

中國工業經濟

CHINA INDUSTRIAL ECONOMICS



11
2024

中國工業經濟

CHINA INDUSTRIAL ECONOMICS

2024 年第 11 期 (总 440 期)

11 月 25 日出版 (月 刊)

顾 问 (以姓氏笔画为序)

王昌林 江小涓 高培勇 蔡 昉

主 编 史 丹

副 主 编 曲永义 张其仔 王燕梅

编 委 (以姓氏笔画为序)

王燕梅 史 丹 叶振宇 冯根福 曲永义
刘 勇 刘元春 张其仔 吴卫星 肖兴志
张 军 李 钢 杨丹辉 张永生 吴利学
李晓华 张晓晶 李雪松 余森杰 季为民
郑新业 姚枝仲 荆林波 洪俊杰 高文书
都 阳 郭朝先 黄先海 黄群慧 盛 斌
董志勇 蒋传海 魏 江 魏后凯

中國工業經濟

月刊

CHINA INDUSTRIAL ECONOMICS (Monthly)

2024 年第 11 期 (总 440 期)

中国社会科学院主管

中国社会科学院工业经济研究所主办

主管者

中国社会科学院

主办者

中国社会科学院

工业经济研究所

出版者

中国工业经济杂志社

编辑者

《中国工业经济》编辑部

编辑部地址

北京市东城区东厂胡同

1 号 (100006)

编辑部电话 68032678

68047499

网址 ciejournal.ajcass.com

编辑部电子邮箱

gjbjb@sina.com

gjbjb@ciejournal.ajcass.com

印刷者

三河市龙林印务有限公司

国 民 经 济

“双碳”目标约束下的能耗双控到碳排放双控：

规制工具、效应模拟与政策评价

.....姜春海，闫振好，王 敏 (5)

数字冲击下异质性劳动力空间再配置与经济福利

.....徐邵军，刘修岩，周君婷 (24)

蛙跳现象与区域协调发展：动力测算与影响模拟

.....周 密，张心贝，张恩泽 (43)

数字生态文明建设中制度创新的力量：政策协同

赋能的视角韩先锋，勾亚楠，肖远飞，李勃昕 (62)

产 业 经 济

增强内需动力对企业创新的激励作用

.....于春海，马科伟，孙浦阳 (81)

执行编辑： 崔志新

国家社会科学基金资助期刊

中国社会科学院创新工程首批试点学术期刊

中国工业经济学会核心会刊

第三届全国“百强报刊”

中国最具国际影响力学术期刊

第三届全国国家期刊奖(最高层次奖项)

全国中文核心期刊工业经济类第一名

中国人文社会科学综合评价 AMI 顶级期刊

国家自然科学基金委员会管理科学部认定的管理科学 A 类重要学术期刊

中国社会科学院优秀期刊奖一等奖(二至四届)、优秀学术期刊特别奖(2020)

自动化能否导致企业生产率增长与分化

——基于工作任务的差异替代视角

.....巫 强, 汪阳昕, 黄 孚 (99)

产业数字化与大城市工资增长溢价:

数字要素规模弹性视角郭 进, 徐盈之, 白俊红 (118)

工 商 管 理

链长制如何“链”出企业技术创新.....詹新宇, 梁蓝心 (137)

地方政府债务与企业商业信用

——基于供应链风险溢出的视角

.....刘金东, 徐军伟, 初 虹, 王洁怡 (156)

供应商 ESG 评级分歧何以影响企业运营韧性

.....赵云辉, 孙 源, 冯泰文, 刘 洋 (174)

刊号

ISSN 1006-480X
CN 11-3536/F

总发行

社会科学文献出版社

国外总发行

中国国际图书贸易集团有限公司

订阅处

全国各地邮局

订阅地址

北京市西城区北三环中路
甲 29 号院 3 号楼华龙大厦 A 座
1403 室期刊分社 (100029)

订阅电话 59366555, 59366565

广告经营许可证

京西工商广字 0146 号

国外发行代号 M862

国内邮发代号 82—143

创刊时间 1984 年 10 月

国内定价 60 元人民币

国外定价 60 美元

本刊不以任何形式收取版面费
(全国社科工作办举报电话010-63098272)

Contents

From Dual Control of Energy Consumption to Dual Control of Carbon Emissions under the Constraints of Carbon Peaking and Carbon Neutrality Goals: Regulatory Tools, Effect Simulation and Policy Evaluation	JIANG Chun-hai, YAN Zhen-hao, WANG Min (5)
Heterogeneous Labor Spatial Reallocation and Economic Welfare under the Shock of Digital Capital	XU Shao-jun, LIU Xiu-yan, ZHOU Jun-ting (24)
Leapfrogging Phenomenon and Regional Coordinated Development: Motivation Measurement and Impact Simulation	ZHOU Mi, ZHANG Xin-bei, ZHANG En-ze (43)
The Power of Institutional Innovation in the Construction of Digital Ecological Civilization: A Perspective of Policy Synergy Empowerment	HAN Xian-feng, GOU Ya-nan, XIAO Yuan-fei, LI Bo-xin (62)
The Incentive Effect of Enhancing Domestic Demand Power on Enterprise Innovation	YU Chun-hai, MA Ke-wei, SUN Pu-yang (81)
Can Automation Lead to Productivity Growth and Divergence among Firms: A Task-Based Perspective on Differential Substitution	WU Qiang, WANG Yang-xin, HUANG Fu (99)
Industrial Digitalization and Wage Growth Premium in Large Cities: A Perspective on Scale Elasticity of Digital Factors	GUO Jin, XU Ying-zhi, BAI Jun-hong (118)
How Does the Chain Leader Policy “Chain” Enterprise Technological Innovation	ZHAN Xin-yu, LIANG Lan-xin (137)
Local Government Debt and Firm Trade Credit: From the Perspective of Risk Spillover along Supply Chain	LIU Jin-dong, XU Jun-wei, CHU Hong, WANG Jie-yi (156)
How Does Supplier ESG Rating Divergence Affect Corporate Operational Resilience	ZHAO Yun-hui, SUN Yuan, FENG Tai-wen, LIU Yang (174)



Welcome Subscribing, Welcome Contributing

Editorial Office and Subscription Address: Institute of Industrial Economics
Chinese Academy of Social Sciences
No.1 Dongchang Hutong, Beijing 100006, China

Tel: (0086-10)68032678 68047499

E-mail: gjbjb@sina.com gjbjb@ciejournal.ajcass.com

Website: ciejournal.ajcass.com

地方政府债务与企业商业信用

——基于供应链风险溢出的视角

刘金东, 徐军伟, 初虹, 王洁怡

〔摘要〕 地方政府债务挤出企业信贷融资,可能促使企业沿供应链上下游寻求替代性的商业信用融资,进而影响供应链韧性和安全水平。本文采用2007—2018年地级市债务数据和上市公司微观数据,系统考察了地方政府债务对企业商业信用的影响。研究结果表明,地方政府债务扩张提高了企业对上游供应商的商业信用融资规模,该结论在多种稳健性检验之后依然成立。机制分析表明,地方政府债务挤占当地信贷资源,降低了企业信贷规模、提高了信贷成本,使得企业的商业信用需求增加,进而导致商业信用在供应链的溢出;从商业信用结构视角看,地方政府债务挤占信贷资源后,企业偏好于采用银行信贷资金替代性最强的应付账款而非应付票据。异质性分析显示,地方政府债务对商业信用的影响在市场议价能力更强的国有企业以及处于成熟期和波动期的企业中更为显著。进一步分析显示,地方政府债务加大企业商业信用挤占,提高了本地账款纠纷发生概率,降低了供应链的韧性和供应链的运转效率,形成了将风险从债务高地向债务洼地输出的地区间溢出效应。本文的研究对建立防范化解地方债务风险长效机制、建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制具有重要的启示意义。

〔关键词〕 地方政府债务; 商业信用; 供应链; 风险溢出

〔中图分类号〕 F272 **〔文献标识码〕** A **〔文章编号〕** 1006-480X(2024)11-0156-18

DOI:10.19581/j.cnki.ciejournal.2024.11.008

一、引言

“分税制”改革后,地方政府财权和事权不匹配程度加大,地方政府为了绕开发债的限制,通过地方融资平台举债融资,从而形成了规模巨大的地方政府债务。特别是“四万亿”财政刺激计划以后,地方融资平台数量猛增,地方政府债务规模迅速扩大,由于当地商业银行是地方政府债务的主要融资渠道,形成了对一般企业信贷资源的挤占效应(刘畅等,2020)。隐性金融分权下,地方政府不仅能够凭借对地方信贷资源的控制权干预信贷资源的分配和投向(毛捷等,2019),还充当了地方融资平台资

