

# 融资平台债务扩张对中小企业信贷融资 与资源配置的影响<sup>\*</sup>

周 博 梁蕴佳

**内容提要:**更好地提高公共财政支出的效率对于当前中国经济持续增长具有重要意义。本文以银监会2011年对地方政府融资平台的信贷融资限制政策为冲击,结合丰富的微观数据,从效率损失的视角为我国宏观经济调控提供了政策启示。研究发现:以负债率为考核的信贷限制政策使地方政府通过注入土地资产来降低融资平台的负债率,随后的债券发行监管放松促使其融资方式从信贷融资转向债券融资,而规模扩张动机和较低的债券融资成本进一步刺激了融资平台债务规模扩张;融资平台债务规模的扩张对中小企业的投资、雇佣、工资和收入都产生了挤出效应,其中的重要渠道是,商业银行持有大量融资平台发行的债券间接挤出了中小企业的信贷融资;基于Whited和Zhao(2021)的融资错配模型,本文发现中小企业在面临债务融资受阻时,由于缺乏权益融资的渠道而不能灵活地调整其投入和产出,并最终导致了资源错配。本文的研究结果表明,融资平台债务规模增长伴随的挤出效应和资源错配效应严重制约了公共财政支出的稳增长效果。

**关 键 词:**债券融资 挤出效应 资源错配效应 融资平台

**作者简介:**周 博,西南财经大学经济学院博士研究生,611130;

梁蕴佳(通讯作者),四川大学经济学院博士研究生,610065。

**中图分类号:**F812 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2024)01-0039-16

## 一、引言

在“稳增长”已经成为我国当前宏观经济目标的共识之际,对于如何采用宏观经济手段来实现“稳增长”却存在较大的争论。一方面,积极的宏观政策虽然可能进一步推高我国债务规模,但这也有利于经济的快速修复。另一方面,宽松的货币和财政政策可能会使资源流向低回报率的领域,造成流动性过剩并引发系统性金融风险。事实上,针对目前我国经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力,2022年的中央经济工作会议提出了“实施积极的财政政策和稳健的货币政策……形成共促高质量发展合力”的政策方针。其中,“积极的财政政策要加力提效。保持必要

\* 作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。梁蕴佳电子邮箱:yunjia\_liang@163.com。

的财政支出强度,优化组合赤字、专项债、贴息等工具”则表明不仅要加大宏观政策上财政支出的力度,并且要着重提高财政支出的使用效率。

要实现财政支出“加力提效”的目标,首先需要弄明白什么是制约我国财政支出使用效率的因素,然后才能对症下药,在加大必要的财政支出力度中推动经济的高质量发展。现有文献认为,以地方政府融资平台为渠道的地方债务规模的扩张是效率比较低的(毛捷、徐军伟,2019;钟宁桦等,2021)。一方面,融资平台投资于道路交通等基础设施建设相关的领域,这类投资虽然存在一定的正外部性,但项目本身回报率较低,且项目回收时间长(Alder 等,2021)。另一方面,融资平台往往借助金融市场来募集项目资金,其凭借地方政府的隐性担保在信贷市场上进行融资,挤出了民营企业和中小企业的融资(钟辉勇、陆铭,2017;刘畅等,2020;Huang 等,2020),进而对企业的生产和创新活动都产生了负面影响(余明桂、王空,2022;吴敏等,2022)。因此,分析和理解融资平台债务规模扩张过程中产生的效率损失以及作用机制对于我国财政支出要“加力提效”具有重要的政策意义。

本文以 2011 年融资平台信贷限制政策作为外生冲击,检验了融资平台债务规模扩张对实体经济经济发展的影响。研究发现,第一,信贷限制政策一方面促使地方政府向融资平台注入土地来扩大其资产规模,使其资产负债率下降来规避监管;另一方面由于政策上放松了融资平台的债券发行管制,融资平台在减少信贷融资的同时转向债券融资,并且推高了其负债总规模。第二,政策调整引起的融资平台债务规模扩张对中小企业的投资、雇佣、工资以及收入都产生了挤出效应,在考虑内生性问题后,这一结论依然成立。其中的作用机制是商业银行作为我国债券市场的主要参与者,大量持有融资平台发行的债券从而间接挤出了中小企业可获得的银行信贷规模。第三,基于 Whited 和 Zhao(2021)的融资错配模型,本文发现融资平台债务规模扩张在挤出中小企业债务融资渠道时,中小企业又没能通过权益融资的方式来调整优化其投入和产出,并由此对中小企业产生了资源错配效应。本文的实证结果表明,融资平台债务规模扩张从信贷市场和债券市场的联结视角使中小企业产生了双重效率损失,即挤出效应和资源错配效应。

同现有文献相比,本文可能有以下两个方面的贡献。第一,现有文献主要考察了融资平台在信贷市场借款会挤出中小企业的信贷融资(邓可斌、曾海舰,2014;Liang 等,2017;刘畅等,2020),而本文从更广泛的视角研究发现,融资平台在债券市场发行债券也会挤出中小企业在信贷市场上的融资,原因是债券市场与信贷市场之间存在联动效应。这一发现极大地丰富了如何治理地方政府性债务问题方面的研究。中央政府对于化解地方政府性债务尤其是融资平台债务的解决思路是将其融资方式从信贷融资转为债券融资,即“开前门,堵后门”。但是,本文发现融资平台依靠债券融资也是有成本的,其成本是挤出了中小企业的银行信贷,并阻碍了中小企业进一步成长,而这一成本也是现有文献所忽略的。因此,债券市场与信贷市场的联动效应意味着解决融资平台债务问题不能仅从融资方式考虑,而是要从债务总量以及激励机制角度进行制度设计。并且更为重要的是,应当加强不同金融监管部门之间的协调配合来有效防范地方政府性债务风险(钟辉勇、陆铭,2017)。

第二,本文发现的融资平台债务规模扩张给中小企业带来的双重效率损失即挤出效应和资源错配效应也是对现有文献的重要补充。大量文献已经证实以融资平台为代表的地方性债务对于企业的信贷融资、投资、雇佣和创新以及生产率都产生了挤出效应(刘畅等,2020;Huang 等,2020;余明桂、王空,2022;吴敏等,2022)。而本文正是在这支文献的发展脉络下从两个方面进行了扩展:(1)利用有代表性的全国税收调查数据重点强调了中小企业所面临的更为严重的挤出效应;(2)从资源有效配置的角度分析了中小企业面对融资平台债务的信贷挤出效应时,融资方式未能

灵活调整导致的资源错配效应。应当指出的是,虽然本文发现融资平台债务扩张给中小企业造成了双重效率损失,但不能忽视的是在融资平台举借的债务在城市基础设施等公共物品投资上做出的重要贡献。因此,本文所指出的融资平台债务规模扩张所造成的双重效率损失实际上削弱了公共财政支出的效率。例如,Pinardon-Touati(2022)发现,法国地方政府公共债务支出乘数由于挤出效应和资源错配效应而下降了 0.3,这显著抑制了公共支出在经济下行时的托底作用。因此,本文的发现也有助于全面、准确地认识地方政府性债务,尤其是融资平台债务规模持续扩张的利与弊。

