

地方政府债务治理的就业效应

李增福¹, 徐晓珠¹, 甘月²

(1. 华南师范大学 经济与管理学院, 广东 广州 510006; 2. 江西财经大学 经济学院, 江西 南昌 330013)

摘要:文章以 2015 年逐步推向全国的地方政府债务管理体制改为一项准自然实验, 考察了地方政府债务治理的就业效应。双重差分估计显示, 地方政府债务治理显著提升了企业的劳动雇佣规模, 起到了吸纳就业的积极作用。作用机制检验表明, 地方政府债务治理能够通过融资缓释机制、资产组合配置优化机制和公共服务提升机制, 增加企业对劳动要素的投入, 进而吸纳更多就业。随后的异质性分析发现, 对于融资需求较大的企业、地方政府隐性债务规模较大地区中的企业、金融发展水平较低地区中的企业, 上述效应更为明显。研究还发现, 地方政府债务管理体制改能够促进企业对生产、技术和财务岗位员工以及本科、高中和其他学历员工的雇佣。文章证实了地方政府债务治理对企业层面的就业有着积极作用, 为深入挖掘地方政府债务治理的成效、解决就业难问题和增进民生福祉提供了重要启示。

关键词: 地方政府债务治理; 就业效应; 融资缓释; 资产配置; 公共服务

中图分类号: F812.5; F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2024)07-0050-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20240620.201

一、引言

党的二十大报告强调, 要实施就业优先战略, 就业是最基本的民生。2023 年《政府工作报告》将“实现新增就业 1 200 万人左右, 城镇调查失业率 5.5% 左右”作为 2023 年的主要预期目标之一, 强调要“强化就业优先政策导向, 把稳就业作为经济运行在合理区间的关键指标”。但受全球经济复苏缓慢、新冠疫情等国内外多重超预期因素的影响, 我国许多企业出现生产经营困境, 经营风险骤升。从企业层面来看, 随着市场产品需求萎缩, 企业生产成本高于预期, 经营利润减少, 部分企业甚至面临破产风险。为降低经营风险, 许多企业选择缩减劳动雇佣规模, 导致其吸纳就业的能力有所下降。

目前, 稳就业是维持社会经济稳定的首要任务, 企业在其中起到了稳定与创造就业的主体作用; 同时, 地方政府债务融资规模会对企业的投融资决策产生影响。因此, 企业的劳动雇佣作为企业的一项投资, 也会受到地方政府债务融资规模的影响(余明桂和王空, 2022)。2008 年“四万亿”政策实施以来, 地方政府性债务融资规模快速扩张, 地方融资平台迅猛发展, 社会杠杆率居高不下, 该政策所产生的负面效应逐渐显现, 降低了地区信贷配置效率, 给企业的经营发展和社会经济发展带来了诸多不利影响(范剑勇和莫家伟, 2014; 毛锐等, 2018; 田国强和赵旭霞,

收稿日期: 2024-03-01

基金项目: 国家社会科学基金项目(19BGL057)

作者简介: 李增福(1968-)(通讯作者), 男, 陕西岐山人, 华南师范大学经济与管理学院教授;

徐晓珠(2001-), 女, 广东揭阳人, 华南师范大学经济与管理学院硕士研究生;

甘月(1996-), 女, 江西吉安人, 江西财经大学经济学院讲师。

2019; 刘贯春等, 2022; 胡玥等, 2022)。根据中华人民共和国财政部发布的数据, 2020 年度全国地方政府债务余额达 256615 亿元。地方政府债务规模扩张对企业融资具有“挤出”效应(张庆君和闵晓莹, 2019; Huang 等, 2020), 加剧了企业“融资难”“融资贵”问题(余海跃和康书隆, 2020)。另外, 地方政府债务规模扩张可以通过房地产投资等渠道加剧企业金融化的程度(孔丹凤和谢国梁, 2021), 进而降低企业经营性投资。

为抑制地方政府债务规模扩张, 保障经济稳定发展和社会民生安定, 2015 年我国开始推行地方政府债务管理改革, 在举债主体和方式、举债规模和偿还责任等内容上做出根本性的转变(梁若冰和王群群, 2021; 李小林等, 2023)。在举债主体和方式层面, 政府及其下属部门成为地方债务的唯一合法举借主体, 严禁融资平台公司新增政府债务, 剥离了融资平台公司的政府融资职能, 地方政府债券直接融资逐渐替代银行贷款间接融资; 在举债规模和偿还责任层面, 对地方政府债务采取限额管理, 明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任。自 2015 年地方政府债务管理体制逐步推行以来, 地方政府债务规模的增长势头有所遏制,^①这将有助于弱化地方政府和企业部门的融资竞争, 促使地方政府的债务资金投向更加合理和规范。

纵观现有文献, 围绕地方政府债务治理影响效果的研究大多集中于探讨其对实体经济发展、创新、监管套利、企业投融资、系统性风险问题等的作用效果(陈菁和李建发, 2015; 熊琛和金昊, 2021; 饶品贵等, 2022; 王博等, 2022; 李小林等, 2023; 张路和陈珏津, 2023), 但有关地方政府债务治理对企业吸纳就业效应的讨论较少。部分文献研究了地方政府债务治理对企业人力资本升级、劳动收入份额的影响(胡玥等, 2022; 熊家财和黄玲, 2024), 而对企业劳动雇佣规模的影响研究甚少。一方面, 我国地方政府债务风险亟待稳妥化解; 另一方面, 我国就业形势严峻。因此, 在此背景下开展地方政府债务治理对企业吸纳就业能力影响的研究具有重要的现实意义。本文旨在探讨以下问题: 地方政府债务治理能否发挥积极的就业促进效应? 地方政府债务治理通过哪些机制提升企业吸纳就业的能力? 对于不同特征的企业、不同地区的企业和不同的劳动雇佣结构, 地方政府债务治理的就业促进效应是否有所不同? 本文希望通过研究以上问题, 深入考察地方政府债务治理对稳就业、保就业和增进民生福祉的作用。

具体而言, 本文主要考察地方政府债务治理的微观经济效应。各地级市在历史遗留债务处理、政府管理水平和经济发展水平等方面的差异(梁若冰和王群群, 2021), 以及债务管理改革在不同地区的落实时间存在先后顺序, 这为本文的研究提供了一个合理的准自然实验(刘贯春等, 2022)。本文以此构建多时点双重差分模型, 考察地方政府债务治理与企业吸纳就业之间的关系和机制。研究发现, 地方政府债务治理显著促进了企业吸纳就业, 在进行了一系列稳健性检验后, 结果未发生实质性改变; 机制分析表明, 地方政府债务治理能够通过企业融资缓释、资产组合配置优化和公共服务提升机制, 促进企业吸纳更多就业; 异质性分析发现, 对于融资需求高的企业、所在地区改革前地方政府隐性债务规模高和金融发展程度低的企业, 地方债改革对企业吸纳就业的促进作用更为明显。研究还发现, 地方政府债务管理体制主要促进了企业对技术、生产和财务人员以及本科、高中学历员工的劳动雇佣, 即起到了积极的稳就业作用。