〔收稿日期〕 2024-07-14

〔基金项目〕 国家社会科学基金青年项目“财政金融协同视阈下金融风险的演化机制及治理研究”(批准号23CJY010)。

〔作者简介〕 刘金东,山东财经大学财政税务学院教授,经济学博士;徐军伟,首都经济贸易大学财政税务学院讲师,经济学博士;初虹,上海财经大学公共经济与管理学院博士研究生;王洁怡,山东财经大学财政税务学院硕士研究生。通讯作者:徐军伟,电子邮箱:geilidawei@cueb.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

产注入和隐性担保的源头,让地方融资平台相比一般企业具备了资产延伸和风险联保的非对称优势,形成了信用引力(徐军伟等,2020)。地方政府债务对一般企业融资的挤占效应不仅体现在规模上,还通过信用引力促使银行提高了对一般企业的信贷要求,增加了一般企业的融资成本,从而加剧了企业“融资难、融资贵”问题。已有文献主要着眼于正式制度下的信贷融资,研究地方政府债务对企业信贷资源的挤占效应,并局限于一个独立的行政区域内。事实上,非正式制度下的商业信用融资规模已经超越信贷融资规模,成为银行信贷的主要替代性融资手段,甚至充当了信贷资金在供应链上下游不同企业之间进行二次配置的重要工具(卞泽阳等,2021;钟凯等,2022)。党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》提出,建立产业链供应链安全风险评估和应对机制,加快地方融资平台改革转型。为此,本文在已有文献基础上,以供应链为线索,研究地方政府债务在挤占信贷资源的同时如何影响企业的商业信用融资,及其沿供应链和跨地区的风险溢出效应,以期实现提升供应链安全水平与融资平台改革转型的双赢。

商业信用融资到款效率高,上下游信息也更为对称,有效弥补了商业银行信贷的规模不足和多重劣势(徐小晶和徐小林,2021)。企业商业信用的优势和劣势必须从供需两端辩证看待,伴随着供给意愿提高的主动型商业信用供给可能产生良性作用,而一旦商业信用融资是需求端单向倒逼的被动型供给,则更可能表现出增加风险的一面,加大商业信用向坏账风险和流动性风险演化的可能性(陈胜蓝等,2023;李嫦等,2023)。地方政府债务挤占信贷资源迫使企业寻求商业信用融资恰恰就是供给意愿不变前提下的需求倒逼模式,这种“地方政府债务挤占企业信贷资源→企业挤占上下游企业商业信用”的连锁反应背后的风险因素尤其值得关注。企业商业信用为本文提供了一个宏观兼具的风险视角。微观层面,商业信用发生于有购销交易关系的上下游企业之间,商业信用挤占的本质就是有限的信贷资金沿供应链的二次分配,市场议价能力成为二次分配过程中受益多寡的决定性力量,弱肉强食的议价规则让供应链关系从合作共赢走向对立纠纷。宏观层面,全国统一大市场的构建也让供应链企业越来越分散化布局,上下游企业可能并非来自同一地区,而是来自地方政府债务水平参差不齐的不同地区,在企业议价能力之外,本地政府债务水平可能在无形中充当了第二个影响商业信用分配关系的重要力量,债务水平越高的地区对本地企业的信贷挤占程度越严重,从而促使本地企业挤占来自低债务水平地区的企业商业信用,商业信用就构成了债务高地向债务洼地风险溢出的微观“毛细血管”,积微成著,将会对整个经济社会“肌体”的健康运行埋下系统性隐患。

本文利用2007—2018年上市公司微观面板数据和地级市债务数据,实证检验了地方政府债务对企业商业信用的影响。研究发现:地方政府债务扩张挤占本地信贷资源,从商业信用需求端提高了本地企业对其上游供应商的商业信用挤占,本地企业对下游客户的商业信用供给并未受到显著影响。地方政府债务扩张不仅提高了商业信用规模,还恶化了商业信用结构,使得账款纠纷和流动性风险加大,对供应链韧性和运转效率产生了消极影响。这种风险溢出不仅体现为下游企业对上游企业的企业间溢出,还体现为地方政府债务高地通过供应链渠道向地方政府债务洼地的地区间溢出,从而出现了由点及链、由链及面的风险扩散。

本文的边际贡献有如下几点:①拓展了地方政府债务挤占信贷资源的后果分析。已有文献主要研究挤占效应的影响机制和经济社会效应(余明桂和王空,2022;刘潘和张子尧,2023),同时探讨了挤占效应之下企业在杠杆操纵等方面的被动应对策略(饶品贵等,2022),但这些研究都主要围绕正式信贷市场视角,而忽视了一旦正式制度下的信贷供给无法满足融资需求时,企业可能通过非正式制度形式的商业信用融资来补充流动性,对地方政府债务影响企业商业信用的实证检验有其现实必要性。②统筹分析了地方政府债务对商业信用的需求端和供给侧影响,兼顾了商业信用规模和商业信用结

构双重维度,提出地方政府债务对商业信用的影响更多是供给意愿不变下的需求端驱动,从而带来更多的风险隐患,不仅从规模上倒逼上游供应商释放更多商业信用供给,还促使商业信用结构朝着风险保障程度更低的多账款、少票据方向演进。与蔡庆丰等(2024)的研究相比,本文更加强调商业信用的“双刃剑”作用,拓展了地方政府债务加大企业商业信用融资的相关风险的研究,企业虽然通过加大商业信用融资来减轻地方政府债务挤占信贷资源给其带来的负面影响,但会把负面影响传导给上游供应商企业,这种供给意愿不变、单纯依赖于市场议价能力的需求端倒逼模式会激化商业信用融资的风险效应。③丰富了地方政府债务的金融配置效应研究。本文发现,地方政府债务扩张不仅加剧本地企业融资约束,还通过商业信用二次分配间接影响上游企业融资约束,出现了地方政府债务高地通过供应链渠道向地方政府债务洼地的风险溢出。这一思路与徐军伟等(2020)提出的金融势能观点有相通之处,即不仅在微观层面存在融资平台公司和一般企业之间的金融势能差异,还在宏观层面存在地区与地区之间的金融势能差异,地方政府债务压力更高的地区将会出现向债务压力更低地区的风险溢出,分布在不同地区的上下游企业之间商业信用供给关系充当了这种风险溢出效应的传输通道。蔡庆丰等(2024)论证了地方政府债务通过商业信用挤占促使风险在不同地区之间蔓延的可能性,发现地方政府债务引发的商业信用融资结构调整会增加企业同城供应商数量而降低同城客户数量,使得企业供应链条呈伞状分布,并能够向全国市场扩散,本文的研究从不同视角拓展了其研究思路,深入剖析了地方政府债务对上下游商业信用的影响,验证了杨连星等(2023)、曾艺等(2023)关于商业信用传导方向的观点,即地方政府债务带来的商业信用融资扩张主要是向上游挤占供应商款项,同时更明确地刻画了宏观地区之间风险传输的方向是从债务高地输出向债务洼地。本文的研究为未来有效治理地方政府债务影响商业信用融资的潜在风险、践行中央金融工作会议“建立防范化解地方债务风险长效机制,建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”的精神提供了指引。

二、理论分析与研究假说

1. 地方政府债务与企业商业信用

地方政府债务主要来自地方融资平台的商业银行贷款(包括信托融资等表外业务),从而挤占了本地信贷资源,降低了企业的信贷可得性。中国金融资本市场的地区分割特征造成地方融资平台和企业融资都主要依赖于本地市场,更加剧了地方政府债务的信贷挤占效应(陈勇兵等,2013)。相比一般企业,地方融资平台拥有地方政府资产延伸和风险联保的金融势能优势,资产和风险的不对称性更加容易吸引资金支持,使得地方融资平台始终是商业银行的优先选择(徐军伟等,2020;余海跃和康书隆,2020)。由于地方融资平台承担的是地方投融资职能,在隐性金融分权体制下,地方政府能够在信贷供给端干预本地商业银行的资金投向,让信贷资金向地方融资平台倾斜(毛捷等,2019;刘畅等,2020)。蔡庆丰等(2024)指出,地方政府债务规模扩张会提高银行的风险感知,进而促使银行提高流动性囤积水平,这意味着,地方政府债务不仅在需求端挤占一般企业的信贷资源,还会在供给端抑制银行的信贷供给意愿,从而加剧对企业信贷资源的挤占。供需两端的共同作用之下,地方融资平台凭借政府信用能够优先获得更大规模、更低成本、更长期限的融资支持(Huang et al., 2020),从而赢得与一般企业之间的首轮融资竞争。信贷资金的大量挤占改变了信贷供需结构,造成供需失衡,“僧多粥少”加剧了企业之间的第二轮融资竞争,造成了企业融资难、融资贵的问题。企业为了参与融资竞争,赢得有限的信贷资源,被迫采取迎合银行偏好的策略行为,通过杠杆操纵粉饰财务杠杆率、囤积不动产作为抵押品等长期成本更高的方式增强自身融资竞争力(饶品贵

