

地方政府融资与上市公司股权质押

——来自融资平台“城投债”的证据

郭思永

(上海立信会计金融学院 会计学院, 上海 201620)

摘要:近年来,我国地方债务风险高企,引发了金融生态系统的失衡。文章从股权质押的角度研究了地方政府融资的“挤出效应”,以厘清公司控股股东实施股权质押的外部动因。研究发现,地方政府“城投债”规模越大,挤占当地可借贷资源越严重,当地上市公司控股股东股权质押的比例也越高。由于融资约束是股权质押的重要影响因素,进一步以控股股东的产权性质、行业对资金依赖度、控股股东内部资本市场规模或是否获得现金股利分红来量化融资约束程度,结果发现:民营性质控股股东受地方政府融资挤压越严重,其股权质押比例越高;控股股东内部资本市场规模大或得到现金股利分红均会缓解地方政府融资对股权质押的影响;并且,地方政府资金投向的行业敏感性也对国有或民营企业的股权质押行为产生了差异性影响。文章不仅为地方政府融资行为的外部效应提供了微观证据,还对政府部门综合评估地方债务融资风险、加强地方政府债务治理以及监管部门出台“对症”股权质押风险的策略提供了理论依据和经验证据。

关键词: 地方政府融资; 股权质押; 挤出效应

中图分类号: F812.7; F273 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2023)02-0018-15

一、引言

2022年12月中央经济工作会议作出“要防范化解地方政府债务风险,坚决遏制增量、化解存量”的部署,同年国务院还发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》(国办发〔2022〕20号),将“坚决遏制地方政府隐性债务增量,合理控制政府债务规模,切实防范债务风险”作为工作重点。事实上,地方政府债务放大了中国经济波动(高然等,2022),造成银行风险承担水平增大(李双建和田国强,2022),已成为威胁我国金融稳定和经济增长的重要因素(牛霖琳等,2021)。更为重要的是,由于现代化经济体系是一个有机体,地方政府融资还存在挤出效应,对企业的投融资活动带来负面影响。地方政府债务扩张降低了企业债务规模,推高了债务融资成本(Demirci等,2019;汪金祥等,2020;徐彦坤,2020),挤出了中小企业贷款(刘畅等,2020),对民营企业的挤出和对国有企业的挤入恶化了我国信贷资源的有效配置(Liang等,2017),同时还挤压了民营企业的投资(Huang等,2020)。

现有研究大多关注地方政府融资对企业投资或债务融资的直接影响,然而面对地方政府债务的挤压,理性个体岂会安然若素?对此尚未有研究提供一个框架或思路来回答这个问题。虽然提高借贷利率水平可能是企业或银行等金融机构在面对地方债务挤占、资金稀缺时的一

个选项,但现阶段利率市场化形成机制尚未真正建立,市场化利率水平在资金定价过程中的影响力偏小(中国人民大学课题组,2020),并且提高利率往往会产生吸引高风险借款人的逆向选择问题和激励借款人投向高破产风险投资项目的道德风险问题(Stiglitz和Weiss,1981),这样反而会降低银行的贷款回报。近年来,整个证券市场呈“无股不押”的现实状况,据Wind数据库统计,2019年末我国证券市场上大股东股权质押近6000亿股,市场价值高达2.3万亿元,占整个市场总股份的15%以上。股权质押作为一种担保增信机制,银行可以将其作为分离贷款项目风险类型的甄别机制(Bester,1987)。同时,国内学者也发现我国的银行特别是那些经营过度审慎且信用审查能力不足的银行,更加偏向于运用抵押品来实行信贷配给(王霄和张捷,2003)。因此,股东具有强烈的股权质押融资偏好的背后,是否是理性个体面临政府债务挤压下的一种融资选择替代,便成为值得进一步深入研究的问题。

在此背景下,本文以地方政府债务为切入点,探究地方政府融资对控股股东股权质押融资行为的影响。研究发现,地方政府融资规模越大,控股股东股权质押的比例越高。由于融资约束是股权质押的重要影响因素,本文进一步以控股股东的产权性质、所处行业对资金的依赖度以及控股股东内部资本市场规模或是否获得现金股利分红来量化融资约束程度。结果发现,民营类控股股东受到地方债更大程度的挤压,其股权质押比例更高;控股股东内部资本市场规模大或得到现金股利分红都会缓解地方政府融资对股权质押的影响;地方政府资金投向的行业差异也对国有或民营企业的股权质押行为产生了不同影响。

本研究的边际贡献如下:(1)从股权质押的角度研究了地方政府融资的挤出效应,拓展了地方债务问题的研究视角。已有微观层面的相关文献更多的是关注地方债对企业银行借款(Liang等,2017;刘畅等,2020;汪金祥等,2020;徐彦坤,2020)、投资行为(Huang等,2020)或创新(刘欢等,2020)的影响。然而,地方政府融资的强势介入改变了银行与企业之间的资金借贷行为,改变了信贷市场的生态。理性个体如何应对地方政府融资对信贷资源的挤占,现有研究很少涉及。股权质押作为股东拓宽融资渠道、缓解融资约束的一种方式,作为控股股东面对地方债务挤压的一种策略行为,本文从微观层面为地方政府融资的挤出效应提供了更为丰富的经验证据。(2)从宏观层面研究了个体股权质押行为的动机,增补了股权质押的实证研究。现有文献主要关注股权质押的经济后果,如税收规避(王雄元等,2018)、盈余管理(谢德仁等,2016)、创新投入(李常青等,2018)、创新产出(Pang和Wang,2020)及股价崩盘风险(Dou等,2019)等,聚焦于股权质押与单一或某些行为之间的关系。然而,股权质押毕竟是公司股东的一种自选择行为,上述研究的“内生性”问题难以绕避。而本文立足于外部宏观冲击——地方政府融资,探讨了股权质押背后隐匿的动因,这不仅有利于克服股权质押研究中的内生性问题,还有助于理解股权质押产生的动因、解释上市公司的经济行为以及政府部门出台“对症”股权质押风险的监管政策。(3)拓展了地方政府融资负面影响的研究广度和深度。这体现为两方面:其一,地方政府融资不仅包括纳入预算进行限额管理的一般债务和专项债务,还包括地方政府融资平台发行的城投债。实践中由于地方政府与融资平台之间仍存在财务关联和风险联保(徐军伟等,2020),2015年新《预算法》实施后,以融资平台公司为主要载体的隐性债务仍持续增长(毛捷等,2022)。由于城投债发行期限可达20年且往往通过借新还旧不断展期(郁芸君等,2022),其对金融稳定和经济增长的威胁具有长期性。因此,关注隐性债务对经济个体行为的影响具有重要的现实意义,本文拓宽了地方政府融资问题研究的广度。其二,国外文献中政府债务对企业挤出效应的跨国研究以企业债券为主(Demirci等,2019),国内相关研究则主要关注银行借款(Liang等,2017;刘畅等,2020;汪金祥等,2020;徐彦坤,2020),而本文聚焦股权质押融资。实际上,银行借款作为间接融资,其融资成本要明显高于企业债券这种直接融资方式,而股权质押的融资成本更是远高于

