

地方政府债务与上市公司股价崩盘风险分析

张轶菲

贵州大学经济学院, 贵州 贵阳

收稿日期: 2024年3月24日; 录用日期: 2024年4月12日; 发布日期: 2024年5月31日

摘要

近年来, 地方政府债务问题日益凸显, 成为中国经济发展和结构转型中的一个重要挑战。地方政府债务的加重不仅对地方经济产生影响, 同时对企业的股价表现和 market 价值也有重大影响。文章通过选取2013~2021年地方政府债务数据和A股上市公司作为研究样本, 运用主成分分析法实证分析地方政府债务对企业股价崩盘风险的影响, 并对国有企业和非国有企业在地方政府债务对企业股价崩盘风险影响方面进行异质性分析。研究发现: 1) 地方政府债务的扩张可能加剧辖区内上市公司的股价崩盘风险; 2) 相较于民营企业, 地方债务风险对上市公司的股价崩盘风险的影响在国有企业更加明显。以上结论不仅为地方政府债务的微观经济影响提供了新的视角, 同时也为政府开展高质量债务融资和有效风险管理等领域提供了理论指导和决策启发。

关键词

地方政府债务, 溢出效应, 股价崩盘风险, 空间区位

Analysis of Local Government Debt and the Risk of Stock Price Collapse in Listed Companies

Yifei Zhang

School of Economics, Guizhou University, Guiyang Guizhou

Received: Mar. 24th, 2024; accepted: Apr. 12th, 2024; published: May 31st, 2024

Abstract

In recent years, with the continuous expansion of local debt, local government debt has become an important challenge in China's economic development and structural transformation. The increase in local government debt not only has an impact on the local economy, but also has a significant

impact on the stock price performance and market value of enterprises. The growing burden of local government debt not only affects the local economy but also has a significant impact on the stock performance and market value of enterprises. In light of this, this paper chose local government debt data and A-share listed companies from 2013 to 2021 as research samples, combined with principal component analysis, and explored the impact of local government debt on the stock price crash risk of enterprises. Moreover, it compared the effect of local government debt on the stock price crash risk of enterprises between state-owned and non-state-owned enterprises. It is found that the stock price collapse risk of listed companies within their jurisdiction may be exacerbated by the growth of local government debt, and the effect of local government risk on this risk is more evident in state-owned enterprises than in private enterprises. These conclusions not only provide a new perspective on the microeconomic impact of local government debt but also offer theoretical guidance and decision-making inspiration for the government in the areas of high-quality debt financing and effective risk management.

Keywords

Local Government Debt, Spillover Effect, Risk of Stock Price Collapse, Spatial Location

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着金融危机爆发和经济全球化加速,地方政府为推动地方经济发展,通过大规模借债来进行融资,这在一定程度上加剧金融体系的不稳定性,解决地方政府债务问题成为政府首要任务。在财政分权和分税制政策下,地方政府需要大量借债支持基础设施建设来推动经济发展,但地方债务规模的增长是一把双刃剑,债务增长带来地区经济增长的同时也带来风险,导致地方政府债务负担加重、财政风险增加,甚至威胁地方政府偿债能力。在此背景下,党的十九届五中全会提出“推动有效市场和有为政府更好结合”,要求政府充分发挥职能性,与市场形成辩证统一关系来促进经济发展[1],这种结合关系在中国政府多层次、多地区组织结构的独特视角下,表现为地方政府与企业的紧密联系。那么,地方政府的债务不断增长是否会对企业的股价表现产生影响?这种影响在地理位置不同的企业之间是否存在明显差异?

现有文献从企业创新[2]、企业信贷融资规模[3]、企业投融资期限[4]等不同角度来研究地方债务在微观层面对企业产生的影响,遗憾的是,以上研究都未从企业的股价层面出发探究地方债务的影响。作为系统性风险的重要源头之一[5],实体企业的股价崩盘现象能够直接反映出企业的财务状况和安全程度,更进一步地展示出地方政府在微观层面对企业的安全和发展产生怎样的影响。基于此,本文决定以微观企业的视角为基础,探究地方债务对企业股价崩盘风险的影响,相比以往文献,本文有以下几点边际贡献:第一,通过主成分分析得到多个解释变量之间的信息,进一步揭示地方债务对企业股价的潜在影响机制;第二,不同于大部分文献选择探究企业经济行为与地方债务风险的关系,本文创新性地选择从股价崩盘的角度,拓展了地方债务风险的研究方向;第三,聚焦于企业的股价崩盘风险,为政府监管部门、投资者和企业决策者提供有效的风险预警和风险管理措施,促进金融市场的稳定和可持续发展。