等,2022)。相对这种竞相提高融资成本的策略,作为银行信贷的重要替代性工具,非正式制度融资的商业信用始终没有获得足够的关注。商业信用是企业间互助的非正式制度融资,与银行信贷需要借助于信贷议价能力不同,企业只需要凭借购销交易中形成的市场议价能力,即可获得商业信用支持,商业信用具有时效性强和灵活性高的特征,能够在购销交易中随时获取以补充现金流不足,增强企业的财务柔性(祁怀锦等,2022)。由于供应链上下游企业相互合作,信息更加对称,降低了信息筛选成本(钟凯等,2022),通过主动提供商业信用也能够发挥产品质量保证功能(Giannetti et al., 2011),有利于促进销售、扩大市场份额和保持长期稳定的合作关系(Fisman and Raturi, 2004; 余明桂和潘红波,2010)。与银行贷款等正式制度融资相比,商业信用借助于企业声誉而产生,一旦还款不及时,可能会影响企业在市场上的合作关系融洽度,进而带来广泛的市场损失(方红星和楚有为,2019)。因此,融资替代理论认为,在信贷渠道畅通时,企业仍然首要依赖于银行信贷等正式制度融资,当无法从商业银行及时足额地获得信贷资金支持时,非正式制度下的商业信用便会被动充当替代性的短期融资工具(彭俞超等,2022)。从信贷规模看,信贷资源的减少意味着企业信贷可及性的降低,商业信用能够充当企业之间调剂头寸的重要方式,信贷资金以商业信用的形式在供应链上下游企业之间进行了重新配置,从而间接扩大了信贷可及面(钟凯等,2022;王垒等,2024)。从信贷成本看,融资竞争迫使企业承担的信贷融资成本越来越高,改变了信贷融资和商业信用融资之间的相对价格,促使企业利用商业信用作为替代性融资工具。

买方市场理论认为,商业信用之所以形成是因为买方的市场议价能力足够强,强调下游企业的商业信用需求是引致上游商业信用供给的根本原因。市场地位更高、议价能力更强的大客户能够对上游企业发出可置信的威胁,往往借此获得上游更多的商业信用供给(Wilson and Summers, 2002; Giannetti et al., 2011)。从上游商业信用供给方视角看,一方面会在不同市场地位的下游客户之间选择性提供商业信用,将商业信用当作价格歧视的工具(Lehar et al., 2020);另一方面为了获取更多的市场份额,也会更加倾向于对下游客户提供商业信用作为市场促销的手段(胡泽等,2014)。买方市场理论“需求引致供给”的观点解释了商业信用供给方式以自上而下为主的基本事实,也获得了广泛认可,当前文献研究普遍将商业信用规模看作是企业供应链话语权的直接表征(王垒等,2024;张鹏杨等,2024)。买方市场理论也表明,主动调整商业信用供给的弹性远没有主动调整商业信用需求的弹性空间更大。由此推知,地方政府债务一旦挤占本地有限的信贷资源,有可能驱使本地企业借助于商业信用渠道获得融资支持。根据市场交易习惯和买方市场理论,下游企业通过向上游企业赊购获得应付类商业信用供给是当前商业信用融资的主要形式,从而形成了自上而下的供应链资金循环和对供应链上下游影响的非对称性。据此,本文提出:

假说1:地方政府债务挤占本地信贷资源,将促使本地企业加大商业信用融资,挤占上游供应商更多的应付类商业信用。

2. 地方政府债务、市场议价能力与企业商业信用

根据买方市场理论,商业信用供给并非均匀而公平地惠及每一个合作伙伴,而是充当了一种价格歧视的战略工具,在需求不确定的环境下需要足够的市场地位和声誉信号才能获得。商业信用的本质是企业向合作方提供的低息或者无息贷款,企业提供商业信用也需要占用自身的营运资金,被迫承担资金成本和潜在的违约风险(王彦超,2014)。作为一种短期风险投资,商业信用规模越大,其所蕴含的风险也就越高。商业信用对任何一个企业而言都是风险和收益权衡的结果,也是供给方和需求方市场议价的结果。供给主导型的商业信用是促进上下游良性合作的“润滑剂”。例如,产业扶持政策的出台会通过信号机制促使上下游企业加大对被扶持对象的商业信用供给意愿,从而发挥对政策

的倍乘效应,有效提升供应链合作关系(卞泽阳等,2021;杨连星等,2023;吴冬梅等,2023)。超出供给意愿的需求驱动型商业信用很容易恶化供给方的企业营运能力和流动性风险,将降低供应链合作互信程度和未来合作稳定性(陈胜蓝等,2023;李嫦等,2023)。本文所涉及的地方政府债务扩张下的商业信用融资并不伴随信号机制的加强,地方政府债务扩张诱发的本地企业杠杆操纵等财务舞弊行为反而会导致会计信息质量下降,降低上下游企业商业信用的供给意愿(饶品贵等,2022)。地方政府债务扩张下的商业信用融资更多是需求端的单向倒逼,在这种情况下,供应链中的市场议价能力将发挥重要影响。非国有企业和处于初创或者衰退期的企业受到市场议价能力的制约,所能获得的商业融资补充将会相对受限(Ge and Qiu,2007;Bougheas et al.,2009)。买方市场理论下市场议价能力的突出地位造成了商业信用扭曲的结构性矛盾,越是融资成本低的强势企业越能够获得偏多的商业信用融资,越是融资成本高的弱势企业反而获得的商业信用融资越少,甚至还要被强势客户企业通过商业信用进行流动性剥削(王垒等,2024)。地方政府债务扩张挤占信贷资源构成了第一重逻辑,市场议价能力构成了第二重逻辑,双重逻辑作用下需求倒逼的商业信用形式可能会朝着不利于供给方、而有利于需求方的方向演变。每一种商业信用形式的风险保障程度和对银行资金的可替代程度都是相对立的,票据类、短账龄商业信用相比账款类、长账龄商业信用对商业信用供给方的法律保障程度更高,也就意味着对商业信用需求方的便利程度更差,对银行信贷资金的可替代性也最弱,在融资替代动机下,商业信用需求方可能会要求更多有利于自己的商业信用形式供给。据此,本文提出:

假说2:地方政府债务扩张带来的商业信用融资效应对市场议价能力较强的企业更为显著。

三、研究设计

1. 样本选取和数据来源

本文考察地方政府债务对本地企业商业信用融资的影响,使用地级市数据和上市公司数据按照上市公司总部所在地匹配的面板数据,考虑到2007年中国会计准则进行了更新,本文选取了2007—2018年沪深两市A股上市公司的财务数据作为研究对象,核心解释变量使用的地方政府债务数据源于徐军伟等(2020)整理的地方融资平台有息债务数据。各地市年末总人口数据来源于EPS数据库,其余地级市数据来自CEIC数据库,商业信用等企业层面数据来自国泰安(CSMAR)数据库,并对上市公司微观数据进行了以下处理:①剔除ST、PT类非正常上市状态企业样本;②剔除金融业和房地产业等财务指标较为特殊的行业样本;③剔除企业杠杆率大于1的异常值样本;④对除企业所有制类型、年龄及年龄平方以外的所有连续型变量进行上下1%的逐年缩尾处理;⑤进一步参考Huang et al.(2020)的研究,删除行政级别过高、可比性较差的直辖市样本。最终得到228个地级市的2452家上市企业,共计17770个观测值。

2. 模型设定

为检验地方政府债务对企业商业信用融资的影响,本文构建如下计量模型:

$$Credit_{c,i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 Debt_{c,t} + \beta_2 Controls_{c,i,j,t} + \mu_i + \vartheta_j + \gamma_t + \varepsilon_{c,i,j,t} \quad (1)$$