## 二、制度背景与文献综述

### (一) 制度背景

为了应对 2008 年爆发的全球金融危机,中央政府出台了以“四万亿”经济刺激计划为核心的一揽子政策措施。为配合政策落地、帮助地方政府融资,银发[2009]92 号文明确提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台,发行企业债、中期票据等融资工具,拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”。由此,全国各地开始大规模成立地方政府融资平台公司,融资平台的数量由 2008 年的 3000 家左右激增至 2009 年的 8000 余家(刘畅等,2020;兰小欢,2021)。地方政府融资平台在应对国际金融危机中发挥了积极作用的同时,其举债融资规模的迅速膨胀导致地方政府性债务风险开始逐渐暴露,中央政府对融资平台的政策导向也由鼓励转为收紧。2010 年 6 月,国务院首次提出对融资平台及其债务进行分类监管并重点管制银行贷款。银监会也于 2010—2013 年出台了多项相关政策,包括开展平台贷款清查、健全“名单制”管理等。

2011 年,银监会发布《关于地方政府融资平台贷款监管有关问题的说明》(以下简称《说明》)并实行名单制管理制度,建立了包含 11563 家融资平台在内的监管名单。《说明》对于纳入监管名单的融资平台可放贷条件有如下具体规定:一是符合《中华人民共和国公路法》;二是……有偿还能力的公租房、廉租房、棚户区改造项目;三是国务院审批或核准的重大项目;四是对于符合……要求的融资平台在建项目贷款,其现金流能达到全覆盖要求,资产负债率不高于 80%,且……方面整改合格。2012 年,银监会发布《关于加强 2012 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》(以下简称《指导意见》),进一步强调要加强融资平台的贷款监管,继续推进融资平台贷款风险化解工作。同时《指导意见》设立了融资平台退出机制,执行审慎退出管理,加强退出后动态监管,明确指出满足如下条件的融资平台可退出监管名单:一是符合现代公司治理要求;二是资产负债率低于 70%;三是自身现金流 100% 覆盖贷款本息;四是存量贷款的抵押担保、贷款期限、还款方式等已整改合规;五是诚信经营,无违约记录。对于退出银监会监管名单的融资平台,各银行可按照正常的商业化原则放贷。因此,融资平台有较强的动机降低其资产负债率水平来退出上述监管名单。

2011 年,中央政府对融资平台的融资活动采取收紧政策后,随着融资平台债务展期的压力逐渐显现,2012 年中央政府对地方政府融资平台发行债券的监管又开始调整放松(Chen 等,2020)。2012 年 7 月,国家发改委指出,融资平台无论是否纳入银监会监管名单,只要有地方银监局出具的非平台证明文件即可发债(徐军伟等,2020)。2014 年,国务院开启了“开前门,堵后门”的地方政府性债务管理思路。2017 年,中央政治局会议强调,“要积极稳妥化解累积的地方政府性债务风险,有效规范地方政府举债融资,坚决遏制隐性债务增量”。2018 年,国务院启动了隐性债务的甄别、统计和化解工作。总的来看,2018 年以来的政府监管主要以“遏制增量,化解存量”为原则,继续保持规范地方政府性债务、防范化解地方政府隐性债务风险的监管思路。

## (二) 文献综述

1994 年,分税制改革造成的地方财政压力导致了地方政府融资平台的兴起,而 2008 年金融危机后中国采取的扩张性政策进一步使地方政府融资平台的数量迅速膨胀。融资平台逐渐成为连接地方政府财政系统和地方金融市场的重要节点,其作为地方政府的重要融资渠道,在应对地方财政支出压力以及新建大量基础设施等方面发挥了极为重要的作用,但同时也积累了大量债务(范剑勇、莫家伟,2014;Song 和 Xiong,2018)。持续上升的地方政府性债务挤出了私人企业的投资生产并阻碍了企业全要素生产率的提升。以融资平台债务衡量的地方公共债务规模的上升显著降低了民营企业的外部融资(Liang 等,2017;Demirci 等,2019),融资平台尤其是对中小企业融资存在明显的挤出效应(刘畅等,2020)。面临融资约束的企业由于地方债务的挤出效应难以获得充足的流动资金,投资能力下降(Huang 等,2020),劳动力雇佣减少(余明桂、王空,2022),技术创新投入受到制约(张璇等,2017),经营业绩也受到了显著的负向影响(李科、徐龙炳,2011;Pinardon-Touati,2022)。企业正常投资活动的资金需求得不到满足,进而阻碍了企业全要素生产率的提升(吴敏等,2022)。

现有文献对融资平台债务规模扩张对企业尤其是中小企业的挤出效应已形成了统一认识,但是如何化解这一问题存在争议。从实践来看,存在限制融资平台债务规模(即“遏制增量,化解存量”)和改变融资平台融资方式(即“开前门,堵后门”)两种方式。“遏制增量,化解存量”强调对融资平台的新增债务进行约束,防止其再挤占其他企业的融资渠道。梁若冰和王群群(2021)发现,这一方式显著改善了企业的融资问题。他们以 2015 年开始的地方政府性债务管理改革作为政策冲击,发现降低融资平台新增贷款不仅显著抑制了政府性债务的增长,还缓解了其他企业的融资困境。但是,限制融资平台债务规模的方式也会影响融资平台常规业务的开展,减少地区公共物品的供给。为避免这一问题,“开前门,堵后门”的方式认为,融资平台对企业融资的挤出效应主要存在于信贷市场(即大部分企业是通过银行信贷来融资),因此将融资平台的融资方式从信贷融资转化为债券融资既能改善其他企业的信贷融资情况,又能保证融资平台的正常融资和生产经营活动。但目前鲜有文献讨论改变融资平台融资方式的效果和作用,即是否实现了其最初目的。所以,本文基于 2011 年信贷限制政策冲击分析了融资平台筹资模式的调整如何影响企业尤其是中小企业的发展,这是对现有文献的有益补充。

## 三、信贷限制政策对融资平台的影响

2008 年全球金融危机爆发后,我国采取的“四万亿”刺激政策推高了我国债务水平尤其是地方政府性债务,并使学术界和政策界开始关注其中隐含的风险。为应对地方政府性债务规模迅猛扩张所带来的风险,2011 年国务院有关部门会同审计署展开了“见帐、见人、见物,逐笔、逐项审核”的债务规模审计工作。审计结果发现:地方政府性债务余额的增长率从 2008 年的 23.48% 增加到 2009 年的 61.92%;从借债主体来看,融资平台公司占了最大规模,比例为 46.38%;而借款来源主要是银行贷款,占比高达 79.01。<sup>①</sup>为了遏制地方政府性债务规模无序扩张,银监会在 2011 年加强了对融资平台银行贷款的监管。如图 1 所示,融资平台为了满足监管要求从 2011 年开始降低自身的资产负债率。然而,其新增债务规模在 2011 年之后还在上涨。

