

地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗?^{*}

刘畅 曹光宇 马光荣

内容提要: 中小企业融资是党中央以及社会各界长期以来关注的热点问题。本文将县级地方政府融资平台名单与 2006—2011 年县级金融机构贷款数据进行匹配,利用不同县域成立地方政府融资平台时间的差异构造双重差分模型,首次从实证上发现了地方政府融资平台成立对县域中小企业贷款的挤出效应。研究发现,地方政府融资平台成立将会显著降低国有大型商业银行发放的中小企业贷款,但不会影响农村金融机构的中小企业贷款。进一步分析表明,地方政府融资平台成立提高了县域固定资产投资强度,但未能在短期内带来经济产出的显著提升。本文的实证结果表明,地方政府融资能够通过挤出中小企业贷款这一渠道对整个经济体系的资源配置产生影响。本文的发现对今后一个时期有效缓解中小企业融资难问题和进一步深化地方政府债务治理具有重要意义。

关键词: 中小企业贷款 地方政府融资平台 挤出效应 国有大型商业银行

一、引言

以非公有制经济为主体的中小企业在中国特色社会主义市场经济发展中居于重要地位。长期以来,党中央高度重视中小企业,采取了诸多举措保障中小企业权益、促进中小企业发展。在国家政策的大力支持下,我国中小企业发展势头总体良好,但在融资等方面仍面临一定的壁垒和困难。这一问题在当前我国经济进入新常态的背景下,在个别行业和地区暴露得尤为明显。为此,习近平总书记在 2018 年 11 月 1 日主持召开的民营经济座谈会上专门强调,必须“解决民营企业融资难融资贵问题。要优先解决民营企业特别是中小企业融资难甚至融不到资问题,同时逐步降低融资成本”。^①中小企业融资难问题在世界范围内普遍存在。^②中小企业由于信用缺失、抵押不足等特性,在信息不对称的金融市场天然处于劣势地位(Beck & Demirgüç-Kunt, 2006)。中小企业面临的融资约束会影响企业的经营决策,限制企业的发展(Beck et al., 2005; Cull & Xu, 2005)。

讨论中小企业融资难问题的成因需要从金融市场的供给端和需求端两个方面展开。在供给端,我国目前的金融体系仍然以银行(特别是国有大型商业银行)为主体,这一金融体系在为中小企业融资服务方面具有天然的劣势(林毅夫和李永军, 2001; 刘畅等, 2017; 张一林等, 2019)。大量实证研究从作为信贷供给方的金融机构入手,讨论了银行规模、银行业集中度和银行业竞争程度等金融结构特征对中小企业贷款的影响。一般的结论是,银行规模越大、银行业集中度越高、银行业竞争程度越低,中小企业越难获得贷款(Berger & Udell, 2014; Chong et al., 2013)。

在需求端,中小企业面临着地方政府和国有企业等不同融资者的激烈竞争(陆正飞等, 2015;

^{*} 刘畅,普林斯顿大学当代中国研究中心、香港中文大学(深圳)经管学院,邮政编码:08542,电子信箱:cl44@princeton.edu;曹光宇,北京大学光华管理学院,邮政编码:100871,电子信箱:cgy1117@pku.edu.cn;马光荣(通讯作者),中国人民大学中国财政金融政策研究中心、财政金融学院,邮政编码:100872,电子信箱:grma@ruc.edu.cn。作者感谢国家自然科学基金面上项目(71773125, 71973002, 71973142)和重点项目(71533006)的资助,感谢匿名审稿专家的宝贵建议,但文责自负。

^① 习近平《在民营企业座谈会上的讲话》,新华社,2018年11月1日。

^② Beck & Demirgüç-Kunt(2006)对这一方面的研究进行了较为完备的综述。

王永钦等 2015)。在中小企业的诸多信贷市场竞争者中,地方政府需要受到特别的关注。地方政府对金融市场的深度参与是我国金融体系的一个基本特征。作为地方政府金融创新的重要组成部分,各级地方政府纷纷成立政府融资平台,并通过这些平台从金融体系获得资金用于地方经济建设。与中小企业相比,地方政府融资平台拥有更为充足的抵押品以及地方政府的隐性兜底保障,在获取银行信贷方面具有天然的优势。审计署发布的《全国地方政府性债务审计结果》(2011年第35号审计结果公告)显示,2010年底的地方政府性债务余额当中,从融资主体来看,由融资平台公司举借的债务为49710.68亿元,占地方政府性债务的46.38%;从资金来源来看,来自银行贷款有84679.99亿元,占地方政府性债务的79.01%,而这一数额甚至高于2010年年末的全部中小企业贷款余额(约72700亿元),约占当年全部金融机构人民币境内贷款余额的17.7%。巨大的体量使得地方政府融资平台在信贷市场上具有举足轻重的地位。然而,地方政府融资平台对地方金融市场资源配置的影响,特别是对中小企业融资的影响尚未受到文献的关注。

本文将县级地方政府融资平台名单与2006—2011年县级金融机构贷款数据进行匹配,利用不同县成立地方政府融资平台时间的差异构造双重差分(differences-in-differences, DID)模型,从实证上发现了地方政府融资平台成立对中小企业贷款的挤出效应。具体而言,地方政府融资平台成立将会显著降低国有大型商业银行发放的中小企业贷款,但不会影响农村金融机构的中小企业贷款。进一步的分析表明,地方政府融资平台成立提高了县域固定资产投资强度,但未能在短期内带来经济产出的显著提升。本文的实证结果表明,地方政府融资能够通过挤出中小企业贷款这一渠道对整个经济体系的资源配置产生影响。

本文首次从实证上发现了地方政府融资平台成立对中小企业融资的挤出效应,为解决中小企业融资难问题提供了新的分析视角。地方政府融资平台是我国经济快速发展进程中一个过渡性制度安排,在基础设施形成的过程中发挥了极为重要的作用(范剑勇和莫家伟,2014; Song & Xiong, 2018)。近年来,一些文献开始关注地方政府债务所带来的潜在负面效应。Huang et al. (2016)和Liang et al. (2017)分别将自行构建的地方债指标和城投债数据与样本多为大中型企业的中国工业企业数据库匹配后发现,地方政府债务对民营企业的投资存在挤出效应,对国有企业和外资企业的投资没有显著影响;地方政府债务增加会提高国有企业的杠杆率、降低民营企业的杠杆率。与上述研究不同的是,本文直接考察了地方政府融资平台对县域中小企业融资的影响。从更广泛意义上来说,本文从地方政府债务的视角研究了公共部门对私人部门经济活动的挤出效应。

二、制度背景

分税制改革以来,地方政府面临着事权、支出责任与财力不匹配的困境,在经济建设(特别是基础设施建设)过程中存在着巨大的资金缺口。然而,1994年出台的《预算法》不允许地方政府举债。在解决这一矛盾的过程中,地方政府进行了一系列的制度创新。这一过程大体上经历了以“土地财政”为主和以地方政府融资平台为主两个阶段。