区别于以往研究, 本文的贡献主要表现为: 第一, 立足于企业吸纳就业效应的视角, 关注地方政府债务治理的微观经济后果。已有研究主要聚焦于地方政府债务融资规模扩张的经济后果, 本文重点探究的是实施地方政府债务治理之后, 政府债务融资规模下降带来的微观经济后果。以往研究主要关注政府债务融资规模扩张对企业债务融资成本、劳动雇佣、创新、地区经济

^① 限于篇幅, 该部分的相关图表未予展示, 可参见本文的工作论文版本。

发展(毛捷和黄春元, 2018; 刘欢等, 2020; 汪金祥等, 2020; 余海跃和康书隆, 2020; 张路等, 2021; 余明桂和王空, 2022)等方面的影响, 少有研究考察地方政府债务治理对企业吸纳就业效应的影响。因此, 本文以 2015 年全国逐步推行的地方政府债务管理体制改组作为准自然实验, 考察地方政府债务管理体制改组对企业吸纳就业的影响。特别需要说明的是, 本文研究发现债务治理对企业劳动雇佣存在“扩张”效应, 这与余明桂和王空(2022)发现的债务融资规模扩大对企业劳动雇佣的“挤出”效应这一结果相呼应, 是对地方政府债务影响就业相关文献的重要补充。

第二, 本文在企业融资缓释、资产组合配置优化机制的基础上, 从公共服务提升的视角为理解地方政府债务治理影响企业劳动雇佣的传导机制提供了新的诠释。前期文献主要从融资约束和企业金融化角度探究地方政府债务融资规模对企业劳动雇佣的影响(余明桂和王空, 2022)。在此基础上, 本文进一步基于公共服务支出这一更为直接的视角, 发现地方政府债务治理有效引导了财政资金向社会保障和就业以及医疗卫生等方面的流动, 这将有助于减轻企业用工招聘、员工技能培训和员工健康等方面的支出压力, 从而促进企业吸纳就业(王科斌等, 2023)。本文从公共服务提升的视角丰富和拓展了地方政府债务治理影响企业劳动雇佣的传导机制。

第三, 本文利用 2015 年全国逐步推行的地方政府管理体制改组作为政策冲击, 这有助于处理内生性问题, 厘清地方政府债务治理与企业劳动雇佣的因果关系。地方债的测度存在不同的统计口径(徐军伟等, 2020; 梁若冰和王群群, 2021), 难以精确度量。2015 年地方政府债务管理体制改组举措出台之后, 改组在各地市的执行时间不一致, 从而为评估地方政府债务治理效果提供了一个合理的准自然实验。相对于前期研究地方政府债务规模经济后果的文献, 本文利用地方政府债务管理体制改组落实的时间差异, 构造多时点双重差分估计, 处理了地方政府债务融资规模与企业劳动雇佣的内生性问题, 能够更好地进行因果识别。

第四, 本文结论具有明确的政策涵义和重要的实践意义。自 2008 年“四万亿”政策实施之后, 地方政府债务规模持续攀升, 加剧了系统性金融风险; 同时, 受全球经济复苏缓慢、新冠疫情等国内外多重因素冲击, 我国就业形势不容乐观, 结构性就业矛盾日渐凸显, “稳就业”目标遭受巨大压力。在此情境下, 如何实现遏制地方政府债务规模扩张所引发的系统性金融风险和提升企业吸纳就业能力以实现“稳就业”的双重目标是当前我国亟须解决的问题。本文结论表明, 地方政府债务管理体制改组后, 地方政府债务融资规模降低, 有助于实现融资缓释、促进企业资产组合配置优化和提升公共服务水平, 从而促进企业吸纳就业, 这对于进一步推进地方政府债务治理以实现“稳就业”政策目标具有重要的实践价值。

二、制度背景、理论分析与研究假说

(一) 制度背景

地方政府债务管理体制的发展是伴随经济改革和社会发展进行的, 我国地方政府债务管理体制发展大致可以分为以下三个阶段(王玉兴等, 2023; 熊家财和黄玲, 2024)。

1994—2008 年为第一阶段。我国于 1994 年实施并持续推进了财政分权体制改革, 以“为增长而竞争”的政治晋升激励和以“财权上收、事权下放”为特点(傅勇和张晏, 2007; 冀云阳等, 2019)的财政激励驱使地方政府进行债务规模扩张。但由于地方事权与财权不匹配, 地方政府易产生资金缺口, 因此这一改革加重了地方政府的财政压力。1995 年实施的《预算法》明确规定地方财政应当收支平衡、不列赤字, 不允许地方政府自行发行债券或者直接向银行借款, 这使得地方政府融资需求更加强烈。为了规避当时政策的限制, 地方政府设立了一系列融资平台, 通过城投债券和银行贷款等渠道进行变相融资(梁若冰和王群群, 2021; 钟宁桦等, 2021)。

2008—2013年为第二阶段。在2008年国际金融危机的冲击下，中央政府实施“四万亿”经济刺激计划，鼓励地方政府筹集资金，以支持基础设施建设项目。尽管地方政府债务有效推动了经济增长和城市建设，但由地方政府债务持续攀升而引发的各种问题日益凸显。“四万亿”经济刺激计划实施后，地方政府融资平台数量激增，对企业的信贷资源产生“挤出”效应，间接抬高了企业的融资成本，加剧了企业“融资难、融资贵”问题（范小云等，2017；Cong等，2019；Huang等，2020；王博和刘娟，2023）。2009年我国先后实施了“代发代还”“代发自还”“自发自还”试点改革，以稳妥处理地方政府债务风险（黄昊等，2023）。

2014年至今为第三阶段。2014年8月，全国人大常委会审议通过了新《预算法》，并在2015年开始实施；同年9月，国务院印发了《关于加强地方政府性债务管理的意见》，对新《预算法》中地方债改革的部分实施细则进行了明确阐述。实施新《预算法》后，严格遵照“开前门，堵后门”的思路开展地方政府债务治理（梁若冰和王群群，2021）。从“开前门”政策来看，其核心举措是要求新增政府显性债务必须合法举借并纳入预算管理，同时规定地方政府只能通过发行债券进行融资，并且发行的政府债券须在限额内，从而规范了地方政府举债的融资机制；从“堵后门”政策来看，其核心举措是明确地方债务举借主体只能是政府及其下属部门，剥离了地方融资平台的政府融资职能，从而避免了地方政府变相举债。这一阶段，新《预算法》开放了地方政府发债融资权，同时对举债主体、举债规模、债务资金用途和债务管理方式等进行了严格规范。至此，通过一系列“开前门，堵后门”的举措，地方政府债券逐渐替代融资平台债务，地方政府债务管理改革步入了一个新时期（毛捷和马光荣，2022）。