<sup>①</sup> 数据来源于中华人民共和国审计署发布的《全国地方政府性债务审计结果》(2011 年第 35 号)。

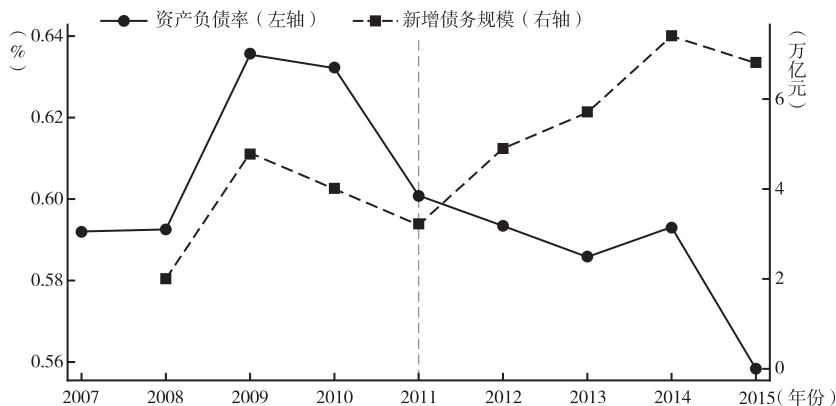


图 1 地方政府融资平台的资产负债率和新增债务规模

资料来源：资产负债率由全国税收调查数据中的融资平台样本计算得到，新增债务规模数据来源于 Bai 等(2016)的估算。

本文首先基于式(1)所示的双重差分模型考察 2011 年信贷限制政策对融资平台的资产负债结构和融资方式的影响，以探究融资平台所采取的策略性应对行为。

$$Y_{ict} = \alpha_0 + \alpha_1 Treat_i + \alpha_2 After_t + \alpha_3 Treat_i \times After_t + \gamma_{ct} + \epsilon_{ict} \quad (1)$$

其中， $Y_{ict}$  表示城市  $c$  的融资平台  $i$  于  $t$  年的结果变量，如资产负债率、资产和负债规模以及融资方式。在横截面维度上，将被纳入 2011 年政策监管名单的地方政府融资平台视为处理组，其  $Treat_i$  值为 1。由于融资平台是地方政府全资控股的一类特殊的国有企业，因此本文选取同样是地方政府独资控制的其他国有企业作为对照组， $Treat_i$  值则为 0。在时间维度上，2011 年及以后的年份  $After_t$  设定为 1，2011 年以前的年份则为 0。由此，交互项  $Treat_i \times After_t$  的系数  $\alpha_3$  即衡量了 2011 年信贷限制政策对地方政府融资平台资产负债结构的影响，是本部分所关注的核心参数。为了控制 2009 年“四万亿”财政刺激政策的影响，在式(1)中控制了城市固定效应与年份固定效应的交互项  $\gamma_{ct}$ ，以缓解处理组和对照组可能面临的不同时间趋势的影响。 $\epsilon_{ict}$  表示误差项。

本部分主要通过将银监会监管名单同全国税收调查数据合并得到融资平台的财务数据，并基于此展开分析 2011 年信贷限制政策对融资平台资产负债率、负债规模以及资产规模的影响。进一步地，为了探究融资平台如何寻求注资活动来应对监管要求以及怎样转变融资方式来满足融资需求，我们还利用了中国土地市场网的土地出让数据、债券市场的债券发行数据以及我国东部某省份的银行信贷数据来进行分析。该部分主要通过动态效应图的方式来直观展示信贷限制政策对融资平台影响的特征事实。<sup>①</sup>

由于 2011 年信贷限制政策主要通过约束融资平台的资产负债率来限制其向银行进行信贷融资活动，如图 2 所示，2011 年后融资平台的资产负债率显著下降。与此同时，其绝对负债规模却在上涨，这与图 1 的趋势一致。此外，融资平台的资产规模也在上升。这表明融资平台一方面通过增加负债规模的方式来实现其较大的融资需求，另一方面为了满足银监会对资产负债率的监管要求又通过注资的方式扩大融资平台资产规模来降低资产负债率。

<sup>①</sup> 受篇幅限制，对应的系数回归结果未列示，留存备索。

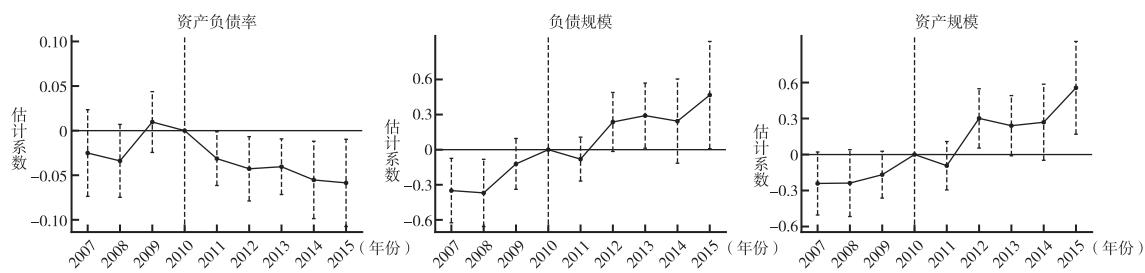


图 2 信贷限制政策对融资平台资产负债结构的影响

注:图中实心点为各期系数的点估计,竖虚线为95%显著性水平下的置信区间,下同。

对融资平台而言,增加资产主要有两种方式,一是所属的地方政府直接注入财政资金或土地使用权等国有资产,二是引入其他战略投资者。但引入战略投资者的方式会稀释大股东也就是地方政府对融资平台的控制权,所以融资平台一般不会采取这样的方式。而地方政府直接注入资产的方式主要是通过土地交易而非直接注入财政资金,这是因为地方政府掌握大量的土地资源且其价值在房价不断上涨的背景下更具有资产价值。从2001年开始,为治理土地开发中的腐败和混乱,国务院提出“大力推行招标拍卖”,并明确四类经营用地(商业、旅游、娱乐、房地产)必须采用“招拍挂”制度(兰小欢,2021)。所以,地方政府不能直接划拨土地资产给融资平台,而必须通过“招拍挂”的方式将土地卖给融资平台。在实践操作过程中,表面上融资平台通过“招拍挂”的方式购买了土地资产,实际上融资平台并没有为购入的土地支付交易金额,或者是支付金额后,地方政府又以各种补贴的名义全额返还给了融资平台(高哲理,2017)。因此,对于融资平台而言,购买更多的土地意味着地方政府无偿划拨了更多的土地资产来壮大融资平台的规模。<sup>①</sup>如图3所示,2011年信贷限制政策之后,融资平台的土地注资金额显著增加,与此同时融资平台获得的政府补贴数量也显著上升,说明地方政府通过土地交易的方式不断向融资平台注入资产。<sup>②</sup>

另外,图3的结果表明信贷限制政策显著降低了融资平台从银行获得的信贷融资本额。与此同时,在“经营城市”的理念下,融资平台的融资需求并没有降低,而中央政府为了满足其融资的需要,也放松了其债券发行的要求,即地方政府融资平台开始转向发行债券来满足相应的融资需求。<sup>③</sup>例如,Chen等(2020)基于城市层面的数据发现2010年开始的银行信贷规模紧缩导致了债券市场从2012年开始逐渐繁荣。因此在银监会“关闭”了融资平台的信贷融资渠道后,地方政府融资平台有较强的动机通过发行债券来获得资金,尤其是2012年国家发改委降低了融资平台发债的门槛后其债券融资更加容易(徐军伟等,2020)。从图3可以看到,融资平台发行债券的金额在2012年之后较2011年之前有较大增长。

