

地方政府债务治理的收入效应

李小林¹, 司登奎²

(1. 中国海洋大学 经济学院, 山东 青岛 266100; 2. 青岛大学 经济学院, 山东 青岛 266061)

摘要:文章基于 2015 年地方政府相继实施的债务管理体制构建具有时序错列特征的准自然实验,采用双重差分法识别了地方政府债务治理的收入效应。研究发现,地方政府债务治理能够显著促进企业劳动收入份额的增加,呈现出明显的正向收入效应,且缓解企业融资约束、加剧市场竞争以及提高人力资本是诠释该效应的核心作用机制。横截面检验结果表明,地方政府债务治理的收入效应在融资依赖度较高、融资缺口较大、财政压力较小以及债务期限结构较长的样本中尤为显著。特别地,地方政府债务治理不仅能够降低企业过度负债、抑制税收规避、提高企业的相对雇佣密度和风险承担能力,而且对于企业所在地区的创新创业活动具有显著的积极带动效果。因此,地方政府债务治理不仅能够抑制经济金融风险的演化,而且有助于提高企业劳动收入份额以促进共同富裕,这对于实现“防风险”和“稳增长”双重目标并助推实体经济的高质量发展都具有重要的理论价值和实践意义。

关键词:政府债务治理;收入效应;融资约束;市场竞争;人力资本

中图分类号:F832 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2024)07-0035-15

DOI:10.16538/j.cnki.jfe.20240620.202

一、引言

受 2008 年国际金融危机的不利冲击,世界各国经济增速呈现不同程度的结构式下滑迹象,中国也不例外。与发达国家所采取的降低短期名义利率甚至维持零利率调控方式不同,我国政府主要通过采取“四万亿”的非常规财政刺激计划以实现促进经济增长的目标(司登奎等, 2023)。为响应中央政府的决策部署,各地方政府主要通过大量举债的方式进行投资。不仅如此,受政府隐性担保的融资平台信贷限制也被逐步放宽,由此导致地方政府的显性债务和隐性债务均表现为叠加式膨胀特征(周世愚, 2021)。与此同时,地方政府债务的不断扩张及其隐含的潜在系统性风险演化备受决策部门和学者的高度关注。国家“十四五”规划阐释了地方政府债务风险的结构性失衡对于国家稳定和社会经济健康发展的重大威胁。进一步地,2023 年中央金融工作会议前瞻性地提出要建立地方政府债务风险化解的长效机制,特别是要健全与经济高质量发展相适应的政府债务治理机制,优化中央政府和地方政府的债务结构。可见,持续降低地方政府债务规模、优化债务结构以及有效防范化解地方政府债务引致的经济金融风险,已成为推动实体经济高质量发展的重要任务之一。

地方政府债务的快速扩张不仅会加剧实体企业的系统性风险(李小林等, 2023),而且会收

收稿日期:2024-04-03

基金项目:国家社会科学基金一般项目(22BJL018)

作者简介:李小林(1983-),女,湖北黄冈人,中国海洋大学经济学院副教授,博士生导师;

司登奎(1989-)(通讯作者),男,河南商丘人,青岛大学经济学院教授,博士生导师。

紧货币政策的信贷传导渠道和弱化货币政策调控的有效性,从而对企业的信贷融资(包括信贷规模和信贷价格)形成硬约束,加剧企业对劳动和资本要素的配置失衡,甚至会对实体企业的有序运营与健康发展产生严重威胁。同时,地方政府债务的快速扩张还会通过生产网络和供应链渠道加剧经济和金融体系的脆弱性,进而对实体经济产生叠加性的不利冲击。从中国金融市场的发展现实来看,以银行为主导的信贷市场体系在较大程度上决定着实体经济的融资规模和结构,且市场中不同经济主体的融资来源主要为银行信贷(梁若冰和王群群, 2021)。因此,地方政府债务规模扩张不仅会挤出企业的信贷可得性,而且会改变企业对资本和劳动要素的相对雇佣密度,甚至会引发企业劳动收入份额下降,并加剧收入分配不平等(邓可斌和曾海舰, 2014),从而不利于完善收入分配格局以及实体经济高质量发展。

初次收入分配和再分配不仅是共同富裕的重要内容,而且是完善收入分配格局以及助推实体经济高质量发展的关键一环。事实上,为抑制地方政府债务风险演化并改善收入分配格局以促进实体经济高质量发展,决策部门相继出台了地方政府债券发行试点、构建现代金融体系以及建设金融稳定保障基金试点等创新性举措。其中,2015 年中央政府基于“开前门,堵后门”的思路为地方政府债务治理提出了明确方向,且对地方政府债务融资的规模、结构、期限及方式形成了严格约束(刘贯春等, 2022; 李小林等, 2023)。特别地,该政策对举债主体、债务用途和使用权限等关键内容进行了明确规定,使得地方政府在债务融资规模和结构上进行了相应的调整,因而对地方政府的债务融资方式、规模和结构形成了根本性约束。

现有研究围绕地方政府债务扩张的成因及其经济后果展开了多维度探索。其中,对于政府债务扩张的成因,研究发现财政体制(冀云阳和付文林, 2018; 李永友和张帆, 2019)、金融发展和土地制度(毛捷等, 2019; 宋傅天和姚东旻, 2021)、官员晋升激励(田国强和赵旭霞, 2019; 汪峰等, 2020)以及宏观政策调控(纪洋等, 2018; 张牧扬等, 2022)等在地方政府债务的演化中发挥着重要作用;同时,地方政府担保政策,特别是地方政府对“融资平台”的过度隐性担保也是催生地方政府债务扩张的重要诱因(毛捷等, 2019; 邱志刚等, 2022)。

对于地方政府债务扩张的经济后果,研究发现政府债务扩张会加剧金融市场波动(熊琛和金昊, 2021; 郁芸君等, 2021; 马勇和章洪铭, 2023)、提高企业融资成本(Huang 等, 2020)、增加财务杠杆(Demirci 等, 2019; 饶品贵等, 2022)、降低融资规模(梁若冰和王群群, 2021; 余明桂和王空, 2022)、抑制研发创新(Fan 等, 2022)以及加剧实体企业系统性风险(李小林等, 2023)。尽管上述研究为理解地方政府债务扩张的经济后果提供了基础性参考,但鲜有研究系统揭示地方政府债务治理所带来的收入效应。特别地,作为完善收入分配格局的重要体现,实体企业的劳动收入份额是决定共同富裕以及实体经济高质量发展的关键环节,从这一角度而言,深入揭示地方政府债务治理对企业劳动收入份额的作用机制不仅能够为抑制地方政府债务无序扩张提供实践启示,而且也能在“防风险”的基础上发挥“稳增长”质效,进而有助于提高宏观政策调控的有效性以实现双重经济发展目标。