2. 文献综述

一是关于企业股价崩盘风险的相关研究。自 2008 年金融危机发生以来,预防系统性风险的发生和传

染作为有效促进金融市场稳定的“药方”成为政策制定和规划的重点，其中企业股价崩盘风险作为系统性风险规模性传染发展的重要一环，逐渐成为学术界的重要议题。现有文献对于企业股价崩盘风险的研究主要包括两个层面：一是基于公司内部治理机制，例如，黄政和吴国萍(2017) [6]通过理论分析和实证检验发现高质量的内部控制可以通过改善信息披露质量来影响股价崩盘风险，易志高等(2019) [7]基于同伴效应的视角探究企业高管减持对股价崩盘风险的外生影响，苏坤(2020) [8]从多个维度系统研究了董事会异质性对公司股价崩盘风险的影响；二是基于公司外部治理机制，Kim *et al.* (2019) [9]通过横截面研究发现财务报告的真实披露程度与股价崩盘风险有着明显联系，鄢翔和耀友福(2020) [10]从银行利率管制视角探究了银行债权治理对于企业股价崩盘风险的抑制作用，汶海等(2020) [11]从行政审计监管视角拓展了股价崩盘风险领域的研究。

二是关于地方政府债务的相关研究。早期学者对地方债务的研究主要集中于其对经济增长的正向促进作用[12] [13]，伴随着中国地方债务的超规模和低效率增长，中国对地方债务的影响研究正经历着剧烈的变迁，地方政府债务增长带来的风险和负面作用成为这些年来财政研究的重点领域之一，相关研究集中表现在如下两个方面：一是探究地方债务风险对宏观经济的影响，郭步超和王博(2014) [14]研究发现地方政府债务对经济增长的影响存在门槛效应，这两者之间的关系呈现出一个倒 U 型的趋势，吕健(2015) [15]认为地方债务的急剧增长会减少经济中的流动性，不利于地方地区经济的长远发展，匡小平和蔡芳宏(2014) [16]通过实证分析得出地方债务的不断扩张会扭曲资源配置，甚至引发系统性风险，在此基础上，毛锐等(2018) [17]研究发现地方债的增加对系统性金融风险的传导机制和影响；二是从微观层面出发研究地方债务风险对企业决策行为的影响，饶品贵等(2022) [18]研究发现地方债务的增加显著加剧了企业杠杆操作程度，余海跃和康书隆(2020) [19]研究发现随着地方债务的急剧扩张，企业的融资成本也随之升高，对企业投资产生挤出效应，田国强和赵旭霞(2019) [20]研究公共债务的扩张长期来看会造成资源错配从而加剧企业的融资困境。

三是关于地方政府债务的经济影响研究。新冠疫情爆发以来，财政政策的不断刺激使得全球政府债务水平呈爆发式增长，地方政府债务带来的风险作为系统性金融风险的重要触发因素，已经成为中央以及地方政府迫切关注的重大问题，关于地方政府债务的经济后果多在企业微观行为中被广泛讨论，地方政府债务的急剧扩张不仅能够抢占地方企业的金融资源，加剧企业的融资成本，影响企业的短期生存和发展[2] [21] [22]，同时能够积累大量债务风险，弱化企业的风险承担能力，影响企业的长期成长和转型[23] [24] [25]。综上所述，现有文献对于地方债务风险和股价崩盘风险的研究都比较充分，却少有文献将两者联立分析来探讨地方债务风险在微观层面的经济影响，地方政府债务的经济影响对于微观企业的影响研究也只是停留在企业主体行为决策方面，而在中国式财政分权体制下，地方政府债务引发的风险问题更应得到关注，基于此，本文决定通过主成分分析来探讨地方政府债务对企业股价崩盘风险影响，既填补了这一领域的相对空白，又能够为政府决策提供一定的政策启示和理论支持。