根据我国现行的土地制度,地方政府是城市国有建设用地的唯一供给者。在以“土地财政”为主要筹资模式的第一阶段,地方政府利用其在土地市场的垄断地位,在工业用地和商住用地上采取不同的出让策略。通过低价出让工业用地、高价出让商住用地,地方政府在短期获取财政收入和长期吸引工业投资之间实现了平衡(范剑勇和莫家伟,2014)。然而,“土地财政”筹资模式很快到达了瓶颈期。一方面,2003年以来中央政府对地方政府土地出让的各类管制措施逐渐增强(白彦锋和刘畅,2013);另一方面,随着征地成本的上升,地方政府出让国有土地使用权的利润率逐年下降。在这种情况下,各地方政府纷纷成立了融资平台公司,开始进入以融资平台债务为主要筹资模

式的第二阶段。^① 地方政府融资平台具有如下一些共同特点: 第一, 地方政府融资平台由地方政府设立并由地方政府绝对控制, 平台公司负责人由地方政府任命并接受其直接领导; 第二, 地方政府融资平台直接参与地方基础设施建设和运营; 第三, 地方政府向融资平台公司注入财政资金或者土地使用权等国有资产, 作为其在金融市场进行融资的抵押品; 第四, 地方政府融资平台融资时由地方政府提供担保或者隐性担保承诺。

为了应对 2008 年爆发的全球金融危机对我国经济运行产生的负面影响, 中央出台了以“四万亿”经济刺激计划为核心的一揽子政策措施。现有的文献普遍认为这一刺激计划是诱发中国地方政府债务规模膨胀的重要原因(Bai et al., 2016; Liu & Xiong, 2018; Song & Xiong, 2018; Chen et al. 2020)。2009 年 3 月, 中国人民银行与原银监会联合公布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》(银发 [2009] 92 号), 明确提出“鼓励地方政府通过增加地方财政贴息、完善信贷奖补机制、设立合规的政府投融资平台等多种方式, 吸引和激励银行业金融机构加大对中央投资项目的信贷支持力度。支持有条件的地方政府组建投融资平台, 发行企业债、中期票据等融资工具, 拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道。”2009 年 10 月, 财政部公布了《关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知》(财建 [2009] 631 号), 允许地方政府利用政府融资平台通过市场机制筹措用于中央扩大内需投资的地方配套资金。在上述文件的推动下, 地方政府通过融资平台举借的债务出现了井喷, 地方政府性债务余额增长率从 2008 年的 23.48% 急剧攀升至 2009 年的 61.92%。^②

随着地方政府融资平台债务规模的急剧扩张和局部地区地方政府性债务风险的暴露, 中央政府对地方政府融资平台的政策导向在较短的时间内由鼓励转为收紧和控制。2010 年 6 月, 《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》(国发 [2010] 19 号) 中首次要求对融资平台公司债务进行全面的清理。在平台分类管理方面, 文件要求“对只承担公益性项目融资任务且主要依靠财政性资金偿还债务的融资平台公司, 今后不得再承担融资任务”; 在融资担保方面, “地方各级政府及其所属部门、机构和主要依靠财政拨款的经费补助事业单位, 均不得以财政性收入、行政事业等单位的国有资产, 或其他任何直接、间接形式为融资平台公司融资行为提供担保”; 在银行贷款准入条件、审批要求和监督管理方面也要求执行更为严苛的标准。2011 年 3—5 月和 2013 年 8—9 月, 审计署在很短的时间内连续组织了两次全国地方政府性债务审计, 反映出决策层对地方政府性债务风险的高度警惕。在两次地方政府性债务审计基本摸清地方政府债务存量的情况下, 一系列清理、规范地方政府融资平台的政策文件密集出台。

2014 年 8 月, 新《预算法》通过, 地方政府正式拥有了通过发行债券筹集资金的法定权力。《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发 [2014] 43 号) 规定, 地方政府举债必须采取政府债券方式, 并且不得突破上级规定的地方政府债务规模限额。地方政府债务被分为一般债务和专项债务两类, 分别通过发行一般债券和专项债券融资。融资平台公司的政府融资功能自此被剥离。由于存量债务数额巨大, 地方政府面临着巨大的债务展期压力。部分地方政府债务转入金融机构的表外渠道(即所谓的“影子银行”), 例如政信合作信托贷款、金融租赁、委托贷款、保险理财、银票保函和资管计划等形式继续运转。部分地方政府还通过 PPP 模式、政府投资基金和政府购买服务等方式变相举债。中国人民银行发布的《中国金融稳定报告 2018》披露, 某省 2017 年年末的隐性债务比显性债务高出 80%, 其中来自银行的显性和隐性债务占全省债务总额的比重超过 35%。这

^① 现有的文献已经开始关注这一重大转变(郑思齐等 2014; Bai et al. 2016; 张莉等 2018; Song & Xiong, 2018; Liu & Xiong, 2018)。

^② 中华人民共和国审计署《全国地方政府性债务审计结果》2011 年第 35 号审计结果公告。

一案例表明,地方政府在债券市场以外的融资行为并未真正消失。

在信贷市场上,中小企业在与地方政府融资平台的竞争中处于绝对劣势地位。首先,地方政府融资平台资本充足,并且拥有地方政府注入的土地使用权、土地出让收入以及其他优质国有资产,这些优质资产天然就是银行发放贷款的抵押物。其次,地方政府融资平台通常都由地方政府以自身信用进行直接担保或者隐性担保。最后,地方政府融资平台由地方政府设立并控制,其所开发建设和运营的项目基本上都由地方政府推动和主导,给这些项目发放贷款即使出现问题在国有大型商业银行内部也不易被追究责任。基于上述原因,我们有理由推测,在当前我国国有大型商业银行占据主导地位的信贷市场上,地方政府融资平台可能会对中小企业贷款产生挤出效应。

三、实证策略与数据描述

(一) 地方政府融资平台成立的定义

受到数据来源的限制,现有研究中国地方政府债务的文献主要使用地方政府融资平台所发行的城投债余额作为地方政府债务规模的代理变量(王永钦等,2016;张莉等,2018)。这一指标存在着以下两点局限性,无法用于本文的研究。第一,城投债的发行门槛很高,只有较大的地方政府融资平台公司才能发债,因此城投债余额不能很好地度量不发达地区地方政府和多数县级地方政府的融资行为。第二,绝大多数中小企业无法直接在债券市场发行企业债券,银行信贷是其主要的融资手段。如果想要研究地方政府债务对于中小企业融资的挤出效应,就必须关注地方政府在信贷市场上的活动。