其中, c,i,j,t 分别代表地级市、企业、行业和年份。 $Credit_{c,i,j,t}$ 为被解释变量,代表企业商业信用融资,本文将对商业信用融资做进一步划分,具体分为对上游供应商的商业信用需求和对下游客户的商业信用供给。 $Debt_{c,t}$ 为核心解释变量,代表地级市的地方政府债务水平, β_1 为本文的核心待估计参数。 $Controls_{c,i,j,t}$ 为控制变量集合,本文在基准回归中控制了微观企业层面和宏观地市层面可能影响企业商业信用融资的一系列变量集合, $\varepsilon_{c,i,j,t}$ 为随机扰动项。由于对被解释变量做了行业标

准化处理,考虑到企业存在主营业务变更,为减少样本估计误差,本文同时控制了企业个体固定效应、行业固定效应和年份固定效应,并将聚类稳健标准误设定到地级市一年份层面,以尽可能保证统计推断的严格无误。

3. 变量定义^①

(1)被解释变量。本文的被解释变量是企业商业信用融资。从供应链关系和融资对象看,企业的商业信用融资包括对上游供应商的商业信用需求和对下游客户的商业信用供给两个方面,参考卞泽阳等(2021)的做法,将企业应付账款和应收账款按行业进行标准化处理,分别衡量当事企业对上游供应商的商业信用需求(*Pay*)和对下游客户的商业信用供给(*Rec*)。

(2)核心解释变量。借鉴毛捷等(2019)、吕炜等(2019)、吴敏等(2022)的做法,本文使用各地级市融资平台有息债务余额与地区生产总值之比(*Debt*)作为核心解释变量。由于中国银行保险监督管理委员会公布的地方融资平台名单存在统计偏误,本文使用的是徐军伟等(2020)修订融资平台名单后构建的地方政府债务数据。

(3)控制变量。为缓解遗漏变量偏误,本文从宏观和微观两个层面选取了一系列控制变量,宏观层面选取人口密度、预算内财政缺口和地级市经济发展水平,微观层面选取企业规模、盈利水平、财务杠杆率、资本投资、企业年龄、企业年龄的平方和所有制类型。

四、实证结果分析

1. 基准回归结果

表1为本文的基准回归结果,回归结果显示地方政府债务扩张对企业商业信用的影响主要体现在需求端,即地方政府债务扩张显著增加了本地企业对其上游供应商的商业信用挤占,从而验证了假说1。地方政府债务每提高1单位,企业对上游供应商的商业信用挤占增加约0.16%。相比之下,地方政府债务对下游客户的商业信用供给没有受到显著影响,这与杨连星等(2023)、曾艺等(2023)的研究一致,现实中凭借市场议价能力加大商业信用需求比收紧商业信用供给的调整空间更大,商业信用挤占往往是供应链下游企业对上游企业的挤占,不容易反向传导。考虑到商业信用挤占效应向下游传导并不显著,本文后续仅针对企业向上游供应商传导的商业信用挤占效应做稳健性检验和深入分析。

表 1	基准回归结果	
	(1)	(2)
	<i>Pay</i>	<i>Rec</i>
<i>Debt</i>	0.1590*** (3.1722)	-0.0676 (-1.0345)
控制变量	是	是
个体固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	17770	17729
R ²	0.2959	0.1728

注:括号内数值为t统计值,***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。以下各表同。

① 具体变量含义及其描述性统计参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

2. 稳健性检验^①

(1) 更换核心解释变量。为了缓解测量误差带来的估计偏误,本文尝试了5种其他的地方政府债务衡量方式进行稳健性检验。结果显示,无论利用哪种口径测度地方政府债务,地方政府债务扩张均对企业商业信用需求(*Pay*)具有显著的正向影响,证实了基准结果的稳健性。

(2) 更换被解释变量。本文尝试更换被解释变量商业信用需求的测度方式:①考虑到应付款项还可能以应付票据的形式存在,参考钟凯等(2022)的做法,以应付账款和应付票据之和衡量企业对上游的商业信用需求;②考虑到当事企业与上游供应商之间还可能以预付账款的方式反向供给商业信用,参考卞泽阳等(2021)、钟凯等(2022)的做法,采用应付账款与预付账款差值衡量商业信用需求。以上构建方式均进行了行业标准化,基准结论依然保持不变。

(3) 增加额外控制变量。考虑到当地的财政金融环境可能同时影响地方政府债务规模和商业信用融资,本文进一步控制了地级市层面房价、财政支出占比、银行竞争程度和金融发展水平等多个变量,基准结论仍保持一致。

(4) 删除利润总额为负的样本。当发生亏损时,为了确保运转和生存,企业更容易举债,加大商业信用规模,从而干扰正确的回归结果。对此,仅保留利润总额为正的样本进行回归估计,结果仍然与基准回归结果相一致。

(5) 更换聚类层级。考虑到同一省份内的各个地级市容易受到省级政策的统一影响,本文尝试将聚类稳健标准误层级设定到省份一年份层面,原有结论依然保持不变。

(6) 重复随机抽样法。为了缓解可能的样本选择偏差,基于Bootstrap方法进行100次重复随机抽样,结果仍然与基准结论保持一致。

(7) 高维固定效应。为排除现实经济中存在的多维冲击,本文在基准回归基础上进一步控制了行业一年份的高维联合固定效应,与基准结果依然保持一致。

(8) 延长样本期。考虑到修订地方融资平台名单的债务数据仅更新到2018年,本文参考饶品贵等(2022)的做法,利用CNRDS和Wind数据库公布的地方融资平台微观数据,延长2019—2021年份数据进行必要的稳健性检验,原有结论保持不变。

(9) 内生性讨论。参考Oster(2019)的做法,利用删除部分控制变量的敏感值分析方法来推断遗漏未观测变量可能带来的估计偏误,以判定回归结果的合理性,敏感值均在6以上,意味着遗漏的未观测变量对被解释变量的影响程度很难颠覆现有的研究结论。为进一步克服内生性,本文参考余海跃和康书隆(2020)、饶品贵等(2022),以人均医疗卫生和计划生育支出作为工具变量做二阶段最小二乘回归(2SLS),工具变量均通过统计检验,2SLS回归结果保持稳健。

3. 机制检验

地方政府债务正是因为挤占了商业银行的信贷资源,而加大了一般企业的信贷融资难度,迫使企业的商业信用需求上升。为验证此作用逻辑,本文从多个角度进行了机制检验。

(1) 地方政府债务对本地企业信贷规模、信贷成本和信贷期限的影响。信贷规模利用企业当年新增银行借款占期末总资产的比重度量,记为*Scale*。其中,企业当年新增银行借款以现金流量表中的“取得借款收到的现金”这一科目来表示。信贷成本主要有:①以企业财务费用占借款总额的比重衡量,记为*Cost*。②以企业抵押贷款占借款总额的比重衡量,记为*Loan*,以此衡量信贷供给方对企业授信标准要求的严苛程度,与纯信用贷款不同,抵押贷款需要企业提供符合标准的抵押品,

^① 具体内容参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

虽然缓解了银行的信息不对称,但对企业的成本投入要求也更高,这是财务费用之外的信贷成本的体现。信贷期限以长期借款占借款总额的比重衡量,记为 *Term*,数据来自CSMAR数据库“上市公司向银行借款统计表”。实证结果见表2。结果表明,地方政府债务扩张能够降低企业的信贷规模,并未显著影响信贷期限,说明银行对企业不仅收紧了长期贷款,也同步收紧了短期贷款;虽然没有提高企业的财务费用成本,但提高了企业的抵押贷款占比,意味着银行对企业获取信贷提出了更高的标准要求,从而验证了地方政府债务加剧本地企业“融资难、融资贵”问题。根据融资替代理论,一旦信贷融资受阻,企业将被迫通过非正式制度的商业信用融资来缓解融资约束(卞泽阳等,2021;祁怀锦等,2022;彭俞超等,2022)。

表 2 地方政府债务的信贷挤占效应检验

	信贷规模	信贷成本		信贷期限
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Scale</i>	<i>Cost</i>	<i>Loan</i>	<i>Term</i>
<i>Debt</i>	-0.0488*** (-3.5566)	-0.0146 (-0.2028)	0.1184*** (3.7535)	0.0364 (1.1510)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本数	16764	14606	8218	14606
R ²	0.2520	0.0327	0.1510	0.0625

