

公共投资与城市创业活力：城投债视角

王珊珊, 柏金春, 毛捷

(对外经济贸易大学 国际经济贸易学院, 北京 100029)

摘要: 创业活动是城市经济活力的集中体现,也是实现经济高质量发展的重要驱动力。创业活动既需要市场激励,也离不开公共投资的支持,而地方融资平台公司发行的城投债为研究公共投资与城市创业活跃度的内在联系提供了一个独特且重要的视角。文章利用 269 个地级市 2006—2017 年的面板数据,实证分析了城投债对城市创业活跃度的影响及其作用机制。研究发现,城投债对城市创业活跃度存在显著的正向促进效应。异质性分析发现,城投债对第二产业和第三产业企业、小微企业以及非国有企业的创业活跃度影响更突出。机制分析表明,城投债通过完善城市基础设施体系、提高城市公共服务水平和缓解融资约束等渠道促进了城市创业活跃度的提高。进一步分析表明,城投债对创业活跃度的积极影响主要来自市场化程度较高的地方融资平台公司;市场化程度较低的地方融资平台公司所发行的城投债对城市创业活跃度并无显著影响,甚至会产生一定的负面作用。文章的研究结论有助于深刻认识地方政府公共投资在助力城市建设中如何发挥积极功效,为协同地方融资平台公司加快市场化转型和城市增强创业活力提供了参考。

关键词: 公共投资;城投债;创业活跃度;基础设施;融资约束

中图分类号:F812.7 文献标识码:A 文章编号:1001-9952(2024)07-0065-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20240430.201

一、引言

创业是城市经济高质量发展的重要驱动力(李宏彬等, 2009; Acs 等, 2018; Bosma 等, 2018)。国家“十四五”规划明确指出,优化创新创业创造生态,推进创新创业创造向纵深发展。如何提高城市创业活跃度,成为学术界关注的一个重要问题。由于创业活动具有高风险和不确定性的特征,受外部创业环境的影响较大,如果在有限理性、有限资源和信息不对称的现实环境下仅依靠市场配置资源,那么市场主体的创业激励可能会因市场失灵而减弱。因此,政府应以协调者或促进者的身份推动创业,充分发挥政府的“帮助之手”对提高城市创业活跃度的重要作用(杜运周等, 2020; 白俊红等, 2022),这是有效市场与有为政府相结合的重要体现。长期以来,公共投资是地方政府发挥“帮助之手”的重要手段,在优化创业环境、拉动经济增长中发挥了积极功效(贾俊雪, 2017)。公共投资是研究中国情境下城市创业活跃度不可忽视的重要因素,但有限的预算内资金难以满足公共投资需求。2015 年之前,由于受《预算法》限制,地方政府不能在金融市场直接举债融资,因此设立地方融资平台公司(以下简称融资平台)发行城投债成为地方

收稿日期:2023-10-11

基金项目:国家社会科学基金项目“中国地方政府债务治理研究:理论框架和政策路径”(23VRC045)

作者简介:王珊珊(1988-),女,山东泰安人,对外经济贸易大学国际经济贸易学院博士后;

柏金春(1997-)(通讯作者),男,江苏盐城人,对外经济贸易大学国际经济贸易学院博士研究生;

毛捷(1979-),男,浙江宁波人,对外经济贸易大学国际经济贸易学院教授,博士生导师。

政府弥补公共投资资金缺口的重要手段。地方政府借助城投债大规模投资于基础设施建设和公共服务供给,为提振创业活力和实现长期经济增长构筑了坚实基础(时红秀和王薇,2023)。经过十余年发展,城投债深度参与到城市建设之中。为此,本文从城投债这一独特且重要的视角来分析公共投资对城市创业活跃度的影响。

必须指出,随着各地城投债规模持续增长,其蕴藏的财政金融风险日益突出,因此防范化解地方债务风险成为当前财政工作的重点之一,这也引发了社会各界对偏向于基建领域的公共投资的必要性和合理性的质疑。为规范地方政府举债,地方政府专项债逐渐替代城投债,在基础设施建设和公共服务供给中发挥了重要作用,成为地方政府公共投资的主要政策工具。这表明,地方债务风险的症结在于缺乏规范化和法治化的投融资工具,而不在于公共投资本身的有效性,地方政府以基础设施建设为主的公共投资仍具有必要性和合理性。这要求针对城投债的治理工作不宜采取“一刀切”政策和极端化治理措施,应保持谨慎、适度、合理、制度化的态度,统筹高质量发展和高水平安全,稳步推动融资平台市场化转型以及城投债的规范化和法治化。随着融资平台逐步转型为承担“三城两投”(城市建设、城市运营、城市更新、产业投资、金融投资)等功能的地方国有企业,其融资方式更为市场化,城投债发行既要服务于地方政府的公共投资需求,也要兼顾市场收益,综合考虑项目质量、可行性和未来现金流,以覆盖债务成本,进而高效安全地服务于城市建设。因此,规模较大、存在时间较长的城投债为从有效市场和有为政府相结合的层面深入研究公共投资对创业活跃度的影响提供了不可多得理想视角。本文并不是鼓励各地扩大城投债规模,而是通过研究城投债的创业带动效应,为理解公共投资在城市创业活跃度中的积极作用提供新的经验证据,也为现阶段的地方债务治理和融资平台市场化转型提供政策启示。

本文利用 2006—2017 年 269 个地级市的面板数据,实证分析了城投债对城市创业活跃度的影响及其作用机制。研究发现,城投债对城市创业活跃度具有显著的正向影响,且上述结论比较稳健。异质性分析发现,城投债对第二产业和第三产业企业、小微企业以及非国有企业的创业活动影响更显著。根据异质性分析提供的线索,本文进一步展开机制分析,发现城投债通过完善基础设施体系、提高城市公共服务水平和缓解融资约束三个渠道促进了城市创业活跃度的提高。进一步的拓展性分析发现,对于市场化程度较高的融资平台,发行城投债更有利于城市创业活跃度的提高。

本文的边际贡献主要体现在以下三个方面:第一,已有文献主要从金融环境、人力资本、企业家精神等市场化角度研究了创业活跃度的影响因素,而从公共投资的视角研究城市创业活跃度的文献比较缺乏,本文拓展了中国情境下创业活跃度影响因素的相关研究。第二,本文基于创业情境理论框架,从空间情境和制度情境两个维度,以及基础设施建设、城市公共服务和融资约束三类渠道,系统研究了城投债对城市创业活跃度的作用机制,这有助于理解公共投资促进城市经济高质量发展的内在机理。第三,防范化解地方债务风险,统筹高质量发展与高水平安全是当前财政工作的重点,本文以城投债为视角验证了公共投资在促进城市创业活跃度中的积极作用,为下一阶段实现在发展中化解地方债务风险提供了政策启示。