（二）理论分析与研究假说

地方政府债务治理对劳动力的供给和需求都会产生较大影响。首先，在地方政府债务治理之前，地方政府主要通过融资平台进行融资，利率较高（刘贯春等，2022）；在地方政府债务治理之后，政府债券逐渐替代融资平台债务，相较于融资平台债务，政府债券实际利率下降（梁琪和郝毅，2019）。一方面，实际利率下降会导致家庭跨期效用下降，在最大化其跨期效用的驱使下，家庭会减少债券持有量，同时增加消费、投资和劳动力供给，以对冲损失（武彦民和竹志奇，2017）；另一方面，利率下降使得企业融资成本降低，融资约束得以缓解，金融资产投资下降，固定资产投资增加，企业对劳动力的需求扩大。其次，地方政府债务治理严格规范政府债务资金的使用和偿还，促使地方政府科学合理安排财政资金，这有助于实现财政资源向社会保障和就业、医疗卫生支出等方面配置。一方面，公共服务的提升有助于吸引劳动力流向该地区（夏怡然和陆铭，2015），增加了劳动力供给；另一方面，社会保障和就业、医疗卫生等公共服务的增加，能够降低企业在用工招聘、技能培训和员工健康等方面的支出压力（王科斌等，2023），增加了企业劳动力需求。因此，从总量效应来看，地方政府债务治理之后，劳动力供给增加，企业劳动力需求扩大，社会整体就业水平得以提升。

本文将基于企业融资缓释、资产配置优化和公共服务提升的视角来分析地方债改革对企业吸纳就业的影响渠道。

1. 融资缓释效应。企业在面临融资约束时会减少劳动要素的投入，进而降低劳动雇佣规模。那么，地方政府债务治理是如何对企业融资约束产生影响，进而影响企业吸纳就业能力的呢？本文将从资金竞争视角和价格竞争视角对这一问题展开论述。

从资金竞争视角来看，地方政府债务治理能够降低地方融资平台对信贷资金的挤占，提升企业信贷资金的可得性（余明桂和王空，2022）。一直以来，政府债务与企业债务间存在资金竞争，且企业处于劣势地位。这是因为融资平台公司具备地方政府的隐性担保，在信贷市场上具

备天然的优势(Liang 等, 2017)。因此, 银行会优先满足政府的融资需求, 降低对企业信贷资金的配置, 这会导致企业流动资金不足以购买更多的劳动力(熊家财和黄玲, 2024)。实施地方债改革之后, 政府及其下属部门成为地方债务的唯一合法举借主体, 地方政府债券逐渐替代融资平台债务, 这有助于削弱地方政府对信贷市场的间接干预, 提升企业的信贷可得性。

从价格竞争视角来看, 地方政府债务治理通过债务置换等措施对企业的融资约束产生影响。债务置换前, 地方政府主要依赖地方融资平台进行举债(余明桂和王空, 2022), 利率较高。在地方政府的“隐性担保”下, 金融机构对地方融资平台的债务风险感知较低, 更加倾向于将信贷资金借给地方融资平台, 从而推高了高风险企业的贷款利率水平。债务置换后, 发行的地方政府债务相较以往的城投债和融资平台债务, 利率更低且期限更长(刘贯春等, 2022)。不难看出, 地方政府债务治理采用债务置换的举措降低了企业的融资成本。

综合资金竞争和价格竞争两个视角可以看出, 地方政府债务治理能够起到融资缓释作用, 通过增加企业的可获取银行信贷规模和降低融资成本, 使得企业能够有充足资金进行劳动雇佣, 最终提升企业吸纳就业的能力。

2. 资产组合配置优化效应。“蓄水池”动机和“投资替代”动机是企业进行资产配置的主要原因(胡奕明等, 2017)。具体而言, 企业会出于“蓄水池”动机和“投资替代”动机进行固定资产投资和金融资产的配置。若企业面临的经营风险或金融投资收益率高于固定资产投资收益率, 则企业倾向于增加金融资产投资, 减少固定资产投资。

从“蓄水池”动机来看, 企业金融化的一个表现是投资金融资产以储备流动性, 并将其作为预防性储蓄(胡奕明等, 2017)。特别地, 当企业面临融资约束时, 为避免资金链断裂带来的经营风险, 企业将投资金融资产作为预防性储蓄(Smith 和 Stulz, 1985; Almeida 等, 2004)。地方政府债务治理具有融资缓释作用, 这将减弱企业为应对融资约束和破产风险而储备更多流动性的动机, 进而降低金融资产投资。根据资产配置理论, 企业将提升固定资产投资。由此可知, 地方政府债务治理有助于减弱企业的“储蓄性”动机, 使得企业更倾向于降低金融资产配置, 而将资金更多地投入到实物资本中。

从“投资替代”动机来看, 企业金融化的一个原因是资本的逐利性(Demir, 2009)。当金融投资收益率高于实体投资收益率时, 企业倾向于增加金融资产投资和降低实体资产投资, 两者间呈替代关系。在地方政府债务治理之前, 地方政府债务规模扩张增加了违约风险溢价, 导致政府债券到期收益率上升, 并通过价格竞争推高了金融产品的收益率。另外, 地方政府面临巨大的偿债压力, 可能会通过增加土地出让来获取偿债资金, 这将会推高土地价格, 进而导致房价上涨, 房地产投资回报率提升(余明桂和王空, 2022)。在地方政府债务治理之后, 债务融资规模的降低有效减弱了价格竞争; 另外, 地方政府在举债时会更加关注债务资金的使用效益, 降低对土地出让金等短期收入的依赖, 从而促进房地产市场健康发展。因此, 地方政府债务治理降低了其他金融产品的收益率和房地产投资的回报率, 最终减弱企业的“逐利性”动机, 促使企业将重心转到生产经营活动上, 从而提升企业的固定资产投资。

综合“蓄水池”动机和“投资替代”动机两个视角可以看出, 地方政府债务治理降低了企业的金融资产投资, 增加了企业的实体资产投资。从“资本与劳动要素”互补的视角来看, 新增的固定资产可能需要雇佣专门劳动力, 从而提升了企业劳动雇佣规模; 另外, 随着生产规模扩大, 企业的劳动力需求也随之增加(崔小勇等, 2023)。由此可见, 地方政府债务治理能够通过资产组合配置优化来扩大企业的劳动雇佣规模。

3. 公共服务提升机制。长期以来, 债务规模的低效率扩张加重了地方政府债务偿还压力,

占用了大量的财政资源,这可能会限制政府在民生事业发展方面的资金投入,降低债务资金的使用效率。在地方政府为经济增长竞争的背景下,财政支出往往偏向于生产性支出,而忽视了社会性支出,导致政府财政支出效率不高(莫龙炯和张小鹿,2023)。

