引用格式：徐光伟，路思佳，谭瑾，等. 地方政府债务与企业异地投资——基于“挤占”和“拉动”双重机制[J]. 技术经济，2026，45(1)：94-106.

Xu Guangwei，Lu Sijia，Tan Jin，et al. Local government debt and enterprise cross regional investment：Based on the dual mechanism of “crowding out” and “pulling”[J]. Journal of Technology Economics，2026，45(1)：94-106.

地方政府债务与企业异地投资

——基于“挤占”和“拉动”双重机制

徐光伟[1]，路思佳[1]，谭 瑾[1,2]，刘 星[3]

（1. 常州大学商学院，常州 213159；2. 复旦大学管理学院，上海 200433；
3. 重庆大学经济与工商管理学院，重庆 400030）

摘 要：厘清地方财政与实体经济之间的动态关联，是防范和化解宏观债务风险的重要前提。利用2015—2023年城市层面的政府债务数据实证检验了地方政府债务对上市公司异地投资的影响效应及作用机理。结果发现，地方政府债务增长显著抑制了企业异地投资行为。作用机制存在“挤占”与“拉动”两种效应：一方面，地方政府债务通过金融资源挤占削弱企业异地投资能力，产生异地投资“挤占”效应；另一方面，地方政府债务通过基础设施建设增强企业本地发展黏性，产生本地投资“拉动”效应。异质性分析发现，地方政府债务对企业异地投资的抑制作用在国有企业、制造业企业和注册地位于二线及以下城市样本中更显著。研究结果为当前化解地方债务风险、畅通国内大循环及构建新发展格局提供了理论依据与政策启示。

关键词：地方政府债务；异地投资；资本流动；金融挤占；基础设施建设

中图分类号：F275.5 **文献标志码**：A **文章编号**：1002-980X(2026)01-0094-13

DOI：10.12404/j.issn.1002-980X.J25072118

一、引言

中国地方政府债务问题已成为近年来宏观经济治理的重要议题之一。党的二十届三中全会明确提出，要完善政府债务管理制度，建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制。科学认识与有效化解地方政府债务风险，是新发展阶段贯彻落实“统筹发展和安全”战略的关键任务。截至2024年底，全国政府债务余额92.6万亿元（含法定债务和隐性债务）。其中，国债余额34.6万亿元，地方政府法定债务余额47.5万亿元，地方政府隐性债务余额10.5万亿元。庞大的债务规模对社会的长期发展构成显著制约。根据公共债务经济理论，地方政府的举债行为会对包括企业异地投资决策在内的企业资本配置方向产生决定性影响[1-2]。在当前地方政府为推动经济快速复苏与平衡财政收支而持续扩大债务规模的背景下，探究地方政府债务如何影响企业异地投资决策具有重要意义。

与此同时，建设全国统一大市场作为构建新发展格局的基础支撑和内在要求，进展较为缓慢。尽管企业异地投资是畅通国内大循环、释放超大规模市场优势的关键微观载体[2]，但中国资本要素市场分割的现象仍然存在[3]，由此制约了资本配置效率。现有研究指出，企业异地投资是企业在权衡所获得的预期收益

收稿日期：2025-07-21

基金项目：国家自然科学基金面上项目“区域一体化政策的微观经济效应研究：基于政府协同与市场扩容的双重视角”(72473014)；国家自然科学基金青年科学基金“区域环境规制、绿色认知差异与企业资本投资偏好：基于信号传递的视角”(72203025)；江苏省研究生科研创新计划项目“地方政府债务化解对企业跨区域投资的影响机制研究”(KYCX25_3400)；江苏高校“青蓝工程”资助项目(SCZ2309400005)

作者简介：徐光伟(1986—)，博士，常州大学商学院教授，博士研究生导师，研究方向：公司财务与公司治理；路思佳(2002—)，常州大学商学院硕士研究生，研究方向：公司财务与公司治理；谭瑾(1987—)，博士，常州大学商学院副教授，硕士研究生导师，研究方向：制度环境与公司财务；刘星(1956—)，博士，重庆大学经济与工商管理学院教授，博士研究生导师，研究方向：资本市场与财务会计。