银行借款,因此,本文证实了地方政府融资给个体融资带来了更高成本,加深了对地方政府融资负面影响程度的理解。

二、文献综述、理论分析与研究假说

(一)文献综述

关于政府债务对企业融资的影响,国内外研究基本认同存在“挤出效应”(Friedman,1984;范小云等,2017;Demirci等,2019;刘畅等,2020;汪金祥等,2020),主要从债务期限、利差和资金或价格竞争等角度展开研究。首先,债务期限方面,Taggart(1986)利用美国的时间序列数据研究发现,政府债务与企业的短期和长期债务均存在显著相关性;Greenwood等(2010)的理论研究认为,当政府发行更多的短期债务时,公司会通过发行更多的长期债务来填补由此产生的缺口,反之亦然。其次,政府债务的增发会降低市场上股票和债券的利差。政府增发长期债券会提高政府债务的预期收益,投资者会卖出企业债券和股票而买入政府债券,增发政府债务减少了股票和债券之间的价差,这导致政府债务挤压了企业融资空间(Friedman,1984)。有学者认为投资者看重政府债券的流动性和安全性,政府债券供应的增加会降低这些属性在市场上的相对价值,即增发政府债券会缩小政府债券和其他固定收益证券(包括企业债券)之间的收益率差(Krishnamurthy和Vissing-Jorgensen,2012);进一步地,Krishnamurthy和Vissing-Jorgensen(2015)发现政府债券还会挤压其他金融机构发行的安全和流动性资产的供应,如银行发行的货币和其他短期债务。最后,政府债务与企业债务的价格竞争导致企业负债比例显著下降。Demirci等(2019)认为如果投资者的投资组合中债务与股权的比例是相对稳定的,那么增发政府债券就会挤出公司债,其原因在于政府债的增加须使政府债的收益回报增加(供给增加,为消化供给量,政府债券利率回报增加),企业债券只有相应提高回报率才能销售出去,这导致企业债务融资成本增加,因此,企业就会减少债券融资而转向股权融资,从而致使企业债务杠杆降低。

随着我国地方政府融资规模持续扩张及地方债务带来的负面问题愈发严重,国内学者也越来越重视地方债务融资问题的研究,特别在微观企业融资方面积累了较为丰富的证据。基本的研究结论是:一是地方政府融资推高了微观企业的债务融资成本,对企业债务存在挤出效应,降低了企业债务融资规模(Liang等,2017;范小云等,2017;田国强和赵旭霞,2019;刘畅等,2020;马树才等,2020;汪金祥等,2020);二是我国地方债务改革或良好的金融营商环境,有助于抑制地方政府债务增长,缓解了企业的融资困境(梁若冰和王群群,2021;陈宝东和崔晓雪,2022)。

结合国内外研究,有几点须特别关注:一是国外研究往往以美国等成熟市场经济国家为背景,政府和企业作为市场平等的主体,政府往往只能通过提高政府债券的利率来消化政府债务的增加;而在我国,政策优惠、贷款担保及地方行政审批等资源都掌控在政府手中(周黎安,2007),银行等金融机构在信贷资金配置等方面深受地方政府的影响,地方政府融资行为对企业债务的挤压更为严重。二是国外成熟市场经济下,企业的债务融资往往是通过发行债券的直接融资,并且企业债务和股权融资的转化也更为便利;而我国企业的债务融资主要是依赖于银行借款的间接融资,且由于股权融资具有较高的发行门槛,企业难以在股权融资和债务融资之间转化。因此,政府债务对企业融资影响的传导机制及影响后果与国外市场存在较大差异,换言之,当我国企业面临融资困境时,融资渠道与国外企业会存在较大差异。

国内的部分研究也认识到我国地方政府债务对企业融资所带来的特有问题的存在,发现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(饶品贵

等, 2022)。然而, 我们还应该看到, 上市公司的股东拥有一项特有资源——上市公司的股权, 这项特有资源的流动性强, 对质权人银行等金融机构来说易于管控风险, 对出质人股东来说使用用途不受限制, 特别是当监管部门尚未关注到其可能带来的系统性金融风险时, 往往会成为“理性个体”——上市公司股东应对地方债务挤压、缓解融资约束的一项重要举措。而国外由于更为发达的证券市场, 上市公司的股东往往不需要通过股权质押这种较高融资成本的方式获得资金。

(二) 理论分析与研究假说

上市公司股东可能因流动资金周转、项目投资、战略调整或个人消费等原因面临资金需求, 从理论来说, 该需求可以通过股权转让、债务等渠道予以解决, 但在当前我国制度背景之下, 上述渠道或受到监管制度的约束或限制, 或受到政府债务融资的挤占, 致使上市公司股东偏向于股权质押融资。

1. 控制权、减持监管制度等约束了大股东通过直接售卖股份获取资金

股权转让是公司产权结构调整、资源重配优化的重要方式。作为上市公司的大股东, 当然可以通过股权转让来减持股份, 以满足项目投资或个人消费等资金需求。然而, 大股东减持股份面临如下困扰: 一是大股东减持会向市场传递负面信号(Jaffe, 1974; Finnerty, 1976), 导致股价下滑, 不利于大股东减持后剩余股份的保值或增值; 二是大股东减持股份还可能危及其控制权, 而我国上市公司的控制权收益较高(Jiang等, 2010; 郑国坚等, 2014), 因此, 是否影响控制权地位也成为约束大股东减持股份的重要考量因素。

更为重要的是, 大股东减持在我国还受到一系列刚性制度约束, 且呈现越来越严格的趋势。一般说来, 大股东减持有两种途径: 一是通过大宗交易平台。由于具有较高交易规模门槛的大宗交易制度存在交易成本高、流动性差、信息不对称程度严重及价格发现功能弱的明显不足(陈磊等, 2013), 致使控股股东通过大宗交易平台减持的积极性较弱。二是大股东直接在二级市场减持。受2015年“股灾”的影响, 部分上市公司清仓式减持股份行为非常严重, 为此, 证监会在2015年7月8日发布[2015]18号文, 要求从该文公布之日起6个月内, 上市公司大股东及董监高不得通过二级市场减持本公司股份。之后, 2016年1月证监会发布《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》, 2017年5月又修订发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》, 从减持数量、减持方式以及信息披露等方面细化了大股东及董监高的减持行为, 并重点监管大股东的股票减持。虽然这些法律法规的设计初衷在于引导上市公司的股东规范、理性、有序地减持股份, 以形成稳定市场的预期, 维护证券市场交易秩序; 但当公司控股股东由于资金周转、新项目投入、战略调整等原因真正需要现金时, 却很难通过正常减持股份及时获得资金。