正如本文第二部分所指出的,地方政府融资平台在地方政府融资活动中居于核心地位。审计署分别于2011年和2013年对全国范围内所有的地方政府融资平台进行了“见人、见账、见物,逐笔、逐项”的系统性审计。两次审计中涉及到的所有地方政府融资平台均被纳入了原银监会的监管范围。为了便于金融机构更好地控制地方债务风险,原银监会每季度提供一次完整的地方政府融资平台名单。为了防止遗漏,将各季度提供的名单取并集,获得了较为完整的地方政府融资平台名单库。本文根据平台名称及其对应的组织机构代码,利用网络爬虫技术从几家大型企业信息查询网站抓取了所有平台公司的成立时间、登记机关和所在地等信息,并将其匹配到各县级行政单位。本文从以下两个方面对融资平台名单进行了精炼。第一,原银监会披露的政府融资平台名单当中,包括部分政府部门(如县财政局、交通局)和事业单位(如学校、医院)。一方面,此类平台的融资活动依附于党政机关和事业单位的自身职能,并非通常意义上的地方政府融资平台;另一方面,这些部门和事业单位不存在具有现实意义的成立时间,因而将其从名单中删除。第二,本文主要在县级层面考察地方政府融资的影响,因此删去了省、地级的政府融资平台。

理想状态下,应当使用某地所有平台的年度财务报表数据进行分析。遗憾的是,我们无法通过公开渠道获取这一数据。作为一个可行的替代方案,利用某县某年开始设立地方政府融资平台的哑变量作为本文的核心解释变量。如果该县之前已经有了融资平台,新增加融资平台公司的数量时我们不再更改这一解释变量的取值。^①各年度县级地方政府融资平台成立情况如图1所示。可以看到,各县首次成立融资平台的时间具有较大的差异。截至2005年底,约有50%的县级行政单

^① 根据匿名审稿专家的意见,我们也考虑了在基准回归中加入 $\log(1 + \text{融资平台个数})$ 或者单独使用其作为自变量的模型,但未能发现其在本文使用的主要解释变量之外有额外的解释力。是否成立了地方政府融资平台与融资平台的数量两种度量指标是经济学中经典的外延边际(extensive margin)和集约边际(intensive margin)差别的问题。一种可能的解释是,地方政府融资平台的有与无直接决定了县级地方政府能否通过地方融资平台贷款的方式融资,其影响更为重要。另一种可能的解释是,地方政府融资平台数量不是度量地方政府融资行为的好的指标。各地区设立数量众多的地方政府融资平台公司,主要目的是绕开法律和政策层面的制度限制,不同公司之间存在复杂的股权、债券和人事关联,更多的是相互配合的关系。

位已经设立了地方政府融资平台。在本文的样本期内(2006—2011年),这一比例上升至80%。在2012年之后,仍有约20%的县级行政单位没有成立融资平台。这一县域-年度层面的变异为我们使用双重差分模型识别地方政府融资平台成立对中小企业贷款的挤出效应提供了可能。

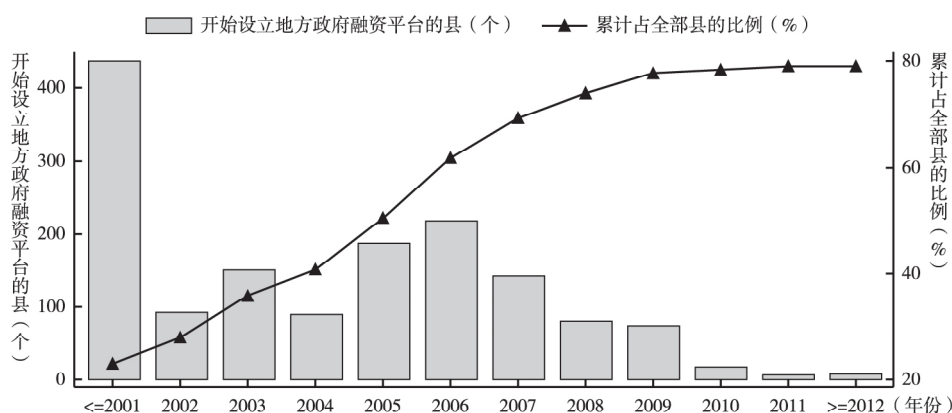


图1 分年度县级政府融资平台成立情况

(二) 实证策略

本文采用如方程(1)所示的双重差分模型识别政府融资平台成立对因变量的影响:

$$y_{ct} = \alpha + \beta PostTreat_{ct} + \mu_c + \lambda_t + \pi G_c \times t + (S_c \times \lambda_t) \theta + X'_{ct} \delta + \varepsilon_{ct} \quad (1)$$

其中 y_{ct} 为县域-年度层面的因变量; $PostTreat_{ct}$ 为本文所关心的核心自变量,即地方政府融资平台成立,当 c 县 t 年存在政府融资平台时取1,否则取0; α 为常数项; μ_c 和 λ_t 分别代表县域固定效应和年度固定效应; X_{ct} 为县级层面的控制变量,包括用第一产业增加值占GDP比重和第二产业增加值占GDP比重度量的县级产业结构、用年末总人口对数值捕捉的县级经济规模以及地级层面的外商直接投资对数值; ε_{ct} 为误差项,本文使用县级层面的聚类稳健标准误; β 为我们关心的核心参数,即地方政府融资平台成立对中小企业贷款的影响。值得注意的是,地方政府首次设立融资平台的时间并不是随机的,而是由地方政府经济发展情况和地方政府财力缺口等多方面因素共同决定的。尽管本文所关心的主要因变量中小企业贷款不会直接影响地方政府是否设立融资平台的决策,但仍可能存在一些无法控制的混淆变量(confounding variables)同时与中小企业贷款和地方政府融资平台成立相关。为此,参照Duflo(2001)的做法,在DID模型中控制了先定县域特征(S_c)与年度固定效应(λ_t)的交互项,从而允许这些县域特征在各年度对因变量产生异质性影响。在控制了先定县域特征与年度固定效应的交互项以及加入表示 c 县属于处置组还是对照组的虚拟变量(G_c)的线性时间趋势($G_c \times t$)后, DID 模型中处置组(treatment group)和对照组(control group)的因变量在地方融资平台成立之前的平行趋势假定被放松为条件平行趋势假定(Li et al. 2016)。为了对因变量是否满足事前平行趋势进行检验,同时探究处置效应(treatment effect)的时间分布,估计如(2)式所示的事件研究(event study)方程:

$$y_{ct} = \alpha + \sum_{j=1}^6 \gamma_j Pre_{cj} + \sum_{k=0}^4 \beta_k Post_{ck} + \mu_c + \lambda_t + \pi G_c \times t + (S_c \times \lambda_t) \theta + X'_{ct} \delta + \varepsilon_{ct} \quad (2)$$

其中 Pre_{cj} 为一组虚拟变量,代表处置组 c 县在政府融资平台成立之前第 j 年; $Post_{ck}$ 则代表处置组 c

① 如果地方政府融资平台成立通过这些随时间变化的控制变量作用于我们关心的因变量,那么这些控制变量可能成为“坏控制”(bad control)。幸运的是,我们发现是否加入控制变量对我们关心的系数的影响极为微小。