<sup>①</sup> 《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》(国发[2010]19号)就提到了地方政府通过向融资平台注入土地资产来举债融资的方式。此外,山东省德州市审计局2019年发布的《关于政府向城投公司注入土地资产问题的探讨》也指出在审计过程中发现了地方政府向融资平台注入土地的常见操作方式(<http://dzaudit.dezhou.gov.cn/n2540923/c50044361/content.html>)。

<sup>②</sup> 张路(2020)也发现,在首次发行城投债前,融资平台的债务结构变化伴随土地资产规模和政府补贴的同时增加。

<sup>③</sup> 融资平台的融资渠道基本分为三类:信贷、债券和非标融资。但由于非标融资数据的不可得,以及其占融资平台债务资金来源比例并不高,本文在讨论融资平台的融资方式时并未将非标融资纳入分析。应当指出的是,非标融资也可能是本文研究的2011年信贷限制冲击对中小企业挤出效应的一个潜在渠道和作用机制。但受制于数据的可获得性,本文无法验证这一渠道,这既是本文的不足之处也是未来研究的一个可能方向。受篇幅限制,未列示融资平台各类债务的具体占比情况,留存备索。

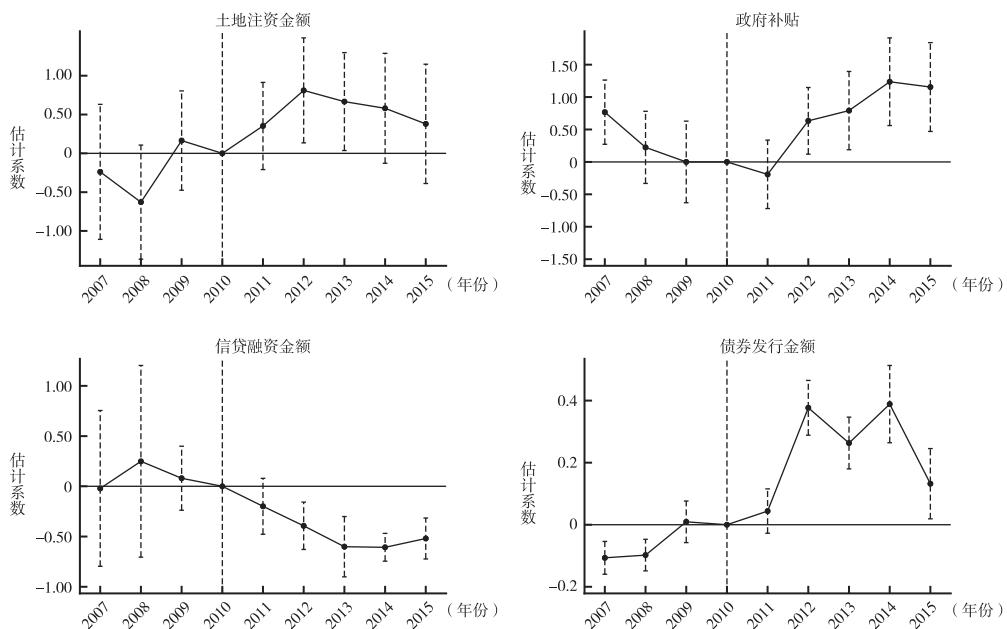


图3 信贷限制政策对融资平台融资方式的影响

总的来说,2011年信贷限制政策使地方政府向融资平台注入了更多的土地使其资产规模增加从而降低了融资平台的资产负债率。银监会的监管政策虽然限制了地方政府融资平台的贷款可得性,但国家发改委又降低了其债券融资的门槛。这使融资平台在面临信贷约束时更多地依靠发债这一融资渠道来增加总负债。<sup>①</sup>此外,规模扩张动机(宋傅天、姚东旻,2021)和较低的债券融资成本也是刺激融资平台债务规模扩张的重要原因。

#### 四、融资平台的挤出效应

##### (一) 数据介绍

本文所用的地方政府融资平台数据来自银监会公布的监管名单。为便于各银行业金融机构能够严格按照政策要求管控融资平台新增贷款,银监会每季度提供一次完整的地方政府融资平台名单。本文根据银监会各季度所提供的地方政府融资平台名单取并集,从Wind数据库中整理获得了较为完整的地方政府融资平台名单库。此外,城市层面与经济社会发展相关的数据,如城市生产总值、财政支出、固定资产投资以及金融机构贷款余额等来源于《中国城市统计年鉴》。

本文还使用了2007—2015年全国税收调查数据。该数据是由财政部和国家税务总局按照分层随机抽样方法选取企业填报(高培勇、毛捷,2013)。全国税收调查数据样本企业数量丰富,每年包括约70万家企业,覆盖了全部大类行业,其中包含了大量的中小规模企业,具有较强的代

<sup>①</sup> 为进一步检验图2和图3所呈现的“融资平台的资产负债率下降,但总债务、总资产上升,银行信贷融资降低,债券发行融资增加”结论的可靠性,我们利用审计署2011年和2013年在全国层面对地方政府性债务的审计公告结果来对上述结论进行交叉验证。受篇幅限制,未列示审计公告结果,留存备索。异质性分析也表明,债券融资的增加主要来自2011年之前就发行过债券的融资平台。受篇幅限制,未列示该异质性回归结果,留存备索。

表性(申广军等,2016)。另外,全国税收调查数据库详细记录了企业基本信息、财务数据和税收缴纳等情况,为研究微观企业行为提供了丰富的数据资料(吴敏等,2022)。在数据处理方面,本文主要删除了企业规模、营业收入、员工工资和雇佣人数以及企业投资为缺失值以及负值的不合理样本。<sup>①</sup>

## (二) 实证策略

为探究2011年地方政府融资平台信贷监管政策引起的融资平台债务规模扩张对企业的影响,本文构建了式(2)所示的双重差分模型:

$$Y'_{ict} = \beta_0 + \beta_1 Treat'_c \times After'_t + \beta_2 X_{ict} + \beta_3 K_{ct} + \delta_i + \lambda_t + \epsilon'_{ict} \quad (2)$$

其中, $Y'_{ict}$ 表示城市 $c$ 的企业 $i$ 于 $t$ 年的经济行为和绩效指标,包括企业固定资产投资、雇佣人数、员工工资以及营业收入。在横截面维度上,处理项 $Treat'_c$ 为连续变量,表示城市 $c$ 在2011年被纳入银监会监管名单的地方政府融资平台数量的对数。在时间维度上,2011年及以后的时间项 $After'_t$ 设定为1,2011年以前的年份则为0。由此,交互项 $Treat'_c \times After'_t$ 的系数 $\beta_1$ 衡量了2011年政策对企业行为及绩效的影响,其经济含义是相比受到融资平台监管政策影响越轻微城市的企业而言,受到这一政策影响越严重企业在2011年之后的表现,即本部分所关心的核心系数。 $X_{ict}$ 为企业层面的控制变量,主要包括企业规模。 $K_{ct}$ 为一系列城市层面控制变量,包括各城市的固定资产投资、金融机构贷款额、人口密度以及财政支出。 $\delta_i$ 为企业固定效应,用于控制不随时间变化的企业特征。 $\lambda_t$ 为年份固定效应,用于控制所有企业面临的相同宏观经济因素冲击。 $\epsilon'_{ict}$ 为残差项。考虑到本文使用的冲击变量 $Treat'_c$ 是在城市层面,为了与冲击的维度保持一致,本文将残差项在城市层面聚类来处理同一城市内部不同企业的残差项可能存在的相关性问题。