二、文献评述和研究假说

(一)文献评述

创业是经济增长的主要推动力之一,也是促进技术进步和带动就业的重要途径之一(Michelacci, 2003; Fritsch 和 Mueller, 2008; Haltiwanger 等, 2013)。创业活跃度作为衡量地区创业

积极性的核心指标，一直是学术界关注的焦点。已有文献对创业活跃度的影响因素展开了广泛探讨，金融市场、公共服务体系等宏观因素尤其受到研究者和政府部门的关注。创业活动往往具有资本门槛，地区的融资约束会直接影响创业活动的选择(Evans 和 Jovanovic, 1989; Hoskisson 等, 2000; Lounsbury 和 Glynn, 2001; Bruton 等, 2010; Karaivanov, 2012; 蔡庆丰等, 2017)。由于我国不同地区以及城乡之间的金融发展水平存在差距，融资约束对家庭创业行为的抑制作用在欠发达地区和农村地区更加显著(张龙耀和张海宁, 2013)。部分欠发达地区的非正规金融和依托社会关系网络的民间借贷有效弥补了正规金融发展水平滞后的缺陷(马光荣和杨恩艳, 2011)。相较于融资约束对创业活动的抑制作用，城市便利的基础设施服务体系往往会改善创业环境，提高城市的投资和创业(张光南等 2010; 马光荣等, 2020; 万海远, 2021; 戴芸和王永钦, 2022)。伴随着信息技术的发展，较多研究发现网络基础设施能够赋能创业活动，拓宽创业边界和创业群体范围(赵亚雄和王修华, 2022; 赵佳佳, 2023)。上述文献从融资约束、基础设施建设等视角考察了创业活跃度的影响因素。然而，对我国城市创业活跃度的理解不能只从市场论创业。有效市场与有为政府相结合是中国特色社会主义市场经济的本质特征，地方政府在培育和完善市场的过程中发挥了引导作用，城投债更是地方政府推动城市建设、优化公共服务环境的重要手段和方式，其能否提升城市创业活跃度是从公共投资视角理解创业活跃度影响因素的重要探索，也是对相关创业文献的补充和完善。

(二) 研究假说

基于上述文献梳理可以发现，创业活动往往具有高风险性和不确定性，受外部创业环境的影响较大，这也促使越来越多的学者构建理论框架来研究创业行为的影响因素。Welter(2011)提出了颇具代表性的创业情境分析框架，包含商业情境、社会情境、空间情境和制度情境四个维度。

创业情境分析框架为本文系统地研究公共投资影响创业活动的机制与渠道提供了统一的分析框架和理论依据。首先，商业情境维度以市场因素为主，如市场结构、市场生命周期等，反映了有效市场的资源配置作用；社会情境维度以个人因素为主，如社会网络、家庭特征等，代表个人资源禀赋特征在创业行为决策中的作用；商业情境和社会情境与政府公共投资的联系较弱，无法为机制与渠道的探索提供直接依据。其次，空间情境维度以外部物理环境为主，包括基础设施、公共服务设施等，代表政府公共服务对创业活动的作用，体现了有为政府“看得见的手”对市场的影响。该维度与地方政府公共投资的功效是相契合的。根据城投债发行的募集用途说明，其主要用途包括基础设施建设、棚户区改造、补充运营资本和借新还旧四个方面，实务工作主要是基础设施建设和棚户区改造，其中基础设施建设既包括交通水利等传统基础设施，也包括互联网、5G 等新型基础设施，棚户区改造主要涉及城市公共服务水平的提高。概言之，在空间情境维度内，城投债通过基础设施建设和公共服务供给作用于城市创业活跃度。最后，制度情境维度以外部的制度环境为主，如法律法规、金融环境等。在制度情境中，融资约束问题是国内外文献关注的焦点问题。中国信贷市场分割严重，各地信贷系统相对独立(Huang 等, 2020)。融资约束也是国内学术界探讨公共投资对企业投资挤出效应的重点，两者在现实依据和理论基础上一致的。在融资端，城投债是标准化债务，在交易所和银行间市场发行，面向全国金融市场融资，对本地市场的信贷资源挤占较少。这也意味着，在制度情境维度下城投债通过缓解融资约束来促进创业活动。

结合上述分析，我们基于创业情境分析框架，从空间情境和制度情境两个维度，以及完善基础设施体系、提高公共服务水平和缓解融资约束三类渠道，提炼城投债影响创业活动的机

制,并形成理论框架图(如图 1 所示)。在此基础上,我们结合已有文献,具体分析三个机制的作用机理。

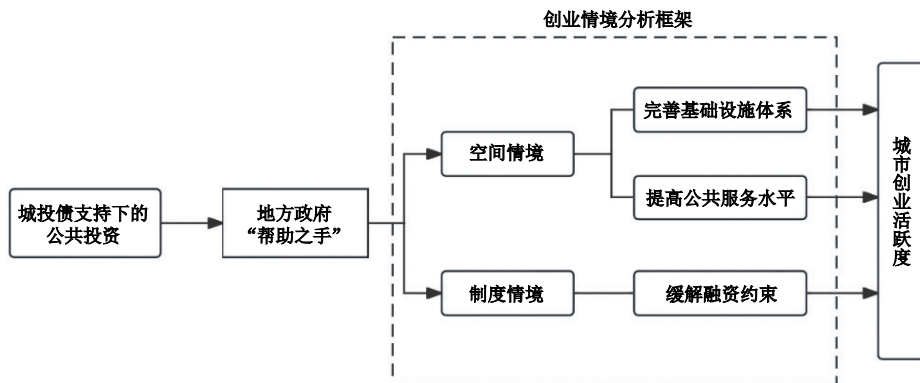


图 1 基于创业情境分析的理论框架图

1. 完善基础设施体系。创业所需的基础设施既包括便于企业生产的交通水利等传统基础设施,也包括高效的网络基础设施(刘刚等, 2021; 杨其静等, 2022)。基础设施是地方政府公共投资的重点领域。一方面,城投债投资于城市交通水利等传统基础设施建设,通过改善城市交通条件、社区公共服务设施等,为创业活动营造良好的营商环境和生活环境,为潜在创业者提供成本竞争优势,从而促进个体创业活动。传统的基础设施建设还可以带动经济活动和产业在城市特定区域聚集,通过专业化劳动力市场共享、行业内专业化分工和行业内知识溢出等提高城市创业的活跃度(张萃, 2018)。另一方面,伴随着信息技术的快速发展,互联网赋予了城市经济发展新动能。“宽带中国”、网络强国战略、“互联网+”行动计划等重大决策相继出台,建设和完善网络基础设施成为推进城市持续高质量发展的重要方向。城投债深度参与城市建设,也是地方政府推动网络基础设施建设的重要抓手。互联网与实体经济的结合打破了传统商业模式下的行业壁垒,降低了创业门槛,也创造了更多的创业机会,进而让更多人可以参与创业活动。