2. 地方政府融资对控股股东银行借款的挤出效应

上市公司的控股股东往往是非上市企业(或自然人), 由于我国债券市场还不够发达, 公开发行债券的发行周期太长, 银行借款一直是非上市企业(或自然人)最为重要的资金来源。但是, 政府债务的“挤出效应”会减少银行对个体(如控股股东)的贷款。究其原因, 地方政府的债务融资会导致政府部门与个体之间在资金需求方面形成竞争, 且地方政府拥有绝对竞争优势。一方面, 地方政府融资由政府背书形成隐形担保, 其低风险特征受到银行等金融机构或投资人的青睐, 更容易获得大量优惠贷款; 另一方面, 政府掌控着金融资源的配置, 政府是影响企业生存发展的重要外部因素, 它不仅通过征税、许可审批和监管等手段干预企业运营, 还通过对自然、人力、金融资源的控制影响企业资源配置(La Porta等, 1999; 周黎安, 2007), 从而使企业行为内生于政府行为。因此, 企业个体相较于政府, 在贷款方面处于融资劣势。此外, 我国地域区隔便利了地方政府挤占当地企业个体借款资源。作为转轨中的中国, 政策优惠、贷款担保及地

方行政审批等资源掌控在政府手中(周黎安,2007),同时国内市场处于较为严重的市场分割(陆铭和陈钊,2009;郭玉清等,2016)状态。伴随着财政改革,地方政府由原来的负债开支改变为主动的债务融资(龚强等,2011),地方政府通过土地抵押等方式获得商业银行的大量信贷资金(郭玉清等,2016)。虽然部分国有银行如工农中建等,实现跨越行政区的大区管理模式,但在晋升锦标赛下,地方官员仍然需要这些银行对本地经济发展作出贡献,一旦银行某些做法(如严格质量监督与市场秩序管理)与本地的局部利益相冲突,地方官员仍然可以动用许多地方资源对这些条管部门施加压力(周黎安,2007)。可见,虽然银行借款是个体(如上市公司的控股股东)的重要资金来源,但面对地方政府,个体不得不让位于地方政府的融资需求而受到挤压。

3. 股权质押成为控股股东获取资金的重要担保增信机制

在我国大股东减持的制度性约束和监管趋严的背景之下,由于地方政府融资会挤占银行可供贷款资源,股东从银行贷款的额度减少,根据资金供需曲线,银行就须调整信贷配给策略,提高贷款门槛,甄选客户,降低贷款风险。提高贷款门槛的可能方式有二:一是提高贷款利率水平。事实上,“提高贷款利率水平”方式受到较大限制,原因如下:(1)利率的提高会产生逆向选择和激励效应(Stiglitz和Weiss,1981)。即提高利率会导致逆向选择,因为只有风险较高的借款人才会以更高的利率申请贷款;同样,较高的利息支付会激励借款人选择破产风险较高的投资项目,这样反而会降低银行的贷款回报。(2)现阶段我国利率市场化形成机制尚未真正建立,市场化利率水平在资金定价过程中的影响力偏小(中国人民大学课题组,2020),因此,银行很难采用提高贷款利率水平的方式来减少股东个体的资金需求。二是“增强担保增信机制”,即股权质押,则成为当前我国银行和股东的一项借贷占优策略。原因在于:(1)抵押品可以作为担保增信机制。Bester(1987)研究发现抵押品(collateral,含实物抵押和证券质押)具有使借款人自我选择和激励的作用,银行可以将其作为分离贷款项目风险类型的甄别机制。同时,国内学者结合我国的制度背景,研究指出我国银行特别是那些经营过度审慎且信用审查能力不足的银行,更加偏向于运用抵押品来实行信贷配给(王霄和张捷,2003)。(2)股权质押,作为一项制度创新,受到股东个体和银行的偏爱。股权质押,是出质人将其拥有的公司股权出质给银行等金融机构以获得贷款的一种融资方式。对质权人(银行等)来说,由于质押的股票具有较高的流动性和较强的易变现性,银行能够以较低成本处置质押的股票,较易实现风险管控,因此银行愿意接受股权质押品;对出质人(股东个体)而言,股权质押一方面通过质押股票获取了资金,缓解了融资约束,另一方面,质押获得的资金使用用途不受限制,不需要(或少需要)监管部门审批(Huang和Xue,2016;谢德仁等,2016)。这就使股权质押融资在地方政府融资挤压下备受大股东和金融机构的青睐。

因此,我们预期,地方政府的债务比例越高,对当地个体(如上市公司的控股股东)可供借贷的资源挤占就越严重,该个体从银行等金融机构借款变得更为困难,该地的上市公司的控股股东就更可能通过手中股票进行质押融资,其相应的股权质押的比例就会更高。基于此,本文提出如下研究假说:

H: 上市公司所在的地方政府融资比例越高,该公司控股股东的股权质押比例越高。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文的地方债务数据、GDP数据来自于万得信息技术股份有限公司开发的金融财经数据库(Wind),上市公司的股权质押、财务数据、公司治理数据以及地区年末金融机构各项贷款余

额和公共财政支出等区域数据均来自深圳国泰安信息技术有限公司研发的CSMAR数据库。2018年末,随着股权质押平仓风险加剧,“一行两会”(中国人民银行、中国银保监会、中国证监会)分别颁布相关政策,各地政府和金融机构以纾困基金、专项资管计划等形式开始参与化解上市公司股权质押风险,此后股权质押市场产生了结构性变化。为此,我们最终选取2012—2018年间所有上市公司作为研究对象。同时,剔除了金融类上市公司、B股公司和数据缺失样本,最终得到17 474个公司—年度样本。为了避免极端值对估计结果的偏差,本文对连续变量在首尾1%水平上进行了缩尾处理。

(二) 变量设定

1.被解释变量:股权质押,用来刻画公司控股股东的股权质押行为。参照已有研究(郑国坚等,2014;谢德仁等,2016;王雄元等,2018),我们通过以下两种方式来定义:其一,以控股股东期末股权质押数占其持股数的比例(*PledgeControl*)进行分析;其二,以公司控股股东期末股权质押数占公司股份的比例(*Pledge*)进行分析。

2.解释变量:地方债务负担水平(*CityDebt*),以各地市的城投债的期末余额除以该地市的国内生产总值来量化该地区的债务负担水平。之所以以城投债作为量化基准,是因为1994年分税制改革之后,地方政府因事权大于财权而出现较大财政缺口。1994年《预算法》规定地方政府不能自行发债和直接向银行借款,但可以通过投融资平台向各大商业银行或政策性银行举债。因此,地方政府通过设立城投公司发行城投债来弥补当地财政资金缺口、市政基础设施建设等所需资金,偿债基金也与地方政府相关联。国内外研究也大多以城投债量化地方债务水平(罗荣华和刘劲劲,2016;Liang等,2017;朱莹和王健,2018)。

3.控制变量。参照已有研究并结合本文的研究问题,设置如下控制变量:郑国坚等(2014)研究发现当大股东股权被质押或冻结时,更可能对上市公司进行占款,为此控制了大股东对上市公司的占款(*Occupation*);考虑到我国上市公司的股权集中度较高,还控制了上期末大股东持股比例(*Blockholder*);由于同样盈利情况下,公司股价越高,股权质押获得的质押融资越多,控股股东也越可能去质押,因此控制了公司上期末的市盈率(*PE*);同时,还控制了公司的资产报酬率(*ROA*)、资产规模(*Size*)和债务规模(*Lev*)。为了消除地区固定效应的影响,参照余海跃和康书隆(2020)的研究,控制公司注册地的地区生产总值增长率(*CityGDP*)、金融机构贷款水平(*Loan*)、外商直接投资水平(*FDI*)和地区公共财政支出(*PublicEX*)等区域宏观指标,同时以全国国内生产总值增长率(*GDP*)来控制年度趋势。表1是主要研究变量的释义。