3. 理论分析与研究假设

地方政府债务规模的快速扩张会虽然短期内会增长市场需求，但长期来看会对企业的股价崩盘风险造成较大影响，对经济前景带来负面影响[2]。一方面，地方政府为传递积极的投资信号可能会限制辖区内上市公司负面消息的披露，负面消息的积累会加剧企业股价崩盘风险[26]；另一方面，地方政府主要依靠地方政府信用担保融资，确保能够取得信贷资源，但超规模的地方政府债务增长可能挤占企业原有的金融资源，削弱企业投融资能力，加剧企业的股价崩盘风险。这一问题在中国地方债务主要通过银行体系贷款实现的情况下尤为突出，导致政府债务无序扩张，加重地方政府负担和隐性债务风险，同时不可避免地影响到地方政府辖区内企业，引发投资者对市场的不确定性和担忧情绪，影响金融机构对地方政

府和相关企业的风险评估,增加企业的股价崩盘风险。

基于此,本文提出以下假设:

假设 1: 地方政府债务的扩张加剧辖区内上市公司的股价崩盘风险。

中国处于产业结构调整和转型升级的制度背景下,国有企业和民营企业作为社会主义市场经济的重要主体,在推动中国的经济发展和社会变革等方面都发挥着重要作用。国有企业往往是由国家全资所有或者是由国家控股,这种特定的属性决定了国有企业要作为国家经济政策的执行者,在关键产业和战略性新兴产业中占据主导地位,容易受到政策调整等宏观调控影响[27];同时造成了国有企业与地方政府的天然“血脉”关系,即政府能够干预国有企业的日常运营,也会在债务融资等方面优先向国有企业提供便利和优惠[28],国有企业与政府相互关联的这种紧密关系决定了国有企业在地方政府陷入债务危机时,无可避免地受到影响。与之相对,民营企业虽然在提供就业机会、推动产业升级、发展创新技术等方面发挥着重要作用[29],但由于缺少与政府的紧密联系,受到地方政府债务溢出效应和挤出效应的影响较小,换言之,地方政府债务对上市公司的股价崩盘风险影响应该在国有企业中表现更为明显,基于此,本文提出以下理论假设 2:

假设 2: 地方政府债务对上市公司的股价崩盘风险的影响在国有企业中表现更为明显。

中国幅员广阔,地区之间资源禀赋和经济发展水平的差异较大,从营商环境来看,东部地区丰富的金融资源和完善的政策制度能够为当地企业提供更为良好的营商环境,降低企业股价崩盘风险[30];从经济水平来看,中西部地区经济发展水平低,地方政府债务规模增速过快,地方政府的适度举债能够改善基础设施和营商环境,刺激当地投资活动和社会需求,促进经济增长,但大规模地举债使得地方政府面临较大的财务压力,地方债务风险增加[31],基于此,本文提出以下理论假设 3:

假设 3: 相较于东部地区,地方政府债务对上市公司的股价崩盘风险的影响在西部地区表现更为明显。

4. 数据、模型与变量

(一) 数据来源

本文选取 2013~2021 年城投债和 A 股上市公司作为研究样本,所需公司层面的数据主要来自国泰安数据库,各省债务和与地方债务相关的数据主要来自 Wind 数据库以及《中国城市统计年鉴》。为保证研究结果的准确性,本文对数据进行如下筛选和处理: 1) 剔除关键性数据缺失的样本; 2) 剔除金融行业与特殊处理的样本企业; 3) 剔除 ST 和退市的样本企业; 4) 对样本数据进行上下 1% 的缩尾处理,最后得到 25,190 个观测值。

(二) 变量选取

一是被解释变量。本文借鉴许年行等(2012) [32]的研究方法对股价崩盘风险进行度量,具体的衡量指标分为负偏态系数、收益上下波动率和股价崩盘风险哑变量三类,其中股价崩盘风险哑变量是指企业在年度内某一年的特有收益是否有小于当年整个财务年度平均值以下 3.2 的标准差,如有则为 1,否则为 0 (crash),指标的计算过程如下:

1) 根据个股收益率与市场收益率的回归方程估计残差:

$$R_{i,t} = \epsilon_{i,t} + \alpha_0 + \alpha_1 R_{m,t-2} + \alpha_2 R_{m,t-1} + \alpha_3 R_{m,t} + \alpha_4 R_{m,t+1} + \alpha_5 R_{m,t+2} \quad (1)$$