2. 提高城市公共服务水平。除了交通水利、互联网普及等生产性基础设施建设投资,基础教育、医疗卫生等民生性公共服务供给也是公共投资改善城市创业条件的重要途径。其中,城投债投资于棚户区改造更是优化居民生活环境,提高城市服务水平的民心工程,包括对棚户区住房、教育、养老、卫生等公共服务设施的建设和完善。城市服务水平优化可以进一步增强居民的创业能力和创业意愿(宁光杰和段乐乐, 2017; 周颖刚等, 2020)。一方面,劳动力在本地区的居留意愿和创业选择不仅受创业机会、融资成本等外部因素的影响,也会受家庭因素的直接影响,包括子女能否接受义务教育、老年父母能否享受医疗服务等。优质的基础教育资源、便利的医疗卫生服务可以提高劳动力的城市获得感和满意度,进而吸引人才流入,促进创业。另一方面,基本公共服务的可获得性可以降低不确定性,提高城市劳动力的风险承受能力和对未来生活的信心,进而引致更多的创业行为。

3. 缓解融资约束。企业初创期需要启动资金或维持资金,其融资需求能否借助金融市场得到满足直接影响创业活动的进行(Lounsbury 和 Glynn, 2001; Cagetti 和 De Nardi, 2006; Bruton 等, 2010)。我国以银行信贷为主的间接金融市场存在地理分割(蔡庆丰等, 2017),地方政府与各类市场主体在区域内竞争有限的金融资源(Huang 等, 2020),导致创业者在金融资源配置中处于劣势。初创企业往往规模较小,而且其经营状况和创收能力存在较大不确定性,这加剧了金融机构与创业企业间的信息不对称程度,使得金融机构较难准确评估创业企业的信贷风险和创业收益,从而导致创业企业不易获得金融支持。相比之下,融资平台能获得地方政府的资产延伸和风险联

保(徐军伟等, 2020)。在资产端, 融资平台拥有地方政府注入的土地使用权等优质的抵押品资源; 在风险端, 融资平台可以通过行政干预、地方政府信誉担保等手段获取金融机构的信贷资源。这使得融资平台举债会优先得到金融机构支持, 进而挤占区域内信贷资源(刘畅等, 2020), 加剧创业者的融资约束。

然而, 并非所有债务融资支持的公共投资都会抑制社会融资。城投债是标准化债务, 其产生的融资约束效应较小(余海跃和康书隆, 2020), 甚至还可能吸引区域外资金来更好地支持本地创业活动。一方面, 城投债在交易所和银行间市场发行, 面向全国金融市场融资, 对本地市场的信贷资源挤占较少, 具有促进资金跨区域流动的“以债引资”功效(毛捷等, 2022); 另一方面, 城投债具有“信用尺度”效应, 其发行规模反映了当地经济实力和财政状况, 彰显了当地良好的信用条件, 能够成倍拉动社会融资(徐军伟和毛捷, 2021)。因此, 城投债有助于弱化创业者的融资约束。

结合上述分析可知, 在空间情境维度下, 城投债服务于城市基础设施建设和公共服务水平提升, 有助于提振城市创业需求; 在制度情境维度下, 城投债对本地信贷资源挤占较少, 且能发挥引资效应, 有助于缓解本地创业活动的融资约束。基于此, 本文提出以下研究假说:

假说 1: 城投债有助于提升城市创业活跃度。

假说 2: 城投债主要通过完善基础设施体系、提高城市公共服务水平和缓解融资约束三个渠道来提升城市创业活跃度。

三、模型设定和数据说明

(一) 计量模型设定

本文构建如下双向固定效应模型, 以实证检验城投债对城市创业活跃度的影响:

$$Entre_{it} = \alpha + \beta citybond_{it-1} + \gamma X_{it-1} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, 下标 i 为地级市, t 为年份; 被解释变量 $Entre_{it}$ 表示地级市 i 在 t 年的创业活跃度; 核心解释变量 $citybond_{it-1}$ 为地级市 i 在 $t-1$ 年的城投债发行规模; X_{it-1} 表示一系列地级市层面控制变量; μ_i 为城市固定效应; λ_t 为年份固定效应; ε_{it} 为随机扰动项, 使用聚类到城市层面的稳健标准误。将解释变量和控制变量取滞后一期, 主要有如下考虑: 第一, 基准回归中被解释变量和核心解释变量均是地级市层面数据, 融资平台的发债行为可能受到地区创业活动的影响, 将解释变量滞后一期处理可缓解因双向因果导致的内生性问题; 第二, 对变量进行滞后一期处理可以反映城投债以及其他控制变量影响创业活跃度的滞后效应。

(二) 变量设置

1. 被解释变量: 创业活跃度。现有文献对城市创业活跃度的测度方法主要有三种, 即生态学研究法、劳动力市场法和人口法(叶文平等, 2018; 周小虎, 2018; 赵涛等, 2020)。三种方法的核心思想均是对新增企业数量进行标准化处理, 以消除城市规模的影响。其中, 生态学研究法是用新增企业数量与城市企业总数的比值度量创业活跃度, 该方法存在未考虑企业规模、城市企业总数难以获取等缺陷。相较于生态学研究法, 劳动力市场法和人口法分别用劳动力人口和城市总人口数作为基数来标准化新增企业数量, 可有效避免企业规模差异对测度结果的影响。本文参考周小虎(2018)的做法, 采用人口法, 即以每万人中新增企业数量作为创业活跃度的度量指标。^①