## (三) 基准回归结果及平行趋势检验

本文首先考察了2011年融资平台信贷限制政策对全样本企业的影响,如表1所示。第(1)~(4)列系数的回归结果在统计水平上均不显著。这表明在总体水平上,2011年地方政府融资平台债务规模扩张对其他企业固定资产投资、雇佣人数、员工工资以及营业收入没有显著影响。<sup>②</sup>

表1 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
固定资产投资		雇佣人数	员工工资	营业收入
处理项×时间项	-0.0087 (0.0427)	0.0128 (0.0093)	-0.0049 (0.0189)	-0.0009 (0.0114)
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

① 受篇幅限制,未列示主要变量的描述性统计结果,留存备索。

② 相对于现有文献研究的融资平台对其他企业产生的挤出效应(通过银行信贷渠道),本文发现的融资平台对企业的挤出效应(通过债券融资)是更小的,即平均而言没有挤出效应,仅对中小企业产生了挤出效应。其中的一个可能是,债券市场是一个全国性的交易市场,其能充分利用各银行等金融机构的多余资金来完成融资平台的筹资活动。而银行间的信贷市场一方面受到存贷比限制的监管而无法充分供给信贷资源,另一方面银行间的“地理隔离”的存在使不同地区、不同银行之间不能根据当地融资的需求来灵活调整供给。

续表 1

	(1)	(2)	(3)	(4)
	固定资产投资	雇佣人数	员工工资	营业收入
样本量	4025295	4585750	4585750	4585750
R <sup>2</sup>	0.6618	0.9211	0.8848	0.8515

注:括号内为城市层面聚类的标准误,\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。下同。企业固定资产投资在 2007 年为缺失值。

使用双重差分模型需要满足平行趋势假设。本文将政策实施前一年即 2010 年作为基期。如图 4 所示,同基期相比,处理组和对照组的固定资产投资、雇佣人数、员工工资和营业收入在事前各期均不存在显著差异,满足平行趋势检验。

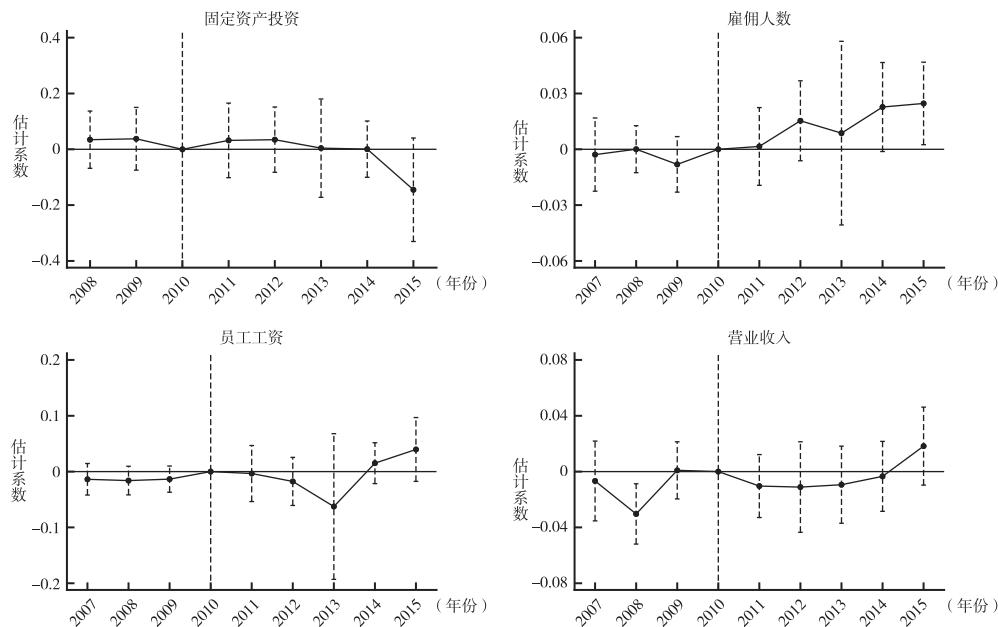


图 4 平行趋势检验

#### (四) 异质性分析

基准回归的结果显示,2011 年信贷限制政策引发的地方政府融资平台债务规模扩张在平均水平上对企业的固定资产投资、雇佣人数、员工工资、营业收入没有影响。现有文献指出,地方政府尤其是所属融资平台债务规模的扩张显著挤出了中小企业的融资,但对于大型企业的信贷融资却没有影响(Liang 等,2017; 刘畅等,2020)。由于我国信贷市场上广泛存在的“规模歧视”,中小企业更容易遭遇信贷挤出,进而其生产经营面临负面影响。因此,本文在式(2)基础上加入处理项、时间项、企业规模<sup>①</sup>的交互项,进一步考察 2011 年银监会限制融资平台信贷对不同规模企业所产生的异质性影响。表 2 的回归结果表明,2011 年融资平台限制政策挤出了中小规模企业的固定资产投资、雇佣人数、员工工资以及营业收入。

① 企业规模用企业当年末的总资产对数值衡量。

表 2

异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	固定资产投资	雇佣人数	员工工资	营业收入
处理项 × 时间项	-0.2021 *** (0.0702)	-0.0895 *** (0.0159)	-0.1093 *** (0.0333)	-0.1502 *** (0.0262)
处理项 × 时间项 × 企业规模	0.0168 *** (0.0031)	0.0089 *** (0.0008)	0.0090 *** (0.0015)	0.0129 *** (0.0015)
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
样本量	4025295	4585750	4585750	4585750
R <sup>2</sup>	0.6620	0.9211	0.8850	0.8518

### (五) 稳健性分析

本文从以下三方面进行稳健性检验。(1)考虑到企业规模也会受到融资平台监管政策的影响,本文采用了政策实施前的企业规模来重新度量企业规模,即使用企业2010年和2011年的资产规模平均值来度量。(2)基准回归中用城市层面融资平台的数量来度量政策冲击的力度可能忽视了融资平台规模的差异性,因此这里使用从天眼查获取的企业注册资本的信息来对融资平台进行加权处理,并将其作为新的加权处理项重新进行回归分析。(3)考虑到仅用各城市的融资平台数量来度量债务规模扩张的冲击可能忽略了不同资产负债率的融资平台受到的影响不同的问题,因此我们使用各城市的城投债新增额来构造新的处理项<sup>①</sup>进行分析。稳健性分析的结果表明,在考虑上述问题后,本文的发现依然成立。<sup>②</sup>