(2)地方政府债务对商业信用结构的影响。根据有无正式票据区分,上游供应商的商业信用供给可以划分为应付账款和应付票据,应付票据以票据作为债权债务关系的标准化凭证和结算工具,其开立、流转、支付等环节都要严格遵守《中华人民共和国票据法》。相比而言,应付账款由于合同形式不固定且往往无实体凭证,被看作是一种无具体形态的权利,法律保障程度更低,流动性风险更大。中国当前以银行承兑汇票为主要形式的现实背景下,票据本身就是银行信贷的一部分,而非对银行信贷的替代工具(吴世农等,2019)。即使是商业承兑汇票,其刚性兑付风险使得应付票据在商业信用需求方手中的期限灵活性不如应付账款,故对银行信贷资金的替代性更弱,在买方市场为主导的商业信用决策中,是最不被商业信用需求方所接受的形式。当地方政府债务挤占信贷资源后,企业凭借市场议价能力获取的商业信用在形式上往往是应付账款而非应付票据。本文以应付票据占商业信用净额(应付账款+应付票据-预付账款)的比重作为商业信用票据结构的代理变量,记为 *Structure*。实证结果见表3第(1)列。结果表明,地方政府债务对商业信用的票据结构产生了显著影响,降低了应付类商业信用的票据化程度。这一结果与融资替代理论的内在逻辑保持一致,从灵活性看,应付账款而非应付票据对银行信贷不足的补充功能最强。此外,本文考察了地方政府债务对商业信用账龄结构的影响,以账龄超过1年的应付账款占全部账款比重作为账龄结构代理指标,记为 *Time1*。根据应付账款条目的付款期限按照1年以下赋值为1,1—2年赋值为2,2—3年赋值为3,3年以上赋值为4,然后加权平均计算得到每个企业每年的平均应付账款账龄,记为 *Time2*。实证结果见表3第(2)、(3)列。结果表

明,地方政府债务并没有显著影响商业信用的账龄结构。这一结果与表2中信贷期限并未受到显著影响的结论保持逻辑一致,地方政府债务扩张无差别地缩小了银行长期授信和短期授信,故对长期和短期账龄的商业信用均产生了影响。综合机制检验的研究结果推断,地方政府债务扩张加剧了企业的信贷融资困境,驱使企业被迫采取替代性的商业信用融资,从而验证了假说1。

表3对商业信用结构的影响分析

	(1)	(2)	(3)
	Structure	Time1	Time2
Debt	-0.1233* (-1.8993)	0.0032 (0.1611)	-0.0938 (-1.3821)
控制变量	是	是	是
个体固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
样本数	15199	8469	8243
R ²	0.0228	0.1152	0.7307

4. 异质性分析

企业采用商业信用融资的结果最终取决于两个因素:一是地方政府债务挤占了多少信贷资源,二是企业双方的市场议价能力。前者构成了本文基准回归模型设定中核心解释变量影响被解释变量的基本逻辑,后者则是本文异质性分析的基本出发点。围绕不同市场议价能力的样本分组,本文进行了多维度的异质性分析。

(1)不同所有制类型。考虑到国有企业在要素禀赋、信贷配置等方面具有天然的优势,在供应链中往往拥有更高的谈判地位和议价能力(巫强和姚雨秀,2023),本文划分国有企业和非国有企业进行了分组回归。同时,考虑到上市公司规模偏大,且作为一种稀缺资源对一地的政绩和市场影响都较大,当地政府通常将其作为链主企业加以培育,地方政府的关注度使得其市场议价能力与国有企业无异(陶然等,2022;王垒等,2024),本文筛选规模较小的中小板和创业板上市公司样本以及上市公司非稀缺地区样本进行分组回归,以剔除潜在因素的干扰。表4第(1)、(2)列中小板和创业板上市公司样本的分组回归结果显示:国有企业和非国有企业均显著为正,组间系数差异检验的经验p值为0.0000,显著拒绝了二者相等的原假设。参考陶然等(2022)的做法,单独提取上市公司非稀缺地区样本(高于各地上市公司平均数量即为非稀缺地区)进行的分组回归,见表4第(3)、(4)列,结果表明,国有企业显著为正,而非国有企业不显著。两个维度的实证分析相互印证,显示国有企业受到的影响明显偏大。国有企业相比非国有企业在市场上的话语权更大,故而能够在需求端表现出商业信用优势,这也说明商业信用供给并非按需分配,而是表现出对商业信用需求方的歧视性待遇,这一特征也预示着商业信用并不能自发实现资金的最优配置(胡悦和吴文锋,2022)。

(2)不同生命周期。由于企业在不同生命周期阶段的资产规模、投资策略、盈利能力都有明显差异,企业在商业信用融资上表现出不同特征。特别是成长期的企业,经营风险程度较高,尚未建立良好的市场声誉,外源融资供给者往往会持谨慎态度,企业融资的便利程度受限(黄宏斌等,

表 4 不同所有制类型的异质性分析结果

	中小板和创业板样本		上市公司非稀缺地区样本	
	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Debt</i>	0.4857** (2.5759)	0.1389* (1.7252)	0.4873** (2.1841)	0.3135 (1.5240)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本数	994	6970	1383	3280
R ²	0.4154	0.3513	0.8482	0.8952

注：如无特殊标注，被解释变量均为商业信用需求 *Pay*。

2016;刘诗源等,2020)。为了考察地方政府债务影响不同生命周期企业商业信用需求的异质性,本文基于现金流组合法对企业生命周期进行划分。考虑到企业经营波动较大,年份之间3类现金流净额正负交替的现象较为严重,如果单纯用当年3类现金流净额去判断生命周期,将会出现很多类似于“今年淘汰期、次年成熟期”的结果,因此,首先将现金流净额进行3期移动平均以去除短期波动的干扰因素,然后根据其3期移动均值的正负组合将企业一年份样本点划分为5个阶段。表5第(1)―(5)列展示了分组回归结果。结果表明:在企业的成熟期和波动期阶段,地方政府债务扩张均加大了企业对商业信用的需求,但在初创期、增长期和淘汰期的企业受到的影响并不显著,这进一步验证了地方政府债务是通过需求倒逼模式加大企业商业信用融资,早期成长阶段和淘汰期阶段的企业均受限于自身羸弱的市场表现,从而不具备较强的市场议价能力,无法获得上游供应商更多的商业信用供给。

表 5 不同生命周期的异质性分析结果

	初创期	增长期	成熟期	波动期	淘汰期
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Debt</i>	0.0244 (0.1124)	0.1307 (1.3141)	0.2547** (2.5038)	0.6661*** (4.3613)	0.4240 (0.7928)
控制变量	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
样本数	1739	6213	4131	5259	428
R ²	0.3825	0.3370	0.3495	0.2942	0.3299

五、进一步分析

1. 经济后果分析

地方政府债务加大商业信用挤占的同时,促使商业信用结构朝着不利于信用供给方的方向变

动,无论是需求倒逼下的商业信用规模扩大,还是商业信用结构变化,都将加大账款纠纷发生概率,也会对供应链运转产生消极影响。

(1)对地区账款纠纷的影响。本文以各地市账款纠纷数量占地区生产总值(GDP)的比值衡量由商业信用所引发的案件纠纷,记为 *Dispute*,更加直观地检验地方政府债务扩张对本地账款纠纷的影响。各地市账款纠纷数量根据裁判文书网公开的历年司法案件通过文本分析统计得出,具体步骤如下:①首先仅保留案件当事人为企业的案件;②通过“未支付货款、支付货款、支付价款、逾期付款、逾期还款、催要货款、被告至今不付、支付原告货款、支付欠款、偿付货款”等提取关键词的文本分析进一步筛选企业间账款纠纷性质的案件;③以案件全文信息提取被告所在地市信息,根据被告所在地市,计算分年分地市的企业间账款纠纷的案件数量。本文利用测算得到的账款纠纷数量与地方政府债务数据进行匹配,最终得到所需的宏观面板数据,为排除异常值的影响,对数据进行了逐年双端1%的缩尾处理。参考毛捷等(2019),控制了人口密度、人均地区生产总值、财政缺口、对外开放水平等变量。人口密度以年末总人口/行政区域土地面积表示;人均地区生产总值,以地区生产总值与年末总人口的比值加1取对数衡量;财政缺口,为财政支出和财政收入二者的差值占地区生产总值的比重;对外开放水平,衡量方式为经汇率调整的外商直接投资占地区生产总值比重,回归结果见表6第(1)列。在第(2)列,进一步控制了银行竞争程度和商业信用环境指数,银行竞争程度以各个银行各个年度在各个地市的分支机构数量计算的赫芬达尔—赫希曼指数来衡量,商业信用环境指数来自相关年份《中国城市商业信用环境指数白皮书》。回归结果显示:地方政府债务扩张提高了本地企业作为拖欠方发生账款纠纷的可能性。2016年以来,中央政府自上而下加大了对地方政府欠款的专项整治力度,但其主要针对对地方政府对民营企业的直接欠款,未来对地方政府债务间接引发的商业信用欠款问题还应当给予足够关注。