2. 解释变量: 城投债发行规模。本文借鉴曹婧等(2019)的做法, 使用融资平台城投债发行

^① 由于 2006—2017 年各地级市 15—64 岁劳动力人口数量难以获取, 因此本文采用人口法度量创业活跃度。

额的对数值(*lncitybond*)以及城投债发行额占 *GDP* 比重(*citybond_rate*)来反映融资平台的城投债发行规模。在具体计算时,考虑到部分地级市在某些年份未发行城投债,存在 0 值,因此使用加 1 后取对数的处理方法。

3. 控制变量。考虑到可能存在随时间变化的城市特征会同时影响创业活跃度和城投债发行规模,本文借鉴白俊红等(2022)、余明桂和王空(2022)的做法,控制了以下变量:(1)经济发展水平(*lnGDP*),用地级市人均实际国内生产总值取自然对数度量;(2)固定资产投资额(*lnasset*),用地级市实际固定资产投资额取自然对数度量;(3)人口密度(*lndensity*),用地级市人口密度取自然对数度量;(4)产业结构(*Industry*),用地级市的第二产业增加值占 *GDP* 的比重度量;(5)财政收入(*lnfiscal_r*),用地级市一般公共预算收入取自然对数度量;(6)就业(*Employment*),用城镇登记失业人口占总人口的比重度量。

(三)数据说明

本文计算创业活跃度时所需的新增企业相关数据来自天眼查网站。本文共收集了 269 个地级市的新增企业数据,样本区间为 2006—2017 年。^①相较于《中国统计年鉴》提供的私营企业数据,天眼查提供的企业数据库与国家工商总局的信息同步更新,包含全部行业和全部规模的企业,数据更全面,时效性更强,在最新的研究中得到了广泛应用(赵涛等, 2020; 白俊红等, 2022)。本文使用的融资平台债务数据来源于 Wind 资讯数据库和徐军伟等(2020)整理的融资平台公司名单。其他变量的数据均来自《中国城市统计年鉴》。所有以货币名义价值统计的变量,均利用居民消费价格指数(以 2006 年为基期)换算为实际价值,以剔除物价因素的影响。为缓解异常值对实证结果的潜在影响,本文对连续变量进行了上下限各 1% 的缩尾处理,并剔除重要变量存在缺失的观测值。表 1 报告了主要变量的描述性统计。

表 1 主要变量的描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Entre</i>	3 228	17.400	20.003	1.799	123.149
<i>lncitybond</i>	3 228	1.296	1.641	0	5.476
<i>citybond_rate</i>	3 228	0.008	0.014	0	0.076
<i>lnGDP</i>	3 228	10.171	0.637	8.752	11.666
<i>lnasset</i>	3 228	6.388	0.966	4.101	8.445
<i>lndensity</i>	3 228	5.714	0.902	2.890	7.138
<i>Industry</i>	3 228	0.493	0.100	0.232	0.784
<i>lnfiscal_r</i>	3 228	4.072	1.070	1.673	6.782
<i>Employment</i>	3 228	0.006	0.004	0.001	0.021

四、实证结果分析

(一)基准结果

表 2 报告了城投债影响创业活跃度的基准回归结果。列(1)和列(3)分别使用城投债发行额和城投债发行额占 *GDP* 比重作为核心解释变量,控制了城市固定效应和时间固定效应,但未加入控制变量,列(2)和列(4)进一步加入了控制变量。结果表明,融资平台扩大城投债发行规

^① 由于 2006 年之前融资平台公开数据有限,因此本文将研究样本起始年份定为 2006 年。2018 年中央政府出台了一系列政策文件,加强了对隐性债务的监管和问责。例如,2018 年 8 月,中央政府发布《中共中央 国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》(中发〔2018〕27 号),形成了系统性的隐性债务问责制度。为避免上述政策变化对实证结果的干扰,本文将研究样本截止年份定为 2017 年。

模能显著提高所在城市的创业活跃度。以列(2)和列(4)的结果为例,城投债发行额(或城投债发行额占GDP比重)每提高1%,所在城市每万人新增企业数量平均增加0.0135家(或0.9928家),结合地级市人口规模(平均为424.72万人),相当于新增企业分别增加5.7家和421.7家,可见城投债提升地级市创业活跃度的幅度不小。

表2 基准回归结果

	Entre			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>lncitybond</i>	1.488*** (0.259)	1.353*** (0.248)		
<i>citybond_rate</i>			104.383*** (32.233)	99.282*** (31.114)
控制变量	未控制	控制	未控制	控制
城市固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	2 959	2 959	2 959	2 959
R^2	0.8501	0.8572	0.8473	0.8551

注:(1)基准回归的样本量为2 959,小于描述性统计样本量,其原因是基准模型中解释变量和控制变量均滞后一期,因而减少了一年的样本;(2)***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,括号中为聚类到地级市的稳健标准误;(3)限于篇幅,控制变量的回归结果未报告,如有需要,可向作者索取。下同。

(二)稳健性检验^①

1. 变换创业活跃度的度量指标。本文重新使用新增企业数量(万家)来度量创业活跃度,估计结果表明,城投债发行额每提高1%,新增企业数量平均增加17.19家,影响幅度大于基准回归结果,可见使用未作标准化处理的指标度量创业活跃度可能会高估实际效果。

2. 考虑融资平台管理制度改革的影响。2014年出台的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)和新《预算法》规范了地方政府举债方式,剥离了融资平台为地方政府融资的职能。相应地,2015年以来,地方政府举债融资模式发生了变化。为避免上述政策对估计结果的干扰,本文将样本区间调整为2006—2014年。实证结果表明,城投债对创业活跃度的影响仍显著为正。

3. 考虑省级层面制度改革的影响。以行政审批为例,这是影响创业活跃度的一个重要制度因素,行政审批的时间、成本及最低实缴资本等会影响创业选择(张龙鹏等,2016)。2014年2月17日,国务院印发了《注册资本登记制度改革方案》(国发〔2014〕7号),这意味着我国开始在省级层面实施工商登记制度改革,公司注册资本由实缴登记制改为认缴登记制,并放宽了其他的登记条件。此外,各省份还持续推进“放管服”改革,优化营商环境,这也有助于创业活动的开展。为此,本文在基准回归模型的基础上进一步加入省份—年份固定效应,以控制省级层面的制度改革对实证结果的影响。回归结果表明,考虑省级层面制度改革之后,基准回归结果保持稳健。