和付出的成本下做出的理性决策。虽然企业可以通过跨区域资本投资增强创新能力实现自身新增长[4]，但异地投资面临诸多挑战，包括母子公司地理距离过大造成的信息隔阂与管理成本上升[5]、投资初期投入大、回报周期长所带来的现金流压力[6]以及地方政府行为的制约[7-9]。特别是在地方政府债务规模高企背景下，地方政府债务可能成为制约企业异地投资的关键因素。然而，地方政府债务通过何种渠道、在何种条件下影响企业异地投资决策，尚需系统研究。

现有对地方政府债务经济后果的讨论较为丰富，传统文献主要聚焦于其宏观效应[10]。近年来，学术界从微观视角切入，聚焦债务对企业行为的传导路径与影响。研究证实了地方政府债务会直接恶化企业的投资能力和意愿。具体而言，地方政府债务扩张会与企业在信贷市场上形成竞争，抬升融资成本，从而加剧企业融资约束[11]。同时，地方政府债务扩张也会对区域内企业的商业信用供给产生明显的挤出效应[12]，这进一步恶化了区域内的投资生态。此外，地方政府债务还会降低资本要素的配置效率[13-14]。然而，上述影响最终将如何传导并影响企业的异地投资决策，其具体的作用机制尚不明晰，仍需深入研究。

基于此，本文试图从企业异地投资视角分析地方政府债务对微观企业行为的影响，并以 2015—2023 年 A 股上市公司数据为样本进行实证检验。研究可能的贡献在于：第一，在研究内容上，从“挤占阻力”和“拉动吸引力”双渠道构建完整的机制框架，本文不仅分析地方政府如何通过金融资源挤占阻碍资本流出，还发现其通过增强企业黏性吸引资本留驻，构建了更全面的“双向”机制框架。第二，在研究视角上，与多数已有研究采用省级宏观数据不同，本文系统构建了地级市-企业层面的异地投资面板数据，从更精细的行政层级捕捉企业异地投资的微观决策行为，使实证结果更加科学准确，为理解地方政府债务影响资本流动的微观机制提供了更为可靠的经验证据。第三，在研究应用上，为破解“稳增长”与“防风险”两难困境提供了重要的政策启示与经验证据。同时，也揭示了一个潜在困境，地方政府为“稳增长”而举债投资，但若过度负债，反而会通过“挤占效应”压制本地市场主体的投资意愿，从长远视角损害当地的经济增长根基。这对有效缓解债务压力、促进资本跨区域畅通流动具有启示意义。

二、制度背景与理论分析

（一）制度背景

地方政府债务规模的持续扩张植根于中国特殊的制度背景，主要表现为财政分权体制下的被动负债与政治晋升激励下的主动负债双重机制[15]。

从财政分权视角来看，1994 年实施的分税制改革重构了中央与地方的财政关系，在强化中央政府财政宏观调控能力的同时，地方政府财权相对收缩[16]。然而，伴随改革开放持续推进，地方政府被赋予经济建设与社会发展并重等更为多元化的治理责任。地方政府不仅要确保中央各项决策部署的有效落实，推动区域经济增长，还要承担提供公共服务并回应市场主体发展诉求的责任[17]。这种复合型的职能定位导致财政需求的大幅提升，对地方财政形成巨大挑战，即财政收入减少，财政支出却明显增加。由此形成的财权与事权结构性失衡[18]，使得大部分地区存在较为严重的财政缺口。此外，减税降费等财政政策改革放缓了财政收入增长，进一步扩大了财政收支缺口。因此，地方政府往往被迫选择债务融资作为缓解收支矛盾的重要手段[19]。

从政治晋升激励角度看，推动地区经济高质量发展是各级地方政府的核心使命，同时也是衡量地方治理效能和领导干部政绩表现的重要指标[20]。这种激励机制促使地方政府采取较为激进的政策，通过大规模基础设施建设和产业投资来推动经济增长。在财政资源约束的现实条件下，地方政府更倾向于主动通过大规模举债来满足其竞争性投资的需求，进而导致了债务的迅速扩张[21]。2015 年全国地方政府性债务余额 26.66 万亿元，而 2024 年全国地方政府性债务规模已攀升至 92.6 万亿元，9 年间地方政府债务余额上涨了三倍左右①。在地方政府债务不断攀升的情境下，本文关注的是微观企业的行动决策。企业异地投资是效率导向下的理性选择，但其过程深受政府行为的影响。基于此，从被动负债和主动负债两个层面探讨地方