锚定地方政府债务治理的收入效应这一逻辑主线,本文试图深入考察地方政府债务治理影响企业劳动收入份额的深层次作用机制和特征。首先,本文以 2015 年全国各级地方政府相继实施的债务管理体制变革为外生冲击,在既定的准自然实验框架下系统评估地方政府债务治理的收入效应,揭示了地方政府债务治理能够带来显著的正向收入效应。其次,本文综合剖析宏观维度的地方政府债务治理对微观层面的企业劳动收入份额产生影响的深层次机理,证实了缓解融资约束、加剧市场竞争以及提高人力资本是地方政府债务治理收入效应的核心作用机制。再次,本文从融资依赖、融资缺口、财政压力和债务期限结构等多角度进行横截面分析,发现地方

政府债务治理的正向收入效应在不同属性的样本中表现出明显的结构化差异性特征。最后,本文揭示了地方政府债务治理对企业个体决策行为和地区整体的宏观效应,证实了地方政府债务治理在促进实体经济高质量发展中的重要性。

本文的核心工作和潜在创新主要体现在如下三个方面:

第一,以完善收入分配格局与促进共同富裕为研究目标,本文系统评估了地方政府债务治理的收入效应,并证实了地方政府债务治理具有显著的收入增加效应。与已有研究主要关注地方政府债务扩张对宏观经济的影响有所不同,本文以2015年不同地区陆续实施的政府债务管理体制改组时点差异构建包含时序错列的准自然实验,评估了地方政府债务治理收入效应的多维度特征,特别是从“融资约束”“市场竞争”“人力资本”三个视角系统剖析了地方政府债务治理收入效应的深层次作用机制,充分论证了地方政府债务治理在实现“防风险”和“稳增长”目标中的作用,对于健全地方政府债务治理的长效机制、完善收入分配结构以及促进共同富裕并助推实体经济高质量发展具有一定意义。

第二,本文基于“政府—银行—企业”的分析框架,阐释了地方政府债务治理收入效应的深层次机理,并为如何增加企业劳动收入份额以改善收入分配格局,进而助推共同富裕提供了理论基础与实践启示。特别地,本文在探究地方政府债务治理收入效应的基础上,进一步揭示了其对企业个体决策行为的影响,并捕捉了地方政府债务管理体制改组对企业所在地区的溢出效应。研究发现,地方政府债务治理能够有效缓解政府对企业融资的挤出效应、提高市场竞争程度以及提升人力资本,进而促进企业劳动收入份额增加;同时,地方政府债务治理还能优化企业的个体决策,不仅能够降低企业过度负债、抑制企业税收规避动机、提高企业相对雇佣密度和提高企业风险承担能力,而且对于企业所在地区的创新创业活动具有显著的正向促进作用。

第三,本文的研究结论对于目前我国在三重压力下有效实现“稳增长”和“防风险”双重目标具有重要的政策启示。以需求收缩、供给冲击、预期转弱为表征的三重压力加大了政府财政压力,并引发实体投资动力不足,这不仅会加剧政府自身债务的“显性”风险,而且易引发金融摩擦并增加信贷错配下的融资成本,进而扩大经济金融风险的关联网络。本文研究结果表明,从顶层设计层面降低地方政府债务规模并优化政府融资结构,不仅能够缓解政府与企业间融资的竞争压力,而且有助于提高市场竞争水平并促进人力资本提升,这对于系统审视地方政府债务治理如何改善收入分配结构,并塑造新质生产力发展格局以助推实体经济高质量发展具有重要的理论与实践价值。

二、理论分析与研究假说

地方政府融资平台拥有政府注入的土地使用权、土地出让金等国有资产,加上有政府作为隐性担保,因而其在获取银行信贷融资方面具有比较优势。与此同时,商业银行(特别是城商行)在地方经济发展中承担着重要任务,在非市场化的金融发展模式下,当经济面临非预期冲击时,政府倾向于采取干预方式引导商业银行将信贷资本优先投向政府部门,从而表现出融资比较优势(郭玉清等,2016)。需要提及的是,当地区信贷供给在短期内相对稳定时,商业银行会优先满足地方政府融资需求,这不仅会加剧政府和企业间的融资竞争,而且会引发信贷市场扭曲并降低资本配置效率(余明桂和王空,2022)。更为重要的是,由于地方政府投资通常具有长周期特征,因而其对银行长期贷款的需求也相对较大,此时政府债务扩张对企业信贷的挤出效应更为明显(Huang等,2020)。

由于以银行为主导的间接融资体系是我国金融市场发展的主导模式,地方政府债务的资金

主要来源于商业银行,因此地方政府债务扩张会对商业银行的信贷配置结构和效率产生深远影响。特别地,地方政府债务扩张会收紧商业银行的流动性约束,压缩商业银行利润空间并增加其风险溢价。为提高市场份额,商业银行倾向于通过较高成本的表外业务来增加流动性储备,改善资产负债表(Cong 等, 2019),而这又会以信贷成本的形式转嫁至实体企业,由此助推金融机构风险溢价上升,进一步增加企业的融资成本(Fostel 和 Geanakoplos, 2008)。这不仅会对企业的主营业务经营绩效形成不利冲击,而且极易加快要素市场垄断格局的形成和垄断利润的扩张,进而不利于企业劳动收入份额增加。

从资金竞争视角来看,地方政府债务置换显著抑制了其对金融机构的资金占用,该过程中所释放的流动性不仅能够降低银行风险溢价,而且有助于优化信贷配置结构。特别地,地方政府债务置换有助于降低银行风险资产规模及其风险权重,进而能够限制地方政府债务的无序扩张,并为银行“松绑”以降低风险溢价。更为重要的是,地方政府债务管理体制改革的降低银行风险溢价以及优化信贷供给的同时,还会提高资本配置效率。当流动性约束缓解后,商业银行倾向于将高质量的资本投向盈利能力较强、生产率较高的企业,这不仅有助于降低金融摩擦,而且能够提高信贷锚定效应并促进企业融资方式的多元化(Jiang 等, 2020)。在该情形下,企业被政府隐性担保的现象也会减少,特别是难以持续性地从金融机构获取较低成本的超额信贷,而具有发展潜力、生产率较高企业的信贷约束能够得到显著缓解,即信贷错配现象得以减少。基于此,本文提出如下待检验的研究假设:

研究假设 1: 地方政府债务治理有助于通过缓解融资约束促进企业劳动收入份额增加。

从我国的发展现实来看,由于我国信贷市场客观存在“二元边际”现象,政府在信贷流向和流量方面发挥着一定的干预作用,由此引致的信贷配置效率下降会在一定程度上加剧信贷资本错配(司登奎等, 2022)。特别地,具有政府担保属性的企业在资本和劳动要素的获取上具有竞争优势,因而在要素可得性方面具有一定的市场垄断势力。进一步地,具有垄断属性的企业或行业能够利用自身的市场势力,通过降低产品需求弹性并实施价格歧视的方式来提高产品在市场中的溢价能力,由此会对企业劳动收入份额产生不利冲击。更为重要的是,垄断利润的提升还会扩大企业与劳动力之间的工资溢价能力差距,而这又会加剧信息摩擦并降低劳动力市场的“搜寻—匹配”效率,从而会对企业劳动收入份额产生负向冲击。

从价格竞争的视角来看,地方政府债务治理能为银行“松绑”、降低银行风险溢价,这不仅能够抑制金融机构的“道德风险”动机(李小林等, 2023),而且有助于提高要素配置效率以及改善市场竞争环境。一方面,地方政府放松对融资平台的隐性担保,有助于消除具有政府隐性担保属性主体的融资垄断优势。为提高市场份额,金融机构倾向于在流动性约束下进行要素市场化配置以提高信贷锚定效应,这不仅会缓解企业的融资约束,提高企业的投资效率和主营业务利润,而且有助于促进企业劳动收入份额增加(罗长远和陈琳, 2012; 黄昊等, 2023)。另一方面,地方政府债务治理在弱化其隐性担保属性的基础上还能抑制市场势力较大的企业对要素的垄断,这对于塑造具有竞争特质属性的营商环境、降低产品的溢价能力具有重要作用。与此同时,地方政府债务治理还能提高企业与劳动要素在劳动力市场中的均衡匹配效率,因而有助于促进企业劳动收入份额增加。为此,本文提出如下研究假设:

研究假设 2: 地方政府债务治理能通过提高市场竞争水平促进企业劳动收入份额增加。

地方政府债务扩张在强化政府和企业间“融资竞争”的同时,还会抑制企业的资本可得性和降低可得资本的质量。一方面,地方政府债务扩张在挤出企业可得资本的同时,还会引发企业从非正规融资渠道获取信贷资本。然而,源于非正规融资渠道的资本具有隐蔽性较高、不易

被监管、期限结构不匹配且风险关联度较大的特点，难以有效支撑实体企业的有序运营与健康发展，这不仅会加剧不同市场主体之间的信息不对称，而且会恶化资本质量。当资本质量下降时，企业倾向于选择低技能劳动力与之匹配以实现基于约束条件的目标最优化。然而，由于低技能劳动力的边际产出相对较低，难以有效补偿潜在的劳动力风险溢价，因而会对企业劳动收入份额形成下降压力。另一方面，低技能劳动力的工资议价能力与劳动收入份额均相对较低，因此地方政府债务扩张在引发资本质量下降的同时，也会对企业劳动收入份额产生抑制作用。同时，资本质量下降会提升劳动报酬对企业现金流依赖的弹性，特别是会引发企业降低劳动力工资水平甚至减少劳动力雇佣，由此会加剧劳动力报酬的不确定性，进而不利于企业劳动收入份额增加(江轩宇和贾婧, 2021)。

地方政府债务治理在减少政企融资竞争效应的同时，还能够降低信贷成本，提高企业信贷可得性，增加企业融资方式的多样性，特别是促进企业从正规金融渠道获得资本以提高可得资本的质量。根据“资本—技能”互补假说，由于劳动力与资本具有更强的互补性(刘啟仁和赵灿, 2020; 李小林等, 2023)，因此在地方政府债务管理体制加速资本深化的过程中，企业倾向于将高质量资本与高技能劳动力有效结合以提高生产效率，从而促进劳动力技能升级和经营利润增加(Fonseca和Van Doornik, 2022)。此外，地方政府债务管理体制在缓解企业流动性约束的同时，还会增强企业的风险承担能力，这对于投资需求相对较大以及风险相对较高的研发创新活动具有显著的正向溢出效应。特别地，企业研发创新活动和研发成果的转化对高技能人力资本的依赖度相对较高，由此会强化企业对高技能劳动力的持续需求，特别是通过高技能劳动力与高质量资本相匹配以促进企业劳动收入份额增加。与此同时，高技能劳动力会凭借较高的议价能力和技术水平获得更高的劳动报酬，从而提升企业劳动收入份额。基于此，本文提出如下待检验的研究假设：

研究假设 3：地方政府债务治理能通过提高人力资本以促进企业劳动收入份额增加。

三、研究设计

(一)模型设定

为检验核心理论推断，本文以企业劳动收入份额为主要被解释变量，以地方政府债务管理体制变革表征地方政府债务治理，并将其作为解释变量，构建计量模型如下：

$$Lic_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Rfor_{ct} + \alpha_2 Controls + u_c + \gamma_r + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，下标 i 为企业个体， t 为时间， c 为地级市， r 为企业所处行业； Lic 和 $Rfor$ 分别代表企业劳动收入份额和地方法债管理体制变革， $Controls$ 为控制变量。同时，本文在模型(1)中还进一步纳入了城市固定效应 u_c 和行业固定效应 γ_r ，分别控制同时随地区和行业变化且难以观测的特征变量， ε_{it} 为外生扰动项。其中， α_1 为本文主要关注的核心参数，描述了地方政府债务治理的收入效应。依据前述理论推断，本文预期 α_1 的符号显著为正，即地方政府债务治理能够促进企业劳动收入份额增加。

(二)指标选取与数据来源

表 1 汇报了本文涉及的主要变量及相应的度量方式，其中，对于企业劳动收入份额(Lic)，本文借鉴江轩宇和朱冰(2022)、杜勇等(2023)的研究，采用支付给职工的薪酬总额与企业增加值(企业增加值=营业收入-营业成本+支付给职工以及为职工支付的现金+固定资产折旧)之比刻画，该比值越大，表明企业的劳动收入份额越高。同时，本文还对该指标进行对数化转换以使得劳动收入份额更加符合正态分布。

对于地方政府债务治理 ($Rfor$), 本文借鉴梁若冰和王群群(2021)、刘贯春等(2022)的研究, 以地方政府最初公布政府债券余额的时点表征地方政府债务治理的时点, 在该时点及其之后, 令 $Rfor = 1$, 否则 $Rfor = 0$ 。需要指出的是, 由于不同地级市披露的政府债券余额时点不一致, 因此能为科学识别地方政府债务治理的经济效应提供可行的准自然实验环境。