### (六) 工具变量分析

上文基准回归模型虽然满足了平行趋势假设,但仍可能遗漏了同时期某些难以观测但又与各城市的地方政府融资平台数量相关的变量,例如地方政府官员的晋升激励。为缓解可能存在的内生性问题,一个有效的解决办法是为内生变量,即各城市的融资平台数量寻找一个工具变量。自1994年分税制改革之后,由于“市刮县”等问题的存在,县级地方政府面临较大的财政压力,其出于经济增长的激励有较强的动机去设立自己直接掌控的融资平台(刘畅等,2020)。由于每个县都有很强的动机去设立融资平台,那么一个城市的区县越多,这个城市的融资平台数量也越多。基于此,本文试图寻找一个影响每个城市内县数量的形成,但又不通过其他任何渠道影响企业的投入、产出等经济行为的工具变量。由于我国的县通常是围绕河流而形成,因此每个城市河流的数量和县的数量具有正向关系。参考Bai和Jia(2016)的做法,本文使用城市河流总长度标准化后的小河流数量<sup>③</sup>作为城市融资平台数量的工具变量。工具变量的回归结果表明本文的主要结论在考虑了可能存在的内生性问题后依然稳健。<sup>④</sup>

<sup>①</sup> 该处理项的具体构造方式如下:首先,基于城投债发行数据生成各城市在不同年份发行的债券总额;然后,计算出每个城市在2011—2015年累计发行的城投债金额;最后,用每个城市2010年的GDP进行标准化(2011—2015年累计新增城投债金额除以2010年城市GDP)。

<sup>②</sup> 受篇幅限制,未列示稳健性分析部分的回归结果,留存备索。

<sup>③</sup> 通过国家地理信息公共服务平台获取我国河流分布的图层数据,然后按照水利部河道等级分类,将五级河道定义为小河流,最后利用QGIS软件来计算每个城市内部的小河流数量及其总长度。

<sup>④</sup> 受篇幅限制,未列示工具变量的回归结果,留存备索。

## 五、机制分析

相比信贷融资,中小企业在债券市场上融资面临更高的门槛,因此大多数中小企业通过信贷市场而不是债券市场来募集资金。那么 2011 年融资平台信贷限制政策在降低融资平台的信贷融资后为什么不是缓解了中小企业的融资难问题而是挤出了中小企业的投资、雇佣等呢?

事实上,如图 5A 所示,在 2011 年银监会对融资平台实施银行信贷监管后,融资平台发行了大量的城投债,城投债发行金额由 2011 年的 3955 亿元迅速攀升至 2012 年的 11376 亿元,随后几年总体上仍在增长。而更值得关注的是,银行不仅是放贷主体,也是城投债的主要买家。如图 5B 所示,绝大多数城投债在银行间市场发行和流通,2007—2016 年 67% 左右被商业银行持有。

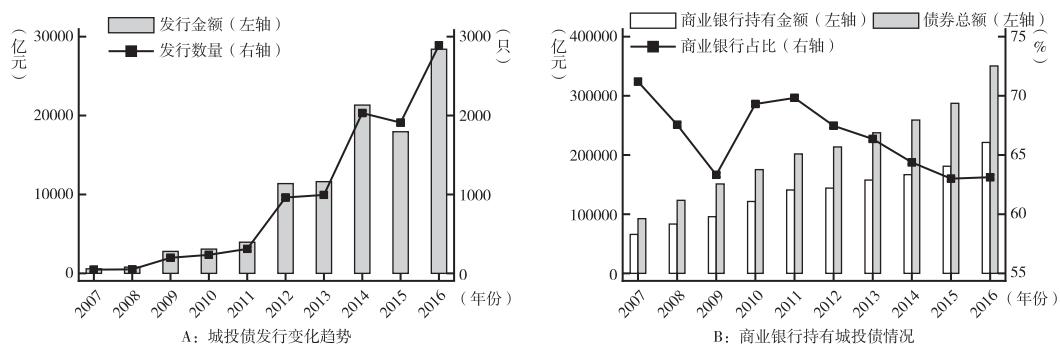


图 5 中国债券市场的特征

资料来源:Wind 数据库和中国债券信息网。

因此,在当前地方政府性债务管理“开前门,堵后门”的背景下,融资平台在减少银行信贷融资的同时却增加了债券融资。而由于中国债券市场的主要参与者同样是商业银行,因此商业银行也大量持有了融资平台发行的企业债券。从商业银行的资产业务来看,融资平台信贷限制政策在减少银行信贷业务的同时增加了银行的债券业务,所以商业银行总的可贷资金由于过多持有融资平台发行的企业债券而减少,<sup>①</sup>此即银行市场和债券市场的联结效应。这一效应的存在进而挤出了中小企业的贷款、投资以及经营绩效,具体作用机制如图 6 所示。

接下来,我们利用微观信贷数据和城投债发行数据来检验上述作用机制。表 3 的回归结果显示,2011 年融资平台信贷限制政策使各城市层面的信贷发放额(金融机构贷款额)显著下降,且与图 5A 一致的是,城投债发行金额和城投债发行数量均显著上升,即融资平台受到信贷融资的限制后,其减少了银行信贷融资,转而通过发行大量的城投债来满足其融资需求,并且使得总的银行信贷供给减少。

<sup>①</sup> 值得注意的是,相比银行信贷区域性特征,债券市场是一个全国性市场。而本文发现,融资平台发行债券对中小企业也存在挤出效应,意味着当地融资平台发行的债券部分被当地的银行等金融机构所持有。为了使用实际数据对这一论断进行支撑,我们使用来自第三方评级机构 YY 评级的专业报告《城投债券的背后:哪些机构买了什么城投?》进行分析。该报告基于银行理财产品、券商资管计划和公募基金三类产品披露信息整理了城投债的持有情况。该报告数据显示,多数银行等金融机构偏好于持有本省城投债,即城投债持有的本地偏好,平均而言大约 32% 的城投债被本地机构持有。这也为本文发现的债券挤出效应提供了事实论据。

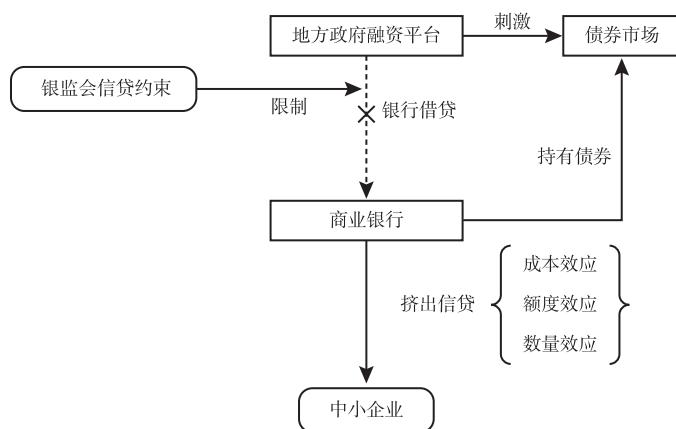


图 6 挤出效应作用机制

表 3

城市层面的债券发行和信贷发放

	(1)	(2)	(3)
	ln 金融机构贷款额	ln 城投债发行金额	ln 城投债发行数量
处理项 × 时间项	-0.0258 ** (0.0117)	0.5275 *** (0.0584)	0.4186 *** (0.0290)
控制变量	是	是	是
城市固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
样本量	2574	2492	2492
R <sup>2</sup>	0.9890	0.6438	0.7176