地方债改革对政府债务资金的使用和偿还环节做出了明确规定,并且促进了财政预算公开透明,有助于降低地方政府的重复建设和“面子工程”,提升政府债务资金使用效率(黄昊等,2023)。在债务资金使用和偿还方面,地方政府债务治理严格限定债务资金用途,规定债务资金必须明确到具体项目,并纳入预算管理。并且,地方政府对其发行的债券负有全部偿还责任,政府举债要有严格的偿债计划,这有助于政府合理举债和债务资金使用规范化。在财政透明度方面,地方政府债务治理明确要求政府财政信息公开,促进社会公众和政府的信息互动,增强社会公众对政府财政决策的监督,促使地方政府的资金配置效率提升(储德银和左芯,2019)。

综合以上举措,地方政府债务治理能够规范政府债务资金的使用和偿还,倒逼地方政府科学合理地安排财政资金,优化财政支出结构,实现财政资源向就业和医疗等社会性支出配置。一方面,公共服务的提升有助于吸引劳动力流向该地区(夏怡然和陆铭,2015);另一方面,医疗、就业等公共服务的增加,能够降低企业在用工招聘、技能培训和员工健康等方面的支出压力,进而提升劳动力健康水平,促进劳资匹配,从而提升企业劳动雇佣规模(王科斌等,2023)。

综合以上分析,本文提出以下假设:

假设1:地方政府债务治理能够提升企业劳动雇佣规模。

假设2:地方政府债务治理能够通过融资缓释、资产配置优化、公共服务提升三个机制促进企业的劳动雇佣。

进一步地,地方债改革对企业劳动雇佣的促进作用存在企业层面和地区层面的异质性特征。在企业层面,地方政府债务治理与企业吸纳就业的关系会受到融资需求的影响。由于地方政府债务融资规模的扩张挤出了企业的银行贷款,相较于融资需求低的企业,融资需求越高的企业更加依赖债权融资(余明桂和王空,2022),受地方政府债务治理的影响更大。在地方政府债务治理之后,融资需求高的企业能够获得更多的信贷资源,因此融资需求越高的企业,其就业吸纳能力受地方政府债务治理的影响更为显著。

在地区层面,地方政府债务治理对企业吸纳就业的促进作用在地方政府隐性债务规模和金融发展水平方面存在异质性特征。第一,对于改革前隐性债务规模更大的地区,地方债改革能够释放更多的信贷资源(刘贯春等,2022)。因此,地方政府债务治理之后,在改革前隐性债务规模更大的地区,企业的就业吸纳能力受地方政府债务治理的影响更为显著。第二,相较于金融发展程度高的地区,金融发展程度低的地区的信用制度不够完善,金融市场运营效率低下,企业更难获取信贷资金(余明桂和王空,2022)。地方政府债务治理之后,金融发展程度低的地区的信贷资源配置效率得到改善。因此,在金融发展程度低的地区中,企业的吸纳就业能力受地方政府债务治理的影响更为显著。

综合以上分析,本文提出假设3:在融资需求较高的企业、地方政府隐性债务规模较大的地区和金融发展程度较低的地区中,地方债改革对企业吸纳就业能力的促进作用更强。

三、研究设计

(一)样本与数据

本文以2010—2020年沪深A股上市公司为初始样本,参照已有文献进行了以下处理:(1)剔除金融、房地产和保险类上市公司;(2)剔除ST类上市公司;(3)剔除存在数据缺失的上市公

司。同时，还对所有连续变量都在上下 1% 的水平上进行缩尾(Winsorize)处理。最终得到 20693 个公司一年度观测值。本文采用的公司财务数据来自国泰安数据库(CSMAR)，地区层面数据来自《中国城市统计年鉴》和各地方统计局，地方政府债务体制改革数据从 Wind 金融终端和各地方政府网站整理得到。

(二)模型设定与变量定义

本文以全国各地地方政府先后实施的地方政府债务治理作为外部冲击，参考现有文献(梁若冰和王群群, 2021; 崔小勇等, 2023)的做法，构建如下双重差分模型，以检验地方政府债务治理对企业劳动雇佣规模的影响：

$$\ln Employ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Reform_{it} + \alpha_2 Controls_{it} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， i 和 t 分别代表公司和年份。被解释变量 $\ln Employ$ 表示企业劳动雇佣规模，参考崔小勇等(2023)的做法，用公司年初员工人数和年末员工人数的平均值再取对数来衡量其就业吸纳情况。 $Reform$ 为本文的政策冲击变量，参照梁若冰和王群群(2021)、刘贯春等(2022)的做法，对于所在地级市实施了地方债改革的当年及之后年份， $Reform$ 取值为 1，否则取 0。具体而言，地方政府债务治理的最初推行时间通过整理各地级市政府公开披露债券余额的最初时间进行确定。此外，本文还参考现有文献(梁若冰和王群群, 2021; 毛其淋和王玥清, 2023; 曾艺等, 2023; 李志生等, 2024)的做法，引入如下企业和地区层面的控制变量($Controls$)：公司规模($\ln Sale$)，用营业收入取自然对数衡量；公司年龄(Age)，用当年年份减去上市年份再取自然对数衡量；公司盈利能力(Roe)，用净利润与净资产之比衡量；公司杠杆率(Lev)，用总负债与总资产之比衡量；经营性现金流($Cflow$)，用经营活动产生的现金流净额与总资产之比衡量；流动性($Liqui$)，用流动资产减去流动负债和货币资金后的差值占总资产的比重衡量；企业利润率($Profit$)，用企业的营业利润率衡量；公司员工工资水平($Wage$)，用应付职工薪酬与员工人数之比再取自然对数衡量；经济增长($Pergdp$)，用人均地区生产总值取自然对数衡量；第二产业产值占比($Second$)，用第二产业增加值占地区生产总值的比例衡量；金融发展水平(Fin)，用年末金融机构各项贷款余额占地区生产总值的比例衡量；财政分权($FisdeS$)，用地方财政收入与地方财政支出的比值衡量；财政支出水平(Exp)，用地区财政支出与地区生产总值的比值衡量。同时，本文还在回归中控制了企业固定效应(λ_i)与年份固定效应(μ_t)。

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表 1 汇报了本文主要变量的描述性统计结果。结果显示， $\ln Employ$ 的最大值和最小值分别为 11.113 和 3.932，这表明我国上市公司在劳动雇佣规模方面存在较大差异。 $Reform$ 的均值为 0.471，这说明样本期间大约有 47.1% 的“公司一年度”样本实施了地方债改革；标准差为 0.499，这表明这一变量的变异程度较大，为接下来的实证分析确立了良好基础。

表 1 主要变量描述性统计

变量名	观测个数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$\ln Employ$	20 693	7.694	1.250	3.932	7.629	11.113
$Reform$	20 693	0.471	0.499	0	0	1
$\ln Sale$	20 693	21.463	1.473	17.037	21.330	25.312
Age	20 693	2.158	0.786	0	2.303	3.332