本文借鉴司登奎等(2022, 2023)的研究, 在计量模型中纳入了一系列控制变量, 具体如表 1 所示。此外, 为保证所选样本财务数据的可比性以及实证结果的有效性, 本文进一步剔除了 ST 类、金融行业以及核心变量存在缺失值的样本观测值。同时, 本文对连续型变量进行了 1% 水平的双向缩尾以弱化数据异常值对参数结果产生的影响。上述控制变量数据主要来自于 CSMAR 中的经济金融研究数据库, 实证样本区间为 2000—2022 年。

表 1 指标选取及度量方式

变量符号	基本含义	度量方式
Lic	企业劳动收入份额	用支付给职工的劳动报酬总额与企业增加值(企业增加值=营业收入-营业成本+支付给职工以及为职工支付的现金+固定资产折旧)之比衡量, 并对其进行对数化转换以使其符合正态分布
$Rfor$	地方债管理体制变革	以各级地方政府最初公布政府债券余额的时间表征地方政府债务治理的实际冲击点
$Size$	企业规模	期末总资产的对数值
Age	企业年龄	当年所在年份与公司成立年份之差
Lev	资产负债率	企业负债总额与总资产之比
$Tobinq$	成长机会	(股票市值+债务总额)/总资产
Roa	总资产收益率	净利润与总资产之比
$Top1$	第一大股东持股比例	用公司第一大股东的持股份额表示
$Msshare$	管理层持股比例	管理层人员持股数量在总股本中所占比例
$Structure$	区域金融结构	地区股票市场余额与信贷余额之比
$Pgdp$	地区生产总值	地区生产总值的自然对数

四、实证结果与分析

(一) 基准回归结果

表 2 为本文的基准回归结果。其中, 列(1)为未纳入任何控制变量的回归结果, 列(2)—列(4)为逐步纳入控制变量后的参数估计结果。从中可以发现, 在基准回归模型中, 无论是否加入控制变量, 核心解释变量地方政府债务治理所带来的收入效应均显著为正, 这表明地方政府债务治理能够显著促进企业劳动收入份额增加。从经济意义上讲, 地方政府债务治理使得企业劳动收入份额增加 0.017 个单位, 约为企业劳动收入份额标准差的 2.414%。^①这一结果不仅具有统计显著性, 而且具有经济显著性。

表 2 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Lic	Lic	Lic	Lic
$Rfor$	0.027*** (0.005)	0.023*** (0.005)	0.027*** (0.005)	0.017*** (0.007)
$Size$		0.005* (0.003)	-0.006* (0.003)	-0.012*** (0.003)
Age		0.011*** (0.003)	0.018*** (0.004)	0.021*** (0.004)
Lev		-0.020 (0.018)	0.032 (0.020)	0.083*** (0.021)

^① 这一结果由 $(0.017 \times 0.497) / 0.350$ 计算得到。0.497 为地方政府债务治理改革的样本标准差, 0.350 为企业劳动收入份额的标准差。限于篇幅, 本文未将变量的描述性统计放在正文中, 如有需要, 可向作者索取。

续表 2 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Lic</i>	<i>Lic</i>	<i>Lic</i>	<i>Lic</i>
<i>Tobinq</i>			-0.949*** (0.235)	-0.008 (0.290)
<i>Roa</i>			0.425*** (0.053)	-0.606*** (0.070)
<i>Top1</i>			0.006 (0.019)	-0.014 (0.020)
<i>Msshare</i>				-0.020 (0.015)
<i>Structure</i>				-0.003 (0.007)
<i>Pgdp</i>				0.023* (0.013)
常数项	0.120*** (0.003)	-0.011 (0.062)	0.203*** (0.065)	0.122 (0.123)
城市固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
调整R ²	0.033	0.034	0.038	0.054
N	29 666	29 666	27 150	19 435

注：小括号内数值为标准误，***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。下同。

(二)机制检验

首先，对于融资约束机制，为综合从“量”“价”并行的视角客观反映企业融资约束程度，本文采用“信贷价格”和“信贷数量”进行联合测度。特别地，对于“信贷价格”的测度，本文采用企业利息支出与其获得的信贷总额之比衡量；对于“信贷数量”的测度，本文则采用企业从银行获得的信贷与其固定资产之比表示(司登奎等, 2022)。其次，对于“市场竞争”机制，本文借鉴李小林等(2021)的研究，采用基于主营业务收入测度的赫芬达尔指数表征市场竞争程度。该指标为反向指标，其值越大，表明企业的市场竞争程度越小。最后，对于“人力资本”机制，本文借鉴刘贯春等(2021)、李小林等(2024)的研究，采用企业员工中研究生学历及以上人数占比刻画人力资本水平。特别地，企业员工中研究生学历及以上人数占比越高，表明企业的高技能劳动力较多，即人力资本水平越高。

从表3列(1)和列(2)可以发现，地方政府债务治理对企业“信贷价格”的影响系数显著为负，对企业“信贷数量”的影响系数显著为正，这表明地方政府债务治理能够显著降低信贷成本和提高企业信贷数量，因而有助于通过缓解融资约束促进企业劳动收入份额增加。该结果所隐含的经济学含义可概述为，地方政府债务治理能够通过降低政府与企业间的融资竞争效应、降低信贷成本、提高企业信贷可得性，进而缓解企业融资约束，促进企业劳动收入份额提升。从这一角度来看，融资约束机制得证。

列(3)的结果显示，地方政府债务治理对市场竞争的影响系数显著为负，结合理论分析可进一步推断地方政府债务治理有助于促进市场竞争，进而促进企业劳动收入份额增加。地方政府债务治理不仅有助于提高要素的市场化配置效率，抑制行业垄断格局的演化，而且能降低产品的市场溢价及其垄断利润，特别是通过提高产品的需求弹性，缩小企业与劳动力之间的工资议价能力差距，从而促进企业劳动收入份额增加。此外，地方政府债务治理能够为商业银行“松绑”并塑造要素市场化供需体系的格局，这对于促进市场竞争以及提高企业劳动收入份额具有重要的作用。就此而言，市场竞争机制得证。

列(4)汇报了人力资本在地方政府债务治理的收入效应中所发挥的潜在机制作用。从中可以发现，地方政府债务治理对高技能劳动力的影响系数显著为正，这表明地方政府债务治理能够使得企业增加对高技能劳动力的雇佣。该结果隐含的经济学含义可概述为，地方政府债务治

理在提升企业可得资本质量的同时，还有助于增加企业对高技能劳动力的相对雇佣，进而促进企业的人力资本提升。伴随着地方政府债务治理以及企业高技能劳动力数量的增加，高技能劳动力凭借其议价能力以及技术水平能够获得更高的劳动报酬，从而增加企业劳动收入份额。从这一角度来看，人力资本机制得证。