4. 考虑国家创新型城市试点的影响。为全面贯彻落实国家自主创新战略,促进经济发展模式向创新驱动转型,我国自2008年开始开展国家创新型城市试点,而创新型城市试点对城市创业活跃度有显著的正向影响(白俊红等,2022)。为控制上述政策对实证结果的影响,本文在基准回归模型基础上进一步加入国家创新型城市试点虚拟变量和试点实施虚拟变量的交互项。实证结果表明,考虑该项政策试点的影响之后,城投债提升创业活跃度的结论保持稳健。

^① 限于篇幅,图表分析省略。读者若是感兴趣,可向作者索取。

5. 进一步考虑其他可能存在的内生性问题。基准回归模型已经考虑了双向因果导致的内生性问题,也控制了城市固定效应、年份固定效应和其他控制变量,但仍可能遗漏了一些同时影响创业活动和城投债发行规模的因素。为此,本文采用工具变量估计方法进一步控制因遗漏变量导致的内生性问题。城投债的用途主要是为基础设施投资提供资金或用于借新还旧,其中较小一部分资金会用于补充融资平台的营运资金,以满足其日常的经营活动。本文尝试使用城投债中用于补充营运资金的部分(或补充营运资金占 GDP 比重)作为城投债发行额(或城投债发行额占 GDP 比重)的工具变量。首先,补充营运资金是城投债用途的一部分,与城投债发行额高度相关,满足相关性要求;其次,补充营运资金主要用于融资平台的日常经营活动,不参与城市公共投资和项目建设,不会对城市创业活跃度产生直接作用,而且其规模较小,难以对区域融资环境产生影响,满足外生性要求。第一阶段回归结果显示,F 统计量均远大于经验值 10,工具变量满足相关性要求。第二阶段结果也进一步说明,基准回归依旧稳健。

6. 其他检验。本文还通过改变聚类层级、增加控制变量和改变样本区间等多个方式进行稳健性检验。结果均表明,基准结果不受上述因素的影响。

(三)异质性分析^①

1. 行业异质性分析。由于不同行业的创业活动受外部环境的制约程度不同,城投债对城市创业活跃度的促进作用存在行业异质性。相比于第一产业,第二产业和第三产业的创业活动对城市设施环境的要求更高。因而,城投债通过完善城市基础设施、提高公共服务水平,能够有效带动城市工业化和服务化发展,推动产业结构调整升级。为检验上述猜想,本文根据企业所处行业,将城市新成立企业汇总到城市产业层面,并分别检验城投债发行对城市三大产业创业活跃度的影响。结果显示,城投债发行对第二产业和第三产业的创业活跃度有显著的正向影响,并且在第三产业中更加突出,而对第一产业会产生负面影响。这表明城投债带动了创业活动由第一产业向第二产业和第三产业转移,推动了创业活动产业分布的结构性调整。

2. 企业规模异质性分析。小微企业既是反映城市经济发展活力和潜力的基本要素,也是保障城市稳定就业的重要力量。小微企业规模小、自身抗风险能力弱,受外部创业环境的影响较大。因而,相比于大中型企业,城市基础设施的完善和公共服务水平的提高对小微企业的创业活动更具有吸引力。为检验城投债发行对城市创业活跃度的影响是否具有企业规模异质性,本文根据《中华人民共和国市场监督管理总局行业标准》(GS 46-2018),将新设企业注册资本或出资额在 500 万及以下的企业认定为小微企业,并按照企业规模(小微企业和非小微企业),将新成立企业汇总到城市层面进行回归。结果表明,城投债对城市小微企业的创业活跃度具有更加突出的影响。

3. 企业类型异质性分析。国有企业和非国有企业的最大区别在于国有企业的行为并非单纯的“市场行为”(陈金至等,2023)。在市场中,国有企业承担了较多的非市场化职能,包括公共物品供给、社会保障、宏观经济调控等,其产业分布也往往集中于关乎国民经济命脉的行业和领域。因而,相比于非国有企业,国有企业是否进入市场受服务环境、融资约束等因素的影响较小。为检验企业类型的异质性影响,本文根据企业类型(国有企业和非国有企业),将新成立企业汇总到城市层面进行回归。结果表明,城投债对非国有企业的进入具有显著的正向影响。

4. 其他异质性分析。从城市地理角度看,不同城市的区位特征不同,基础设施和公共服务聚集要素资源的能力也不同(白俊红等,2022)。为此,本文还进一步探讨了城市特征对基准回归结果的异质性影响。结果表明,在东部地区的城市、市场规模较大的城市以及中心城市,城投债提升创业活跃度的作用更显著。

^① 限于篇幅,图表分析省略。读者若是感兴趣,可向作者索取。

五、机制分析

（一）完善基础设施建设

为验证“城投债通过完善传统基础设施和新型网络基础设施而对城市创业活跃度产生影响”的作用机制是否存在，本文首先使用城市道路和桥梁长度(千米)、城市供水综合生产能力(万立方米/日)以及城市污水处理能力(万立方米/日)^①的对数值反映城市传统基础设施建设水平。若上述机制存在，则可以观察到城投债显著提高了传统基础设施的建设水平。表3列(1)–列(6)报告了回归结果，其中，列(1)和列(2)以城市道路和桥梁长度(*road*)作为被解释变量，列(3)和列(4)以城市供水综合生产能力(*water_supply*)作为被解释变量，列(5)和列(6)以城市污水处理能力(*wastewater*)作为被解释变量。结果表明，城投债对城市传统基础设施建设具有显著的正向促进效应。

表3 完善基础设施建设的机制分析：传统基础设施

	<i>road</i>		<i>water_supply</i>		<i>wastewater</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>lncitybond</i>	0.011** (0.005)		0.016** (0.006)		0.019*** (0.005)	
<i>citybond_rate</i>		0.676 (0.623)		1.404* (0.839)		0.979** (0.490)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	2 958	2 958	2 958	2 958	2 865	2 865
R^2	0.9694	0.9693	0.9280	0.9279	0.9631	0.9628

其次，为反映网络基础设施建设水平，尤其是互联网的发展与普及，本文参考黄群慧等(2019)、赵涛等(2020)的研究，使用互联网普及率(每百人互联网用户数)、移动互联网用户数(每百人移动电话用户数)和数字金融普惠发展指数^②作为网络基础设施发展水平的代理变量。表4列(1)–列(6)报告了回归结果，其中，列(1)和列(2)以互联网普及率(*Internet*)作为被解释变量，列(3)和列(4)以移动互联网用户数(*telephone*)作为被解释变量，列(5)和列(6)以数字金融普惠发展指数的对数值(*ln_finance*)作为被解释变量。结果表明，城投债显著提高了城市网络基础设施的建设水平。