① 2025 年 9 月 12 日，财政部部长蓝佛安出席国新办新闻发布会介绍“十四五”时期财政改革发展成效（http://www.npc.gov.cn/c2/c30834/202509/t20250915_447911.html）。

政府债务影响下的企业行动抉择。

(二)地方政府债务与企业异地投资

基于财政分权与晋升激励的制度背景,地方政府债务通过“挤占”和“拉动”双重机制对企业异地投资决策产生重要影响。这一作用机制可从被动负债与主动负债两个维度进行理论阐释。被动负债下的融资约束限制其跨区域扩张能力,而主动负债下的本地基础设施建设增强区域黏性,最终导致企业异地投资意愿降低。这两种看似矛盾的机制共同构成了地方政府债务影响企业投资决策的理论基础。

1.“挤占”机制

在被动负债情境下,地方政府举债与企业融资存在竞争性。地方政府通过融资平台及国有企业等渠道进行债务融资,对企业融资规模、融资成本形成“挤占”式双重融资约束[22],降低企业异地投资能力。

在融资规模方面,主要表现为信贷资源配置扭曲。地方政府凭借其体制优势在金融市场中占据主导地位,以其拥有优质的国有资产作为抵押担保可以提升融资信用等级[23]。地方政府还通过财政存款调配、金融机构人事任免等行政手段干预信贷分配[24]。“财政金融化”现象导致金融资源向公共部门倾斜,民营企业面临严重的信贷配给问题[25]。同时,地方政府的资金主要投资于基础设施建设等项目会造成对银行信贷资源占用,降低银行用于融资的额度[12]。这种信贷资源的稀缺使得银行更愿意优先满足地方政府的需求,使得企业在金融市场上处于劣势地位。同时,基于信息不对称理论,银行信贷资源配置给信息不对称程度较高的企业意味着更大的风险。为了规避风险,银行给予企业更少的授信额度。

在融资成本方面,主要表现为融资价格的提升。一方面,地方政府债券收益率是市场基准利率的重要参照[26],地方政府债务规模扩张会通过风险溢价机制推高市场利率水平[1],进而抬升企业的融资成本。另一方面,高债务地区可能遭受资本市场“污名化”,异地金融机构对母公司位于债务高企地区的企业信用评级实施歧视性下调。银行认为子公司财务状况容易受到母公司地方政府债务的拖累,进而影响子公司的偿债能力。因此,异地金融机构对当地企业的风险评估要求更加严格,企业异地融资要付出更高的成本。

融资约束降低了企业异地投资的能力。第一,当外部融资受限时,企业投资活动往往需要依靠内部现金流进行支撑[27],这种资金约束会直接导致其投资趋向谨慎、投资规模收缩[28]。第二,面临融资约束的企业倾向于规避高风险且回报波动显著的项目[29]。异地投资面临的是政策陌生的环境,获取信息成本较高。同时异地投资具有投资周期长、前期成本高及资金需求大等特征。此时,企业进行异地投资的主动性和积极性减弱。第三,为维持现金流稳定,企业会优先保障本地成熟业务[11]。现有研究表明,信贷供给减少会显著抑制企业投资活动[30]。面临融资约束的企业流动性溢价风险较高,而异地投资需要占用大量流动资源。此时,企业投资决策会更加保守化,优先将资金分配给本地成熟业务以保证现金流稳定。在地方政府债务规模扩张的背景下,这种信贷“挤占”效应通过改变企业的融资条件和风险承担能力,系统性影响其跨区域投资决策,最终导致投资活动呈现明显的本地化倾向。