(三) 研究方法

我们引入模型(1),采用非平衡面板数据的固定效应模型检验地方政府融资对控股股东股权质押的影响, γ 代表个体固定效应。主要解释变量(地方政府融资变量,*CityDebt*)是上市公司注册地的城投债规模。之所以以公司注册地为基准,是因为上市公司注册地往往是或者邻近企业核心业务活动区域,是公司与供应商、服务提供商和投资者之间信息交流的中心,公司注册地的地理位置会对公司回报产生特有的重要影响(Pirinsky和Wang,2006)。而上市公司往往是从集团公司剥离或改制而来,为便于业务开展或管理控制,其控股股东常常与上市公司注册地处于同一地区或邻近地区。根据研究假说,预测*CityDebt*变量的系数 α_1 符号为正,即当上市公司注册地地方债务融资规模越大时,上市公司控股股东越可能进行股权质押或股权质押的比例越高。

表1 主要变量定义

变量	定义
<i>PledgeControl</i>	公司控股股东期末股权质押数占其期末所持股份的比例(%)
<i>Pledge</i>	公司控股股东期末股权质押数占公司普通股股份的比例(%)
<i>CityDebt</i>	各地市的城投债的期末余额除以该地区的国内生产总值(GDP)(%)
<i>Occupation</i>	上市公司的第一大股东以及与上市公司受第一大股东控制的其他企业占用上市公司的其他应收款总额占上市公司期末总资产的比重(%)
<i>Blockholder</i>	公司大股东的期末持股比例(%)
<i>PE</i>	市盈率,上市公司期末收盘价/(净利润上年年报值/实收资本本期期末值)
<i>ROA</i>	上市公司息税前利润除以资产的账面价值
<i>NoSOE</i>	哑变量;如果公司终极控制人的产权性质为民营企业,定义为1,否则为0
<i>Size</i>	公司营业收入总额的自然对数
<i>Lev</i>	债务比率,即公司期末的总负债除以总资产
<i>Loan</i>	地区年末金融机构各项贷款余额除以该地区的国内生产总值(GDP)
<i>FDI</i>	地区外商投资企业年底投资总额除以该地区的国内生产总值(GDP)
<i>PublicEX</i>	地区公共财政支出除以该地区的国内生产总值(GDP)
<i>CityGDP</i>	各省份的国内生产总值(GDP)的增长率(%)
<i>GDP</i>	当年的全国国内生产总值(GDP)的增长率(%)

$$\begin{aligned}
 PledgeControl_t/Pledge_t = & a_0 + a_1 CityDebt_{t-1} + a_2 Occupation_{t-1} + a_3 Blockholder_{t-1} + a_4 PE_{t-1} \\
 & + a_5 ROA_{t-1} + a_6 Size_{t-1} + a_7 Lev_{t-1} + a_8 Loan_{t-1} + a_9 FDI_{t-1} \\
 & + a_{10} PublicEX_{t-1} + a_{11} CityGDP_{t-1} + a_{12} GDP_{t-1} + \gamma + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (1)$$

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

各变量的描述性统计见表2。衡量控股股东股权质押程度的变量(*PledgeControl*)的均值为36.966%,说明整个样本中控股股东平均质押了自身持有的近37%的股份;P90分位数为100%,说明部分公司中的控股股东将其全部股份质押了出去。衡量控股股东股权质押程度的另一变量(*Pledge*)的均值为12.619%,表明整个证券市场上近13%的股票因质押而无法转让或交易,市场流动性受到较大影响。衡量地方债的城投债变量(*CityDebt*)的均值为6.299%(以各地上市公司数量为权重的加权平均),表明上市公司注册地所在省份的地方政府融资规模平均占当地GDP的6%以上。图1是全部样本中控股股东的股权质押比例和城投债规模的分年统计分析。可以看出,2012—2018年间股权质押整体上处于逐步增长的趋势,在2017年达到了最高点,即全部样本的平均股权质押比例达到46.7%,2018年股权质押比例和数量虽仍然维持在高位,但略有降低。与此相对应,城投债规模在样本期间也稳步增长(此为各地市城投债规模分年度的地区算术平均值),在2017年达到了峰值(9.0%),2018年虽仍在高位,但有所下降。同时,从图1中也可以观察到地方债与股权质押在变化趋势上的一致性。

(二)基本回归结果

多元回归分析采用面板数据的固定效应模型。表3模型(1)中城投债变量(*CityDebt*)在1%水平上显著为正,表明公司注册地的城投债规模越大,上市公司控股股东股权质押的比例越高。模型(2)是增加大股东占款(*Occupation*)、大股东持股比例(*Blockholder*)、市盈率(*PE*)、公司报酬率(*ROA*)等公司特征变量,增加当地GDP增长率(*CityGDP*)等区域变量和年度趋势效应(全国的GDP增长率)等控制变量的回归结果。*CityDebt*依然显著正相关且系数为0.374,其经济含义为:当地方债每增加10%时,当地公司股权质押的比例就会增加约3.7%,考虑到各地上市公司

表2 主要变量的描述性统计

Stats	N	Mean	Sd	P10	P25	P50	P75	P90
<i>PledgeConrol</i>	17474	36.966	45.014	0.000	0.000	15.942	66.656	100.000
<i>Pledge</i>	17474	12.619	15.424	0.000	0.000	5.612	22.174	36.566
<i>CityDebt</i>	17474	6.299	4.232	1.702	3.182	5.146	8.676	12.619
<i>Occupation</i>	17474	0.055	0.318	0.000	0.000	0.000	0.000	0.019
<i>Blockholder</i>	17474	35.483	14.918	17.370	23.750	33.600	45.430	56.200
<i>PE</i>	17474	81.617	170.309	7.267	20.685	38.289	78.476	178.659
<i>ROA</i>	17474	0.047	0.050	0.007	0.025	0.045	0.071	0.101
<i>NoSOE</i>	17474	0.616	0.486	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>Size</i>	17474	22.025	1.292	20.532	21.093	21.863	22.769	23.754
<i>Lev</i>	17474	0.426	0.219	0.140	0.248	0.412	0.590	0.728
<i>Loan</i>	17474	1.307	0.435	0.809	0.999	1.189	1.692	1.990
<i>FDI</i>	17474	0.492	0.378	0.115	0.177	0.433	0.662	1.179
<i>PublicEX</i>	17474	0.194	0.088	0.126	0.135	0.176	0.228	0.250
<i>CityGDP</i>	17474	8.555	2.004	6.900	7.540	8.000	9.600	11.250
<i>GDP</i>	17474	7.547	0.869	6.800	6.900	7.400	7.900	9.600

