 $Stock_flu$,估计结果如表4第(3)列所示。可以看到, $Pdebt$ 系数在5%水平上显著为正,表明地方政府偿债压力会显著增加本地投资环境不确定性,加大投资者的风险预期,进而降低了异地资本要素的流入量。另一方面,地方政府偿债压力加大在一定程度上意味着地方政府或融资平台发生实质性违约概率的增加,由此可能加剧市场对地区社会信用的担忧。如前文所述,近年来由于部分地区财政状况的恶化,一些地方政府融资平台打破了刚性兑付预期。王伟同等(2022)研究表明,地区社会信用的下降会恶化属地内企业所面临的融资环境,制约其可持续发展。因此,为规避风险,外地企业会缩减社会信用相对较低地区的投资规模,减少资本要素流入量。为验证这一机制是否成立,本文采用2010—2019年中国城市商业信用环境指数衡量社会信用,并将其作为被解释变量进行回归分析,结果如表4第(4)列所示。 $Pdebt$ 系数显著为负,意味着地方政府偿债压力加大会显著降低本地社会信用水平,进而不利于异地资本要素的流入。

综上,地方政府偿债压力一方面会激励地方政府采取差异化税收征管与政府补贴等措施阻碍本地资本要素流出;另一方面又通过增加本地投资环境不确定性与降低社会信用等渠道抑制

表4 地方政府偿债压力对资本要素流入的影响效应与机制检验

变量	(1) <i>Inv</i>	(2) <i>Inv</i>	(3) <i>Stock_flu</i>	(4) <i>Credit</i>
<i>Pdebt</i>	-0.2847*** (0.0919)	-0.2495*** (0.0828)	0.0026** (0.0012)	-1.6635** (0.7267)
控制变量	否	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
样本量	5137	5137	5137	2835
调整后 R ²	0.8336	0.8366	0.2589	0.8415

异地资本要素流入,进一步加大了地方政府对本地资本要素的依赖及对其流出的干预。资本要素流出所受“阻力”干预与流入所受“吸引力”下降相互叠加,对资本要素市场一体化形成了显著阻滞。

六、结论与启示

本文通过构建政企间博弈模型,分析了地方政府偿债压力与资本要素市场一体化之间的理论作用机制,并基于2005—2022年城市—企业面板数据进行实证考察。研究发现,地方政府偿债压力加大会显著降低本地企业异地投资比例,同时促进企业同地投资比例增加,从而不利于资本要素市场一体化的实现。该结论在采用内生性处理等多种稳健性检验之后依然成立。机制分析表明,当偿债压力增大时,地方政府倾向于政策激励那些利税性与土地出让收入贡献度越高的企业将资本要素留存在本地。异质性分析结果显示,地方政府偿债压力对企业异地投资的负面影响主要集中在国有企业、政商关系欠佳地区与二线及以下城市;相对于同省份跨市投资,企业跨省份投资会受到地方政府偿债压力更强的抑制作用。进一步研究发现,地方政府偿债压力不仅会激励地方政府采取差异化税收征管与政府补贴等措施阻碍本地资本要素外流,还会通过增加本地投资环境不确定性与降低社会信用等渠道抑制异地资本要素的流入。基于此,本文提出如下政策启示:

(1)稳妥处置地方政府存量债务,降低地方政府对本地资本要素的过度依赖和不必要干预。目前部分地区仍然存在化债压力较大、化债资金落实进度较慢等情况。本文通过定量测度发现,中国地方政府的显性债务与隐性债务的偿还压力在未来仍可能保持增长势头。对于偿债压力较大的地区,地方政府应适度发行再融资与置换债券,通过借新还旧的方式偿还短期内到期债务;在隐性债务存量较高的地区,应允许资质较好的地方政府融资平台发债偿还弱资质平台的到期债务,但应严格限制其新增债务融资。同时,监管层还应建立各地方政府偿债压力的动态监测预警机制,基于债务本金与利息、可偿债财力等测度偿债压力指标,定期进行监测与风险评估,对于超过预警阈值的地区,将其列入重点监管名单。更重要的是,要从根本上缓解地方政府偿债压力,应该加强债务项目支出绩效管理,促进地方政府融资平台依托于地方地理优势、产业资源与文化特色等进行市场化转型,提升其自我造血能力,避免显性与隐性债务偿还均依赖于地方税收、土地出让收入等,从而在根本上避免地方政府干扰企业正常的异地投资策略,真正实现资本要素在国内畅通流动,提升资源配置效率,充分释放国内市场潜力。