② 允许误差项在各县所在的地级行政区域内相关也不会对本文回归结果的统计推断产生影响。

③ 在本文中,2011年及之前已经成立了地方政府融资平台的县被定义为处置组,其余的县为对照组。

县在融资平台成立当年($k=0$)及成立后第 k 年。受到图幅的限制,本文将成立前6年以上的各期归并到第6年、成立后4年以上的各期归并到第4年,并以融资平台成立前第3年作为基期。此时融资平台成立之前各期系数的估计值可用于检验处置组和对照组样本在融资平台成立之前的趋势是否平行,而之后各期系数的估计值则可以刻画融资平台成立后各年度处置效应的分布情况。方程(2)中其他变量的含义均与方程(1)相同。

表1 描述性统计

变量		样本观测值	均值	标准差
Panel A: 县域-年度结果变量				
国有大型商业银行	中小企业贷款(log)	10936	8.350	3.153
	中小企业贷款占比(%)	10936	19.529	22.152
	获得贷款企业数(log)	10936	3.823	1.892
	贷款余额(log)	10936	11.198	1.630
	农户贷款(log)	10936	6.930	3.336
	不良贷款(log)	10936	7.249	3.217
农村金融机构	中小企业贷款(log)	10982	8.907	2.484
	中小企业贷款占比(%)	10982	21.457	18.149
	获得贷款企业数(log)	10982	4.462	1.840
	贷款余额(log)	10982	11.164	1.071
	农户贷款(log)	10982	10.394	1.344
	不良贷款(log)	10982	8.856	1.544
县域中小企业贷款(log)		10936	10.336	1.835
地级行政区其他县中小企业贷款(log)		10800	12.451	1.687
人均城镇固定资产投资完成额(元/人)		10936	16152.2	17403.38
人均GDP(元/人)		10936	8276.258	11421.53
Panel B: 县级先定特征变量(2005年)				
人均GDP(元/人)		1898	9624.062	8632.67
人口密度(万人/平方公里)		1898	392.058	568.013
人均地方一般预算财政收入(元/人)		1898	0.030	0.030
城镇固定资产投资完成额占GDP比重(%)		1898	0.622	0.290
城乡居民储蓄存款余额占GDP比重(%)		1898	0.477	0.280
年末金融机构各项贷款余额占GDP比重(%)		1898	0.343	0.291
平均海拔(米)		1898	802.218	915.372
平均坡度		1898	2.608	2.422
Panel C: 随时间变化的控制变量				
县级层面	人口总数(log)	11049	3.590	0.818
	第一产业增加值占GDP比重	11049	24.284	12.599
	第二产业增加值占GDP比重	11049	42.669	16.502
地级层面	外商直接投资(log)	1854	10.739	1.998

3. 数据、变量与描述性统计

本文所用的县级银行业金融机构数据来自原银监会 样本时间跨度为 2006—2011 年。在本文的样本区间,股份制商业银行和城商行在非市辖区的县网点数量有限,本文主要关注国有大型商业银行和农村金融机构。前者指中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行和交通银行等五家综合性大型商业银行,后者则指农村信用社、农村合作银行、农村商业银行、新型农村金融机构、村镇银行和农村资金互助社等六类农村金融机构。在统计指标方面,本文重点关注贷款总额、中小企业贷款、农户贷款、不良贷款以及获得贷款的企业数等变量。^①

正如本文以上部分所介绍的,我们控制了先定县域特征与年度固定效应的交互项。我们考虑了以下四个方面的县域特征:一是经济发展水平和市场规模,主要以人均 GDP 和人口密度来衡量;二是地方政府财力和固定资产投资强度,度量指标为人均地方一般预算财政收入和城镇固定资产投资完成额占 GDP 的比重;三是金融深化程度,以城乡居民储蓄存款余额和年末金融机构各项贷款余额占 GDP 的比重作为代理变量;四是自然条件,以县域内的平均海拔和平均坡度度量。由于本文所使用的因变量样本区间为 2006—2011 年,我们以 2005 年各县上述变量取值作为先定县域特征。县级 GDP 来自各省、市年鉴;年末总人口、行政区面积、地方财政一般预算收入、城镇固定资产投资完成额、城乡居民储蓄存款余额和年末金融机构各项贷款余额来自《中国县(市)社会经济统计年鉴(2006)》;各县的平均海拔和平均坡度由数字高程模型(DEM)和地理信息系统软件 ArcGIS 计算得到。本文随后的分析中还使用了一些随时间变化的控制变量,主要包括分县分年度的年末总人口对数值、第一产业和第二产业各自占 GDP 的比重以及分地级行政区域分年度的外商直接投资总额对数值,其中地级数据来自《中国区域经济统计年鉴》。^②本文中所有以货币计价的指标,都用省级 GDP 平减指数调整到以 2006 年为基期以消除价格因素的影响。^③考虑到市辖区对地市级政府的依赖程度较高,并且无法区分地级市本级融资平台公司和市辖区融资平台公司的影响,本文的研究对象不包括市辖区。考虑到四个直辖市和西藏自治区在经济地位方面的特殊性,本文删去了直辖市和西藏自治区的样本。最终,本文使用的是 1898 个县 2006—2011 年的面板数据。^④表 1 汇报了本文用到的各主要变量的描述性统计。

四、地方政府融资平台成立对于中小企业贷款的影响

(一) 基本实证结果

首先报告本文的基本实证结果,即地方政府融资平台成立对于中小企业贷款的影响。表 2 前两列以国有大型商业银行的中小企业贷款对数值作为因变量,其中第 1 列仅控制了县域和年度固定效应,第 2 列加入了处置组线性时间趋势、先定县域特征(即表 1 的 Panel B 中的变量)与年度固定效应的交互项以及随时间变化的其他控制变量。通过加入上述控制变量,本文的模型可以更灵活地捕捉各类县域特征对因变量的异质性时间效应,并且在一定程度上减少遗漏变量带来的偏误。实证结果显示,地方政府融资平台成立对国有大型商业银行的中小企业贷款产生了明显的挤出效应。

^① 本文原始数据中所指的中小企业,是根据 2003 年国家四部委联合发布的《中小企业标准暂行规定》统计的,与当前执行的标准不同。

^② 外商直接投资用当年外币对人民币平均汇率换算为以人民币计价。

^③ 省级 GDP 平减指数来自历年《中国统计年鉴》。

^④ 需要指出的是,这 1898 个县当中有 4 个县没有五大国有商业银行的分支机构,另有 5 个县没有农村金融机构的分支机构。因此,在后续的回归分析中,以五大行和农村金融机构指标为因变量的回归样本组成略有差异。