2.“拉动”机制

根据政治晋升理论[31],官员为在“晋升锦标赛”中胜出会主动选择见效快的债务融资模式,而非依赖有限的地方税收。在以 GDP 增长率为核心的政绩考核体系下[32],地方政府具有强烈的动机将有限财政资源集中配置于基础设施建设领域。首先,基建投资对 GDP 有显著的“拉动”效应。地方政府把重点放在基建项目,优先将有限资金投入能快速拉动经济的公共基础设施[33],以投资带动经济粗放增长。其次,官员任期的短周期特征[34]加剧了地方政府的短视行为。地方官员实行流动管理制度,官员平均任期 3~5 年,使得主政官员倾向于选择周期短、见效快的基建项目。最后,通过产业园区等基础设施建设可以获取土地出让收入和税收[35]。地方政府的主要收入来源是税收,建设产业园可以吸引企业入驻,获取土地出让收入和税收来缓解短期的债务压力。

本地完善的基础设施可以增强企业区位黏性。如同其他投资决策过程,企业在考量是否实施异地投资时,本质上是基于成本收益分析进行选择[36]。一方面,企业留在本地有诸多益处。从成本节约效应来看,基础设施建设降低了企业信息获取成本和物流成本[37],提升企业运营效率。从集聚经济效应来看,基础设施建设促进了要素资源集聚。要素资源集聚过程中形成的产业集聚有助于提高资源配置效率和经济发展效

率[38]。产业集聚还可以降低企业运营成本并且帮助企业获得外部经济效应[39]。另一方面，企业异地投资可能面临双重成本。一是内生性成本，异地投资距离遥远容易产生信息不对称问题[40]。事前的信息不对称容易引发逆向选择问题，事后的信息不对称则会引发道德风险问题。同时，管理半径的扩大也意味着企业投入成本的增加。二是制度性壁垒，地方政府的保护主义导致其对外地企业设置诸多准入限制，增加了企业投资的不确定性和投资成本[41]。企业异地投资面临重重障碍，而留在本地不仅可以享受到完善的基础设施带来的便利，还可以通过集聚效应降低成本。此外，地方政府持续的基础设施建设投资，也向公众释放了地方政府积极长期发展的信号，企业对本地发展前途充满希望增强投资信心。在综合考量下，企业倾向于留在本地而放弃异地投资。上述分析表明，地方政府债务通过“挤占”和“拉动”双重机制对企业异地投资产生抑制作用。

基于此，提出如下假设：

地方政府债务能够抑制企业异地投资（H1）。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

选取 2015—2023 年中国 A 股上市公司数据作为分析样本。考虑到 2015 年之前地方债务规模数据存在缺失，为保证数据的严谨性，选择 2015 年作为样本初始期，2023 年作为样本终止期，研究地方政府债务对企业异地投资的影响。企业异地投资财务数据来源于中国经济金融研究数据库（CSMAR 数据库），地方政府债务数据主要来源于 Wind 数据库，各项可偿债财力数据来源于历年《中国统计年鉴》和《中国城市统计年鉴》。地方层面控制变量也源于上述统计年鉴。对上述原始数据进行了如下筛选：①剔除 ST（special treatment）、PT（particular transfer）公司样本；②剔除金融类公司样本；③剔除严重缺失的观测样本；④为消除极端值影响，对主要连续变量在 1%和 99%水平下进行 Winsorize 缩尾处理。最终匹配形成 24324 个城市-企业非平衡面板数据。

（二）变量定义

1. 被解释变量

企业异地投资（*Dinv*）。异地子公司数量在一定程度上不仅直接反映了企业异地投资的规模和范围，还可以反映企业投资强度。现有研究主要根据上市公司各年异地子公司数量[42]、异地子公司数量占比[2]来衡量企业异地投资。借鉴范子英和周小昶[3]、马光荣等[5]、曹春方等[7]的做法，以企业各年异地子公司数量加 1 的自然对数衡量企业异地投资。具体的数据处理过程包括：①从 CSMAR 下载关联公司基本文件，选择关联关系为子公司的数据，根据注册地确定子公司所在城市信息；②将母公司所在地区与其子公司的注册地匹配，识别出与母公司不在同一城市的子公司，将其定义为异地子公司；③汇总上市公司子公司数量，分年份计算得出上市公司各年异地子公司数量与占比。