续表 1 主要变量描述性统计

变量名	观测个数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Roe</i>	20 693	0.052	0.161	-1.033	0.067	0.478
<i>Lev</i>	20 693	0.421	0.204	0.057	0.414	0.999
<i>Cflow</i>	20 693	0.049	0.068	-0.203	0.048	0.266
<i>Liqui</i>	20 693	0.029	0.208	-0.734	0.035	0.547
<i>Profit</i>	20 693	0.069	0.219	-1.630	0.071	0.703
<i>Wage</i>	20 693	9.404	1.113	5.323	9.513	12.567
<i>Pergdp</i>	20 693	11.362	0.532	8.869	11.443	12.223
<i>Second</i>	20 693	0.412	0.113	0.159	0.425	0.649
<i>Fin</i>	20 693	1.622	0.649	0.407	1.695	3.418
<i>FisdeS</i>	20 693	0.732	0.207	0.203	0.777	1.098
<i>Exp</i>	20 693	0.160	0.055	0.053	0.146	0.336

(二)基本结果分析

表 2 汇报了地方政府债务治理与企业劳动雇佣规模的基准回归结果。其中,列(1)为单变量回归结果,控制了企业和年份固定效应。回归结果显示,本文核心解释变量 *Reform* 与企业雇佣规模(*lnEmploy*)的回归系数为 0.059,且在 1%的水平上显著,这表明地方政府债务治理对企业雇佣规模具有显著的促进作用。列(2)为全变量回归结果,控制了企业和年份固定效应。回归结果显示,本文政策冲击变量 *Reform* 与企业雇佣规模(*lnEmploy*)的回归系数为 0.045,且在 1%的水平上显著。上述结果表明,地方政府债务治理对企业雇佣规模具有显著的促进作用,支持了本文的假设 1。

(三)稳健性检验^①

1. 平行趋势检验。本文将在式(1)的基础上考察处理组和控制组在地方债改革实施前是否具有平行趋势,以确保得到的回归结果是有效的。本文构建如式(2)所示的计量模型进行平行趋势检验:

$$\ln \text{Employ}_{i,t} = \alpha_0 + \sum_{\gamma=1}^6 \theta_{-\gamma} \text{Reform}_{i,t-\gamma} + \sum_{\gamma=0}^5 \theta_{+\gamma} \text{Reform}_{i,t+\gamma} + \alpha_1 \text{Controls}_{i,t} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $\text{Reform}_{-\gamma}$ 代表公司所在地级市实施地方债改革的前 γ 期, $\text{Reform}_{+\gamma}$ 代表公司所在地级市实施地方债改革的后 γ 期;且当 $\gamma=0$ 时,表示公司所在地级市实施地方债改革当期。特别地,若实施了地方债改革的前 6 期及以上,则 Reform_{t_6} 取值为 1,否则为 0。以 Reform_{t_6} 作为基期进行平行趋势

表 2 地方政府债务治理与企业劳动雇佣规模

	(1)	(2)
	<i>lnEmploy</i>	<i>lnEmploy</i>
<i>Reform</i>	0.059*** (2.583)	0.045*** (2.708)
<i>lnSale</i>		0.546*** (29.471)
<i>Age</i>		0.107*** (5.119)
<i>Roe</i>		-0.074* (-1.881)
<i>Lev</i>		-0.045 (-0.627)
<i>Cflow</i>		-0.251*** (-3.634)
<i>Liqui</i>		-0.332*** (-5.976)
<i>Profit</i>		-0.216*** (-5.823)
<i>Wage</i>		-0.184*** (-13.287)
<i>Pergdp</i>		-0.085** (-2.191)
<i>Second</i>		-0.388** (-2.109)
<i>Fin</i>		-0.054* (-1.732)
<i>FisdeS</i>		-0.085 (-1.143)
<i>Exp</i>		-0.643** (-2.296)
<i>cons</i>	7.666*** (710.295)	-1.105* (-1.762)
<i>Firm</i>	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Adj. R²</i>	0.879	0.934
<i>N</i>	20 693	20 693

注:***、**和* 分别表示在1%、5%和10%水平上显著;括号内为企业层面聚类的稳健标准误对应的*t*值。下同。

① 限于篇幅,该部分结果的相关图表未予展示,可参见本文的工作论文版本。

检验。其余变量定义与式(1)相同。平行趋势检验结果表明,实施地方债改革前, $Reform_{t-5}$ 至 $Reform_{t-1}$ 的系数均不显著,达到了平行趋势假定的要求;实施地方债改革后, $Reform_t$ 至 $Reform_{t+5}$ 的系数均显著为正,这表明地方政府债务治理对企业吸纳就业能力的促进作用在政策当期及之后的多期均有效。

2. 替换被解释变量。为增强回归结果的稳健性,本文改变对企业劳动雇佣规模的衡量方式。本文参考毛其淋和王玥清(2023)的做法,使用公司企业员工人数加上 1 再取对数的衡量方式进行检验。结果显示,在更改雇佣规模的衡量方式之后,本文结果未发生实质性改变。

3. “异质性—稳健”估计量。多时点双重差分模型的一个潜在问题是存在处理效应异质性。针对这一问题,已有文献提供了一系列“异质性—稳健”估计量加以解决。本文参照毛捷和管星华(2022)的做法,采用近期文献(Sun 和 Abraham, 2021)提供的改进方法绘制平行趋势图。具体地,选择与前文平行趋势检验同样的基准期进行绘图。结果表明,在考虑了处理效应异质性之后,本文结果未发生实质性改变。

4. 其他稳健性检验。本文还开展了以下稳健性检验:(1)开展重复 1000 次随机抽样的安慰剂检验。(2)分别采用半径匹配和近邻匹配的方法进行 PSM-DID 检验。(3)排除其他可能性解释。第一,为排除供给侧结构性改革的干扰,本文剔除了煤炭、钢铁、建筑材料等受影响较大的行业后重新进行检验(李小林等, 2023);第二,为排除前期“自发代还”与“自发自还”改革试点的影响,本文在式(1)的基础上加入地区“自发自还”和“自发代还”政策虚拟变量后重新进行检验(刘贯春等, 2022)。(4)添加城市固定效应。(5)对被解释变量 $\ln Employ$ 进行上下 5% 水平的缩尾处理。(6)将聚类方式更换为城市层面。经过上述处理后,检验结果均再次验证了本文研究结论的稳健性。

五、影响机制检验

(一)融资缓释机制

为了检验地方政府债务治理是否有效缓解了企业的融资约束,本文借鉴前期文献的做法,以 FC 指数(陈德球和徐婷, 2023)、应收账款净额与总资产的比值(司登奎等, 2023)、投资—现金流敏感度(陈德球等, 2012)来衡量企业的融资约束,其中投资—现金流敏感度模型中的投资(Inv)为公司投资水平与期初总资产的比值,现金流(CF)为公司经营活动现金流与期初总资产的比值。表 3 列(1)—列(3)给出了融资约束的回归结果。其中,列(1)和列(2)显示, $Reform$ 的影响系数显著为负,这表明地方债治理起到了积极的融资缓释作用;列(3)显示,交互项 $Reform \times CF$ 的系数显著为负,这表明地方债治理降低了公司投资对现金流的敏感度,即地方债治理缓解了融资约束。