表 3 机制分析结果

	融资约束		市场竞争	人力资本
	信贷价格	信贷数量		
	(1)	(2)	(3)	(4)
R_{for}	-0.021*** (0.004)	0.806*** (0.233)	-0.027*** (0.007)	0.345*** (0.076)
常数项	-0.235*** (0.087)	-39.966*** (5.100)	0.341*** (0.101)	-19.515*** (2.822)
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
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.035	0.388	0.815	0.284
N	12 540	14 090	18 947	13 242

(三) 稳健性检验^①

1. 动态效应检验。为提高核心研究结论的有效性，本文借鉴 Jacobson 等(1993)、刘贯春等(2022)的研究，进行了动态效应检验。图 1 显示了本文的动态效应回归结果，容易看出，动态效应系数在政策冲击年之前未通过显著性检验，这说明在地方债管理体制改革之前，控制组样本和实验组样本的劳动收入份额未表现出显著的根本性差异；而动态效应系数在外生冲击后一期开始显著为正，

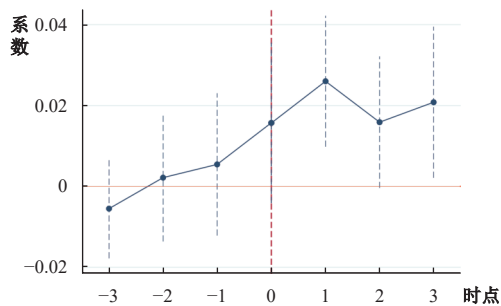


图 1 动态效应结果

这表明地方政府债务治理能够带来显著的正向收入效应。该结果体现了本文所构建的准自然实验满足平行趋势条件，表明本文的核心结论具有一定的有效性。

2. 排除其他同时期政策干扰。首先，近年来民营银行在完善金融服务实体经济的体制机制建设中发挥的作用越来越明显。特别地，为增强金融服务实体经济结构性调节功能，我国在放松民营银行市场准入管制以促进市场化建设方面采取了诸多建设性举措，在支持中小企业发展以及改善社会保障方面发挥了重要作用，这无疑会对企业劳动收入份额产生一定的正向促进作用。本文借鉴刘贯春等(2022)的研究，在基准模型中纳入地区是否设立民营银行的虚拟变量。从中可以发现，地方政府债务治理的收入效应依然显著为正，这说明了本文研究结论的可靠性与稳健性。

其次，为缓解企业融资约束，我国在利率市场化进程中进行了多轮富有成效的改革。这些改革不仅能够降低贷款利率与存款利率之间的差距(简称“利率楔子”)，而且有助于促进资本要素的自由流动，特别是在降低金融摩擦、提高信贷锚定效应以及缓解企业融资约束等方面发挥着重要作用(司登奎等, 2023)，这对于促进企业的有序运营与健康发展，进而提高企业劳动收入份额具有重要作用。为更准确地体现地方政府债务治理对企业劳动收入份额的影响，同时

^① 限于篇幅，本文没有列出稳健性检验的具体实证结果。如有需要，可向作者索取。

考虑到银行信贷渠道在我国金融市场服务实体经济的发展中扮演着重要角色，且不同地区的银行竞争程度对企业的信贷可得性也会产生影响，本文在基准模型中进一步纳入利率市场化改革与银行竞争的交互项，其中，地区银行竞争程度采用地区银行业赫芬达尔指数度量。从中可以发现，地方政府债务治理的正向收入效应依然稳健。

再次，国家税务总局在 2015 年正式实施了《一般反避税管理办法(试行)》(以下简称“反避税政策”)，该政策的实施与本文所关注的地方政府债务管理体制改实施时间基本同步，且该政策所发挥的效果与地方政府债务治理具有共性。为排除反避税政策对地方政府债务治理的收入效应所产生的干扰，本文在基准模型中控制了该政策颁布前一年各地方政府财政收入占 GDP 的比重与地方政府债务管理体制改革的交互项。结果表明，在控制反避税政策的潜在干扰后，地方政府债务治理的收入效应依然显著为正，这说明本文研究结论具有一定的稳健性。

最后，中央银行于 2015 年连续实施了五次频率较高和力度较大的降息降准政策组合，试图实现降低社会融资成本和优化信贷配置的目标。在这一过程中，降息降准政策在为实体企业提供流动性中所发挥的作用与地方政府债务管理体制改缓解企业融资约束的效果具有一定的相似性。为排除 2015 年连续降息降准政策对核心结论的干扰，本文在全样本中剔除了 2015 年样本。结果表明，在控制降息降准政策效果的干扰后，核心解释变量地方债管理体制改革的系数依然显著为正，这再次体现了本文研究结论具有稳健性。

3. 排除混同因素影响。为弱化混同因素对研究结论的干扰，本文借鉴 Demirci 等(2019)的研究，采用军费支出作为政府债务管理体制改革的工具变量。该工具变量选择的合理性在于，军费支出是政府预算的重要组成部分，其支出规模直接影响财政赤字程度，因而军费支出与政府债务存在经济相关性。同时，与税收收入以及转移支付相比，军费支出通常不完全受宏观经济环境的影响，即其对宏观经济的敏感性相对较低，故对企业劳动收入份额并未产生直接的影响。因此，军费支出满足工具变量的“相关性”和“排他性”条件。结果表明，工具变量的估计系数显著为负，这表明该工具变量与核心解释变量之间存在显著的统计相关性，且 Cragg-Donald Wald F 统计量和 Kleibergen-Paap Wald rk F 统计量结果都表明该工具变量不存在弱工具变量问题；核心解释变量地方债管理体制改革的系数依然显著为正，这进一步体现了地方政府债务治理的正向收入效应具有一定的稳健性。

4. 安慰剂测试。为了提高研究结论的有效性，本文采用安慰剂测试的方法对上述结论进行再检验。特别地，本文随机赋予不同地区政策冲击时点以及在同一时点下随机抽取地区进行准自然实验。由于对城市组划分与政策实施时间的选择都具有随机性，因此基于随机抽样的参数估计结果从理论上应服从 0 均值分布。为了提高安慰剂检验结果的有效性，本文依据上述步骤将样本进行随机抽样 1000 次并进行 OLS 参数估计。从图 2 中的安慰剂测试结果可以发现，1000