表2第3、4列关注的是农村金融机构的中小企业贷款。与国有大型商业银行的估计结果相比,估计系数的绝对值均较小并且在统计上不显著,表明地方政府融资平台成立对农村金融机构的中小企业贷款并未产生实质影响。由于农村金融机构资本规模较小、贷款结构中的高风险贷款比例更高、抵御风险的能力更差,原银监会对农村金融机构发放融资平台贷款一直持审慎态度并且出台了一系列的文件加以限制。例如,《中国银监会办公厅关于农村合作金融机构项目贷款和行业贷款风险提示的通知》(银监办发[2009]343号)明确要求,将政府平台公司类项目贷款列为监管重点,“对资本金不实、不到位的项目或出资不实,治理架构、内部控制、风险管理、资金管理运用制度不健全的政府平台公司,要严格限制贷款”,“不得与地方政府签署无特定项目的大额授信合作协议”。在本文使用的样本中,中小企业贷款和农户贷款两项就占据了农村金融机构贷款余额的76%。由于地方政府融资平台主要通过国有大型商业银行获得贷款,本文未能发现地方政府融资平台成立对农村金融机构发放的中小企业贷款产生挤出效应也就不难理解了。

大量文献的研究结论表明,以农村金融机构为代表的中小金融机构比以国有大型商业银行为代表的大型金融机构在为中小企业提供贷款方面具有优势(林毅夫和李永军,2001;李志赞,2002;刘畅等,2017;张一林等,2019)。已有文献主要关注的是大型金融机构和中小金融机构在“软信息”搜寻上比较优势的差异以及两类金融机构在内部授权结构和激励方面的不同。本文发现地方政府融资平台成立对不同类型金融机构中小企业贷款具有异质性影响,为林毅夫和李永军(2001)提出的“中小金融机构优势”假说从地方政府债务挤出效应的角度提供了新的作用机制。

表2 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
因变量	中小企业贷款(log)			
金融机构类型	国有大型商业银行		农村金融机构	
政府融资平台成立	-0.653*** (0.163)	-0.551*** (0.157)	0.069 (0.099)	0.028 (0.101)
县域固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
处置组线性时间趋势		控制		控制
县域特征×年度固定效应		控制		控制
县级控制变量		控制		控制
聚类数	1894	1894	1893	1893
样本观测值	10936	10936	10982	10982

注:括号中报告的是县级层面的聚类稳健标准误,*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著(以下各表同)。以下各表的模型设定如果没有特殊说明均与第2列相同。受到篇幅的限制,没有报告各控制变量的估计系数。

(二) 事前平行趋势假定检验

使用DID模型需要满足一系列前提假设,其中最重要的是平行趋势假定。由于处置组样本的反事实结果无法观测,文献中通行做法是检验其成立的必要条件,即事前趋势是否平行。本文在表

2 第 2 列对应的模型设定下估计方程(2),并将事件研究各期估计系数及其置信区间绘制在图 2 中。对于国有大型商业银行(Panel A) 融资平台成立前的各期处置组和对照组的样本中小企业贷款差异在 0 附近波动,并且不存在明显的趋势性变动;而在融资平台成立之后,中小企业贷款显著降低,并且这一影响逐年增大。对于农村金融机构(Panel B),政府融资平台成立前后几期哑变量的估计系数的变动趋势几乎在 0 附近呈线性并且在统计上不显著。上述结果表明,处置组和对照组样本的因变量在地方政府融资平台成立之前具有相似的时间趋势。

(三) 稳健性检验

为验证本文的基准回归结果是否只在某些特定的模型设定下成立,我们进行了一系列稳健性检验。第一,在表 3 第 1 列中将因变量换成中小企业贷款占全部贷款的比例,地方政府融资平台成立同样导致了中小企业贷款占比的下降,表明政府融资平台成立对中小企业贷款的挤出效应并不是由特定的因变量形式所驱动的。第二,中国农业银行于 2007 年 11 月进行了上市前的不良贷款剥离,其贷款数据口径在不良贷款剥离前后存在较大的差异。为确认本文的主要实证结果没有受到该事件的影响,我们用其他四家国有大型商业银行的数据重新计算因变量,第 2 列中回归系数的变化几乎可以忽略不计。第三,在基准模型设定中使用的一系列控制变量仍不能完全消除对处置组和对照组可比性的担忧。例如,那些直到 2011 年年底还没有成立地方政府融资平台的县通常位于西部地区,经济发展水平较为落后,其经济结构可能以大型企业为主。在第 3 列中,去掉了这些县的样本。此时,我们比较的是那些 2011 年年底之前成立了政府融资平台,但首次成立时间不同的县之间中小企业贷款的差异。第 3 列的估计系数不仅仍然在 1% 的统计水平下显著,而且其系数的绝对值与基准回归相比略有增大。第四,值得注意的是,中央各部委在 2011 年集中出台了一系列关于地方政府融资平台及银行贷款的政策文件。^①为了说明本文的结果不会受到 2011 年开始集中出台的各项监管政策的影响,在第 4 列中使用去掉 2011 年观测值的子样本进行回归,实证结果依然稳健。

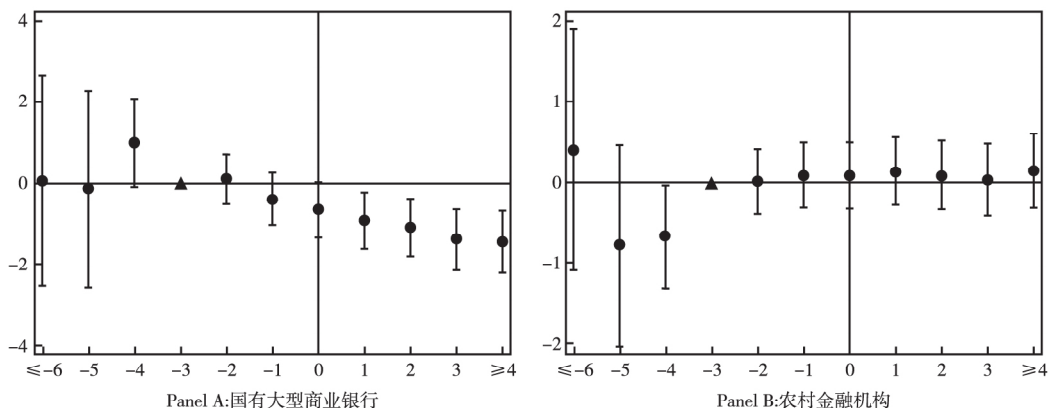


图 2 事件研究

注:图中以-3期为基准,其他各期的系数均为与该期的相对值。实心点为各期系数的点估计,短竖线为95%显著性水平下使用县层面聚类稳健标准误计算的置信区间。

^① 例如,根据《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》(国发[2010]19号)的要求,所有的地方政府融资平台公司被分类管理、区别对待,只承担公益性项目融资任务并且主要依靠财政性资金偿还债务的融资平台公司在文件发布之后不得继续承担融资任务。随后,从2011年开始大量融资平台公司纷纷“退出”。这些平台公司仍然在银监会的监管范围内,但被标示为“退出类”平台。

表3 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
因变量	中小企业贷款占比 (%)	国有大型商业银行中小企业贷款 (log)		
稳健性检验	改变因变量形式	去掉中国农业银行	去掉 2011 年底仍未成立融资平台的县	2006—2010 年子样本
政府融资平台成立	-6.054*** (1.274)	-0.532*** (0.149)	-0.603*** (0.158)	-0.551*** (0.157)
聚类数	1894	1894	1467	1894
样本观测值	10936	10936	8551	10936