表 6	对地区账款纠纷的影响分析	
	(1)	(2)
	<i>Dispute</i>	<i>Dispute</i>
<i>Debt</i>	0.0462** (2.3164)	0.0420** (2.0944)
控制变量	是	是
地市固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	2008	1997
R ²	0.7988	0.8005

(2)对供应链关系的影响。根据前文研究分析,地方政府债务扩张增加了企业在商业信用需求端对上游供应商的资金挤占,从宏观层面加大了本地区的账款纠纷发生概率,那么,更为直接的问题是:地方政府债务扩张所引致的商业信用需求上涨会对上下游供应链关系的稳定性和可持续性带来怎样的经济后果?本文参考 Kim et al.(2021)的做法,从供应链韧性和供应链效率两个维度进行检验。

第一阶段,本文首先将基准模型转变成式(2)的差分模型,对其进行回归,得到被解释变量的差

分拟合值 $\widehat{\Delta Pay}_{c,i,j,t}$, 以此捕捉地方政府债务扩张所引致的企业商业信用需求的变化:

$$\Delta Pay_{c,i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Debt_{c,t} + \beta_2 \Delta Controls_{c,i,j,t} + \mu_i + \vartheta_j + \gamma_t + \varepsilon_{c,i,j,t} \quad (2)$$

第二阶段,为了考察由地方政府债务扩张所造成的企业商业信用需求变化对供应链韧性和供应链效率带来的经济后果,构建固定效应模型式(3):

$$\Delta Z_{c,i,j,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \widehat{\Delta Pay}_{c,i,j,t} + \alpha_2 Controls_{c,i,j,t} + \mu_i + \vartheta_j + \gamma_t + \varepsilon_{c,i,j,t} \quad (3)$$

其中,被解释变量 $\Delta Z_{c,i,j,t+1}$ 代表 $Z_{c,i,j,t+1}$ 与 $Z_{c,i,j,t}$ 的差值, $Z_{c,i,j,t}$ 为供应链韧性和供应链效率。

供应链韧性。参考陶锋等(2023),本文以企业存货调整幅度作为供应链供需关系匹配的反向指标,记为 $Match1$, $Match1_{it} = \ln[abs(Inv_{it} - Inv_{it-1})]$, Inv_{it} 代表企业 i 在 t 年的存货期末净额。企业存货调整幅度越小,意味着企业能够通过供应链管理保持低成本、高效率运转,体现了较高的供应链上下游供需匹配程度。回归结果见表7第(1)列,地方政府债务造成的企业商业信用需求上升在1%的水平上正向作用于企业存货调整幅度,即负向影响供应链上的供需匹配度,从而降低了供应链韧性。

供应链效率。参考张倩肖和段义学(2023),本文以存货周转率衡量供应链效率($Match2$),存货周转越快,则供应链效率越高。其中,供应链效率= $\ln(\text{营业成本}/\text{存货期末余额})$ 。表7第(2)列回归结果显示:地方政府债务扩张引起的商业信用需求上升在1%的水平上显著抑制了供应链效率,降低了供应链上的存货周转率。综上,地方政府债务扩张带来的商业信用挤占对上下游供应链韧性和运行效率都产生了消极影响,这反映出需求驱动下的被动型商业信用供给蕴含了更多风险因素和负面激励,对供应链合作质量和关系融洽度产生了不利冲击。

表7 对供应链关系的影响分析

	(1)	(2)
	$\Delta Match1_{t+1}$	$\Delta Match2_{t+1}$
$\widehat{\Delta Pay}_{c,i,t,j}$	2.7880*** (16.3579)	-0.5046*** (-6.2873)
控制变量	是	是
个体固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	12831	14425
R ²	0.0752	0.1113

2. 地区间溢出效应检验

已有研究主要集中在债务风险对当地企业的影响,但商业信用为不同地区的企业搭建了交易关系,也带来不同地区债务之间通过商业信用微观渠道产生地区间溢出效应的可能性。上下游企业之间不仅仅是市场地位和供应链位置不同,地理上也可能并非处于同一地区,因此,所受到的地方政府债务的信贷资源挤占程度可能有所不同。在其他因素相同的情况下,商业信用可能充当了宏观层面地方政府债务高地向债务洼地输出不利影响的微观通道,让信贷资源紧缩地区的企业通过商业信用挤占处于信贷资源宽松地区企业的资金。借鉴徐军伟等(2020)的观点,这就形成了另外一种意义上的金融势能差,债务高地通过“地方融资平台挤占本地企业信贷资源→本地企业挤占

其他地区企业商业信用”的链条向债务洼地输出坏账风险和流动性风险,从而打破了已有研究所认为的本地政府债务主要影响本地企业融资的传统观点。这一思路与肖红军等(2024)的研究颇为相似,即地方政府宏观层面的政策差异会通过异地企业之间的微观联系产生地区间溢出效应。

(1)基于“供应商—客户”配对数据的分析。随着全国统一大市场的构建,上游供应商和下游客户的地理分布朝着低集中度、高分散化的趋势不断演进,上下游企业之间的风险溢出在宏观上就体现为上下游企业所在地之间的风险溢出。企业的应付款项也是其上游企业的应收款项,企业在受到本地政府债务影响的同时,其上游企业也势必受到其当地政府债务的影响,当两地的地方政府债务都对本地企业融资产生挤出效应时,具有上下游交易关系的两个企业之间受到的挤出程度不同,挤出程度更高的企业更容易成为商业信用需求方,而挤出程度更低的企业更容易成为商业信用供给方。虽然地方政府债务驱使本地企业向上游挤占供应商企业的商业信用,但供应商企业所在地的地方政府债务也在发挥相反的作用力,结果导致地方政府债务高地对地方政府债务洼地信贷资源的整体挤占和风险溢出。为了验证这一问题,本文按照下列步骤构建了当事企业上游供应商所在地的政府债务水平:①参考陶锋等(2023),将本文使用的上市公司数据与其上游供应商的上市公司数据进行匹配,形成供应商—客户企业的配对数据集,由于供应链信息披露制度尚不健全,2011年以前的公司—供应商关联样本缺失严重,为了增加结果的可信度,仅保留2012—2018年的数据;②保留上游供应商非空的不重复样本,得到1637条数据;③根据供应商企业名称,使用Python调用高德地图API,获取供应商地址信息,未匹配上的样本,本文将其与工商注册信息匹配,从而获取其地理位置;④对于仍未获得地理位置信息的企业,利用企查查进行手动搜索补充,从而获得每一家供应商企业所在地信息,并匹配其所在地的地方政府债务数据;⑤以上游供应商采购额占比作为权重生成上游供应商所在地地方政府债务的加权平均值,例如,某当事企业有A、B、C三家供应商,三家企业的采购额占比依次是 $W1$ 、 $W2$ 、 $W3$,三家企业所在地级市的地方政府债务占所在地地区生产总值的比重依次是 $Ddebt1$ 、 $Ddebt2$ 、 $Ddebt3$,则以 $W1 \times Ddebt1 + W2 \times Ddebt2 + W3 \times Ddebt3$ 计算得出上游供应商的地方政府债务平均水平,记为 $Wdebt$ 。经过上述计算,每一个企业一年份样本点就同时具有了本地政府债务水平 $Debt$ 和上游供应商所在地政府债务平均水平 $Wdebt$ 两个变量。