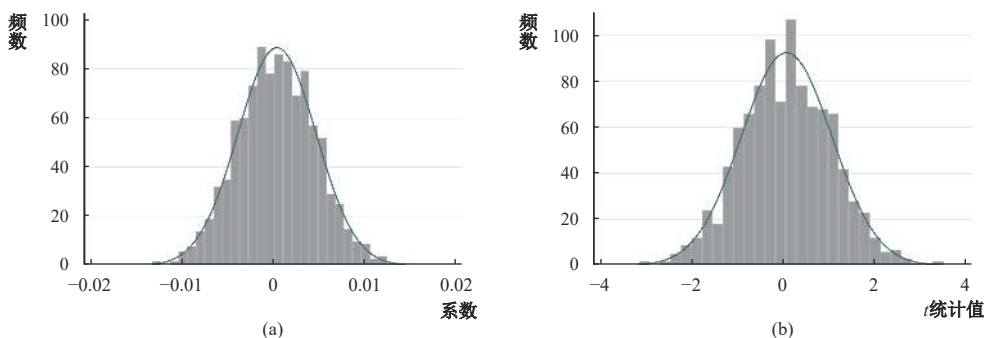


图 2 安慰剂检验

次随机抽样回归得到的估计系数均显著异于表 2 列(4)中的真实系数 0.017, 所有反事实回归的 t 统计值均小于真实 t 统计量的绝对值 2.833, 这表明地方政府债务治理的收入促进效应具有稳健性和可靠性。

五、异质性检验与进一步讨论

(一) 异质性检验

1. 融资依赖与融资缺口。基于理论分析可知, 地方政府债务治理有助于减少政企间融资竞争以及降低银行风险溢价, 并通过缓解企业融资约束来促进其劳动收入份额提升。一般而言, 对于外部融资依赖程度较高的企业, 地方政府债务治理为商业银行“松绑”而呈现的收入促进效应可能更为明显。为检验该逻辑是否成立, 本文借鉴江春等(2021)、司登奎等(2022)的研究, 采用企业从银行获得的借款以及通过发行债券而获得的现金总额来刻画外部融资规模, 并将其与总资产之比来刻画企业的外部融资依赖程度。若企业的外部融资依赖程度高于其所在行业的年度中位数, 则将其视为外部融资依赖程度较高的企业; 反之, 则将其视为外部融资依赖程度较低的企业。从表 4 列(1)和列(2)可以发现, 地方政府债务治理的收入效应在外部融资依赖程度较高的样本中显著为正, 而在外部融资依赖程度较低的企业中则不显著。该结果充分印证了地方政府债务治理改善企业收入分配格局的深层次原因是该政策缓解了企业的外部融资约束, 因此地方政府债务治理对企业劳动收入份额的正向促进效应在外部融资依赖程度较高的企业样本中更为显著。

伴随着地方政府债务治理的深入推进, 企业能否获得信贷资本以及获得信贷资本的规模还取决于其自身的融资缺口程度。为检验融资缺口在地方债管理体制改影响企业劳动收入份额的过程中所发挥的潜在作用, 本文借鉴郁芸君等(2021)的研究, 采用企业从银行获得的短期贷款和长期贷款之和来刻画企业实际融资; 并利用 HP 滤波计算出潜在融资, 采用潜在融资与实际融资之间的差额来刻画企业融资缺口。该值越大, 表明企业融资缺口越大; 反之, 则表示融资缺口较小。进一步地, 若企业的融资缺口大于其所在行业的年度中位数, 则将该企业视为融资缺口较大的企业; 反之, 则将其视为融资缺口较小的企业。表 4 列(3)和列(4)显示, 地方政府债务治理的收入效应在融资缺口较大的企业中显著为正, 而在融资缺口较小的企业中则不显著。这是因为, 融资缺口较大的企业对信贷的需求相对较大, 所以地方政府债务治理所释放的流动性倾向于流向融资缺口较大的企业, 由此在缓解企业融资约束并促进企业劳动收入份额提升方面发挥着潜在的“雪中送炭”作用。

表 4 融资依赖和融资缺口视角

	(1)	(2)	(3)	(4)
	融资依赖度高	融资依赖度低	融资缺口大	融资缺口小
R_{for}	0.021*** (0.008)	-0.001 (0.015)	0.024*** (0.007)	-0.013 (0.015)
常数项	0.118 (0.158)	-0.003 (0.221)	0.204 (0.137)	-0.401 (0.319)
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
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.059	0.066	0.057	0.096
N	13 777	5 632	15 871	3 552

2. 财政压力与期限结构。地方政府债务治理所带来的收入效应还与该地区的财政压力密切相关。若该地区的财政压力较大，则地方政府在进行债务治理时很有可能会给企业带来额外的税收负担，由此会抑制企业劳动收入份额；相反，若该地区的财政压力较小，则政府进行债务治理能为企业的高质量发展提供良好的营商环境，进而有助于促进企业劳动收入份额增加。本文据此推断，在财政压力较小的地区中，地方政府债务治理的收入效应可能更为明显。为检验上述推断，本文首先计算地方政府财政支出与财政收入之差，并以此刻画财政赤字；随后用地区GDP对其进行标准化，并用标准化之后的财政赤字来刻画财政压力。基于年度中位数，将样本划分为财政压力较大的地区和财政压力较小的地区。从表5列(1)和列(2)可以发现，地方政府债务治理的收入效应在财政压力较小的地区中显著为正，而在财政压力较大的地区中不显著，这说明地方政府债务治理的收入效应在财政压力较小的地区中更为明显。

地方政府债务治理所带来的收入效应还可能与债务期限结构相关。当政府债务的期限结构较长时，政企间的融资挤出效应可能更大，此时企业的经营活​​动及其劳动收入份额所受到的冲击也可能更大。为检验债务期限结构在政府债务治理收入效应中所发挥的潜在作用，本文借鉴Demirci等(2019)的研究，以地方政府城投债平均发行期限为临界值，并据此划分地方政府债务期限较长和较短样本组。回归结果如表5列(3)和列(4)所示，地方政府债务治理的收入效应在期限结构较长的样本中更显著，而在债务期限结构较短的样本中不明显，这体现了地方政府债务治理的收入效应在不同的债务期限结构中具有异质性。

表5 财政压力与期限结构视角

	(1)	(2)	(3)	(4)
	财政压力大	财政压力小	政府债务期限长	政府债务期限短
<i>Rfor</i>	0.007(0.009)	0.023*** (0.008)	0.016* (0.009)	0.013(0.009)
常数项	0.283(0.182)	0.043(0.178)	0.309* (0.158)	0.051(0.168)
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
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
调整R ²	0.062	0.050	0.062	0.051
<i>N</i>	9 155	10 280	10 403	9 015

(二)进一步讨论

本文还进一步从“过度负债”“税收规避”“相对雇佣密度”“风险承担”等维度探讨地方政府债务管理体制改​​革对企业行为决策的影响。

关于过度负债，本文借鉴陆正飞等(2015)的研究，使用实际负债率与目标负债率的差值衡量企业的过度负债水平。从表6列(1)可以发现，地方政府债务治理对企业过度负债的影响系数显著为负，这说明地方政府债务治理能够显著抑制企业的过度负债行为，对于促进企业稳杠杆以及高质量发展具有重要作用。