表 3 融资缓释机制分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	融资约束			银行贷款	信贷可得性	融资成本
	FC	Con	Inv	$Bank$	$Credit$	$Cost$
$Reform$	-0.011**(-2.262)	-0.006***(-2.802)	0.083**(2.326)	0.008**(2.005)	0.009*(1.876)	-0.009*(-1.762)
$Reform \times CF$			-1.321**(-2.333)			
$cons$	2.613*** (16.536)	-0.276***(-3.842)	-1.058*(-1.742)	-0.602***(-4.737)	0.558*** (3.384)	0.295** (2.067)
$Controls$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Firm/Year$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Adj. R^2$	0.852	0.828	0.401	0.708	0.611	0.253
N	20 276	20 652	16 080	20 693	15 460	19 615

接下来,本文进一步探究地方政府债务治理对企业融资规模和融资成本的影响。在融资规模方面,地方政府债务治理之后,最直接的表现是企业的银行贷款增加。本文采用银行借款占总资产的比例衡量企业融资规模(*Bank*) (梁若冰和王群群, 2021; 丁鑫和杨忠海, 2021)。其中,银行借款采用短期借款、长期借款和一年内到期的非流动负债衡量。另外,本文参照余明桂和王空(2022)的做法,采用企业有息负债与总负债的比值衡量企业信贷可得性(*Credit*)。由表3列(4)和列(5)可知, *Reform* 的系数均显著为正,这表明地方债改革能够增加企业可获取的银行贷款,提升企业信贷可得性。在融资成本方面,本文参照周楷唐等(2017)和张伟华等(2018)的做法,采用企业利息支出、手续费和其他财务费用的总额与长短期负债均值的比值衡量企业融资成本(*Cost*)。由表3列(6)可知, *Reform* 的系数显著为负,这表明地方债治理能够显著降低企业的融资成本。

(二)资产配置优化机制

在金融资产投资方面,本文参考彭俞超等(2018)的做法,用企业持有金融资产规模的自然对数值取一阶差分并乘以100来衡量企业金融资产投资水平 G_F 。具体来说,金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产和长期股权投资。由表4列(1)可知, *Reform* 的影响系数显著为负,这表明地方政府债务治理显著降低了企业金融资产投资。另外,为了检验地方政府债务治理之后企业“储蓄性”和“投资替代”两类金融化动机是否减弱,本文借鉴司登奎等(2023)的做法,采用金融资产持有份额(*Fap*)衡量“储蓄性动机”的金融化,采用金融行业与实体行业收益率之差(*Gap*)衡量“投资替代动机”的金融化。由表4列(2)和列(3)可知, *Reform* 的影响系数均显著为负,这表明地方政府债务治理显著降低了企业“储蓄性”和“投资替代”的金融化动机。

在固定资产投资方面,本文借鉴孔东民和陶云清(2023)的做法,使用购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金之和占期末总资产的比值来衡量公司的投资水平 *Invt*。结果如表4列(4)所示, *Reform* 的系数显著为正,这说明地方政府债务治理增加了企业固定资产投资。进一步地,为了检验资本与劳动要素的互补效应,本文参照崔小勇等(2023)的做法,加入政策冲击变量和企业固定资产投资的交互项进行检验。结果如表4列(5)所示,交互项 $Reform \times Invt$ 的估计系数显著为正,这说明在固定资产投资多的企业中,地方债改革对其吸纳就业的促进作用更大。

表4 资产组合配置优化机制分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	金融资产投资	储蓄性动机	投资替代动机	固定资产投资	
	G_F	Fap	Gap	$Invt$	$\ln Employ$
<i>Reform</i>	-7.133*(-1.820)	-0.011***(-2.601)	-0.055**(-2.061)	0.003**(2.398)	0.024(1.282)
$Reform \times Invt$					0.487**(2.422)
<i>cons</i>	-175.225**(-2.432)	0.490*** (8.190)	-8.238***(-14.523)	0.032(0.708)	-1.058*(-1.694)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Firm/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Adj. R²</i>	0.030	0.668	0.809	0.453	0.934
<i>N</i>	8 514	19 222	18 593	20 676	20 676

(三)公共服务提升机制

为了检验地方政府债务治理是否有效提升了地区公共服务供给,本文参照王科斌等(2023)的做法,用地级市各项财政支出与财政总支出的比值来刻画各类公共服务供给水平,包括社会

保障和就业支出、医疗卫生支出、教育支出、科学支出。检验结果如表 5 所示。由表 5 列(1)和列(2)可知, *Reform* 的系数均显著为正, 这表明地方政府债务治理有效引导了财政资金向社会保障和就业以及医疗卫生等方面流动, 将有助于减轻企业用工招聘、员工技能培训和员工健康等方面的支出压力, 从而促进企业吸纳就业(王科斌等, 2023)。由表 5 列(3)和列(4)可知, *Reform* 的系数为正但不显著, 这表明地方政府债务治理未能有效提升教育支出和科学支出。对此, 需要进一步深化政府间财权、事权和支出责任的匹配, 以提升财政资金配置效率。

表 5 公共服务提升机制分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	社会保障和就业支出	医疗卫生支出	教育支出	科学支出
	<i>Employment</i>	<i>Medical</i>	<i>Education</i>	<i>Science</i>
<i>Reform</i>	0.004*(1.724)	0.004*** (3.659)	0.002(1.077)	0.003(1.232)
<i>cons</i>	0.558*** (6.846)	0.187*** (5.721)	0.235*** (3.400)	0.300*** (3.826)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>City/Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Adj. R²</i>	0.846	0.872	0.827	0.803
<i>N</i>	1 829	1 805	1 933	1 931

六、异质性分析与进一步分析

(一) 异质性分析

1. 融资需求。本文参照余明桂和王空(2022)的做法, 根据企业融资需求的中位数, 将样本分为高融资需求企业和低融资需求企业。由表 6 列(1)和列(2)可知, *Reform* 的回归系数均显著为正, 且高融资需求企业的 *Reform* 系数大于低融资需求企业的 *Reform* 系数, 组间系数差异邹检验(*Chow test*)结果也通过了显著性检验, 这表明两组样本的结果存在显著差异。上述结果表明, 地方债治理的促进就业作用在高融资需求企业中更明显。

表 6 企业和地区层面异质性分析

	融资需求		改革前政府隐性债务规模		金融发展程度	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	高	低	大	小	高	低
<i>Reform</i>	0.064*** (3.045)	0.045** (2.456)	0.069*** (2.658)	-0.026(-1.296)	0.008(0.350)	0.082*** (2.979)
<i>cons</i>	-1.027(-1.371)	-0.582(-0.753)	-1.678* (-1.862)	-0.764(-0.818)	-2.188** (-2.457)	0.178(0.196)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Firm/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Adj. R²</i>	0.921	0.951	0.936	0.933	0.938	0.940
<i>N</i>	12 423	7 530	11 172	9 258	10 330	9 714
<i>Empirical p-value</i>	0.005		0.007		0.001	