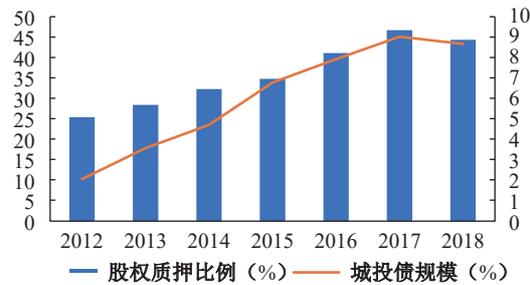


图1 股权质押比例与城投债的分年统计分析

表3 地方政府融资影响上市公司股权质押的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	PledgeConrol	PledgeConrol	Pledge	Pledge
<i>CityDebt</i>	2.508*** (30.70)	0.374*** (2.76)	0.681*** (25.16)	0.162*** (3.56)
<i>Occupation</i>		0.839(1.10)		-0.226(-0.88)
<i>Blockholder</i>		-0.519***(-12.76)		0.094*** (6.89)
<i>PE</i>		0.002*(1.83)		0.001**(2.10)
<i>ROA</i>		-12.683**(-2.21)		-3.096(-1.61)
<i>Size</i>		12.558*** (22.35)		3.892*** (20.65)
<i>Lev</i>		-5.519**(-2.43)		-1.002(-1.32)
<i>Loan</i>		10.492*** (4.36)		3.233*** (4.01)
<i>FDI</i>		2.807(1.47)		1.532** (2.39)
<i>PublicEX</i>		30.511(1.59)		10.560(1.64)
<i>CityGDP</i>		0.010(0.04)		-0.057(-0.75)
<i>GDP</i>		-1.490***(-3.20)		-0.239(-1.53)
<i>Intercept</i>	21.167*** (38.28)	-230.741***(-16.88)	8.330*** (45.46)	-81.678***(-17.82)
公司固定效应	Control	Control	Control	Control
行业固定效应	Control	Control	Control	Control
N	17474	17474	17474	17474
R ² _w	0.063	0.136	0.043	0.096

注：***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著；括号内为计算的t值。下同。

数量众多,质押的股票累加起来,规模就会非常大。市盈率变量(PE)显著为正,表明市盈率越高,同样会计收益下质押获取的融资越多,公司越有动力去质押。表3模型(3)和模型(4)是被解释变量 $Pledge$ 的回归结果, $CityDebt$ 变量在1%水平上依然显著正相关,支持了本文的研究假说。

五、地方政府融资影响股权质押的异质分析及稳健性检验

融资约束是控股股东股权质押的重要影响因素。我们预期,地方债务对控股股东股权质押水平的影响,随控股股东融资约束压力而变化,融资约束压力越大,质押比例也会越高。由于上市公司的控股股东往往是非上市公司,无法获得公开数据来直接计算其融资约束程度,我们通过控股股东的产权性质、所处行业对资金的依赖性、控股股东内部资本市场规模以及控股股东是否获得现金股利分红来分别量化控股股东的融资约束程度,以对地方债影响股权质押的行为进行异质检验。

(一) 产权性质对地方债务影响股权质押的异质检验

相对于国有企业,地方政府债务对民营企业的融资挤占效应更大,民营企业的控股股东受到更大的融资约束,其股权质押水平更高。原因在于:我国国有企业具有天然的政治优势和预算软约束,政府偏袒国有企业并存有父爱效应(谢德仁和陈运森,2009)。银行借款方面,不但银行发放给国有企业更多的贷款和期限较长的贷款(方军雄,2007),而且国有企业能以较少的担保获得银行贷款(沈红波等,2011)。田国强和赵旭霞(2019)研究发现,地方政府债务增加,会加剧金融系统和民营企业的融资困境,从而金融体系效率与地方政府债务形成紧密的循环关联性,并且两者交织合力,导致民企融资难、融资贵。国内研究发现,地方政府债务规模对民营上市公司负债水平的挤出效应更大(汪金祥等,2020)。可见,地方政府债务对民营个体的可借贷资源挤占更大,民营企业更可能为了缓解融资约束而进行股权质押。

我们采用上市公司终极控制人的产权性质来定义控股股东的国有和民营性质并进行分组回归。表4的回归结果显示,当公司控股股东为民营性质时,模型(1)和模型(3)中地方债变量 $CityDebt$ 显著为正,而模型(2)和模型(4)中 $CityDebt$ 变量不再显著,表明地方政府融资导致了民营控股股东股权质押的比例更高。

(二) 行业资金依赖度对地方债务影响股权质押的异质检验

在我国,行业对资金依赖程度体现为地方政府资金投向存在行业差异,这影响不同行业中企业的融资约束程度,从而影响其股权质押水平。原因在于:地方政府资金主要投向市政基础设施和公用事业,绝大部分政府债务资金用于交通运输、科教文卫、市政建设、保障性住房、农林水利和生态建设等基础性项目和公益性项目(陈虹和杨巧,2017)。因此,不同行业的公司受地方债的影响存在较大差异,而以基础设施和公益行业的企业尤为甚之(汪金祥等,2020)。在这些政府资金投向的企业,显然受地方债的挤压较小,融资约束较低,相应的股权质押比例也较小。为此,按照证监会行业分类,本文将以下几类归为基础设施和公益行业:(1)电力、热力、燃气以及水生产和供应业;(2)交通运输、仓储和邮政业;(3)教育;(4)文化、体育和娱乐业;(5)卫生和社会工作;(6)农林牧渔业;(7)水利、环境和公共设施管理业。

控股股东的行业与上市公司所处行业直接相关,并且在行业大类上往往是一致的,因此,我们以上市公司所属行业定义控股股东所在行业,设置敏感行业哑变量($Senindustry$),如果属于上述行业之一,则该哑变量赋值为1,否则为0。同时,依前述分析,地方债对民营企业 and 国有企业的影响存在很大差异,据此,我们按照民营企业 and 国有企业分组并进行回归检验。

表5是行业敏感性对地方政府债务与股权质押之间关系的检验结果。可以看出,模型(1)和模型(3)中,地方政府融资变量与行业敏感性变量的交乘项($CityDebt \times Senindustry$)显著正相关,

表4 产权性质对地方债务影响股权质押的回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	民营	国有	民营	国有
	PledgeControl	PledgeControl	Pledge	Pledge
<i>CityDebt</i>	0.994*** (4.87)	-0.300(-1.32)	0.372*** (5.23)	-0.060(-1.35)
<i>Occupation</i>	1.494(1.25)	-0.287(-0.38)	-0.202(-0.49)	-0.319(-1.33)
<i>Blockholder</i>	-0.449*** (-7.83)	-0.247*** (-3.24)	0.201*** (10.05)	0.004(0.24)
<i>PE</i>	0.003(1.54)	-0.000(-0.15)	0.002** (2.24)	-0.000(-0.34)
<i>ROA</i>	-34.226*** (-4.23)	-4.665(-0.54)	-8.589*** (-3.04)	-3.015(-1.45)
<i>Size</i>	13.884*** (17.44)	4.788*** (2.99)	4.672*** (16.84)	1.162*** (5.11)
<i>Lev</i>	-6.694** (-2.13)	-14.342*** (-2.85)	-1.940* (-1.77)	-2.824*** (-3.12)
<i>Loan</i>	9.712*** (2.62)	9.016* (1.94)	3.711*** (2.87)	1.832** (2.36)
<i>FDI</i>	10.225*** (3.94)	-5.810* (-1.78)	3.763*** (4.16)	-0.803(-1.11)
<i>PublicEX</i>	29.894(1.03)	34.236(1.04)	8.844(0.88)	11.082* (1.76)
<i>CityGDP</i>	0.116(0.32)	-1.162*** (-3.28)	0.028(0.23)	-0.399*** (-5.60)
<i>GDP</i>	-3.083*** (-4.44)	1.450** (2.25)	-0.742*** (-3.06)	0.541*** (3.51)
<i>Intercept</i>	-238.419*** (-12.60)	-91.223*** (-2.59)	-94.450*** (-14.32)	-24.939*** (-4.49)
公司固定效应	Control	Control	Control	Control
行业固定效应	Control	Control	Control	Control
N	10764	6710	10764	6710
R ² _w	0.197	0.037	0.140	0.027