2. 解释变量

地方政府债务（*Pdebt*）。目前，对地方政府债务的认定主要是将其划分为显性债务和隐性债务[43]。显性债务由地方政府一般债和专项债构成，隐性债务主要由城投债余额[44]或地方融资平台带息债务[45]来衡量。现有研究主要采用地方政府投资现金平衡等式[46]、总债务占 GDP 的比重[35]等来衡量地方政府债务。参照饶品贵等[47]的研究，采用地方政府一般债和专项债及城投债之和与地区 GDP 之比来衡量地方政府债务。其原因主要在于城投债是地方政府通过其控股的城投公司发行的债券，主要用于地方基础设施建设、城市开发等项目。一般债是地方政府为平衡预算而发行的债券，主要用于弥补一般公共预算的赤字。专项债是地方政府为特定的公共项目而发行的债券。城投债、一般债和专项债是地方政府债务的三个主要组成部分。将这三部分债务合并考虑，可以更全面地反映地方政府的债务水平和债务结构。同时，债务规模与 GDP 的比值能够解决因经济规模不同带来的绝对债务规模不可比问题，使不同规模的城市的债务具有可比性。

3. 中介变量

（1）信贷规模（*Loan*）。企业负债的构成较为多元，除银行借款外还包括经营性负债、法定负债及融资性负债等。其中应付账款通常占据主要部分，其他负债项目占比较小，故参照李广子等[48]的研究，以各企业负

债总额扣除应付账款的自然对数近似衡量企业信贷规模。

(2)基础设施建设(ln*fra*)。固定资产投资主要包括建筑投资、设备购置投资和土地购置投资等,能够体现基础设施建设这种大规模的投资活动。故借鉴张光南等[49]的做法以地区当年固定资产投资总额与 GDP 之比加 1 取自然对数来衡量当地的基础设施建设。

4. 控制变量

参考杨大宇等[50]的研究,控制了包括企业成长性(ln*Sale*)、总资产净利润率(*Roa*)、固定资产比率(*Fix*)在内的公司层面控制变量,以剔除企业层面因素对异地投资的影响。考虑到地方政府债务规模可能具有很强的地域性特点,受到地区经济、产业结构等一系列因素影响,参考刘畅等[22]的做法本文加入城市层面相关变量以控制地区层面经济、产业结构等的影响,包括金融发展水平(*Finance*)、GDP 增长率(*Gdpr*)、经济结构(*Indu*)。

本文变量名称及定义见表 1。

表 1 变量名称及定义

变量符号	变量名称	变量定义
Dinv	企业异地投资	ln(企业异地子公司数量+1)
Pdebt	地方政府债务	地方政府一般债和专项债及城投债之和与地区 GDP 之比
Loan	信贷规模	ln(各企业负债总额扣除应付账款)
ln*fra*	基础设施建设	ln(地区当年固定资产投资总额与 GDP 之比+1)
ln*Sale*	企业成长性	ln(企业营业收入)
Roa	总资产净利润率	企业净利润与总资产之比
Fix	固定资产比率	固定资产净额与总资产之比
Finance	金融发展水平	ln(地方金融机构贷款余额与地区 GDP 之比)
Gdpr	GDP 增长率	各地区 GDP 增长率
Indu	经济结构	第一产业产值占 GDP 比重

(三)模型设定

参照文献[2],基于上述数据构建如式(1)所示的模型以检验地方政府债务与企业异地投资之间的关系。

$$Dinv_{idt}=\beta_0+\beta_1 Pdebt_{dt}+\beta_2 Control_{idt}+\mu_i+\nu_t+\psi_d+\varepsilon_{idt} \quad (1)$$

其中:i 为企业;d 为地区;t 为年份;被解释变量 $Dinv_{idt}$ 为位于 d 地区的 i 企业在 t 年的异地投资;解释变量 $Pdebt_{dt}$ 为 d 地区在 t 年的地方政府债务;$Control_{idt}$ 为控制变量;μ_i 为公司固定效应,用以控制不同公司间的固有差异;ν_t 为年份固定效应,用以控制随时间变化不可观测因素对企业异地投资的影响;ψ_d 为地区固定效应,用以控制不同地区所产生的差异;ε_{idt} 为随机干扰项;β_1 为模型解释变量的估计系数,如果 β_1 显著为负,则可证明地方政府债务能够抑制企业异地投资;β_0、β_2 为待估系数。