2. 改革前地方政府隐性债务规模。本文参照刘贯春等(2022)的做法, 根据改革前三年地方城投债规模占生产总值之比的均值, 将样本划分为债务规模大地区和债务规模小地区。由表 6 列(3)和列(4)可知, *Reform* 仅在改革前政府隐性债务规模大的组别中显著为正, 组间系数差异邹检验(*Chow test*)结果也通过了显著性检验, 这表明两组样本的结果存在显著差异。上述结果表明, 地方债治理的促进就业作用在改革前政府隐性债务规模大的地区中更明显。

3. 金融发展程度。本文借鉴余明桂和王空(2022)的做法,用金融机构贷款与存款之比刻画地区金融发展程度,以其样本中位数为依据,将样本划分为高金融发展程度地区和低金融发展程度地区。由表6列(5)和列(6)可知, *Reform* 仅在金融发展程度低的组别中显著为正,组间系数差异邹检验(*Chow test*)结果也通过了显著性检验,这表明两组样本的结果存在显著差异。上述结果表明,地方债治理的促进就业作用在金融发展程度低的地区中更明显。

(二)基于员工雇佣结构的进一步分析

1. 岗位类型。在员工岗位结构方面,本文将员工分为生产、销售、技术、财务以及其他人员五类(余明桂和王空,2022),然后参照本文因变量处理方法对这五组员工人数进行同等处理,以此来衡量企业中五类员工的就业规模,以探究地方债改革与员工岗位结构之间的关系。另外,本文还参照李逸飞等(2023)的做法,以技术人员的就业规模衡量高技能员工,以剩余技能员工的就业规模衡量低技能员工。表7 Panel A 呈现了基于员工岗位类型的分析结果。由列(1)–列(5)可知, *Reform* 对生产、技术和财务人员的就业规模的影响显著为正,这说明地方债治理显著提高了生产、技术和财务人员的就业规模。由列(6)和列(7)可知, *Reform* 的回归系数均显著为正,这说明地方债治理对高技能和低技能人员的就业规模均有显著提高。

表7 基于员工雇佣结构的进一步分析

Panel A: 员工岗位类型							
	岗位类型					技能结构	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	生产	销售	技术	财务	其他	高技能	低技能
<i>Reform</i>	0.063***(3.307)	0.029(1.277)	0.033*(1.752)	0.034*(2.427)	0.034(1.565)	0.035*(1.864)	0.047***(2.860)
<i>cons</i>	-3.668***(-4.259)	-4.420***(-4.708)	-5.202***(-6.498)	-4.438***(-7.323)	-2.888***(-3.424)	-4.763***(-5.729)	-2.133***(-3.064)
<i>Controls</i>	控制						
<i>Firm/Year</i>	控制						
<i>Adj. R</i> ²	0.938	0.929	0.913	0.941	0.888	0.907	0.941
<i>N</i>	11 364	12 438	12 964	11 937	13 429	13 174	13 477
Panel B: 员工教育水平							
	教育水平					学历结构	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	研究生	本科	专科	高中	其他	高学历	低学历
<i>Reform</i>	0.027(1.113)	0.032*(2.032)	0.023(1.429)	0.041*(1.751)	0.087*(2.028)	0.046*(2.305)	0.043***(2.719)
<i>cons</i>	-6.531***(-7.345)	-4.641***(-6.730)	-3.745***(-5.510)	-0.662(-0.490)	-3.501**(-2.505)	-3.847***(-4.759)	-1.986***(-2.946)
<i>Controls</i>	控制						
<i>Firm/Year</i>	控制						
<i>Adj. R</i> ²	0.937	0.946	0.942	0.939	0.915	0.919	0.941
<i>N</i>	10 596	13 313	12 568	7 463	6 097	14 258	14 776

2. 教育水平。在员工教育水平方面,本文将学历分为研究生、本科、专科、高中和其他五类(余明桂和王空,2022),然后参照本文因变量处理方法对这五组员工人数进行同等处理,以此来衡量企业中五类员工的就业规模,以探究地方债改革与员工教育结构之间的关系。另外,本文参照李逸飞等(2023)的做法,以本科及以上学历的就业规模衡量高学历员工,以剩余学历员工的就业规模衡量低学历员工。表7 Panel B 呈现了基于员工教育水平的分析结果。由列(1)–列(5)可知, *Reform* 对本科、高中和其他学历员工的就业规模的影响显著为正,这说明地方债治理显

著提高了本科、高中和其他学历员工的就业规模。由列(6)和列(7)可知, *Reform* 的回归系数均显著为正, 这说明地方债治理对高学历和低学历人员的就业规模均有显著提高。

综合以上分析, 本文发现地方政府债务治理对生产、技术和财务岗位员工以及本科、高中和其他学历教育水平员工的就业促进作用更显著, 这表明地方政府债务治理起到了稳就业和促就业的积极作用, 有助于缓和社会矛盾, 实现共同富裕。

七、结论与政策建议

本文立足于就业效应视角, 以 2015 年开始推行的地方政府债务治理作为外生政策冲击, 系统考察了地方政府债务治理的微观经济效应及其作用渠道。研究结果显示, 地方政府实施债务治理之后, 企业劳动雇佣规模显著增加。进一步的作用机制检验表明, 地方政府债务治理缓解了企业的融资约束, 优化了企业的资产组合配置, 并提升了地区公共服务供给水平。随后的异质性分析发现, 对于融资需求较大的企业、地方政府隐性债务规模较大地区中的企业、金融发展水平较低地区中的企业, 上述积极效应更显著。研究还发现, 地方政府债务治理主要提升了企业对生产、技术和财务岗位员工以及本科、高中和其他学历员工的劳动雇佣, 起到了稳就业和促就业的积极作用。基于以上结论, 本文提出如下政策建议:

第一, 应持续、深入地推动各地方政府的债务治理, 进一步推进融资平台公司的市场化转型, 逐步建立并完善债务管理体系。研究发现, 实施地方政府债务治理后, 企业劳动雇佣规模得到有效提升, 即提升了企业吸纳就业的能力, 这有助于实现“稳就业”的政策目标。鉴于此, 中央政府应当进一步加强规范地方政府的债务融资行为, 对地方政府债务进行全流程管理, 限定地方政府债务规模, 实现融资渠道的有效监管, 弱化地方政府与微观企业间的融资竞争关系。

第二, 应当健全债务公开制度, 强化对政府债务资金使用效率的监督问责。研究显示, 地方政府债务管理体制变革能够增加公共服务支出, 进而发挥积极的促就业效果。因此, 地方政府应强化资金使用审批, 全方位建立健全地方政府债务公开制度, 加强社会公众对政府的监督和问责机制, 促使地方政府规范合理地使用债务资金, 引导企业增强自身主业经营, 更好地承担起吸纳就业的责任。

第三, 关注地方政府债务治理对不同地区企业吸纳就业的影响, 更有效地发挥好地方政府债务治理的就业效应。研究发现, 地方政府债务治理的促进就业作用因各地区金融发展程度和地方政府债务融资规模的不同而有所差异。在金融发展程度方面, 地方政府应加快推进地区金融发展进程, 强化金融机构监管, 深化金融供给侧结构性改革; 在地方政府债务融资规模方面, 要持续推动债务置换, 防范化解隐性债务规模风险。