表4 完善基础设施建设的机制分析：网络基础设施

	<i>Internet</i>		<i>telephone</i>		<i>ln_finance</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>lncitybond</i>	1.939*** (0.426)		0.659*** (0.225)		0.015*** (0.004)	
<i>citybond_rate</i>		113.164*** (40.077)		93.564*** (28.922)		2.047*** (0.424)

① 以上数据均来自《中国城市建设统计年鉴》。

② 数字金融普惠发展指数借鉴北京大学数字金融研究中心发布的中国数字金融普惠发展指数(郭峰等, 2020)。该指标从数字金融服务的覆盖广度、使用深度和数字支持服务三个维度构建地区数字普惠金融指数。若指标数值越大，则地区数字金融服务越发达。

续表 4 完善基础设施建设的机制分析：网络基础设施

	<i>Internet</i>		<i>telephone</i>		<i>ln_finance</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	2 959	2 959	2 959	2 959	1 874	1 874
R^2	0.9522	0.9518	0.7863	0.7875	0.8856	0.8862

注：由于中国数字金融普惠发展指数只有2011年之后的数据，将该指标作为被解释变量会导致样本量较少。

(二)提高城市公共服务水平

根据理论分析，城投债通过优化城市服务环境和提高城市公共服务水平促进创业活动。基础教育和医疗卫生是最具代表性的公共服务供给，若上述机制存在，则应该可以观察到城投债对基础教育和医疗卫生供给水平有显著的正向影响。首先，本文选取城市教育支出(万元)的对数值、每万人小学数量和每万人中学数量作为基础教育供给的代理变量，数据来自《中国城市统计年鉴》。表 5 报告了回归结果，其中，列(1)和列(2)以城市教育支出对数值(*lneducation*)作为被解释变量，列(3)和列(4)以每万人小学数量(*primary*)作为被解释变量，列(5)和列(6)以每万人中学数量(*secondary*)作为被解释变量。结果表明，城投债对城市基础教育供给具有显著的改善作用。

表 5 提高城市公共服务水平：基础教育服务

	<i>lneducation</i>		<i>primary</i>		<i>secondary</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>lncitybond</i>	0.010*** (0.003)		0.083*** (0.012)		0.005*** (0.001)	
<i>citybond_rate</i>		0.990*** (0.318)		6.568*** (1.179)		0.372*** (0.105)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	2 959	2 959	2 959	2 959	2 959	2 959
R^2	0.9781	0.9781	0.8485	0.8464	0.9228	0.9228

其次，本文选取城市每万人医院数量、每万人医院床位数和每万人医生数量作为医疗服务供给的代理变量，数据来自《中国城市统计年鉴》。表 6 报告了回归结果，其中，列(1)和列(2)以每万人医院数量(*hospital*)作为被解释变量，列(3)和列(4)以每万人医院床位数(*hospital_bed*)作为被解释变量，列(5)和列(6)以每万人医生数量(*doctor*)作为被解释变量。结果表明，城投债提高了城市医疗卫生供给。

表 6 提高城市公共服务水平：医疗卫生服务

	<i>hospital</i>		<i>hospital_bed</i>		<i>doctor</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>lncitybond</i>	0.028** (0.012)		0.534*** (0.120)		0.387*** (0.105)	

续表 6 提高城市公共服务水平：医疗卫生服务

	<i>hospital</i>		<i>hospital_bed</i>		<i>doctor</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>citybond_rate</i>		2.714** (1.328)		34.769*** (13.065)		26.910*** (9.479)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	2 959	2 959	2 959	2 959	2 959	2 959
R^2	0.5133	0.5131	0.9329	0.9323	0.8318	0.8311

(三) 缓解融资约束

为了实证检验不同于其他的债务投资,城投债具有缓解创业活动的融资约束效应,本文在模型中加入新增非标准化债务变量,^①对比城投债和非标准化债务对新增企业数量的异质性影响。理论上,城投债在公开市场发行对本地信贷资金挤占较小;同时,城投债的“信用尺度”效应能够成倍拉动社会资本向本地流入(徐军伟和毛捷,2021)。因而,城投债可以缓解企业融资约束效应。不同于城投债,融资平台非标准化债务更加依赖于本地的金融资源。如果上述机制存在,那么可以观察到城投债对创业活跃度具有显著的正向影响,而非标准化债务对创业活跃度的影响不显著。表7报告了回归结果,其中,列(1)和列(2)分别以非标准化债务对数值(*lnfeibiao*)和非标准化债务占GDP比重(*feibiao_rate*)为核心解释变量,列(3)同时加入了城投债发行额对数值和非标准化债务对数值,列(4)同时加入了城投债发行额占GDP比重和非标准化债务占GDP比重。结果表明,非标准化债务对创业活跃度的影响较小且不显著。

表7 融资约束效应的存在性检验:城投债和非标准化债务影响的对比

	<i>Entre</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>lncitybond</i>			1.082*** (0.301)	
<i>citybond_rate</i>				109.027*** (39.610)
<i>lnfeibiao</i>	-0.270 (0.224)		-0.272 (0.221)	
<i>feibiao_rate</i>		12.252 (14.374)		8.640 (14.690)
控制变量	控制	控制	控制	控制
城市固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	2 690	2 690	2 690	2 690
R^2	0.8971	0.8970	0.8982	0.8981