四、实证结果及分析

(一)描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计结果。企业异地投资(*Dinv*)的均值为 1.660,最小值为 0,最大值为 4.840,表明企业异地投资整体水平有限且存在完全未进行异地投资的情况。地方政府债务(*Pdebt*)均值为 0.270,标准差达 0.140,最小值为 0.030,最大值为 0.890,部分区域债务率接近 90%的高位警戒线。企业成长性(ln*Sale*)均值为 21.580,标准差 1.470,最小值为 17.670,最大值为 25.930,市场集中度特征明显。总资产净利润率(*Roa*)均值为 0.030,标准差 0.090,最小值为-2.870,最大值为 0.790,反映出样本企业整体盈利能力疲弱,部分企业巨额亏损,企业盈利能力分化显著。固定资产比率(*Fix*)均值为 0.190,最小值为 0,最大值为 0.720,凸显不同行业资产配置策略存在显著差异。金融发展水平(*Finance*)均值为 1.070,标准差 0.260,最小值为-0.290,最大值为 2.360,表明样本地区金融深化程度较高,但区域间金融发展水平差异显著。GDP 增长率(*Gdpr*)均值为 5.860,最小值为-5.600,最大值为 13,覆盖了经济衰退与高速增长周期。经济结构(*Indu*)均值为 3.570,标准差达 4.050,少数地区仍依赖农业,显示区域产业升级进程不均衡,经济结构转型存在显著差异。

表 2　主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Dinv	24324	1.660	1.070	0	4.840
Pdebt	24324	0.270	0.140	0.030	0.890
ln*Sale*	24324	21.580	1.470	17.670	25.930
Roa	24324	0.030	0.090	−2.870	0.790
Fix	24324	0.190	0.150	0	0.720
Finance	24324	1.070	0.260	−0.290	2.360
Gdpr	24324	5.860	2.630	−5.600	13.000
Indu	24324	3.570	4.050	0.040	22.110

（二）相关性分析

表 3 报告了主要变量相关性分析结果。可以看出，企业异地投资（*Dinv*）与企业成长性（Ln*Sale*）呈显著正相关，表明企业成长性越好其进行异地投资的意愿和能力就越强；与总资产净利润率（*Roa*）呈显著负相关，可能反映盈利较好的企业更依赖内部投资，而非新增投资；与地方政府债务（*Pdebt*）呈负相关，暗示高债务环境可能抑制企业投资。地方政府债务（*Pdebt*）与金融发展水平（*Finance*）和经济结构（*Indu*）显著正相关，表明债务扩张可能与区域金融深化和产业结构相关；与 GDP 增长率（*Gdpr*）显著负相关，表明高债务可能抑制经济增长。以上分析初步表明地方政府债务抑制了企业异地投资。

表 3　主要变量相关性分析

变量	*Dinv*	*Pdebt*	ln*Sale*	*Roa*	*Fix*	*Finance*	*Gdpr*	*Indu*
Dinv	1.000	−0.036***	0.444***	−0.132***	−0.048***	0.061***	−0.043***	−0.096***
Pdebt	−0.035***	1.000	0.015*	−0.021***	0.077***	0.239***	−0.222***	0.324***
ln*Sale*	0.465***	0.022***	1.000	0.049***	0.116***	−0.028***	−0.009	0.025***
Roa	−0.066***	−0.002	0.108***	1.000	−0.034***	−0.062***	0.053***	0.023***
Fix	−0.030***	0.063***	0.142***	−0.019**	1.000	−0.149**	0.044***	0.262***
Finance	0.054***	0.256***	−0.017***	−0.022***	−0.123***	1.000	−0.207***	−0.481***
Gdpr	−0.043***	−0.183***	−0.009	0.037***	0.045***	−0.150***	1.000	0.147***
Indu	−0.056***	0.177***	0.008	0.005	0.222***	−0.528***	0.066***	1.000

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平显著；下三角为 Pearson 相关系数矩阵，上三角为 Spearman 相关系数矩阵。