基于以上数据,本文依次做了如下尝试:①在企业所在地政府债务水平 $Debt$ 之外,同时加入上游供应商所在地政府债务平均水平 $Wdebt$,以对比两者对商业信用挤占的影响,见表8第(1)列,结果显示,企业商业信用受到本地债务水平的正向影响,而受到上游供应商所在地债务水平的负向影响。②以当事企业所在地政府债务水平 $Debt$ 与上游供应商所在地政府债务平均水平 $Wdebt$ 的比值 $Ratio_debt$ 衡量两地的相对债务水平,将其替换原有的核心解释变量 $Debt$ 代入基准回归,见第(2)列,结果显示,地方政府相对债务水平越高,本地企业对上游供应商的商业信用挤占规模越大。③以上游供应商所在地债务平均水平高于地方政府债务年度均值为偏高组,反之为偏低组,分别重复本文基准模型的子样本回归,见第(3)、(4)列,结果显示,作为核心解释变量的地方政府债务水平 $Debt$ 的系数估计值在供应商所在地债务水平偏高组不显著为正(0.7268),而在供应商所在地债务水平偏低组显著为正(1.3061),这类似于“水往低处流”的道理,即地区之间更容易发生债务高地向债务洼地的溢出影响,而很难发生反向的溢出影响,从而验证了前文的推测^①。

① 由于国泰安前五大供应商在上市公司样本中匹配率较低,造成样本量偏小(陶锋等,2023)。

表 8 地区间溢出效应分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
			偏低组	偏高组
<i>Debt</i>	1.5772*** (4.4642)		1.3061*** (3.3199)	0.7268 (0.9927)
<i>Wdebt</i>	-0.4319* (-1.6660)			
<i>Ratio_debt</i>		0.0755** (2.3983)		
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本数	577	577	381	198
R ²	0.4610	0.4393	0.5703	0.5016

(2)基于地理加权相对债务水平的分析。由于上市公司“供应商—客户”配对样本数据信息缺失比较严重,造成实际使用的样本量偏少,为了增强地区间溢出效应的稳健性,本文基于地理加权相对债务水平做了进一步的实证分析。考虑到企业选择上下游合作企业、构建供应链往往基于地理邻近的便利原则,本文使用两种不同的地理距离权重矩阵针对每一个地市都构建了其邻近地市的地方政府债务水平加权平均值,使用本地市地方政府债务水平指标除以邻近地市地方政府债务水平加权平均指标得到本地的相对债务水平。根据本文的理论分析,相对债务水平更高地区的企业受到的信贷资源挤占更为严重,其周边地区反而受到的挤占较轻,这种强弱对比之下,企业更容易对其供应链上下游的合作企业进行流动性挤占,故而推测基准回归中地方政府债务对企业商业信用的影响也更为显著,表9的实证分析结果验证了这一推测。第(1)、(3)列是基于地理距离矩阵计算的相对债务水平进行的分组回归结果,考虑到跨省之间贸易存在行政边界效应的阻隔,国内贸易仍然以省内贸易为主,第(2)、(4)列是基于地理距离矩阵进行省内修订后(将省外地市对应空间权重元素均清零处理)计算的相对债务水平进行的分组回归结果,无论是哪一种地理加权方式进行的分组回归,均显示地方政府债务在相对债务水平偏高组对企业商业信用有显著正影响,而在相对债务水平偏低组并未产生显著影响,从而对“供应商—客户”配对样本回归结果形成了稳健性补充,也进一步验证了本文提出的地区间溢出效应。

表 9 基于地理加权相对债务水平的检验

	相对债务水平偏高组		相对债务水平偏低组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Debt</i>	0.1645*** (2.7174)	0.1277* (1.8257)	-0.0784 (-0.2672)	0.0785 (0.6457)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本数	11483	9229	5812	8066
R ²	0.2795	0.3014	0.3660	0.3342

六、结论与政策启示

地方政府债务挤占本地信贷资源、加剧企业“融资难、融资贵”问题已成为基本共识,那么当正式制度下的信贷可得性不足时,非正式制度下的商业信用是否会充当替代性融资工具值得关注。本文借助2007—2018年上市公司微观面板数据结合地方政府债务数据进行了实证研究,得出如下结论:地方政府债务规模扩张加大了本地企业对上游供应商的商业信用挤占。机制检验显示,地方政府债务挤占了本地信贷资源,迫使本地企业寻求替代性融资工具。异质性分析显示,地方政府债务的商业信用挤占效应在国有企业、发展阶段较为成熟的企业中更为显著。地方政府债务的商业信用挤占效应更多是供给意愿不变、需求单向倒逼的模式,不仅扩大了商业信用规模,还在结构上促使商业信用朝着票据化程度更低的方向演进,最终加大了账款纠纷发生概率,对供应链关系带来了消极影响。地方政府债务扩张不仅加剧本地企业融资约束,还通过商业信用微观渠道间接影响上游企业融资约束,出现了从债务高地向债务洼地的风险溢出。基于本文研究结论,提出如下政策建议:

(1)加强地方政府债务监管,有效管控地方政府到期债务规模。地方政府债务通过商业信用挤占效应给供应链运转带来的负面影响易升难降,未来即使将地方政府债务压降回原点,受损的供应链关系也很难恢复良性状态,表现出政策治理的低效性,故更加有必要防患于未然,严格管控地方政府债务规模。对于地方政府债务的监管必须兼顾标准化渠道和非标准化渠道,通过信托融资等表外业务发生的地方政府债务也必须得到重视。近年来,地方融资平台的主要债务用途已经从增量的基础设施建设转向存量的“借新还旧”,这意味着地方政府面临的到期债务压力日渐加大,而到期债务是对本地信贷资源挤出更严重、规模管控难度更大的债务类型,这就需要地方政府除了加强对增量债务规模的管控以外,还要不断优化地方政府债务期限结构,通过有序置换化解短期偿债压力。

(2)拓宽多元化融资渠道,双向疏通对商业银行的融资依赖程度。加强地方政府债券柜台发行的金融基础设施建设,为个人和中小机构投资者直接购买地方政府债券创造更多条件,降低地方政府债务对商业银行的依赖程度。与此同时,拓宽企业融资渠道,优化企业融资结构,提高直接融资的可得性,降低对商业银行等间接融资渠道的依赖程度。创新企业多元化融资增信手段,避免过度依赖于政府信用和抵押品担保,从而降低地方政府债务的金融势能优势,缩小地方融资平台与一般企业的融资禀赋差异。除了外源融资以外,还要借助财税扶持政策帮助企业内部挖潜,税收是企业 and 政府之间最大的支出成本,通过“银税互动”和增值税留抵退税等手段帮助企业以纳税遵从表现和税费返还来撬动更多资金,以缓解企业对上下游的商业信用需求。

(3)加大企业应收账款清欠的政策支持力度,保护供应链营商环境的和谐稳定。过多的应收账款拖欠问题降低了企业的投资收益率,抑制了企业的扩大再生产活动,也损害了供应链韧性,让供应链从合作的“共赢链”成为纠纷的“生成链”。未来既要注重集中清欠行动,帮助企业清理欠款,也要注重长效机制建设,将商业信用表现纳入企业社会信用评价体系,通过对口民营经济发展局等部门创设专门的清欠机构,简化清欠法律流程,降低企业维权成本,通过清欠提振企业发展和投资信心,践行中央经济工作会议提出的“统筹高质量发展和高水平安全,切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期”的会议精神。供应链金融能够将应收账款以及因为预制而形成的存货作为抵押物或者质押物用于申请信贷支持,降低企业对外供给商业信用的成本,未来

还要进一步推广供应链金融工具的应用范围,强化供应链金融的金融属性定位而非互助属性定位,强调基于商业信用的固有合作关系而获得金融支持,不能因为金融支持而反向加大商业信用需求。

本文探讨了地方融资平台通过挤占信贷资源对本地企业产生的间接影响,但实际上地方融资平台自身也会形成商业信用挤占,通过拖欠项目账款对本地企业形成直接的资金挤占效应,这一问题有待未来的进一步挖掘。同时,地方政府债务对企业商业信用的挤占效应可以通过哪些政策有效治理,也是未来拓展研究的重要方向之一。