对于“税收规避”，本文借鉴陈德球等(2016)的研究，采用固定效应法并通过提取残差来刻画企业税收规避程度。从表6列(2)可以看出，地方政府债务治理的系数显著为负，这表明地方债管理体制改​​革有利于抑制企业税收规避动机，不仅能够提高企业的治理效率，而且对于提升企业的边际产出能力和促进企业高质量发展都十分重要。

地方政府债务治理在向市场释放流动性的同时，是否会导致企业增加对资本要素的配置而降低其对劳动要素的投入？为回答这一问题，本文借鉴杜鹏程等(2022)的研究，采用企业固定资

产与雇佣人数之比来衡量企业的相对雇佣密度。从表 6 列(3)可以发现, 地方政府债务治理对企业雇佣密度的影响系数显著为正, 这意味着地方政府债务治理的确增加了资本的相对使用。尽管劳动要素的雇佣一部分被替代, 但由于高技能劳动力明显增加, 这间接证明了人力资本在地方政府债务治理促进企业劳动收入份额增加中的重要性。

为刻画企业风险承担能力是否在地方政府债务治理前后发生根本性变化, 本文借鉴司登奎等(2022)的研究, 采用企业净资产收益率的三年滚动标准差来刻画企业风险承担。该指标的数值越大, 表明企业风险承担能力越高。从表 6 列(4)可以看出, 地方政府债务治理的系数显著为正, 这意味着地方政府债务管理体制能够显著促进企业风险承担能力提升, 对于促进企业涉足具有风险特征属性的研发业务和企业创新型发展尤为关键。

既然地方政府债务管理体制有助于促进企业的有序运营与健康发展, 那么该改革是否也会对企业所在地区的创新创业活动产生正向溢出效应呢? 为回答该问题, 本文依据样本上市公司注册地所属城市, 选取地区发明型专利授权总数作为被解释变量, 以此考察地方政府债务治理是否有助于促进地区整体的创新效应。从表 6 列(5)可以发现, 地方政府债务治理对地区发明型专利授权数的影响系数显著为正, 这表明地方政府债务治理在助力上市企业高质量发展的同时, 对企业所在地区的整体创新能力同样具有显著的正向溢出作用。

对于创业活动, 本文借鉴李小林等(2024)的研究, 结合投中数据库中的风险投资数据和国家工商行政管理总局新企业注册信息, 分别以风险投资交易总金额、地区风险投资交易总数以及地区新注册企业总数来刻画地区创业活动活跃度。检验结果如表 6 列(6)–列(8)所示, 地方政府债务治理对地区整体的风险投资规模、风险投资交易以及新注册企业的影响系数均显著为正, 这表明地方政府债务治理在促进企业高质量发展的同时, 还有助于促进企业所在地区企业家精神的提升以及地区创业活跃度的增加, 这对于提高实体经济活力及其高质量发展具有重要作用。

表 6 拓展性分析

Panel A: 企业层面的溢出效应				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	过度负债	税收规避	雇佣密度	风险承担
<i>Rfor</i>	-0.010 ^{**} (0.005)	-0.024 ^{***} (0.009)	0.015 ^{***} (0.005)	0.315 ^{***} (0.088)
常数项	-1.081 ^{***} (0.120)	-28.133 ^{***} (0.169)	5.267 ^{***} (0.183)	-2.321(1.686)
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
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.683	0.115	0.412	0.137
<i>N</i>	18 938	18 389	19 420	19 435
Panel B: 地区层面的溢出效应				
	(5)	(6)	(7)	(8)
	地区发明型专利授权	地区风险投资规模	地区风险投资交易次数	地区新增企业数
<i>Rfor</i>	0.283 ^{***} (0.100)	0.409 ^{***} (0.120)	0.166 [*] (0.094)	0.012 ^{***} (0.004)
常数项	-15.857 ^{***} (2.141)	-3.269(2.141)	-9.802 ^{***} (1.809)	0.936 ^{***} (0.079)
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
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.851	0.867	0.956	0.898
<i>N</i>	16 389	17 789	17 702	13 791

六、研究结论与政策启示

如何有效抑制地方政府债务规模的快速扩张并优化债务结构，这不仅关乎经济发展的韧性，而且对于防范化解系统性金融风险 and 促进实体经济高质量发展都十分重要。为有效治理地方政府债务并优化债务结构，中央政府出台了包括“开前门，堵后门”等债务置换与化解举措。尽管该举措在抑制地方政府债务规模演化方面具有显著成效，但其是否能在“防风险”的基础上带来收入分配完善的“稳增长”质效，特别是能否带来显著的收入促进效应并助力共同富裕目标的实现，鲜有研究对此展开系统性探讨。基于新发展格局下助力共同富裕的内在目标要求，本文以地方政府债务治理的收入效应为主线，系统探究了地方政府债务治理如何影响企业劳动收入份额。研究结论概述如下：

地方政府债务治理能够带来显著的收入增加效应，该效应的潜在传导机制表现为缓解企业融资约束、提高市场竞争以及提升人力资本。在控制同期其他政策、内生性处理、安慰剂检验等一系列稳健性测试后，上述结论仍保持稳健。随后的横截面分析结果表明，对于外部融资依赖度高、融资缺口大、政府财政压力小以及债务期限长的样本，地方政府债务治理的收入促进效应更为明显。此外，地方政府债务治理不仅能够显著降低过度负债、抑制税收规避、提高企业的相对雇佣密度和提升企业风险承担能力，而且能够显著促进企业所在地区的创新创业活动，从而表现出显著的正向溢出效应。

根据上述研究结论，本文可以获得如下政策启示：

第一，由于地方政府债务治理能够减少政企间的融资竞争，特别是通过缓解企业的融资约束提高企业劳动收入份额，呈现出显著的收入增加效应，因此要在中央政府提出的健全地方政府债务治理长效机制的前瞻性方针指引下，有效弱化政府对融资平台的隐性担保，促进融资平台的转型升级，同时对地方政府的债务规模和结构形成常态化监管与预警，优化地方政府债务形成机制的顶层制度设计，在防范化解地方政府债务风险的基础上促进收入份额增加，从而为促进企业有序运营与经济高质量发展提供良好的市场环境。

第二，地方政府债务治理有助于降低银行风险溢价并提高要素市场配置效率，进而能够抑制市场或行业垄断格局的形成，这对于促进企业劳动收入份额增加具有正向作用。一方面，决策部门可考虑进一步优化与实体经济高质量发展相适配的金融结构，健全并构建现代金融市场体系，在风险管控的约束范围内为银行“松绑”，提高金融机构的信贷配置效率，持续培育更具竞争能力的金融市场；另一方面，决策部门还需要进一步增强金融服务实体经济高质量发展的结构性调节功能，着力围绕“稳增长”和“防风险”双重目标进行制度性创新设计，这对于促进实体经济高质量发展具有重要意义。