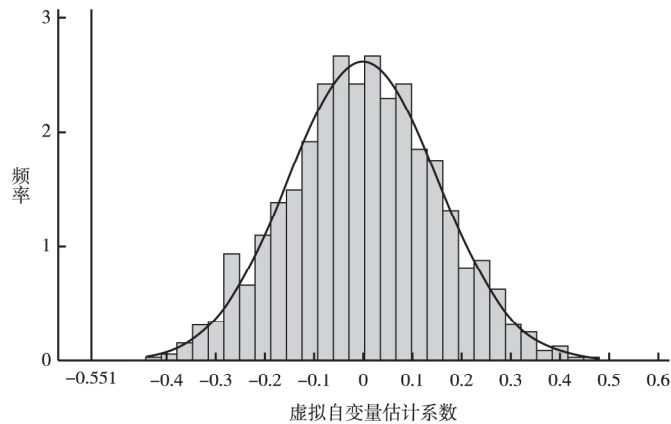


图3 安慰剂检验的估计系数分布

(四) 安慰剂检验

为检验本文的基准实证结果是否由某些偶然因素驱动,我们采用随机生成的虚拟的融资平台成立事件进行安慰剂检验(placebo test)。在本文实际使用的样本中,处置组共有1466个县。将2005年及之前年度记作 $year_1$,2006—2011年记作 $year_2$ 、 \dots 、 $year_7$,2012年及之后的年份记作 $year_8$,上述各时期首次成立融资平台的县个数分别记为 k_1 、 k_2 、 \dots 、 k_8 , $k_1 + k_2 + \dots + k_8 = 1466$ 。参照真实的数据生成过程,按照以下步骤生成虚拟的融资平台成立事件:首先从所有县当中随机抽取 k_1 个,将其视为在 $year_1$ 年成立了地方政府融资平台;随后在剩余的县中随机抽取 k_2 个,将其视为在 $year_2$ 年成立了融资平台……重复上述步骤直至抽取在 $year_8$ 年成立融资平台的 k_8 个县。随机抽取完成后,构造相应的虚拟自变量在方程(1)的模型设定下进行回归,得到相应的 β 估计值。我们利用蒙特卡洛模拟重复上述步骤1000次,并将所得系数的分布情况绘制在图3中,表2第2列所对应的基准回归结果如图3中的左侧竖线所示。1000次蒙特卡洛模拟所得的估计系数的绝对值均小于使用真实数据所得的估计系数(-0.551),并以0为中心呈正态分布。由此,可以认为基准回归结果并不是由某些偶然因素引起的。

表4 三重差分估计

因变量	中小企业贷款(log)
政府融资平台成立 × 国有大型商业银行	-0.744*** (0.187)
县域 - 年度固定效应	控制

续表 4

因变量	中小企业贷款(log)
年度 - 金融机构类型固定效应	控制
县域 - 金融机构类型固定效应	控制
聚类数	1889
样本观测值	21738

(五) 三重差分估计

基于表 2 中地方政府融资平台成立对国有大型商业银行和农村金融机构的异质性影响, 我们构造了如方程 (3) 所示的三重差分(differences-in-differences-in-Differences, DDD) 策略, 以期进一步消除 DID 模型中未能控制的遗漏变量带来的潜在内生性问题:

$$y_{cft} = \alpha + \beta PostTreat_{ct} \times Large_f + \delta_{ct} + \varphi_{cf} + \rho_{ft} + \varepsilon_{cft}, \quad (3)$$

其中 f 为代表金融机构类型的下标(两类金融机构分别为国有大型商业银行和农村金融机构); $Large_f$ 为代表金融机构类型的虚拟变量, 国有大型商业银行取 1 而农村金融机构取 0。 δ_{ct} 、 φ_{cf} 和 ρ_{ft} 分别代表县域 - 年度固定效应、县域 - 金融机构类型固定效应和金融机构类型 - 年度固定效应, 以吸收这三个层面的不变特征, 从而将潜在的遗漏变量问题降低到了最小的程度。方程 (3) 中其他符号的含义与方程 (1) 相同。此时每县每年有两条数据, 分别为国有大型商业银行和农村金融机构的中小企业贷款对数值。三重差分模型的回归结果如表 4 所示。 β 估计值依然在 1% 的水平下显著, 表明遗漏变量问题对 DID 模型实证结果的影响较为有限。

五、进一步的讨论

本文以上部分, 通过一系列实证检验证明, 县级地方政府融资平台成立将会对辖区内国有大型商业银行的中小企业贷款产生挤出效应。接下来, 进一步讨论地方政府融资平台成立对地方金融机构其他一些变量的影响, 探索这一挤出效应在不同的县之间是否存在异质性以及融资平台成立对地方固定资产投资和经济增长的短期影响。

首先, 在表 5 的第 1 列和第 5 列分别考察了地方政府融资平台成立对通过两类金融机构获得贷款企业数的影响。这一统计指标的口径为获得贷款的全部企业, 既包括了中小企业也包括了大型企业。考虑到一个县级行政区域获得贷款的大型企业个数相对稳定, 本文认为这一指标更多地反映的是该地区获得贷款的中小企业数的变动情况。地方政府融资平台成立显著降低了所在的县通过国有大型商业银行获得贷款的企业数, 但对获得农村金融机构贷款的企业数则没有影响, 从而进一步证实了本文基准回归的发现。表 5 的第 2 列和第 6 列考察了地方政府融资平台成立对两类不同金融机构贷款余额的影响。结果表明, 地方政府融资并未对金融机构贷款余额产生显著影响, 因此本文得以更加稳妥地将表 2 中基准回归的结果解释为“挤出效应”。表 5 的第 3 列和第 7 列考察了地方政府融资平台成立对辖区内农户贷款的影响。与中小企业贷款一致, 地方政府融资平台成立同样只对国有大型商业银行的农户贷款存在挤出效应, 而对农村金融机构的农户贷款余额没有影响。这一发现进一步增强了本文基准回归结论的可信度。

其次, 考察不良贷款余额这一重要的金融监管指标。相对于风险更大的中小企业贷款, 地方政府融资平台贷款违约现象较为少见。如果地方政府融资平台确实是通过国有大型商业银行获得了大量的贷款, 理应观察到国有大型商业银行的不良贷款余额在地方融资平台成立之后出现一定程度的下降, 而农村金融机构的不良贷款则不应受到影响。表 5 第 4 列和第 8 列的回归结果证实了上述猜测。这一发现能够在一定程度上帮助我们更好地理解国有大型商业银行对平台类贷款的偏

好。在当前极为严格的不良贷款指标监管体系下,国有大型商业银行必然更加青睐风险较低的平台贷款,而不是高风险的中小企业贷款。

表 5 其他结果变量

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
金融机构类型	国有大型商业银行				农村金融机构			
因变量	获得贷款 企业数(log)	贷款余额 (log)	农户贷款 (log)	不良贷款 (log)	获得贷款 企业数(log)	贷款余额 (log)	农户贷款 (log)	不良贷款 (log)
政府融资 平台成立	-0.310*** (0.088)	-0.020 (0.050)	-0.516*** (0.184)	-0.468*** (0.156)	0.073 (0.081)	0.008 (0.017)	0.027 (0.051)	0.020 (0.053)
聚类数	1894	1894	1894	1894	1893	1893	1893	1893
样本观测值	10936	10936	10936	10936	10982	10982	10982	10982