（三）基准回归结果

表 4 报告了地方政府债务对企业异地投资的实证结果。为确保回归结果的可靠性，在（1）列和（2）列中分别采取不同方式进行回归。（1）列仅纳入企业、年份及地区固定效应，未引入额外控制变量。此时，地方政府债务（*Pdebt*）系数为−0.183，在 5%水平下显著为负。（2）列在固定效应基础上进一步加入控制变量集。此时，地方政府债务（*Pdebt*）系数为−0.260，在 1%水平下显著，表明地方政府债务规模越大，企业异地投资程度越低。控制变量的回归结果显示，较高的总资产净利润率不利于企业异地投资，而企业成长性越好，企业异地投资水平越高，地区的金融发展水平与企业异地投资也息息相关。上述分析表明，不论是否考虑控制变量，地方政府债务均显著抑制了企业异地投资，假设 H1 得到验证。

表 4　基准回归结果

变量	（1）	（2）
	Dinv	
Pdebt	−0.183**（−2.400）	−0.260***（−3.248）
ln*Sale*		0.231***（22.303）
Roa		−0.443***（−8.406）
Fix		0.030（0.426）
Finance		0.067*（1.779）
Gdpr		−0.001（−0.396）
Indu		0.004（1.298）
_cons	1.709***（82.893）	−3.322***（−14.526）
企业固定效应	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
地区固定效应	Yes	Yes
N	24324	24324
R^2	0.880	0.886

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平显著；括号内为 *t* 值。

（四）稳健性检验

为增强结论的稳健性，本文进行了一系列稳健性检验，包括剔除直辖市样本、排除突发公共卫生事件的影响及更换被解释变量和解释变量测度方法。研究结果显示，基准回归结果稳健。

1. 剔除企业所在地为直辖市的样本

考虑到直辖市在行政地位、政策干预及经济结构上具有特殊性，故剔除北京、上海、天津和重庆4个直辖市的企业样本重新进行回归。表5的(1)列报告了剔除直辖市样本的回归结果。地方政府债务(*Pdebt*)系数为负，在1%水平下显著，与基准回归结果一致，表明在剔除企业所在地为直辖市的样本后，地方政府债务仍然抑制了企业异地投资。

2. 剔除2020—2022年数据

突发事件会导致企业风险偏好、经济指标发生变动及地方政府债务功能变化。为避免此事件对基准回归结果产生影响，剔除了2020—2022年数据，以排除突发公共卫生事件的影响。由表5的(2)列可知地方政府债务(*Pdebt*)系数显著为负，与基准回归结果一致，表明突发事件不会对地方政府债务与企业异地投资的关系产生影响。

3. 更换解释变量测度方法

地方政府债务测算误差也会对结果产生影响，为排除这一影响的干扰，使用替代指标衡量地方政府债务。参考陈俊华等[2]的研究，将地方政府一般债、专项债、城投债之和与地方政府可偿债财力(包括地方政府一般公共预算收入和政府性基金预算收入)相除，获得新的解释变量$Pdebt_2$。利用新的解释变量对模型重新进行回归，结果见表5的(3)列。$Pdebt_2$系数为负，且在1%水平下显著，与基准回归结果一致。

4. 更换被解释变量测度方法

考虑到异地子公司数量仅反映企业在不同投资目的地的投资广度，借鉴杨继彬等[51]、谢贞发等[52]的研究，采用对数化的异地子公司投资总额(*Dinv_tz*)以体现上市公司异地投资的规模，增强研究结论的可靠性。由表5的(4)列可知*Pdebt*系数为负，在5%水平下显著，与基准回归结果一致。

表5　稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Dinv			*Dinv_tz*
Pdebt	−0.242***(−2.631)	−0.274**(−2.547)		−1.905**(−2.247)
$Pdebt_2$			−0.018***(−2.675)	
ln*Sale*	0.235***(19.556)	0.253***(16.517)	0.230***(22.226)	0.414***(3.996)
Roa	−0.487***(−7.666)	−0.349***(−5.776)	−0.443***(−8.424)	−1.051**(−2.047)
Fix	0.003(0.039)	−0.006(−0.064)	0.026(0.376)	0.133(0.210)
Finance	0.066*(1.651)	0.082*(1.881)	0.025(0.705)	0.259(0.642)
Gdpr	−0.001(−0.273)	0.002(0.368)	−0.001(−0.360)	0.035(1.269)
Indu	0.005(1.443)	0.007*(1.691)	0.005(1.407)	0.047(1.160)
_cons	−3.475***(−13.031)	−3.863***(−11.380)	−3.309***(−14.421)	7.233***(3.157)
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
地区固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	19102	13135	24324	24324
R^2	0.887	0.877	0.886	0.614