第三，由于提高企业对高技能劳动力的需求并进而优化企业雇佣结构是地方政府债务治理完善收入分配格局的重要作用路径之一，因此在化解地方政府债务风险的同时，决策部门应着重关注低技能劳动力的结构性失业问题，避免企业对高技能劳动力的过度需求而引发低技能劳动力的结构性失业。针对这一潜在问题，政府部门可通过建立健全更为积极有效的社会保障措施，以降低劳动力市场的结构性变动对经济和社会带来不利冲击。同时，政府还可规范企业信息披露的制度性约束机制，着力提高企业的信息披露质量，降低企业与劳动力之间因信息摩擦而带来的不对称性问题，进而在提高人力资本的同时促进实体经济高质量发展。

主要参考文献：

[1]杜勇,孙帆,谭丽丽,等.共同机构所有权与企业劳动收入份额[J].财经研究,2023,(11):155-168.

[2]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.

- [3]江轩宇,贾婧.企业债券融资与劳动收入份额[J].财经研究,2021,(7):139-153.
- [4]江轩宇,朱冰.资本市场对外开放与劳动收入份额——基于沪深港通交易制度的经验证据[J].经济学(季刊),2022,(4):1101-1124.
- [5]李小林,常诗杰,司登奎.货币政策、经济不确定性与企业投资效率[J].国际金融研究,2021,(7):86-96.
- [6]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.
- [7]李小林,司登奎,王可心.我国资本市场开放能否促进企业自主创新?——基于“沪深港通”交易制度的经验证据[J].统计研究,2024,(5):51-63.
- [8]李永友,张帆.垂直财政不平衡的形成机制与激励效应[J].管理世界,2019,(7):43-59.
- [9]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):60-76.
- [10]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.
- [11]刘贯春,司登奎,刘芳.人力资本偏向金融部门如何影响实体经济增长?[J].金融研究,2021,(10):78-97.
- [12]马勇,章洪铭.地方融资平台债务风险传导机制与政策应对[J].中国工业经济,2023,(8):42-60.
- [13]毛捷,刘潘,吕冰洋.地方公共债务增长的制度基础——兼顾财政和金融的视角[J].中国社会科学,2019,(9):45-67.
- [14]邱志刚,王子悦,王卓.地方政府债务置换与新增隐性债务——基于城投债发行规模与定价的分析[J].中国工业经济,2022,(4):42-60.
- [15]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.
- [16]司登奎,李小林,葛新宇.金融稳定目标下非常规财政政策与宏观审慎政策的协同效应研究[J].统计研究,2023,(6):36-48.
- [17]司登奎,李颖佳,李小林.中国银行业竞争与非金融企业影子银行化[J].金融研究,2022,(8):171-188.
- [18]宋傅天,姚东旻.“城投部门”议价能力与地方政府债务扩张[J].管理世界,2021,(12):92-108.
- [19]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):4-20.
- [20]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.
- [21]郁芸君,张一林,彭俞超.监管规避与隐性金融风险[J].经济研究,2021,(4):93-109.
- [22]张牧扬,潘妍,范莹莹.减税政策与地方政府债务——来自增值税税率下调的证据[J].经济研究,2022,(3):118-135.
- [23]周世愚.地方政府债务风险:理论分析与经验事实[J].管理世界,2021,(10):128-137.
- [24]Cong L W, Gao H Y, Ponticelli J, et al. Credit allocation under economic stimulus: Evidence from China[J]. *The Review of Financial Studies*, 2019, 32(9): 3412-3460.
- [25]Demirci I, Huang J, Sialm C. Government debt and corporate leverage: International evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 133(2): 337-356.
- [26]Fan J Y, Liu Y, Zhang Q, et al. Does government debt impede firm innovation? Evidence from the rise of LGFVs in China[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2022, 138: 106475.
- [27]Fonseca J, Van Doornik B. Financial development and labor market outcomes: Evidence from Brazil[J]. *Journal of Financial Economics*, 2022, 143(1): 550-568.
- [28]Fostel A, Geanakoplos J. Leverage cycles and the anxious economy[J]. *The American Economic Review*, 2008, 98(4): 1211-1244.

[29]Huang Y, Pagano M, Panizza U. Local crowding-out in China[J]. *The Journal of Finance*, 2020, 75(6): 2855–2898.

[30]Jacobson L S, LaLonde R J, Sullivan D G. Earnings losses of displaced workers[J]. *The American Economic Review*, 1993, 83(4): 685–709.

The Income Effect of Local Government Debt Governance

Li Xiaolin¹, Si Dengkui²

(1. *School of Economics, Ocean University of China, Qingdao 266100, China;*

2. *School of Economics, Qingdao University, Qingdao 266061, China*)

Summary: In the current context, Chinese enterprises are confronting unprecedented uncertainty in their production and operations, which negatively impacts labor income shares and spreads through a domino effect on the economy and financial system, exacerbating systemic financial risks. Therefore, how to effectively respond to the decline in labor income shares while preventing and resolving local government debt risks has become a key link in promoting high-quality development of the real economy. In fact, China has implemented a series of measures to tackle local government debt risks and improve the distribution pattern of national income. One notable initiative is the reform of local government debt management launched in 2015, which fundamentally constrains the debt financing mode for local governments.

Taking the debt management system reform implemented by local governments across China in 2015 as an exogenous shock, this paper uses the DID model to identify the income effect of local government debt governance. The study shows that local government debt governance can bring a significant positive income effect, and alleviating financing constraints, intensifying market competition, and improving human capital are the core mechanisms of this effect. Furthermore, this paper finds that the positive income effect of local government debt governance exhibits significant structural differences in samples with different attributes. In addition, local government debt governance can not only reduce excessive debt, curb tax evasion, increase relative employment density, and enhance their risk-taking ability, but also help promote innovation and entrepreneurship activities in the regions where enterprises are located.

The marginal contributions of this paper are as follows: First, it confirms the income effect of local government debt governance, fully reflecting the role of local government debt governance in achieving the goals of “risk prevention” and “stable growth”, which is crucial for establishing a long-term mechanism of local government debt governance, improving income distribution structures, and promoting the high-quality development of the real economy. Second, based on the framework of “government-bank-enterprise”, it explains the underlying mechanism of the income effect of local government debt governance, providing theoretical foundations and practical insights on enhancing labor income shares and promote common prosperity. Third, it has important theoretical and practical value for optimizing the government financing structure and alleviating the competitive pressure of financing between the government and enterprises.

Key words: government debt governance; income effect; financing constraints; market competition; human capital

(责任编辑 景 行)