接下来,将各县在初始经济禀赋和融资手段多样性方面的差异考虑进来,探究地方政府融资平台成立对中小企业贷款的挤出效应在不同的县之间是否存在异质性。首先,构造一个表示某县2005年人均GDP是否位于样本中位数以上(中位数以上取1,以下取0)的哑变量,用以刻画各县在初始经济禀赋上的差异,并将其与融资平台成立的交互项加入基准回归中。如表6第1列所示,交叉项的回归系数不显著,我们没有发现融资平台成立对中小企业贷款的挤出效应在不同初始经济发展水平的县之间存在差异。其次,地方政府融资平台除了银行贷款以外,还有发行债券这一直接融资渠道。Wind数据库的记录显示,在本文使用的样本中共有146个县的地方政府融资平台发行过债券。^①我们为这些通过债券融资的县单独设置了一个哑变量,并将其与地方融资平台成立的交互项放入了基准回归模型中。表6第2列的实证结果同样表明,是否通过债券进行融资并未对地方政府融资平台挤出中小企业贷款的效应产生异质性影响。当然,导致这一结果的可能原因是当时发行债券并非县级地方政府融资的主要渠道。在当前地方政府债务管理“开前门、堵后门”的背景下,地方政府发行债券是否会对中小企业贷款产生挤出效应仍有待今后进一步的研究。

表 6 异质性分析

	(1)	(2)
因变量	国有大型商业银行中小企业贷款(log)	
政府融资平台成立	-0.701*** (0.204)	-0.561*** (0.157)
政府融资平台成立 × 1(2005年人均GDP位于中位数以上)	0.333 (0.301)	
政府融资平台成立 × 1(通过债券融资)		0.494 (0.353)
聚类数	1894	1894
样本观测值	10936	10936

在之前的部分中,实证模型考察的都是地方政府融资平台成立对县域内国有大型商业银行和农村金融机构的局部均衡效应。由于不同类型金融机构的贷款之间可能会产生相互影响,我们还

^① 由于地方政府直接通过发行城投债的方式筹措资金的准入门槛较高,在本文所研究的区间内,实际发行地方政府债券的县级行政单位数量并不多。

关心地方政府融资平台成立对地方信贷市场的一般均衡效应。在表 7 的第 1 列中,使用县级层面所有类型金融机构的中小企业贷款对数值作为因变量进行回归。在这一模型设定下,每个县级行政单位内的所有金融机构被看成一个整体。实证结果表明,即使在考虑了不同类型金融机构的相互作用之后,地方政府融资平台成立对所在地方的中小企业贷款总量同样存在挤出效应。

此外,尽管县级地方政府融资平台最有可能从辖区内的国有大型商业银行贷款,但是无法排除其从邻近地区国有大型商业银行的分支机构获得信贷支持的可能性。为了考虑这类溢出效应,使用某县所在地级行政区域其他县国有大型商业银行中小企业贷款余额的对数值作为因变量进行回归。表 7 第 2 列的估计结果表明,尽管这一溢出效应的系数(-0.08)在 10% 的统计水平下显著,但与直接效应(-0.551)相比绝对值较小。这一结果说明,同一地级市内不同县之间可能存在的溢出效应不会对基准回归中估计的挤出效应产生很大影响。

在本文以上部分中,着重探讨的是地方政府融资平台成立对所在地区银行(特别是国有大型商业银行)信贷资源配置的影响。实际上,本文更加关心的是这一资源配置过程的经济效应。地方政府融资平台贷款的最主要用途是基础设施建设,表 7 的第 3 列以人均城镇固定资产投资完成额的对数值作为因变量。回归结果显示,地方政府融资平台的成立使得人均城镇固定资产投资完成额提高了约 8.2%,并且这一系数在统计上高度显著。然而,第 4 列的估计结果表明,地方政府融资平台成立在短期内并没有带来人均 GDP 的增长。造成上述结果一个可能的原因是,信贷资源配置过度集中于地方政府融资平台挤出了部分生产率较高的中小企业所获得的资金支持。当然,地方政府基础设施投资的增长效应在中长期才能显现出来,地方政府融资平台成立究竟如何通过影响信贷配给这一渠道作用于地方长期增长有待今后进一步研究。

表 7 一般均衡效应和经济效应

	(1)	(2)	(3)	(4)
	一般均衡效应		经济效应	
因变量	县域中小企业贷款(log)	地级行政区其他县中小企业贷款(log)	人均城镇固定资产投资完成额(log)	人均 GDP(log)
政府融资平台成立	-0.124* (0.065)	-0.080* (0.044)	0.082*** (0.030)	0.002 (0.009)
聚类数	1894	1870	1894	1894
样本观测值	10936	10800	10936	10936

六、结 论

中小企业融资难是当前我国经济发展过程中亟待解决的一个突出问题。本文将县级地方政府融资平台名单与 2006—2011 年县级金融机构贷款数据进行匹配,利用不同县成立地方政府融资平台时间的差异构造双重差分模型,首次从实证上发现了地方政府融资平台成立对县域中小企业贷款的挤出效应。研究发现,地方政府融资平台成立将会显著降低国有大型商业银行发放的中小企业贷款,但不会影响农村金融机构的中小企业贷款。进一步的分析表明,地方政府融资平台成立提高了县域固定资产投资强度,但未能在短期内带来经济产出的显著提升。本文的实证结果表明,地方政府融资能够通过挤出中小企业贷款这一渠道对整个经济体系的资源配置产生影响。

本文的结论为当前我国解决中小企业融资难问题、加强地方政府债务监管提供了新线索与新思路,具有十分重要的政策含义。长期以来,决策部门在制定解决中小企业融资难问题的政策方案

时,忽视了包括地方政府、国企等在内的广义国有部门融资在信贷市场上对中小企业融资可能存在的挤出效应。当前,地方政府原则上已经不能通过地方政府融资平台获得银行贷款,但其融资行为转入了更加隐蔽的“影子银行”等渠道(Chen et al. 2020)。在今后相当长的一段时间内,我们仍有必要高度关注地方政府债务对实体经济的影响。^①