(2)减少地方政府在资本要素市场化配置中的不合理干预,进一步优化营商环境。地方政府采取政策手段干预企业异地投资活动属于“政企不分”现象,不利于市场经济的正常运行。与已有研究的结果相符,本文发现地方政府往往会通过差异化的税收征管与政府补贴等方式干预企业异地投资计划,并且在偿债压力加大的背景下,利税性与土地出让收入贡献度越高的企业会受到更强的干预力度。因此,从夯实资本要素市场一体化的微观基础角度出发,中央政府应该进一步严格要求各地区各部门对带有资本要素流动限制的显性与隐性壁垒开展清理工作,同时制定规范统一的各项涉企收费与补贴标准,推进地方政府实际收费与补贴项目信息公开,以便于公众监督。特别是,对于偿债压力较大的地区,上级政府还应定期走访这类地区利税性与土地出让收入贡献度较高的企业,了解其异地投资需求,以及是否受到不合理干预等情况,将改善地区营商环境落到实处。

(3)健全市场体系建设中的公平竞争审查制度,定期评估相关政策措施对统一市场和市场竞争的影响。本文研究发现,政商关系欠佳地区或经济社会发展水平较低的二线及以下城市,地方政府更容易受偿债负担影响过度干预属地内企业的投资活动,企业参与公平竞争的阻碍较大。随着新修订的《中华人民共和国反垄断法》于2022年8月正式实施,公平竞争审查制度已经从政策性条款上升为一项法律制度。但鉴于该制度初步建立,当前仍存在不同地区的工作进展不一致、审查质量和效果层级衰减等问题。因此,应加快这些地区公平竞争审查制度健全的工作进展,委托第三方评估机构对涉及要素自由流动的相关政策进行定期公平竞争评估。对于妨碍统一市场和限制市场竞争的政策措施,应及时修改或废止。

[参考文献]

- [1]白重恩,杜颖娟,陶志刚,全月婷.地方保护主义及产业地区集中度的决定因素和变动趋势[J].经济研究,2004,(4):29-40.
- [2]蔡庆丰,吴奇艳,吴冠琛.地方隐性债务、银行风险感知与企业信贷可得性[J].中国工业经济,2024,(1):112-130.
- [3]曹春方,周大伟,吴澄澄,张婷婷.市场分割与异地子公司分布[J].管理世界,2015,(9):92-103.
- [4]陈斌开,金箫,欧阳涤非.住房价格、资源错配与中国工业企业生产率[J].世界经济,2015,(4):77-98.
- [5]刁伟涛.债务率、偿债压力与地方债务的经济增长效应[J].数量经济技术经济研究,2017,(3):59-77.
- [6]范子英,周小昶.财政激励、市场一体化与企业跨地区投资——基于所得税分享改革的研究[J].中国工业经济,2022,(2):118-136.
- [7]洪源,胡争荣.偿债能力与地方政府债务违约风险——基于KMV修正模型的实证研究[J].财贸经济,2018,(5):21-37.
- [8]冀云阳,钟世虎.地方政府债务对全要素生产率的影响研究[J].财政研究,2022,(4):87-99.
- [9]李明,赵旭杰,冯强.经济波动中的中国地方政府与企业税负:以企业所得税为例[J].世界经济,2016,(11):104-125.
- [10]刘哲希,任嘉杰,陈小亮.地方政府债务对经济增长的影响——基于债务规模与债务结构的双重视角[J].改革,2020,(4):100-115.
- [11]刘志彪,孔令池.从分割走向整合:推进国内统一大市场建设的阻力与对策[J].中国工业经济,2021,(8):20-36.
- [12]吕冰洋,毛捷,吕寅晗.房地产市场中的政府激励机制:问题与改革[J].财贸经济,2013,(7):126-137.
- [13]马光荣,程小萌,杨恩艳.交通基础设施如何促进资本流动——基于高铁开通和上市公司异地投资的研究[J].中国工业经济,2020,(6):5-23.
- [14]马亚明,张立乐.地方政府债务扩张对实体经济资本配置效率的影响——基于房地产价格的中介效应[J].中南