2) 由残差估计得到股票 i 在第 t 周的持有回报率 $W_{i,t}$:

$$W_{i,t} = \ln(1 + \epsilon_{i,t}) \quad (2)$$

3) 通过计算分别得到负收益偏态系数、收益上下波动率和是否发生股价崩盘的值,将这三个指标分

别作为被解释变量：

$$N_{CSKEW_{i,t}} = - \frac{[n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3]}{\left[(n-1)(n-2) \left(\sum W_{i,t}^2\right)^{3/2}\right]}$$
$$DUVOL_{i,t} = \log \frac{(n_u - 1) \sum_D W_{i,t}^2}{(n_d - 1) \sum_U W_{i,t}^2}$$

(3)

二是核心解释变量。用地方政府负债比(LGD)和城投债来表示地方政府债务规模，地方政府负债比的计算方式为各地市的政府债务额除以该地市的国内生产总值，城投债(Invbonds)作为城投企业发行的债券，主要目的是对城市的基础设施建设进行投资，具有中国特色。

三是控制变量。探讨了其他可能影响企业股价崩盘风险的财务变量，包括净资产收益率(ROE)、是否为国有企业(SOE)、公司规模(Size)、公司上市年限(ListAge)、月均超额换手率(Dturn)、管理层持股比例(Mshare)、大股东资金占用(Occupy)、是否四大(Big4)、账面市值比(BM)。

5. 实证分析

(一) 描述性统计

主要的变量定义如表 1 所示，负收益偏态系数和收益上下波动率的平均值为都为负，且都在(-0.4, -0.2)之间，这与股市波动的常态相吻合；从是否为国有企业的均值可以看出，国有控股企业大约占有 33.4%的比例，非国有控股企业在中国占比较高。

Table 1. Descriptive statistics
表 1. 描述性统计

变量		定义与赋值	观测值	均值
被解释变量	负收益偏态系数	股票 i 经过市场调整后周收益率的负偏态	25,189	-0.327
	收益上下波动率	股价上升和下降阶段波动性的差异	25,189	-0.213
	股价崩盘风险哑变量	企业在年度内某一周的特有收益是否有小于当年财务年度平均值以下 3.2 的标准差	25,189	0.092
地方债规模	地方政府负债比(X ₁)	地方政府债务额/GDP	25,189	0.610
	城投债(X ₂)	由地方政府投融资平台发行的除可转和可分离债两种类型外的债券	25,189	3708.920
企业盈利能力	净资产收益率(X ₃)	净利润/股东权益平均余额	25,189	0.062
	账面市值比(X ₄)	账面价值/总市值	25,189	1.086
企业发展状况	公司规模(X ₅)	公司年总资产的自然对数	25,189	22.285
	是否为国有企业(X ₆)	国有控股企业取 1，否则取 0	25,189	0.334
	公司上市年限(X ₇)	ln(当年年份 - 上市年份 + 1)	25,189	2.156
企业价值水平	月均超额换手率(X ₈)	当年股票月均换手率- 去年股票月均换手率	25,189	-0.104
	管理层持股比例(X ₉)	管理层持股数据/总股本	25,189	0.137
	大股东资金占用(X ₁₀)	其他应收款/总资产	25,189	0.137
	是否四大(X ₁₁)	公司经由四大审计为 1，否则为 0	25,189	0.060

(二) 主成分因子分析

通过方差最大正交旋转法对解释变量的 11 个指标进行因子旋转,得到如表 2 所示的旋转后的载荷系数矩阵,在对因子载荷系数较大的自变量进行排序整理和归类后,提取出 4 个特征值大于 1 的公因子,且公因子的累计方差贡献率达到 57.02%,选取完主成分个数后对数据进行标准化、特征值排序和主成分分析,据此得到表 4 主成分载荷和系数矩阵,从表中结果可以看出 F1 在 X₇、X₉上的载荷值较大,与这两个变量相关程度较高,X₇、X₉分别代表企业的发展状况和价值水平,F1 由这两个变量解释,所以 F1 反映企业发展状况和价值水平;同理,F2 在 X₃和 X₁₀上的载荷值较大,X₃指净资产收益率,X₁₀指大股东资金占用情况,两者分别代表企业盈利能力和公司价值水平,所以 F2 同时代表企业的盈利能力和公司价值水平,在 F3 中,X₄和 X₅的载荷量较为明显,二者分别是指企业的账面市值比和公司规模,所以 F3 代表企业的盈利能力和发展状况;在 F4 中,X₁和 X₂的载荷值最为明显并且作为本文的核心解释变量,代表地方政府债务规模。