表5 行业资金依赖度的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	民营	国有	民营	国有
	PledgeControl	PledgeControl	Pledge	Pledge
<i>CityDebt</i>	0.941*** (4.57)	-0.142(-0.92)	0.345*** (4.80)	0.006(0.12)
<i>CityDebt×Senindustry</i>	0.980** (1.97)	-0.887*** (-4.03)	0.506*** (2.91)	-0.368*** (-5.63)
<i>Occupation</i>	1.473(1.24)	-0.347(-0.43)	-0.213(-0.51)	-0.344(-1.44)
<i>Blockholder</i>	-0.450*** (-7.83)	-0.251*** (-4.78)	0.201*** (10.04)	0.002(0.15)
<i>PE</i>	0.003(1.55)	-0.000(-0.25)	0.002** (2.26)	-0.000(-0.43)
<i>ROA</i>	-34.315*** (-4.24)	-4.408(-0.63)	-8.635*** (-3.06)	-2.908(-1.40)
<i>Size</i>	13.746*** (17.20)	4.924*** (6.42)	4.600*** (16.52)	1.219*** (5.37)
<i>Lev</i>	-6.737** (-2.14)	-14.753*** (-4.83)	-1.962* (-1.79)	-2.994*** (-3.31)
<i>Loan</i>	10.025*** (2.70)	9.012*** (3.45)	3.873*** (2.99)	1.831** (2.36)
<i>FDI</i>	10.326*** (3.97)	-6.078** (-2.50)	3.815*** (4.21)	-0.914(-1.27)
<i>PublicEX</i>	28.734(0.99)	35.276* (1.66)	8.245(0.82)	11.512* (1.83)
<i>CityGDP</i>	0.133(0.37)	-1.197*** (-4.99)	0.037(0.29)	-0.413*** (-5.81)
<i>GDP</i>	-3.122*** (-4.49)	1.507*** (2.90)	-0.762*** (-3.15)	0.565*** (3.67)
<i>Intercept</i>	-235.490*** (-12.41)	-94.139*** (-5.04)	-92.937*** (-14.05)	-26.148*** (-4.72)
公司固定效应	Control	Control	Control	Control
行业固定效应	Control	Control	Control	Control
N	10764	6710	10764	6710
R ² _w	0.197	0.039	0.141	0.032

表明在这些行业中,民营企业受到地方债务更大程度的挤压。模型(2)和模型(4)是对国有性质公司的回归分析,得到了完全相反的结果,交乘项*CityDebt×Senindustry*显著负相关,表明在国有性质的公司中,敏感性行业的控股股东的质押规模更小。究其原因,可能在于政府投资项目

往往依托国有企业来完成,即地方债务融资的投资项目更多的是通过国有企业来运作,地方债在这些行业对国有企业具有挤入效应。

(三) 内部资本市场对地方债务影响股权质押的分析

内部资本市场与外部市场一样,都发挥着配置资源的作用,并且对处于转型时期的中国而言,内部资本市场更发挥着特有作用。根据优序融资理论,公司存在内源融资、债务融资和股权融资的先后顺序(Myers,1984),内源融资因融资成本最低而排在优先位置,因此,当公司内部产生资金的能力较强时,面临外部融资约束的压力就会较小。参照已有研究(Demirci等,2019; Huang等,2020),本文以控股股东的规模量化内部资本市场配置资源的能力及内源资金的依赖程度。理由在于:规模大的公司能够形成内部资本市场,资金内部产生能力和调配能力更强,具有更大的财务弹性,并能够降低债务和股权融资的转换成本(Demirci等,2019)。因此,投资项目等所需资金受限的可能性更低,其为缓解融资压力而进行股权质押的比例会更低。参照已有文献的研究设计(Demirci等,2019; Huang等,2020),本文以CSMAR数据库中控股股东的注册资本来量化控股股东的规模大小,取控股股东规模的上下1/4分位数划分规模大小组进行分组回归,结果见表6。需要说明的是,当控股股东为自然人或国有机构等组织时,没有注册资本,因此,表6中的样本数量会相应减少。从表6可以看出,规模小的组的CityDebt变量在1%的水平上显著为正,而规模大的组的CityDebt变量不再显著,表明规模小的企业内部资本市场相对较小,提供内源资金的能力较弱,项目融资更依赖外部资金,地方政府债务对企业外源资金的挤占使控股股东更可能通过股权质押进行融资。

表6 控股股东内部资本市场规模的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	规模小	规模大	规模小	规模大
	PledgeControl	PledgeControl	Pledge	Pledge
CityDebt	1.075*** (2.84)	-0.256(-1.18)	0.386*** (2.80)	-0.009(-0.11)
Occupation	6.600*** (2.75)	0.010(0.01)	1.432(1.64)	-0.026(-0.07)
Blockholder	-0.685*** (-5.16)	-0.195** (-2.56)	0.055(1.14)	0.021(0.79)
PE	0.000(0.08)	-0.001(-0.50)	0.000(0.25)	-0.000(-0.40)
ROA	-54.250*** (-3.47)	-0.400(-0.04)	-17.742*** (-3.12)	-1.322(-0.38)
Size	11.962*** (6.80)	5.338*** (5.04)	3.832*** (6.00)	1.606*** (4.30)
Lev	6.220(0.94)	-6.051(-1.39)	1.681(0.70)	-1.366(-0.89)
Loan	11.213* (1.81)	8.965** (2.41)	6.535*** (2.90)	2.829** (2.15)
FDI	12.009** (2.42)	-6.740* (-1.95)	5.586*** (3.10)	-1.073(-0.88)
PublicEX	77.419(1.44)	50.729(1.63)	24.146(1.24)	16.761(1.53)
CityGDP	0.808(1.21)	-0.896*** (-2.68)	0.158(0.65)	-0.498*** (-4.22)
GDP	-1.525(-1.23)	1.047(1.34)	-0.329(-0.73)	0.766*** (2.79)
Intercept	-227.260*** (-5.48)	-113.065*** (-4.31)	-85.971*** (-5.71)	-39.655*** (-4.29)
公司固定效应	Control	Control	Control	Control
行业固定效应	Control	Control	Control	Control
N	2904	2919	2904	2919
R ² _w	0.197	0.040	0.137	0.044