- 财经政法大学学报, 2022, (1): 98-109.
- [15] 梅冬州, 温兴春, 王思卿. 房价调控、地方政府债务与宏观经济波动[J]. 金融研究, 2021, (1): 31-50.
- [16] 田彬彬, 陶东杰, 李文健. 税收任务、策略性征管与企业实际税负[J]. 经济研究, 2020, (8): 121-136.
- [17] 王伟同, 辛格, 周佳音. 债务违约、属地信用与风险外溢[J]. 世界经济, 2022, (12): 201-224.
- [18] 王媛, 唐为. 交通网络、行政边界与要素市场一体化——来自上市公司异地投资的证据[J]. 经济学(季刊), 2023, (4): 1461-1476.
- [19] 文茜, 李万利, 申志轩. 地方政府释放财政压力的微观传导机制: 企业盈余管理视角[J]. 世界经济, 2023, (10): 91-114.
- [20] 夏立军, 陆铭, 余为政. 政企纽带与跨省投资——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2011, (7): 128-140.
- [21] 谢贞发, 范子英. 中国式分税制、中央税收征管权集中与税收竞争[J]. 经济研究, 2015, (4): 92-106.
- [22] 谢贞发, 陈芳敏, 陈卓恒. 激励与能动性: 非对称财政收支分权与企业资本跨区域流动[J]. 数量经济技术经济研究, 2023, (1): 87-108.
- [23] 熊琛, 周颖刚, 金昊. 地方政府隐性债务的区域间效应: 银行网络关联视角[J]. 经济研究, 2022, (7): 153-171.
- [24] 杨继彬, 李善民, 杨国超, 吴文锋. 省际双边信任与资本跨区域流动——基于企业异地并购的视角[J]. 经济研究, 2021, (4): 41-59.
- [25] 杨继东, 罗路宝. 产业政策、地区竞争与资源空间配置扭曲[J]. 中国工业经济, 2018, (12): 5-22.
- [26] 余典范, 张家才, 陈磊. 企业数字化促进了资本跨地区流动吗? ——来自上市公司异地设立子公司的证据[J]. 财经研究, 2023, (12): 91-105.
- [27] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008, (8): 9-21.
- [28] 詹新宇, 靳歆. 分权时序与企业实际税负[J]. 经济理论与经济管理, 2023, (8): 18-31.
- [29] 张莉, 年永威, 刘京军. 土地市场波动与地方债——以城投债为例[J]. 经济学(季刊), 2018, (3): 1103-1126.
- [30] 张伟静, 刘瑞. 高管家乡偏好与企业投资区位选择[J]. 经济管理, 2022, (11): 89-105.
- [31] 赵仁杰, 周小昶. 区域性税收优惠与企业异地投资的避税效应[J]. 财贸经济, 2022, (11): 59-74.
- [32] 钟军委. 地方政府债务对资源空间配置优化的影响研究[J]. 财政研究, 2021, (1): 74-85.
- [33] Baier, S. L., J. H. Bergstrand, and M. W. Clance. Heterogeneous Effects of Economic Integration Agreements [J]. *Journal of Development Economics*, 2018, 135: 587-608.
- [34] Besley, T. J., and A. Case. Incumbent Behavior: Vote-Seeking, Tax-Setting, and Yardstick Competition [J]. *American Economic Review*, 1995, 85(1): 25-45.
- [35] Chen, H., K. Cheng, M. Zhang. Does Geographic Proximity Affect Firms' Cross-Regional Development? Evidence from High-Speed Rail Construction in China [J]. *Economic Modelling*, <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106402>, 2023.
- [36] Dai, Y., J. Hou, and X. Li. Industry Policy, Cross-Region Investment, and Enterprise Investment Efficiency [J]. *Research in International Business and Finance*, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101372>, 2021.
- [37] Fishman, A., and R. Rob. Product Innovation by a Durable-Good Monopoly [J]. *RAND Journal of Economics*, 2000, 31(2): 237-252.
- [38] Reinhart, C. M., and M. B. Sbrancia. The Liquidation of Government Debt [J]. *Economic Policy*, 2015, 30(82): 291-333.
- [39] Su, Z. Q., H. G. Fung, and J. Yau. Political Connections and Corporate Overinvestment: Evidence from China [J]. *International Journal of Accounting and Information Management*, 2013, 21(4): 285-296.
- [40] Tao, K. Assessing Local Government Debt Risks in China: A Case Study of Local Government Financial Vehicles [J]. *China & World Economy*, 2015, 23(5): 1-25.