注:被解释变量衡量的是城市一年份层面的金融机构贷款额、城投债发行金额以及城投债发行数量的对数值。

进一步利用微观信贷数据发现,银行主要通过额度效应<sup>①</sup>的渠道挤出了中小企业的融资。如表4所示,银行在总体水平上减少了给企业发放每笔贷款的额度,尤其减少了中小企业的每笔贷款金额,而大型企业的每笔贷款金额并没有减少。

表 4

企业的每笔贷款额度(对数值)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本	大型企业	中型企业	小微企业
处理项 × 时间项	-0.0991 ** (0.0360)	-0.2533 (0.2151)	-0.1321 * (0.0608)	-0.0930 ** (0.0300)
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
样本量	2061712	79373	294639	1685525
R <sup>2</sup>	0.6746	0.5690	0.5933	0.6607

① 本文也检验了图6中的成本效应(即企业的每笔贷款利率)与数量效应(即企业的每年贷款总笔数),但回归系数均不显著,受篇幅限制未列示,留存备索。

综上所述,2011年融资平台信贷限制政策引起的融资平台债务规模扩张使各城市总的银行信贷发放额下降,并主要通过减少中小企业的每笔贷款金额挤出了中小企业的信贷资金,进而阻碍了中小企业的发展。为便于理解上述现象,本文构建了一个简单的模型来阐述限制融资平台信贷融资是如何通过债券融资渠道作用于中小企业信贷融资的。<sup>①</sup>

## 六、进一步分析:资源错配效应

不对称的挤出效应会进一步恶化资源配置效率,即生产效率高的中小企业由于缺乏信贷资金,其生产要素投入不足,而部分生产效率低的大企业由于较低的融资成本反而过度投入,这降低了整个经济体的运行效率。<sup>②</sup>因此,本文采用 Whited 和 Zhao(2021)在 Hsieh 和 Klenow(2009)框架基础上扩展的企业融资错配模型来研究2011年信贷限制政策带来的资源错配程度。<sup>③</sup>

从企业的资产负债结构出发,企业选择最优的外部融资(债务)和内部融资(权益)的规模和比例,并使用获得的资金购买生产要素投入生产活动,因此 Whited 和 Zhao(2021)强调,不同企业在生产要素上投入带来的效率损失可以归结为由企业融资方式以及融资规模的不当配置所导致。在此基础上,他们提出了一套测算企业融资错配程度的框架,即从理论模型的最优化行为推算出单个企业的错配程度以及企业的负债成本和权益成本。这一框架恰好适合用于本文所研究的融资平台信贷限制政策造成的其他企业的资源错配问题。

我们先检验融资平台的信贷限制政策如何影响企业调整其融资方式和融资结构。参考吴敏等(2022)的做法,这里使用利息支出作为企业信贷融资的规模。<sup>④</sup>表5的结果显示,融资平台的信贷限制政策显著降低了中小企业的信贷融资规模,同时也降低了企业整体负债和资产水平,并且由于负债下降比例高于资产下降比例进而也降低了企业的资产负债率。此外,中小企业的权益规模也受到了负面冲击,但其下降幅度远低于负债。表5的结果说明融资平台的信贷限制政策对中小规模企业的信贷融资产生挤出效应时,也引发了企业资产和负债结构的动态调整。

表5 企业财务结构

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	利息支出	资产负债率	负债	资产	权益
处理项×时间项	-0.0880 *** (0.0257)	-0.0233 *** (0.0026)	-0.5206 *** (0.0340)	-0.4529 *** (0.0296)	-0.3663 *** (0.0271)
处理项×时间项×企业规模	0.0074 *** (0.0018)	0.0016 *** (0.0001)	0.0426 *** (0.0025)	0.0378 *** (0.0023)	0.0308 *** (0.0020)
控制变量	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是

① 受篇幅限制,未列示该模型的具体构建和数值模拟结果,留存备索。

② 本文检验了生产效率更高的企业受到的挤出效应确实更大,但受篇幅限制未列示,留存备索。

③ 受篇幅限制,未列示融资错配模型的基本设定和相关公式推导,留存备索。

④ 企业利息支出的变化不仅可以说明企业信贷融资规模的变化,也可能代表企业信贷融资成本的变化。利用微观信贷数据,我们发现2011年的政策冲击并没有对中小规模企业的信贷融资成本产生显著影响,因此企业利息支出的减少即表明2011年的政策挤出了中小企业的信贷融资规模。

续表 5

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	利息支出	资产负债率	负债	资产	权益
年份固定效应	是	是	是	是	是
样本量	4584980	3839674	3839674	3839674	3839674
R <sup>2</sup>	0.7148	0.7664	0.9207	0.9628	0.8551

注:第(2)—(5)列没有控制企业规模这一变量。

表 6 的第(1)列结果显示,中小企业债务的边际产出显著下降,这与上述回归的发现是一致的,即 2011 年的政策冲击挤出了其信贷融资的规模,使其债务融资减少进而降低了其边际产出;而中小企业权益的边际产出则没有受到显著影响,即在面临债务融资缺乏的情况下,中小企业很难通过内部权益融资(企业所有者注资)和外部权益融资(发行股权融资)来解决其融资短缺问题。债务的边际产出下降叠加企业权益融资未能灵活调整导致中小企业资源错配程度上升,如表 6 第(3)列所示。因此,2011 年针对融资平台的信贷限制政策不仅挤出了中小企业的投入和产出,并且由于存在非对称的挤出效应,这一政策限制还加剧了中小企业的资源错配程度。

表 6 资源错配效应

	(1)	(2)	(3)
	债务的边际产出	权益的边际产出	资源错配程度
处理项 × 时间项	-0.0074 ** (0.0033)	-0.0011 (0.0031)	9.9213 *** (1.3229)
处理项 × 时间项 × 企业规模	0.0006 *** (0.0002)	-0.0001 (0.0002)	-1.0238 *** (0.1189)
控制变量	是	是	是
企业固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
样本量	2944314	2944247	2945352
R <sup>2</sup>	0.6868	0.6894	0.7544

## 七、结论与启示

在当前“稳增长”的背景下,中央经济工作会议提出财政政策要“加力提效”,那么是什么制约了财政工具的支出效率呢?本文发现 2011 年银监会针对融资平台的信贷限制政策在降低其信贷融资规模的同时却刺激了其债券融资,由于商业银行既是我国信贷市场又是债券市场的主要参与者,融资平台债务规模扩张对中小企业产生了挤出效应和资源错配效应。本文的研究结果表明,当前地方政府发行债券融资的方式由于债券市场和信贷市场的联结效应会通过商业银行的资产业务间接影响中小企业的发展,这严重制约了地方政府公共财政支出的效率。本文的结论对于我国当前的宏观政策调控有三点启发。(1)应当加强不同金融监管部门之间的配合来协同治理地方政府性债务问题,以有效防范化解地方政府隐性债务风险,实现金融资源的有效配置以及公共财