Table 2. Principal component loadings and coefficient matrix
表 2. 主成分载荷和系数矩阵

主成分	载荷	系数	载荷	系数	载荷	系数	载荷	系数
	F1		F2		F3		F4	
X ₁	-0.049	0.086	0.079	0.156	0.071	-0.090	0.787	0.734
X ₂	-0.173	-0.126	0.034	-0.180	0.047	0.288	-0.687	-0.552
X ₃	-0.091	0.438	-0.764	-0.335	0.135	0.187	-0.015	0.027
X ₄	0.193	-0.065	0.202	-0.570	0.707	-0.381	-0.015	0.047
X ₅	0.361	0.356	-0.028	-0.201	0.775	0.379	-0.005	0.050
X ₆	0.637	0.406	-0.062	-0.021	0.303	-0.203	0.112	-0.045
X ₇	0.803	0.458	0.131	0.185	0.196	-0.191	0.074	-0.162
X ₈	0.610	0.209	0.042	0.265	-0.200	-0.318	-0.054	-0.285
X ₉	-0.717	-0.425	-0.050	-0.101	-0.229	0.195	-0.094	-0.109
X ₁₀	0.010	0.128	0.778	0.418	0.141	0.551	0.030	0.043
X ₁₁	-0.063	0.197	-0.111	-0.420	0.657	0.256		0.168

(三) 回归分析结果

通过多元线性回归方式得到回归结果,如表 3 所示,F4 作为核心解释变量,地方政府债务的回归系数在 10%和 1%的显著水平上显著为正,代表地方政府债务对企业股价崩盘风险有一定影响,初步验证假设 1。回归系数为正表示随着地方政府债务规模的扩大,企业股价崩盘风险也随之增加,这可能是由于中国地方政府权责分离的独特背景使得债务权力难以受到债务责任的有效约束,引起地方政府债务规模快速扩张,地方政府债务的超规模扩张对当地企业存在溢出效应和挤占效应。

Table 3. Multiple linear regression results
表 3. 多元线性回归结果

被解释变量	(1)	(2)	(3)
	ncskew	duvol	crash
F1	-0.0203*** (0.003)	-0.0139*** (0.002)	-0.0009 (0.001)

续表

F2	−0.0125 ** (0.004)	−0.0077* (0.003)	0.0082*** (0.002)
F3	0.0292*** (0.005)	0.0218*** (0.003)	0.0078*** (0.002)
F4	0.0122* (0.005)	0.0095*** (0.003)	−0.0010 (0.002)
R-squared	0.004	0.004	0.002
Constant	−0.3273*** (0.005)		0.0917*** (0.002)
Observations	25,189	25,189	25,189

6. 进一步分析

(一) 替换核心解释变量

地方政府债务的数据不全面和隐蔽性使得地方债务规模的直接测度存在一定的困难，为使数据尽可能全面，表 4 替换地方政府债务规模的衡量方式，参考张文君和李弘雯(2022) [33]的研究，分别利用债务资金恒等式和城投债规模数据进行加 1 后进行对数处理得到全口径地方政府规模的测算数据，假设 1 得到验证。

Table 4. Replacement of core explanatory variables
表 4. 替换核心解释变量

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ncskew_mdos	duvol_mdos	crash_mdos	ncskew_mdos	duvol_mdos	crash_mdos
Debt1	0.0240*** (0.00433)	0.0205*** (0.00279)	0.00990*** (0.00162)			
Debt2				0.0129** (0.00559)	0.00814** (0.00360)	−1.18e−05 (0.00209)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	−0.520*** (0.168)	−0.116 (0.108)	0.301*** (0.0630)	−0.574*** (0.139)	−0.133 (0.0892)	0.270*** (0.0519)
Observations	24,012	24,012	24,012	24,324	24,324	24,324
R-squared	0.018	0.021	0.013	0.012	0.015	0.010

(二) 剔除直辖市样本

由于中国特殊的行政区域划分，本文决定参考伍翕婷等(2023) [34]的研究对样本数据进行处理，剔除北京、天津、上海及重庆四个直辖市的企业样本后重新进行回归，以降低行政级别的差异对回归结果造成的影响，回归结果如表 5 所示，回归符号和显著性没有发生较大变动，假设 1 得到验证。

Table 5. Robustness test excluding samples from directly governed municipalities
表 5. 剔除直辖市样本的稳健性检验