注:非标准化债务为对数值。由于部分地级市某些年份非标准化债务存在0值的情况,本文使用加1后取对数的处理方法。

① 非标准化债务=新增有息债务-新增城投债。

依据上述回归结果提供的证据,本文进一步从企业层面探讨城投债是否能够缓解创业企业的融资约束。考虑到企业数据的可获得性,且创业企业主要是中小企业,本文使用2006—2017年新三板企业作为研究对象,并借鉴鞠晓生等(2013)、方先明和胡丁(2023)的做法,采用SA指数作为企业融资约束的代理指标,若SA指数越大,则企业面临的融资约束越强。新三板企业的基本信息和财务数据来源于国泰安(CSMAR)数据库。为保证数据的准确性,本文对样本进行如下处理:(1)剔除银行、证券等金融类企业;(2)对连续变量进行了上下限各1%的缩尾处理,并剔除重要变量存在缺失的观测值。具体而言,本文构建如下计量模型:

$$SA_{jt} = \alpha + \beta citybond_{it-1} + \gamma X_{it-1} + \delta Controls_{jt-1} + \lambda_t + \mu_j + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,下标 j 为新三板企业,下标 i 为地级市, t 为年份;被解释变量 SA_{jt} 表示地级市 i 的新三板企业 j 在 t 年的SA指数; $Controls_{jt-1}$ 表示一系列企业层面的控制变量,包括企业资产规模对数值、资产负债率、经营活动现金流量净额占总资产比重和清偿比率(所有者权益与总负债比重)等; μ_j 表示企业固定效应。其余变量设定与基准模型(1)一致,此处不再赘述。

回归结果表明,^①城投债对企业的融资约束具有显著的缓解作用,而非标准化债务对企业融资约束的影响不显著,但是回归系数方向与城投债对企业融资约束的回归系数相反,可见非标准化债务会加剧企业的融资约束。

六、拓展分析:考虑融资平台市场化转型

防范化解地方债务风险,推动融资平台市场化转型是纵深推进地方债务治理的一项重点工作。传统的以政府投融资为目标的融资平台完全依靠地方政府的显性财政支持或隐性信用担保,在资本市场享受低成本的融资便利和隐性担保,这导致该类融资平台缺乏成本约束和项目质量评估激励,市场化经营水平低。在具体投融资过程中,项目前期准备不足、市场调研不充分和质量评估不透彻等问题突出,造成公共投资决策具有盲目性和不可持续性。随着融资平台逐步实现市场化转型,以市场化经营为导向的融资平台兼顾政府投资职能和市场收益目标。在融资端,逐步剥离地方政府的隐性担保,在项目收益覆盖成本的市场化原则约束下展开公共投资;在投资端,不断提高市场化和专业化的投资能力,科学制定战略发展目标和投融资计划,根据市场需求合理适度地布局区域的基础设施和公共服务设施,实现有效市场和有为政府相结合,进而更加高效地提高城市创业活跃度。

结合以上分析,城投债对城市创业活跃度的积极作用依赖于融资平台的市场化程度。基于此,本文进一步检验融资平台市场化转型对城市创业活跃度的异质性影响。长期以来,地方政府通过土地注资、行政干预和融资担保等方式增强融资平台信用,降低市场投资者风险预期(徐军伟等,2020),这在资本市场上反映为城投债的信用利差明显低于普通地方国有企业发行债券的信用利差(牛霖琳等,2016;钟宁桦等,2021)。为此,本文使用城投债二级市场利差反映融资平台的市场化程度。本文参考钟宁桦等(2021)的做法,将普通国有企业发行的债券作为参照组,估计债券特征、企业财务特征等信息与债券二级市场利差的相关性,将估计结果代入融资平台的债券特征和基本面信息,估算出城投债市场化定价情况的利差,并将该利差与真实利差相减得到差值。该差值越小,则地方政府的隐性担保越弱,融资平台的市场化程度就越高。在此基础上,本文根据上述方法测算的差值中位数,将融资平台划分为市场化程度高和市场化程度低两组,并分别将两组融资平台的城投债发行额汇总到城市层面,从隐性担保视角检验融资

^① 限于篇幅,图表分析省略。读者若是感兴趣,可向作者索取。

平台市场化转型对城市创业活跃度的异质性影响。表 8 结果显示,对于市场化程度较高的融资平台,城投债发行更有利于促进城市创业活跃度的提高;而对于市场化程度较低的融资平台,城投债发行对城市创业活跃度无显著影响,甚至会产生一定的负面作用。这表明,市场资源配置作用在引导公共投资促进城市提升创业活跃度中具有重要意义,该结论为持续推动融资平台市场化转型提供了启示。

表 8 拓展分析:融资平台市场化程度

	市场化程度高		市场化程度低	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>incitybond</i>	1.935*** (0.302)		0.5160 (0.354)	
<i>citybond_rate</i>		177.118*** (43.7880)		-49.265 (36.875)
控制变量	控制	控制	控制	控制
城市固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	2959	2959	2959	2959
R^2	0.8609	0.8571	0.8536	0.8533

七、结论与政策启示

公共投资是理解中国情境下创业活跃度影响因素的重要视角。城投债能否充分发挥地方政府的“帮助之手”作用而促进创业活动,对提振城市经济发展活力、稳定宏观就业和防范化解债务风险都具有重要的现实意义。本文利用 2006—2017 年全国工商企业注册信息、城市层面城投债发行规模以及其他经济变量的面板数据,实证检验了城投债对城市创业活跃度的影响。研究发现,城投债发行显著提高了城市创业活跃度。企业异质性分析发现,城投债对第二产业和第三产业企业、小微企业以及非国有企业的创业活跃度影响更突出;城市异质性分析表明,在东部地区城市、市场规模更大城市以及中心城市,城投债对创业活跃度的积极作用更加显著。机制分析结果表明,在空间情境和制度情境维度下,完善基础设施体系、提高城市公共服务水平和缓解融资约束三个渠道是城投债影响城市创业活跃度的作用机制。进一步分析表明,对于市场化程度较高的融资平台,城投债发行对城市创业活跃度的影响更加显著;而市场化程度较低的融资平台所发行的城投债对城市创业活跃度并无显著影响,甚至会产生一定的负面作用。

根据上述研究结论,能够得到以下政策启示:第一,充分发挥公共投资在持续提振城市创业活力中的积极作用。2023 年中央经济工作会议指出,要持续有效防范化解重点领域风险,统筹好高质量发展和高水平安全。当前,保障经济稳定发展的关键是稳企业和保就业。本文研究结论证实了城投债对城市创业活跃度的带动效应,并且该效应在私营企业、小微企业、第二产业与第三产业企业中的影响更显著,这意味着公共投资作为地方政府促进经济增长的重要抓手,在我国经济高质量发展的新阶段可以发挥关键的支撑作用。由于创业活动对外部创业环境的要求较高,而城市基础设施建设和公共服务供给又具有负外部性、建设周期长、经营性现金流少等特点,这就要求地方政府通过公共投资合理配置资源,优化城市创业服务环境,推动有效市场和有为政府更好结合,以公共投资带动个体创业。一方面,在优化交通、水利等传统基础设施的同时,加快布局互联网、人工智能和大数据等新型基础设施,构建和完善城市现代化的基础设施体系;另一方面,平衡公共投资在生产性基础设施和民生性公共服务供给间的分配,不断优化