参考文献

- 白彦锋、刘畅 2013 《中央政府土地政策及其对地方政府土地出让行为的影响——对“土地财政”现象成因的一个假说》,《财贸经济》第7期。
- 范剑勇、莫家伟 2014 《地方债务、土地市场与地区工业增长》,《经济研究》第1期。
- 李志赞 2002 《银行结构与中小企业融资》,《经济研究》第6期。
- 林毅夫、李永军 2001 《中小金融机构发展与中小企业融资》,《经济研究》第1期。
- 刘畅、刘冲、马光荣 2017 《中小金融机构与中小企业贷款》,《经济研究》第8期。
- 陆正飞、何捷、窦欢 2015 《谁更过度负债:国有还是非国有企业?》,《经济研究》第12期。
- 王永钦、陈映辉、杜巨澜 2016 《软预算约束与中国地方政府债务违约风险:来自金融市场的证据》,《经济研究》第11期。
- 王永钦、刘寒寒、李嫦、杜巨澜 2015 《识别中国非金融企业的影子银行活动——来自合并资产负债表的证据》,《管理世界》第12期。
- 张一林、林毅夫、龚强 2019 《企业规模、银行规模与最优银行业结构——基于新结构经济学的视角》,《管理世界》第3期。
- 张莉、年永威、刘京军 2018 《土地市场波动与地方债——以城投债为例》,《经济学(季刊)》第3期。
- 郑思齐、孙伟增、吴璟、武贇 2014 《“以地生财,以财养地”——中国特色城市建设投融资模式研究》,《经济研究》第8期。
- Bai, C., C. Hsieh, and Z. M. Song, 2016, “The Long Shadow of China’s Fiscal Expansion”, *Brookings Papers on Economic Activity*, (2), 129—181.
- Beck, T., and A. Demirgüç-Kunt, 2006, “Small and Medium-size Enterprises: Access to Finance as a Growth Constraint”, *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2931—2943.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and V. Maksimovic, 2005, “Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?”, *Journal of Finance*, 60(1), 137—177.
- Berger, A. N., and L. K. Black, 2011, “Bank Size, Lending Technologies, and Small Business Finance”, *Journal of Banking & Finance*, 35(3), 724—735.
- Chen, Z., Z. He, and C. Liu, 2020, “The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes”, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Chong, T. T., L. Lu, and S. Ongena, 2013, “Does Banking Competition Alleviate or Worsen Credit Constraints Faced by Small-and Medium-sized Enterprises? Evidence from China”, *Journal of Banking and Finance*, 37(9), 3412—3424.
- Cull, R., and L. C. Xu, 2005, “Institutions, Ownership, and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment among Chinese Firms”, *Journal of Financial Economics*, 77(1), 117—146.
- Duflo, E., 2001, “Schooling and Labor Market Consequences of School Construction in Indonesia: Evidence from an Unusual Policy Experiment”, *American Economic Review*, 91(4), 795—813.
- Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza, 2016, “Public Debt and Private Firm Funding: Evidence from Chinese Cities”, Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper No. 10.
- Li, P., Y. Lu, and J. Wang, 2016, “Does Flattening Government Improve Economic Performance? Evidence from China”, *Journal of Development Economics*, 123, 18—37.
- Liang, Y., K. Shi, L. Wang, and J. Xu, 2017, “Local Government Debt and Firm Leverage: Evidence from China”, *Asian Economic Policy Review*, 12(2), 210—232.
- Liu, C., and W. Xiong, 2018, “China’s Real Estate Market”, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 25297.
- Song, Z., and W. Xiong, 2018, “Risks in China’s Financial System”, *Annual Review of Financial Economics*, 10, 261—286.

^① 当然,在本文的样本区间内(2006—2011年)银行通过“影子银行”渠道对地方政府授信的规模相对较小。

Does the Local Government Financing Platform Crowd Out Small and Medium-sized Enterprise Loans?

LIU Chang^{a, b}, CAO Guangyu^c and MA Guangrong^d

(a: Princeton University; b: The Chinese University of Hong Kong, Shenzhen;

c: Peking University; d: Renmin University of China)

Summary: The dilemma of financing China's small and medium-sized enterprises (SMEs) has been hotly debated in academic and policy circles. The literature has mainly focused on the supply-side characteristics of China's lending market to explain the predicament of SME financing. As China's financial system is still relatively underdeveloped, firms, especially SMEs, are heavily reliant on the indirect financing channel, such as banking loans. However, China's banking system is dominated by state-owned large commercial banks. A substantial body of literature has demonstrated that large banks have disadvantages in financing SMEs. Despite the importance of this subject, few empirical studies have used disaggregated county-level data to derive credible inferences on the demand-side causes of the stagnant growth of SME loans in China.

Furthermore, China's local governments are closely connected to the financial system, and local governments face strong incentives to invest in infrastructure construction programs. However, China's Budget Law, enacted in 1994, strictly prohibited local governments from raising debt until 2015. In response, local governments established Local Government Financing Platforms (LGFPs) to circumvent this legal restriction. Specifically, a local government injects land reserves or future land sale revenues into an LGFP as collateral to raise debt financing through the banks. In a typical arrangement, an LGFP also carries either explicit or implicit guarantees from its affiliated local government. Even more importantly, the loan decisions of China's large state-owned banks are, to varying degrees, subject to intervention from local governments. Therefore, the LGFPs have absolute advantages over SMEs in the lending market. Based on the long-standing observations documented above, we propose the following research hypothesis: that the establishment of China's LGFPs may have had crowding-out effects on regional SME loans, especially SME loans from state-owned large banks.

Our sample combines the LGFP name list and detailed county-level bank loan data from 2006 to 2011 obtained from the China Banking and Regulatory Commission. We use a standard difference-in-differences strategy to identify the effects of county-level LGFP establishment on the growth of SME loans. In practice, we define a county's treatment status according to whether it established an LGFP for the first time. We control for a flexible time trend varying by a full set of pre-determined county attributes, including the level of development, market size, degrees of financial deepening, and natural conditions, and several crucial time-varying prefectural-level and county-level covariates.

Our main results suggest that the establishment of the LGFPs significantly reduced the SME loans of China's state-owned large commercial banks. The results of the event study reveal that the SME loans of the treatment and control group counties generally evolve in a parallel before the establishment of the LGFPs. This finding is highly robust to alternative specifications and survives a placebo test using a randomly assigned false treatment time. In contrast, we do not observe a significant crowding-out effect on the SME loans of China's small banks.

We also find that the establishment of an LGFP is associated with a decrease in the non-performing loans of state-owned large commercial banks. Given China's strict financial regulation of banks' non-performing loan ratio, this finding helps to rationalize why LGFP loans are sought after in China's lending market. In sum, our findings indicate that the allocation of financial resources from SMEs to LGFPs fails to promote regional economic performance in the short run.

This paper reveals the crowding-out effects of China's local governmental debt boom on SME loans in the lending market. Our insights have important policy implications. Notably, although the Chinese central government has prohibited local governments from directly borrowing from the banking system through LGFPs in recent years, local governments still manage to use debt to finance their infrastructure projects, albeit through the shadow banking channel and thus with higher borrowing costs and less transparency. Our paper highlights the potential side effects of China's local governmental debt boom on the real economy.

Keywords: Small and Medium-sized Enterprise Loan; Local Government Financing Platform; Crowding-out Effect; State-owned Large Commercial Bank

JEL Classification: G21, G32, H74

(责任编辑: 晨 曦)(校对: 晓 鸥)