〔参考文献〕

- 〔1〕卞泽阳,李志远,徐铭遥.开发区政策、供应链参与和企业融资约束[J].经济研究,2021,(10):88-104.
- 〔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〕陈胜蓝,王鹏程,马慧,刘晓玲.《中小企业促进法》的稳就业效应——基于政府信用体系建设视角[J].管理世界,2023,(9):52-70.
- 〔4〕陈勇兵,陈宇媚,周世民.中国国内市场整合程度的演变:基于要素价格均等化的分析[J].世界经济,2013,(1):14-37.
- 〔5〕方红星,楚有为.公司战略与商业信用融资[J].南开管理评论,2019,(5):142-154.
- 〔6〕胡悦,吴文锋.商业信用融资和我国企业债务的结构性问题[J].经济学(季刊),2022,(1):257-280.
- 〔7〕胡泽,夏新平,曹立竑.金融危机时期商业信用的产品市场竞争动机[J].金融研究,2014,(2):84-97.
- 〔8〕黄宏斌,翟淑萍,陈静楠.企业生命周期、融资方式与融资约束——基于投资者情绪调节效应的研究[J].金融研究,2016,(7):96-112.
- 〔9〕李嫦,樊海潮,黄浩文.供应链视角下的企业并购[J].经济学(季刊),2023,(4):1617-1633.
- 〔10〕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.
- 〔11〕刘潘,张子尧.地方公共债务与资源配置效率:企业间全要素生产率分布差异的视角[J].经济研究,2023,(10):114-133.
- 〔12〕刘诗源,林志帆,冷志鹏.税收激励提高企业创新水平了吗——基于企业生命周期理论的检验[J].经济研究,2020,(6):105-121.
- 〔13〕吕炜,周佳音,陆毅.理解央地财政博弈的新视角——来自地方债发还方式改革的证据[J].中国社会科学,2019,(10):134-159.
- 〔14〕毛捷,刘潘,吕冰洋.地方公共债务增长的制度基础——兼顾财政和金融的视角[J].中国社会科学,2019,(9):45-67.
- 〔15〕彭俞超,王南萱,邓贵川,顾雷雷.数字经济时代的流量思维——基于供应链资金占用和金融获利的视角[J].管理世界,2022,(8):170-187.
- 〔16〕祁怀锦,魏禹嘉,刘艳霞.企业数字化转型与商业信用供给[J].经济管理,2022,(12):158-184.
- 〔17〕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.
- 〔18〕陶锋,王欣然,徐扬,朱盼.数字化转型、产业链供应链韧性与企业生产率[J].中国工业经济,2023,(5):118-136.
- 〔19〕陶然,石昕,刘峰.谁遭遇了“信贷歧视”?——基于中国资本市场特征的经验证据[J].管理评论,2022,(11):42-53.
- 〔20〕王垒,牛文正,丁黎黎.机构纵向持股与商业信用扭曲治理——来自供应链层面的证据[J].经济研究,2024,(7):130-150.

- [21]王彦超.金融抑制与商业信用二次配置功能[J].经济研究,2014,(6):86-99.
- [22]巫强,姚雨秀.企业数字化转型与供应链配置:集中化还是多元化[J].中国工业经济,2023,(8):99-117.
- [23]吴冬梅,李少芝,刘运国.基于税率优惠的商业信用发生机制研究[J].管理学报,2023,(11):1727-1736.
- [24]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[J].经济研究,2022,(1):107-121.
- [25]吴世农,王建勇,黄世忠.应收项目、应付项目的信息含量差异及其影响——以融资成本与公司价值为视角的实证研究[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2019,(5):51-62.
- [26]肖红军,沈洪涛,周艳坤.客户企业数字化、供应商企业ESG表现与供应链可持续发展[J].经济研究,2024,(3):54-73.
- [27]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[J].管理世界,2020,(9):37-59.
- [28]徐小晶,徐小林.财政补贴对企业商业信用融资的影响研究——基于新能源汽车补贴退坡政策的实证分析[J].南开管理评论,2021,(3):213-226.
- [29]杨连星,李蔚,王秋硕.税收优惠、供应链传导与商业信用——基于留抵退税政策的准自然实验[J].经济研究,2023,(12):41-58.
- [30]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.
- [31]余明桂,潘红波.金融发展、商业信用与产品市场竞争[J].管理世界,2010,(8):117-129.
- [32]余明桂,王空.地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇佣[J].经济研究,2022,(2):58-72.
- [33]张倩肖,段义学.数字赋能、产业链整合与全要素生产率[J].经济管理,2023,(4):5-21.
- [34]张鹏杨,肖音,刘会政,岳云嵩.数字化转型对供应链上下游产出波动的非对称影响研究[J].世界经济,2024,(7):123-152.
- [35]曾艺,周小昶,冯晨.减税激励、供应链溢出与稳就业[J].管理世界,2023,(7):19-36.
- [36]钟凯,梁鹏,董晓丹,王秀丽.数字普惠金融与商业信用二次配置[J].中国工业经济,2022,(1):170-188.
- [37]Bougheas, S., S. Mateut, and P. Mizen. Corporate Trade Credit and Inventories: New Evidence of a Trade-off from Accounts Payable and Receivable[J]. Journal of Banking and Finance, 2009, 33(2): 300-307.
- [38]Fisman, R., and M. Raturi. Does Competition Encourage Credit Provision? Evidence from African Trade Credit Relationships[J]. Review of Economics and Statistics, 2004, 86(1): 345-352.
- [39]Ge, Y., and J. Qiu. Financial Development, Bank Discrimination and Trade Credit[J]. Journal of Banking and Finance, 2007, 31(2): 513-530.
- [40]Giannetti, M., M. Burkart, and T. Ellingsen. What You Sell Is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts[J]. Review of Financial Studies, 2011, 24(4): 1261-1298.
- [41]Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza. Local Crowding-out in China[J]. Journal of Finance, 2020, 75(6): 2855-2898.
- [42]Kim, Y., L. Su, Z. Wang, and H. Wu. The Effect of Trade Secrets Law on Stock Price Synchronicity: Evidence from Inevitable Disclosure Doctrine[J]. Accounting Review, 2021, 96(1): 325-348.
- [43]Lehar, A., V. Y. Song, and L. Yuan. Industry Structure and the Strategic Provision of Trade Credit by Upstream Firms[J]. Review of Financial Studies, 2020: 33(10): 4916-4972.
- [44]Oster, E. Unobservable Selection and Coefficient Stability: Theory and Evidence[J]. Journal of Business and Economic Statistics, 2019, 37(2): 187-204.
- [45]Wilson, N., and B. Summers. Trade Credit Terms Offered by Small Firms: Survey Evidence and Empirical Analysis[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2002, 29(3-4): 317-351.

Local Government Debt and Firm Trade Credit: From the Perspective of Risk Spillover along Supply Chain

LIU Jin-dong¹, XU Jun-wei², CHU Hong³, WANG Jie-yi¹

(1. School of Public Finance and Taxation, Shandong University of Finance and Economics;

2. School of Public Finance and Taxation, Capital University of Economics and Business;

3. School of Public Economics and Administration, Shanghai University of Finance and Economics)

Abstract: The rapid expansion of local government debt has created a crowding-out effect on local credit resources. Previous studies have mainly focused on the formal credit markets, neglecting the possibility that when the credit supply under formal institutions cannot meet financing needs, companies may supplement liquidity through informal forms of trade credit supply. In fact, the scale of trade credit financing under informal systems has become the main alternative financing method for bank credit. The phenomenon that local government debt first squeezes credit resources and then forces enterprises to squeeze upstream and downstream trade credit, as well as its risk spillover issues, deserves our attention.

This paper systematically examines the impact of local government debt on firm trade credit financing by embedding debt data of prefecture-level cities and micro-level data from listed companies from 2007 to 2018. It finds that the expansion of local government debt significantly increases the scale of trade credit financing from upstream suppliers by enterprises. Mechanism analysis shows that local government debt has squeezed local credit resources, leading to an increase in the demand of local companies for trade credit. The heterogeneity analysis shows that trade credit of state-owned enterprises (SOEs) and mature and volatile enterprises with stronger bargaining power is more significantly affected by the debt expansion. Further analysis shows that the increase in local government debt not only hurts the resilience and operational efficiency of the supply chain due to liquidity exploitation but also creates inter-regional spillover effects from high-debt areas to low-debt areas through supply chain channels.

The logic verified in this paper that government credit exploits bank credit and thus drives enterprises to seek trade credit enriches research on the financial allocation effect of local government debt. It suggests that the expansion of local government debt not only exacerbates the financing constraints of local enterprises but also indirectly affects the financing constraints of upstream enterprises through the secondary distribution of trade credit. This paper has important implications for long-term mechanisms for preventing and resolving local debt risks, as well as establishing government debt management mechanisms that are compatible with high-quality development in the future.

Keywords: local government debt; trade credit; supply chain; risk spillover

JEL Classification: C23 G32 H74

[责任编辑:张永坤]