(四) 现金股利分红对地方债务影响股权质押的分析

我们以控股股东能否获得上市公司现金股利分红来量化控股股东的融资约束程度。上市公司的股东依法享有投资的收益权,实现投资收益权的方式包括分红和股权转让。由前述分析

可知,在当前我国监督部门对上市公司大股东减持实施了更多监管约束的情形下,分红就成为控股股东实现投资收益权的重要形式。虽然现金分红不一定能够满足控股股东的全部资金需求,但从上市公司得到分红至少可以减缓控股股东的融资约束程度,减小控股股东因资金所限进行股权质押的可能性或比例。因此,我们以上市公司是否分红作为量化控股股东面临的资金压力,进行分组回归,结果参见表7。从表7可以得出,未分红组的*CityDebt*变量统计上显著为正,而分红组的不再显著且系数更小,表明分红可以缓解上市公司的控股股东的外部融资需求,可以降低股权质押的水平。

表7 控股股东是否获得现金股利分红的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	PledgeControl	PledgeControl	Pledge	Pledge
	未分红	分红	未分红	分红
<i>CityDebt</i>	0.692 ^{**} (2.09)	0.110(0.71)	0.198 [*] (1.95)	0.082(1.52)
<i>Occupation</i>	1.529(1.09)	-0.116(-0.12)	-0.153(-0.35)	-0.320(-0.92)
<i>Blockholder</i>	-0.271 ^{***} (-3.05)	-0.566 ^{***} (-11.47)	0.231 ^{***} (8.45)	0.026(1.50)
<i>PE</i>	-0.001(-0.62)	0.006 ^{***} (2.66)	-0.000(-0.54)	0.001(1.62)
<i>ROA</i>	-10.693(-1.14)	-7.978(-0.78)	-0.191(-0.07)	-9.285 ^{***} (-2.61)
<i>Size</i>	9.806 ^{***} (8.96)	14.942 ^{***} (19.14)	3.010 ^{***} (8.96)	4.215 ^{***} (15.45)
<i>Lev</i>	-26.488 ^{***} (-6.22)	12.991 ^{***} (4.15)	-7.874 ^{***} (-6.02)	5.035 ^{***} (4.60)
<i>Loan</i>	16.182 ^{***} (3.08)	6.171 ^{**} (2.22)	3.270 ^{**} (2.03)	2.644 ^{***} (2.72)
<i>FDI</i>	9.213 [*] (1.67)	1.069(0.53)	3.132 [*] (1.84)	1.321 [*] (1.86)
<i>PublicEX</i>	97.320 ^{**} (2.13)	8.425(0.39)	41.387 ^{***} (2.95)	-3.502(-0.46)
<i>CityGDP</i>	0.204(0.39)	-0.291(-1.12)	-0.002(-0.01)	-0.132(-1.44)
<i>GDP</i>	-1.903 [*] (-1.67)	-0.576(-1.10)	-0.410(-1.18)	-0.043(-0.23)
<i>Intercept</i>	-180.097 ^{***} (-6.29)	-285.148 ^{***} (-15.79)	-66.618 ^{***} (-7.58)	-86.172 ^{***} (-13.65)
公司固定效应	Control	Control	Control	Control
行业固定效应	Control	Control	Control	Control
N	4414	13060	4414	13060
R ² _w	0.120	0.155	0.123	0.096

(五) 稳健性检验^①

1. 工具变量回归。虽然地方政府融资作为宏观外生冲击,与微观层面的企业股权质押存在相对较小的内生性问题,但还是可能存在由于当地企业投资或融资不足,当地政府发行更多的地方债务以刺激或带动本地企业投资,以及维持经济增长的反向因果问题。为此,我们参考余海跃和康书隆(2020)、饶品贵等(2022)的研究,选取公共财政支出中的人均医疗卫生支出(*Healcare*)作为地方政府债务融资的工具变量并进行稳健检验。该工具变量与地方公共财政收支状况相关,进而与地方政府债务相关性较强,同时,该变量作为基础性民生支出,又外生于企业微观层面的股权质押。工具变量第一阶段回归结果*Healcare*的系数在1%的水平上显著为正,表明人均医疗卫生支出越多的城市,地方政府债务规模越大;第二阶段回归结果显示,采用工具变量估计的股权质押变量的系数依然显著为正,与基准结果一致。

2. 不考虑北上广深样本的稳健性分析。北京、上海、广州和深圳(以下简称“北上广深”)聚集了更多的上市公司的注册地。作为一线城市,北上广深在城市发展水平、综合经济实力、辐射带动能力、信息交流能力、国际竞争能力、科技创新能力、交通通达能力等各方面起到了引

^①篇幅所限,稳健性检验结果未列示,备索。

领和辐射作用,在地方债务融资的发行或使用方面,很可能会异于其他省份。为了避免样本的选择性偏误,我们剔除了公司注册地在北上广深的上市公司进行回归分析,主要结果不变。

3. 考虑股灾影响的稳健性分析。我国2015年股灾危机中,股票市场处于非理性状态,数以千计公司异常涨跌或停复牌,公司的股票市场交易行为或投融资行为明显异于其他年份,公司股东在股权质押融资方面也可能异于正常年份。为此,我们剔除2015年的样本进行了回归检验,主要结果依然显著,有力支持了我们的研究假说。

六、研究结论与政策建议

本文实证研究了地方政府融资对公司控股股东实施股权质押的影响。研究发现,地方政府融资平台中城投债的规模越大,控股股东股权质押的比例也越高;民营性质控股股东受地方债务挤压越严重,其股权质押比例也越高。进一步研究发现,控股股东较大的内部资本市场规模或获得的现金股利分红,能够缓解地方政府融资对公司融资的挤压,其股权质押比例较低;并且,地方政府资金投向的行业敏感性也对国有或民营企业的股权质押行为产生了差异性影响。

本文的研究意义可归纳如下:其一,构建全面的地方政府融资监管体系,不仅要关注纳入预算的一般债务和专项债务,还要关注对地方融资平台中城投债的监管,并且随着城投债的集中到期,近年来城投债违约展期事件时有发生,可见,地方政府融资对个体信贷融资的挤压具有长期性。因此,除了严禁新设地方融资平台公司,还须分类推进融资平台公司的市场化转型,化解存量地方政府融资规模,以提高银行信贷资金的配置效率,最终化解企业特别是民营企业的融资难、融资贵的困境。其二,加强地方政府融资监管,须全面评估政府融资带来的负面挤出效应。监管部门不仅要关注地方政府融资带来的企业银行借款成本上升和规模下降的问题,还要关注企业通过股权质押担保带来的融资规模扩张及融资成本增加的问题。由于近年来股市震荡加剧,股权质押被平仓的案例迅速增多,引发系统性金融风险的概率增大,因此,地方政府在成立帮扶基金纾困股权质押时,更应该从源头上避免地方政府融资对企业借贷资源的挤占,从而缓解企业的融资约束,达到标本兼治的实效。

主要参考文献:

- [1] 陈宝东,崔晓雪. 地方政府债务、金融营商环境与实体企业融资约束[J]. *财政科学*, 2022, (1).
- [2] 范小云,方才,何青. 谁在推高企业债务融资成本——兼对政府融资的“资产组合效应”的检验[J]. *财贸经济*, 2017, (1).
- [3] 高然,祝梓翔,陈忱. 地方债与中国经济波动:金融加速器机制的分析[J]. *经济研究*, 2022, (6).
- [4] 龚强,王俊,贾坤. 财政分权视角下的地方政府债务研究:一个综述[J]. *经济研究*, 2011, (7).
- [5] 郭玉清,何杨,李龙. 救助预期、公共池激励与地方政府举债融资的大国治理[J]. *经济研究*, 2016, (3).
- [6] 李双建,田国强. 地方政府债务扩张与银行风险承担:理论模拟与经验证据[J]. *经济研究*, 2022, (5).
- [7] 梁若冰,王群群. 地方债管理体制变革与企业融资困境缓解[J]. *经济研究*, 2021, (4).
- [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?[J]. *经济研究*, 2020, (3).
- [9] 陆铭,陈钊. 分割市场的经济增长——为什么经济开放可能加剧地方保护?[J]. *经济研究*, 2009, (3).
- [10] 马树才,华夏,韩云虹. 地方政府债务如何挤出实体企业信贷融资?——来自中国工业企业的微观证据[J]. *国际金融研究*, 2020, (5).
- [11] 毛捷,郭玉清,曹婧,等. 融资平台债务与环境污染治理[J]. *管理世界*, 2022, (10).
- [12] 牛霖琳,夏红玉,许秀. 中国地方债务的省级风险度量和网络外溢风险[J]. *经济学(季刊)*, 2021, (3).
- [13] 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).
- [14] 田国强,赵旭霞. 金融体系效率与地方政府债务的联动影响——民企融资难融资贵的一个双重分析视

- 角[J]. 经济研究, 2019, (8).
- [15] 汪金祥, 吴世农, 吴育辉. 地方政府债务对企业负债的影响——基于地市级的经验分析[J]. 财经研究, 2020, (1).
- [16] 王霄, 张捷. 银行信贷配给与中小企业贷款——一个内生性抵押品和企业规模的理论模型[J]. 经济研究, 2003, (7).
- [17] 王雄元, 欧阳才越, 史震阳. 股权质押、控制权转移风险与税收规避[J]. 经济研究, 2018, (1).
- [18] 谢德仁, 郑登津, 崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究[J]. 管理世界, 2016, (5).
- [19] 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).
- [20] 徐彦坤. 地方政府债务如何影响企业投融资行为?[J]. 中南财经政法大学学报, 2020, (2).
- [21] 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).
- [22] 郁芸君, 张一林, 陈卓, 等. 缓兵之计? 地方债务展期与隐性违约风险——来自地方融资平台“借新还旧”的经验证据[J]. 经济学(季刊), 2022, (3).
- [23] 郑国坚, 林东杰, 林斌. 大股东股权质押、占款与企业价值[J]. 管理科学学报, 2014, (9).
- [24] 中国人民大学课题组. “十四五”时期中国金融改革发展监管研究[J]. 管理世界, 2020, (7).
- [25] 周黎安. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J]. 经济研究, 2007, (7).
- [26] 朱莹, 王健. 市场约束能够降低地方债风险溢价吗?——来自城投债市场的证据[J]. 金融研究, 2018, (6).
- [27] Bester H. The role of collateral in credit markets with imperfect information[J]. *European Economic Review*, 1987, 31(4): 887–899.
- [28] Demirci I, Huang J, Sialm C. Government debt and corporate leverage: International evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 133(2): 337–356.
- [29] Dou Y, Masulis R W, Zein J. Shareholder wealth consequences of insider pledging of company stock as collateral for personal loans[J]. *The Review of Financial Studies*, 2019, 32(12): 4810–4854.
- [30] Finnerty J E. Insiders and market efficiency[J]. *The Journal of Finance*, 1976, 31(4): 1141–1148.
- [31] Friedman B M. Implications of government deficits for interest rates, equity returns and corporate financing[R]. Working Paper No. 1520, 1984.
- [32] Greenwood R, Hanson S, Stein J C. A gap-filling theory of corporate debt maturity choice[J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(3): 993–1028.
- [33] Huang Y, Pagano M, Panizza U. Local crowding-out in China[J]. *The Journal of Finance*, 2020, 75(6): 2855–2898.
- [34] Huang Z Z, Xue Q M. Re-examination of the effect of ownership structure on financial reporting: Evidence from share pledges in China[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2016, 9(2): 137–152.
- [35] Jiang G H, Lee C M C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1–20.
- [36] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. The quality of government[J]. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 1999, 15(1): 222–279.
- [37] Liang Y S, Shi K, Wang L S, et al. Local government debt and firm leverage: Evidence from China[J]. *Asian Economic Policy Review*, 2017, 12(2): 210–232.
- [38] Myers S C. The capital structure puzzle[J]. *The Journal of Finance*, 1984, 39(3): 574–592.
- [39] Pang C J, Wang Y. Stock pledge, risk of losing control and corporate innovation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 60: 101534.
- [40] Pirinsky C, Wang Q H. Does corporate headquarters location matter for stock returns?[J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(4): 1991–2015.
- [41] Stiglitz J E, Weiss A. Credit rationing in markets with imperfect information[J]. *The American Economic Review*, 1981, 71(3): 393–410.

Local Government Financing and Share Pledge: Evidence from the Municipal Investment Bonds in China

Guo Siyong

(School of Accounting, Shanghai Lixin University of Accounting and Finance, Shanghai 201620, China)

Summary: In recent years, China's local government debt has become prominent and risky, which has been an important factor threatening China's financial stability and economic growth. One of the most prominent negative effects at the micro level is the crowding-out effect on corporate financing. The formation mechanism of China's interest rate liberalization has not been really established, and banks prefer to use collateral for credit rationing. Therefore, the controlling shareholders of listed companies in China will choose share pledge as a financing alternative when facing the crowding out of local government financing.

We investigate the impact of local government financing on controlling shareholders' share pledge decisions using the unbalanced panel data on A-share listed companies from 2012 to 2018. It is found that the larger the scale of local municipal investment bonds, the higher the proportion of local controlling shareholders' share pledge. Since the financing constraint is an important influencing factor of share pledge, this paper further quantifies the degree of financing constraint based on controlling shareholders' property rights, the industry's dependence on funds, the size of controlling shareholders' internal capital market or whether it receives cash dividends. The results show that private controlling shareholders are more severely crowded out by local government financing. When controlling shareholders have a larger internal capital market or receive cash dividends, local debts will mitigate the impact on share pledge. Moreover, the industry sensitivity of local government investment also has a differential impact on the share pledge of state-owned or private companies.

This paper makes the following contributions: First, it studies the crowding-out effect of local government financing from the perspective of share pledge, which expands the research on local debt issues. Second, based on the external macro shock—local government financing, it discusses the hidden motives behind share pledge, which is not only conducive to overcoming the endogenous problems in share pledge research, but also helpful to understand the motivation of share pledge decisions and explain the economic behavior of listed companies. Third, it confirms that local government financing brings higher costs to individual financing, which deepens the understanding of the negative impact of local government financing, and helps government departments comprehensively assess local debt risks and strengthen local government debt governance.

Key words: local government financing; share pledge; crowding-out effect

(责任编辑: 王西民)