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ncskew_mdos	duvol_mdos	crash_mdos	ncskew_mdos	duvol_mdos	crash_mdos
LGD	0.000163* (9.45e-05)	0.000165*** (6.08e-05)	0.000145*** (3.57e-05)			
Invbonds				0.0101* (0.00611)	0.00532 (0.00394)	-0.00262 (0.00232)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	-0.522*** (0.189)	-0.0896 (0.122)	0.341*** (0.0716)	-0.485*** (0.0759)	-0.330*** (0.0489)	0.0500* (0.0288)
Observations	19,374	19,374	19,374	20,165	20,165	20,165
R-squared	0.017	0.021	0.012	0.016	0.018	0.006

(三) 工具变量法回归

本文不可避免地存在内生性问题，即可能由于企业股价崩盘的发生反向促进政府地方债务的扩大，为缓解这内生性问题，表 6 将地区医疗卫生支出(Med_Expend)作为地方政府债务的替代变量，运用工具变量法来检验地方政府债务和企业股价崩盘的内生性，代入本文的三个被解释变量指标，工具变量的最终回归结果如表 6 所示，假设 1 得到验证。

Table 6. Instrumental variable regression
表 6. 工具变量回归

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	firstlgd	second	firstlgd	second	firstlgd	second
	lgd	ncskew_mdos	lgd	duvol_mdos	lgd	crash_mdos
lgd		0.0010*** (4.75)		0.0003*** (4.2600)		0.0003*** (2.9100)
Med_Expend	0.2143*** (55.84)		0.2143*** (45.660)		0.2144*** (55.86)	
企业控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	39.743*** (3.56)	-0.552*** (-3.26)	39.743*** (3.56)	-0.096 (-0.89)	39.743*** (3.560)	0.289*** (4.500)
Observations	24,004	24,004	24,004	24,004	24,004	24,004
R-squared		0.038		0.045		0.015

(四) 企业性质异质性

由于国有企业和民营企业所有权性质的不同，政府会倾向将资源优先分配给国有企业[35]。二者所面临的市场竞争环境、资源禀赋以及其所享受的政策支持等方面都存在一定的差异，因而产权结构的变化对企业影响较大，其可以影响企业的绩效与整体效率水平[36]。因此，本文将样本企业中的国有企业及民营企业分别筛选出来，将区分企业产权性质的异质性来考察地方政府债务对企业股价崩盘风险的影响，结果如表 7 所示：

Table 7. Property rights analysis
表 7. 产权性质分析

VARIABLES	国有企业			非国有企业		
	ncskew	duvol	crash	ncskew	duvol	crash
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
LGD	0.00964 (0.00637)	0.00497 (0.00410)	0.0230** (0.00948)	-0.000776 (0.00592)	0.000402 (0.00381)	0.00931 (0.00876)
invbonds	1.01e-05*** (3.31e-06)	9.76e-06*** (2.13e-06)	3.03e-05*** (8.95e-06)	1.61e-06 (1.69e-06)	2.82e-06*** (1.09e-06)	1.19e-05** (4.76e-06)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	-0.583*** (0.110)	-0.393*** (0.0711)	-2.511*** (0.191)	-0.334*** (0.0310)	-0.240*** (0.0200)	-2.435*** (0.0766)
Observations	8397	8397	8398	16,756	16,756	16,756
R-squared	0.005	0.007	0.003	0.000	0.001	0.004

时至今日，城投债正在逐渐转变成地方政府隐性债务的一种，依然是中国地方政府进行资金筹集的重要融资手段[37]，由表 7 中的列(1) (2) (3) (5) (6)可以看出，国有企业中城投债的系数始终在 1%的显著水平下为正，地方政府负债比对股价崩盘风险哑变量的影响显著为正，这可能是因为中国式财政分权的体制问题，财权与事权划分不对称使得地方政府能够持续不断地积累债务[38]，最终导致到期地方政府债务无法全部按时偿还，从而向外界传递消极信号，同时由于国有企业跟地方政府的联系更加紧密，金融机构或者是外部资本对于国有企业的反应更为强烈，最终与非国有企业相比，国有企业受到地方政府债务的影响更为明显。