Local Government Debt Repayment Pressure, Corporate Trans-Regional Investment and Capital Factor Market Integration

CHEN Jun-hua¹, LIU Na¹, WU Ying²

(1. School of Management Science and Engineering, Central University of Finance and Economics;

2. National Institute of Social Development, Chinese Academy of Social Sciences)

Abstract: Achieving the capital factor market integration characterized by the smooth flow of capital factors is a key component of constructing a unified national market. Currently, with the rapid development of modern transportation and communication technologies in China, tangible barriers to the flow of capital factors related to natural geographic factors have gradually been eliminated, while intangible barriers caused by policy factors remain. What are the impacts and mechanisms of local government debt repayment pressure, as an important policy factor, on the integration of the capital factor market? Existing literature has not conducted in-depth research on this issue.

This paper constructs a game model between the government and firms to explore the impact mechanism of local government debt repayment pressure on the capital factor market integration, and then conducts an empirical investigation based on the city-enterprise panel data from 2005 to 2022. The results show that the increasing debt repayment pressure has significantly hindered local corporate trans-regional investment, but promoted the increase in the proportion of local investment, creating an intangible boundary for the capital factor market integration. Mechanism testing shows that due to the desire for financial resources such as taxation and land transfer income, local governments expect enterprises with higher tax profits and land transfer income to retain capital locally, thus more strictly constraining the trans-regional investment of these enterprises. Further research shows that local government debt repayment pressure not only motivates local governments to take intervention measures but also inhibits the inflow of capital from other regions by increasing uncertainty in the investment environment and reducing social credit.

Compared to existing literature, this paper may have the following marginal contributions. First, it further enriches research on factors influencing the integration of China's capital factor market. There are few studies on the relationship between local government debt repayment pressure and capital factor market integration from the perspective of government-enterprise relations, while this paper can fill this research gap. Furthermore, existing research on the economic effects induced by local government debt is mostly limited to discussions on internal economic development and financial risks within areas. This paper innovatively expands research on the impact effects of local government debt from the perspective of the cross-regional flow of factors. Finally, this paper includes both the inflow and outflow of capital factors between regions in its research scope, finding that increased local government debt repayment pressure not only obstructs the outflow of local capital factors but also significantly reduces local attractiveness to external capital factors.

Keywords: local government debt repayment pressure; capital factor market integration; corporate trans-regional investment; trans-regional flow of capital

JEL Classification: H32 H74 R11

[责任编辑:李鹏]