城市的公共服务水平,提高城市居民的获得感和满意度。第二,加快推动融资平台市场化转型,充分发挥市场资源配置在城投债支持公共投资中的作用,通过有效市场和有为政府相结合方式更好地发挥公共投资对城市创业活跃度的提升效应。现阶段,化解地方债务风险是财政工作的重点,本文研究也进一步证实了市场化程度更高的融资平台发行城投债更有利于城市创业活跃度的提高。以上发现并不是要鼓励扩大城投债规模,而在于强调融资平台市场化转型的重要意义。2023年中央经济工作会议指出,要加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造“三大工程”,这意味着随着融资平台转型为专业型的地方国有企业,其在新型城镇化建设、乡村振兴等重点任务上需要继续发挥建设功能。因而,地方政府要加快推动融资平台市场化转型,剥离政府隐性担保,建立健全融资平台规范化和市场化融资机制,在投资端仍然以支持城市建设为主要职能,而在融资端坚持市场化的投融资方式,为公共投资充分激发城市创业活力创造有利条件。

主要参考文献:

- [1]白俊红,张艺璇,卞元超.创新驱动政策是否提升城市创业活跃度——来自国家创新型城市试点政策的经验证据[J].中国工业经济,2022,(6):61-78.
- [2]蔡庆丰,田霖,林志伟.地区融资模式与创业创新——基于空间面板模型的实证发现[J].财贸经济,2017,(7):91-106.
- [3]杜运周,刘秋辰,程建青.什么样的营商环境生态产生城市高创业活跃度?——基于制度组态的分析[J].管理世界,2020,(9):141-154.
- [4]郭峰,王靖一,王芳,等.测度中国数字普惠金融发展:指数编制与空间特征[J].经济学(季刊),2020,(4):1401-1418.
- [5]李宏彬,李杏,姚先国,等.企业家的创业与创新精神对中国经济增长的影响[J].经济研究,2009,(10):99-108.
- [6]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.
- [7]马光荣,杨恩艳.社会网络、非正规金融与创业[J].经济研究,2011,(3):83-94.
- [8]毛捷,徐军伟,江萍,等.以债引资:城投债与资金跨地区流动[J].中国人民大学学报,2022,(6):89-103.
- [9]万海远.城市社区基础设施投资的创业带动作用[J].经济研究,2021,(9):39-55.
- [10]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.
- [11]叶文平,李新春,陈强远.流动人口对城市创业活跃度的影响:机制与证据[J].经济研究,2018,(6):157-170.
- [12]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.
- [13]赵涛,张智,梁上坤.数字经济、创业活跃度与高质量发展——来自中国城市的经验证据[J].管理世界,2020,(10):65-75.
- [14]周小虎.中国创业竞争力发展报告(2018)[M].北京:经济管理出版社,2018.
- [15]Bruton G D, Ahlstrom D, Li H L. Institutional theory and entrepreneurship: Where are we now and where do we need to move in the future?[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2010, 34(3): 421-440.
- [16]Cagetti M, De Nardi M. Entrepreneurship, frictions, and wealth[J]. *Journal of Political Economy*, 2006, 114(5): 835-870.
- [17]Evans D S, Jovanovic B. An estimated model of entrepreneurial choice under liquidity constraints[J]. *Journal of Political Economy*, 1989, 97(4): 808-827.
- [18]Haltiwanger J, Jarmin R S, Miranda J. Who creates jobs? Small versus large versus young[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 2013, 95(2): 347-361.

- [19]Huang Y, Pagano M, Panizza U. Local crowding-out in China[J]. *The Journal of Finance*, 2020, 75(6): 2855–2898.
- [20]Lounsbury M, Glynn M A. Cultural entrepreneurship: Stories, legitimacy, and the acquisition of resources[J]. *Strategic Management Journal*, 2001, 22(6-7): 545–564.
- [21]Michelacci C. Low returns in R&D due to the lack of entrepreneurial skills[J]. *The Economic Journal*, 2003, 113(484): 207–225.
- [22]Welter F. Contextualizing entrepreneurship—conceptual challenges and ways forward[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2011, 35(1): 165–184.

Public Investment and Urban Entrepreneurship Activity: From the Perspective of Municipal Bonds

Wang Shanshan, Bai Jinchun, Mao Jie

*(School of International Trade and Economics, University of International Business and Economics,
Beijing 100029, China)*

Summary: Entrepreneurship activity is a concentrated manifestation of urban economic vitality, and also an important driver for achieving high-quality economic development. Entrepreneurship activity not only needs market incentives, but also relies on the support of public investment. Municipal bonds issued by financing platforms provide a unique and important perspective for studying the intrinsic link between public investment and urban entrepreneurship activity.

This paper empirically examines the impact of municipal bonds on urban entrepreneurship activity using panel data of 269 prefecture-level cities from 2006 to 2017. It is found that municipal bond issuance significantly increases urban entrepreneurship activity. Heterogeneity analysis finds that the impact of municipal bonds on entrepreneurship activity is more prominent among secondary and tertiary sector enterprises, small and micro enterprises, and non-state enterprises. Mechanism testing indicates that improving infrastructure, enhancing the level of urban public services, and alleviating financing constraints are the mechanisms by which municipal bonds affect urban entrepreneurship activity. Further analysis indicates that for financing platforms with a high degree of marketization, municipal bond issuance has a more significant impact on urban entrepreneurship activity.

The contributions of this paper are as follows: (1) There is a lack of literature on the study of urban entrepreneurial activity from the perspective of public investment. This paper expands the research scope of factors affecting entrepreneurship activity in the Chinese context. (2) Based on the theoretical framework of entrepreneurship situations, this paper systematically investigates the mechanism of municipal bonds on urban entrepreneurship activity from the two dimensions of spatial situation and institutional situation, and the three channels of infrastructure construction, urban public services, and financing constraints, which contributes to understanding the inherent mechanism of how public investment promotes high-quality urban economic development. (3) From the perspective of municipal bonds, this paper confirms the positive effect of public investment on promoting urban entrepreneurship activity, providing policy insights for resolving local debt risks in development at this stage.

Key words: public investment; municipal bonds; entrepreneurship activity; infrastructure; financing constraints

(责任编辑 景行)