(五) 企业地区异质性分析

表 8 将总样本划分为东部地区和中西部地区进行回归，从结果可以看出中国西部地区受到地方政府债务的影响产生企业股价崩盘的风险明显要高于东部地区，一方面，东部地区经济水平整体要高于西部地区，地方政府的偿债风险同样明显低于西部，对企业产生负面影响可能性较低[39]，同时大部分实力强劲、规模宏大的优质企业都集中在东部地区，相较于中西部地区，东部地区金融资源丰富，金融服务和监管体系也较为健全，企业受到外部环境变化的影响较小，地方政府债务规模扩张对企业股价崩盘风险的影响有限，假设 2 得到验证。

Table 8. Analysis of regional nature heterogeneity of enterprises
表 8. 企业地区性质异质性分析

VARIABLES	东部地区			中西部地区		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ncskew_mdos	duvol_mdos	crash_mdos	ncskew_mdos	duvol_mdos	crash_mdos
lgd	0.000338* (0.000204)	0.000365*** (0.000134)	0.000367*** (7.90e-05)	0.0814 (0.0571)	0.104*** (0.0365)	0.0539*** (0.0208)
invbonds	0.000239 (0.000212)	2.49e-05 (0.000139)	1.03e-05 (8.18e-05)	0.000218 (0.000224)	0.000292** (0.000143)	-5.06e-05 (8.16e-05)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	-0.803*** (0.144)	-0.375*** (0.130)	0.256*** (0.0767)	0.159 (0.216)	0.173 (0.138)	0.261*** (0.0787)
Observations	17,873	17,222	17,222	6,936	6,936	6,936
R-squared	0.018	0.022	0.013	0.014	0.016	0.008

7. 结论与启示

随着地方政府债务问题的日益凸显,各国政府逐渐意识到化解地方政府债务的重要性。许多地方政府希望大量增加政府负债以推动经济增长,但地方政府债务的急剧增长是一把双刃剑,在带来经济效益的同时也为当地经济和地区企业带来一系列隐性风险。基于此,本文从微观角度出发,选取 2013~2021 年城投债和 A 股上市公司作为研究样本,同时通过主成分分析的方法从 11 个指标中一共提取出了 4 个主成分因子,以这 4 个主成分因子作为自变量、衡量股价崩盘风险的三个指标作为因变量来构建多元线性回归模型,从而探讨地方政府债务与企业股价崩盘风险二者之间的关系,研究结果表明:

第一,地方债务风险的上升会加剧辖区企业的股价崩盘风险。在债务规模较大且风险较高的地区,企业在信贷融资等方面受到一定的限制,负收益偏态系数、收益上下波动率受到地方债务影响较大,从而增大了企业的股价崩盘风险。

第二,企业自身的财务状况指标也同企业的股价崩盘风险有着一定联系。企业的盈利能力、发展状况和价值水平对负收益偏态系数和收益波动率等指标都产生显著影响,甚至对企业是否会面临股价崩盘风险有着直接影响。

第三,相较于民营企业,地方债务风险对上市公司的股价崩盘风险的影响在国有企业更加明显,这可能是由于国有企业在债务结构、融资依赖和政策支持等方面与地方政府存在更紧密的关联。

参考文献

- [1] 宗良, 范若滢. 政府与市场“两只手”的有机结合——宏观经济理论历史演进、未来路径与理论模型[J]. 金融论坛, 2018, 23(4): 3-11.
- [2] 郑洁, 袁洋, 李国豪. 地方政府债务、企业融资约束与企业创新[J]. 财经问题研究, 2023(9): 94-104.
- [3] 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, 38(5): 145-159.
- [4] 张莉, 徐君蕊, 黄伟. 地方政府债务对企业投融资期限结构的影响[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2023, 63(4): 180-193.
- [5] 贾妍妍, 方意, 荆中博. 中国金融体系放大了实体经济风险吗[J]. 财贸经济, 2020, 41(10): 111-128.
- [6] 黄政, 吴国萍. 内部控制质量与股价崩盘风险: 影响效果及路径检验[J]. 审计研究, 2017(4): 48-55.
- [7] 易志高, 李心丹, 潘子成, 茅宁. 公司高管减持同伴效应与股价崩盘风险研究[J]. 经济研究, 2019, 54(11): 54-70.
- [8] 苏坤. 董事会异质性对公司股价崩盘风险的影响研究[J]. 当代经济管理, 2020, 42(10): 17-26.
- [9] Kim, C., Wang, K. and Zhang, L. (2019) Readability of 10-K Reports and Stock Price Crash Risk. *Contemporary Accounting Research*, 36, 1184-1216. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12452>
- [10] 鄢翔, 耀友福. 放松利率管制、银行债权治理与股价崩盘风险——基于中央银行取消贷款利率上下限的准自然实验[J]. 财经研究, 2020, 46(3): 19-33.
- [11] 汶海, 高皓, 陈思岑, 肖金利. 行政审计监管与股价崩盘风险——来自证监会随机抽查制度的证据[J]. 系统工程理论与实践, 2020, 40(11): 2769-2783.
- [12] 范剑勇, 莫家伟. 地方债务、土地市场与地区工业增长[J]. 经济研究, 2014, 49(1): 41-55.
- [13] 朱文蔚, 陈勇. 地方政府性债务与区域经济增长[J]. 财贸研究, 2014, 25(4): 114-121.
- [14] 郭步超, 王博. 政府债务与经济增长: 基于资本回报率的门槛效应分析[J]. 世界经济, 2014, 37(9): 95-118.
- [15] 吕健. 地方债务对经济增长的影响分析——基于流动性的视角[J]. 中国工业经济, 2015(11): 16-31.
- [16] 匡小平, 蔡芳宏. 论地方债的预算约束机制[J]. 管理世界, 2014(1): 173-175.
- [17] 毛锐, 刘楠楠, 刘蓉. 地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制[J]. 中国工业经济, 2018(4): 19-38.
- [18] 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.
- [19] 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, 43(7): 49-72.