政支出效率的优化。(2)若要通过国内债券市场来为地方项目建设募集资金,需要适当配合货币政策放松对银行资产端业务的政策限制,否则商业银行会将可用资金通过购买债券的方式放款给融资平台并挤出中小企业的银行信贷资源。(3)中央政府可以代理地方政府在国际资金市场上通过发行国债的方式来募集项目资金,这样能够避免地方政府融资平台的融资需求对国内其他市场主体的融资需求产生挤出效应。

#### 参考文献:

1. 邓可斌、曾海舰:《中国企业的融资约束:特征现象与成因检验》,《经济研究》2014年第2期。
2. 范剑勇、莫家伟:《地方债务、土地市场与地区工业增长》,《经济研究》2014年第1期。
3. 高培勇、毛捷:《间接税税收优惠的规模、结构和效益:来自全国税收调查的经验证据》,《中国工业经济》2013年第12期。
4. 高哲理:《透视城投公司包装发债与再规范》,《地方财政研究》2017年第11期。
5. 兰小欢:《置身事内:中国政府与经济发展》,上海人民出版社2021年版。
6. 李科、徐龙炳:《融资约束、债务能力与公司业绩》,《经济研究》2011年第5期。
7. 梁若冰、王群群:《地方债管理体制改革与企业融资困境缓解》,《经济研究》2021年第4期。
8. 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?》,《经济研究》2020年第3期。
9. 毛捷、徐军伟:《中国地方政府债务问题研究的现实基础——制度变迁、统计方法与重要事实》,《财政研究》2019年第1期。
10. 申广军、陈斌开、杨汝岱:《减税能否提振中国经济?——基于中国增值税改革的实证研究》,《经济研究》2016年第11期。
11. 宋傅天、姚东曼:《“城投部门”议价能力与地方政府债务扩张》,《管理世界》2021年第12期。
12. 吴敏、曹婧、毛捷:《地方公共债务与企业全要素生产率:效应与机制》,《经济研究》2022年第1期。
13. 徐军伟、毛捷、管星华:《地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角》,《管理世界》2020年第9期。
14. 余明桂、王空:《地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇佣》,《经济研究》2022年第2期。
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》,《中国工业经济》2020年第2期。
16. 张璇、刘贝贝、汪婷、李春涛:《信贷寻租、融资约束与企业创新》,《经济研究》2017年第5期。
17. 钟辉勇、陆铭:《财政与金融分家:中国经济“去杠杆”的关键》,《探索与争鸣》2017年第9期。
18. 钟宁桦、陈婉怡、解咪:《中国企业债务的重要特征与近期演变》,《学术月刊》2021年第10期。
19. Alder, S., Song, Z., & Zhu, Z., *Unequal Returns to China's Intercity Road Network*. Working Paper, 2021.
20. Bai, C., Hsieh, C., & Song, Z., *The Long Shadow of China's Fiscal Expansion*. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2016, pp. 129 – 165.
21. Bai, Y., & Jia, R., *Elite Recruitment and Political Stability: The Impact of the Abolition of China's Civil Service Exam*. *Econometrica*, Vol. 84, No. 2, 2016, pp. 677 – 733.
22. Chen, Z., He, Z., & Liu, C., *The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 137, No. 1, 2020, pp. 42 – 71.
23. Demirci, I., Huang, J., & Sialm, C., *Government Debt and Corporate Leverage: International Evidence*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 133, No. 2, 2019, pp. 337 – 356.
24. Hsieh, C. T., & Klenow, P. J., *Misallocation and Manufacturing TFP in China and India*. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 124, No. 4, 2009, pp. 1403 – 1448.
25. Huang, Y., Pagano, M., & Panizza, U., *Local Crowding Out in China*. *The Journal of Finance*, Vol. 75, No. 6, 2020, pp. 2855 – 2898.
26. Liang, Y., Shi, K., Wang, L., & Xu, J., *Local Government Debt and Firm Leverage: Evidence from China*. *Asian Economic Policy Review*, Vol. 12, No. 2, 2017, pp. 210 – 232.
27. Pinardon-Touati, N., *The Crowding Out Effect of Local Government Debt: Micro- and Macro-Estimates*. Working Paper, 2022.
28. Song, Z., & Xiong, W., *Risks in China's Financial System*. *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 10, No. 1, 2018, pp. 261 – 286.
29. Whited, T. M., & Zhao, J., *The Misallocation of Finance*. *The Journal of Finance*, Vol. 76, No. 5, 2021, pp. 2359 – 2407.

## The Impact of Debt Expansion of Financing Platforms on SMEs' Credit Financing and Resource Allocation

ZHOU Bo (Southwestern University of Finance and Economics, 611130)

LIANG Yunjia (Sichuan University, 610065)

**Summary:** Improved efficiency of public financial expenditure is of great significance to the sustained growth of China's economy. Based on the impact of the 2011 credit financing restriction policy imposed by the former China Banking Regulatory Commission on local government financial vehicles (LGFVs), combined with rich micro data, this paper provides policy recommendations for local government debt governance from the perspective of efficiency loss. There are three findings. First, the credit restriction policy based on the debt ratio allows local governments to reduce the debt ratio of LGFVs by injecting land assets. The subsequent deregulation of bond issuance prompts the LGFVs to shift from credit financing to bond financing. The motivation for scale-up and lower bond financing costs further stimulates the expansion of the debt scale of LGFVs. Second, the expansion of LGFV's debt scale has a crowding-out effect on the investment, employment, wages, and income of SMEs, an important reason for which is that commercial banks hold a large number of bonds issued by LGFVs and thus indirectly squeeze out the credit financing of SMEs. Third, based on the finance misallocation model of Whited and Zhao (2021), we find that when SMEs face difficulties in debt financing and lack equity financing channels, they cannot flexibly adjust their inputs and outputs, and ultimately leads to resource misallocation. The results show that the crowding-out effect and resource misallocation effect associated with the expansion of LGFV's debt scale seriously restrict the effect of public fiscal expenditure in stabilizing growth.

The marginal contributions of this paper are as follows. (1) The existing literature mainly examines whether LGFVs will crowd out credit financing of SMEs in the credit market. This paper studies from a broader perspective that the issuance of bonds by LGFVs will also crowd out the financing of SMEs in the credit market, because the bond market and the credit market are linked. (2) We reveal the double efficiency losses caused by the expansion of LGFV's debt scale to SMEs, namely the crowding-out effect and the resource misallocation effect.

This study has the following policy implications. (1) Cooperation between different regulatory authorities should be strengthened to coordinate the management of local government debt problems and effectively prevent debt risks. (2) When domestic bonds are issued to raise funds for local project construction, it is necessary to appropriately coordinate with the monetary policy to relax policy restrictions on bank asset-side businesses to avoid crowding out bank credit resources for SMEs. (3) It is better for the central government to act on behalf of local governments to raise funds for projects by issuing treasury bonds in the international capital market.

**Keywords:** Bond Financing, Crowding-Out Effect, Resource Misallocation Effect, Financing Platform

**JEL:** D24, G21, H74

责任编辑:诗 华