第四, 关注地方政府债务治理对不同劳动雇佣结构的就业促进作用, 实施更有针对性的“稳就业”政策。一方面, 企业应当重点关注和改善低收入群体的就业问题, 如开展技能培训、提供求职申请服务等, 以稳步提升低收入群体的就业水平; 另一方面, 企业仍需提升自身竞争力和员工待遇, 以吸纳更多高技术、高学历人才, 促进人力资本升级。

主要参考文献:

- [1]陈德球, 李思飞, 钟响珈. 政府质量、投资与资本配置效率[J]. 世界经济, 2012, (3): 89-110.
- [2]陈德球, 徐婷. 家族二代何以成为企业创新的推动者?——家族传承异质性对企业创新影响研究[J]. 外国经济与管理, 2023, (9): 79-96.
- [3]崔小勇, 蔡响珊, 卢国军. 增值税留抵退税能否促进企业吸纳就业?——来自 2019 年试行留抵退税制度的证据[J]. 管理世界, 2023, (9): 15-38.

- [4]丁鑫,杨忠海. 货币政策紧缩、会计信息可比性与银行借款[J]. 会计研究, 2021, (5): 32-40.
- [5]胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2017, (1): 181-194.
- [6]黄昊,段康,蔡春. 地方债管理体制改革的与实体经济发展[J]. 数量经济技术经济研究, 2023, (2): 48-68.
- [7]孔东民,陶云清. 信息基础设施建设与企业投资——基于“宽带中国”试点政策的准自然实验[J]. 经济科学, 2023, (2): 106-124.
- [8]李小林,董礼媛,司登奎. 地方政府债务治理与实体企业系统性风险[J]. 财经研究, 2023, (8): 49-63.
- [9]李逸飞,李静,楚尔鸣. 地方债管理体制改革的与企业人力资本升级:理论与机制[J]. 金融研究, 2023, (9): 131-149.
- [10]李志生,汪颖栋,金陵. 地方政府债务置换与企业杠杆率分化——兼论优化地方债务结构[J]. 经济研究, 2024, (2): 23-41.
- [11]梁琪,郝毅. 地方政府债务置换与宏观经济风险缓释研究[J]. 经济研究, 2019, (4): 18-32.
- [12]梁若冰,王群群. 地方债管理体制改革的与企业融资困境缓解[J]. 经济研究, 2021, (4): 60-76.
- [13]刘贯春,程飞阳,姚守宇,等. 地方政府债务治理与企业投融资期限错配改善[J]. 管理世界, 2022, (11): 71-85.
- [14]毛捷,管星华. 地方政府纾困政策的效应研究:来自上市公司的证据[J]. 经济研究, 2022, (9): 82-98.
- [15]毛捷,黄春元. 地方债务、区域差异与经济增长——基于中国地级市数据的验证[J]. 金融研究, 2018, (5): 1-19.
- [16]毛其淋,王玥清. ESG的就业效应研究:来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2023, (7): 86-103.
- [17]莫龙炯,张小鹿. 政府预算法治化、财政透明度与地方财政效率——基于新《预算法》实施的证据[J]. 当代财经, 2023, (5): 39-51.
- [18]彭俞超,韩珣,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 中国工业经济, 2018, (1): 137-155.
- [19]司登奎,李小林,孔东民,等. 利率市场化能降低企业营运风险吗?——基于融资约束和企业金融化的双重视角[J]. 金融研究, 2023, (1): 113-130.
- [20]王博,刘娟. 地方政府债务的信贷挤出:超越“平均效应”的新证据[J]. 金融经济研究, 2023, (5): 145-159.
- [21]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): 111-125.
- [22]王科斌,缪小林,侯建翔. 央地联动财政行为与稳就业——基于均衡性转移支付视角[J]. 财政研究, 2023, (11): 95-111.
- [23]夏怡然,陆铭. 城市间的“孟母三迁”——公共服务影响劳动力流向的经验研究[J]. 管理世界, 2015, (10): 78-90.
- [24]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): 37-53.
- [25]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.
- [26]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): 19-29.
- [27]张路,尹志超,王姝勋. 地方政府隐性债务与企业研发——来自中国非金融上市公司的证据[J]. 财经研究, 2021, (4): 94-107.
- [28]周楷唐,麻志明,吴联生. 高管学术经历与公司债务融资成本[J]. 经济研究, 2017, (7): 169-183.
- [29]Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. *Journal of Development Economics*, 2009, 88(2): 314-324.
- [30]Huang Y, Pagano M, Panizza U. Local crowding - out in China[J]. *The Journal of Finance*, 2020, 75(6): 2855-2898.
- [31]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.

The Employment Effect of Local Government Debt Governance

Li Zengfu¹, Xu Xiaozhu¹, Gan Yue²

(1. School of Economics and Management, South China Normal University, Guangzhou 510006, China;

2. School of Economics, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang 330013, China)

Summary: Since the implementation of the “4 trillion yuan” policy, the scale of local government debt has continued to rise, exacerbating systemic financial risks. At the same time, due to multiple factors at home and abroad, the employment situation in China is not optimistic, and structural employment contradictions are becoming increasingly prominent. In order to curb the expansion of local government debt scale, and ensure stable economic development and social stability, China began to launch the reform of local government debt management in 2015. In this context, will local government debt governance play a positive role in promoting employment?

This paper constructs a multi-time DID model based on the debt management system reform implemented by local governments across China in 2015, and examines the relationship and mechanism between local government debt governance and enterprise employment absorption. The study finds that local government debt governance significantly promotes enterprise employment absorption. Mechanism testing shows that local government debt governance can promote the absorption of more employment through the mechanisms of corporate financing slow-release, asset portfolio optimization, and public service improvement. Heterogeneity analysis finds that for enterprises with higher financing needs, a higher implicit debt scale of local governments before the reform, and a lower level of financial development, the promotion effect of the reform on enterprise employment absorption is more prominent. Further research finds that the reform mainly promotes the employment of technical, production, and financial personnel, as well as undergraduate and high-school degree employees.

The academic value of this paper is mainly reflected in three aspects: First, from the perspective of employment effect, it focuses on the microeconomic consequences of local government debt governance. Second, based on the mechanisms of corporate financing slow-release and asset portfolio optimization, it provides a new interpretation of the transmission mechanism of local government debt governance affecting enterprise labor employment from the perspective of public service improvement. Third, it takes the debt management system reform implemented by local governments across China in 2015 as a policy shock, which helps to address endogeneity issues and clarify the causal relationship between local government debt governance and enterprise labor employment. Fourth, it has important practical value for further promoting local government debt governance to achieve the policy goal of “stabilizing employment”.

Key words: local government debt governance; employment effect; financing slow-release; asset allocation; public services

(责任编辑 景行)