-
- [20] 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, 54(8): 4-20.
 - [21] 郭敏, 姚依宁. 地方政府债务和企业杠杆: 基于高质量发展视角[J]. 现代经济探讨, 2021(11): 1-14.
 - [22] 昌忠泽, 李汉雄, 毛培. 地方政府债务对企业融资结构的影响——来自 A 股上市公司的证据[J]. 改革, 2023(6): 105-125.
 - [23] 马文涛, 马草原. 政府担保的介入、稳增长的约束与地方政府债务的膨胀陷阱[J]. 经济研究, 2018, 53(5): 72-87.
 - [24] 高梦捷, 彭晓洁, 陈铭. 地方政府债务与企业风险承担[J]. 中国软科学, 2023(1): 215-224.
 - [25] 吕鑫, 付文林, 周瑞. 地方政府债务、行业关联与资源配置效率[J]. 财贸经济, 2022, 43(12): 49-64.
 - [26] 马海云, 侯德帅. 地方政府债务对企业股价崩盘风险的影响研究[J]. 中国物价, 2023(4): 74-76, 88.
 - [27] 程建华, 舒展. 地方金融支持地方实体经济高质量发展的优势与现状分析[J]. 当代经济研究, 2022, 324(8): 47-56.
 - [28] 张婧. 地方政府债务与企业杠杆: 企业异质性下的“挤出”效应[J]. 长江师范学院学报, 2022, 38(4): 18-27.
 - [29] 华夏, 马树才, 韩云虹. 地方政府债务如何影响实体企业信贷融资——基于异质性视角的中国工业企业微观数据分析[J]. 贵州财经大学学报, 2020(3): 33-39.
 - [30] 陈天一, 赵贝贝, 洪卓睿. 营商环境对企业产品质量的影响[J]. 宏观质量研究, 2023, 11(3): 64-81.
 - [31] 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, 56(4): 60-76.
 - [32] 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 徐信忠. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. 经济研究, 2012, 47(7): 127-140.
 - [33] 张文君, 李弘雯. 区域市场化程度与地方政府债务规模: 抑制还是促进[J]. 西安财经大学学报, 2022, 35(5): 76-85.
 - [34] 伍翕婷, 游家兴, 于明洋. 政府言行一致与企业股价崩盘风险[J]. 系统工程理论与实践, 2024, 44(3): 853-873.
 - [35] Allen, F., Qian, J. and Qian, M. (2005) Law, Finance, and Economic Growth in China. *Journal of Financial Economics*, 77, 57-116. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.010>
 - [36] 刘小玄, 李利英. 企业产权变革的效率分析[J]. 中国社会科学, 2005(2): 4-16.
 - [37] 张向达, 杨雪芹, 刘冬冬. 城投债规模对经济增长的影响及阈值效应[J]. 管理现代化, 2020, 40(1): 1-5.
 - [38] 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, 46(7): 144-156.
 - [39] 钟宁桦, 胡林杉, 钱一蕾, 蔡冬美. 地方政府专项债务限额如何合理分配[J]. 中国工业经济, 2023(11): 81-99.