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平显著；括号内为*t*值。

(五)内生性检验

参考余海跃和康书隆[53]的研究，以地方政府财政支出中医疗卫生支出的自然对数(*Med_exp*)作为工具变量，采用两阶段最小二乘法进一步控制内生性的影响。综合来看，这一变量满足工具变量的内在要求：第一，医疗卫生支出是基础性的民生支出，与企业异地投资决策的相关性较弱，具有较强的外生性；第二，医疗卫生支出规模与地方政府财政支出密切相关，能够影响地方政府债务，满足工具变量相关性的要求。表6报告了工具变量回归结果，(1)列*Med_exp*系数在1%水平下显著为负，表明医疗卫生支出与地方政府债务规模高度相关，与上文分析结果一致。(2)列中地方政府债务(*Pdebt*)系数在1%水平下显著为负，并且与基准回归结果保持一致，说明在缓解内生性问题后，地方政府债务与企业异地投资仍具有显著的负向关系。

表 6　工具变量回归结果

变量	(1) *Pdebt*	(2) *Dinv*
Med_exp	−0.047***(−15.746)	
Pdebt		−1.145***(−2.894)
ln*Sale*	0.002**(2.219)	0.232***(22.514)
Roa	0.010***(2.705)	−0.432***(−8.268)
Fix	0.006(0.954)	0.034(0.488)
Finance	0.143***(24.847)	0.192***(2.907)
Gdpr	−0.002***(−5.976)	−0.003(−1.136)
Indu	0.002***(3.474)	0.006*(1.760)
企业固定效应	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
地区固定效应	Yes	Yes
N	24324	24324
R^2	0.927	0.041
Kleibergen-Paap rk LM	321.118	
Cragg-Donald Wald *F*	739.052	
Kleibergen-Paap rk Wald *F*	247.924	

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平显著；括号内为 *t* 值。

五、进一步分析

(一) 影响机制分析

前文理论分析认为地方政府债务可能会通过金融资源“挤占”和基础设施建设拉动两条渠道，分别产生异地投资“挤占”效应和本地投资“拉动”效应抑制企业异地投资能力。对此，借鉴 Dessaint 等[54]、陈胜蓝和刘晓玲[55]渠道检验的思路分两步进行验证：①运用各影响路径特征变量的替代指标对解释变量实施回归，检验地方政府债务对企业融资约束和对当地基础设施建设的影响；②对上述各变量进行分组，考察地方政府债务在不同组别中对企业异地投资的影响，进一步明晰地方政府债务如何影响企业异地投资。

1. 融资约束“挤占”效应

地方政府债务通过金融资源“挤占”削弱企业异地投资能力，产生异地投资“挤占”效应。为了验证这一影响渠道，以各企业负债总额扣除应付账款的自然对数近似衡量实体企业的信贷规模(*Loan*)，信贷规模取值越高代表企业面临的融资约束越小。表 7 的(1)列~(3)列展示了融资约束作为影响渠道的检验结果。首先，检验地方政府债务对企业融资约束的影响，结果见表 7 的(1)列。地方政府债务(*Pdebt*)系数显著为负，该结果表明地方政府债务对企业的信贷规模的影响是负向的。其次，按照企业融资约束的年份-行业中值将公司划分为融资约束高组和低组，并进行分组检验，结果见表 7 的(2)列和(3)列。相比融资约束高组，地方政府债务对企业异地投资的抑制程度在融资约束低组更为显著。由此可见，融资约束是地方政府债务抑制企业异地投资能力的重要作用渠道。上述检验结果证实了融资约束渠道的影响机制，即地方政府债务通过“挤占”企业信贷资源，进而抑制企业异地投资。

2. 基础设施建设“拉动”效应

地方政府通过基础设施建设“拉动”效应增强企业本地发展黏性，产生本地投资“拉动”效应。为了验证这一影响渠道，以地区当年固定资产投资总额与 GDP 之比加 1 取自然对数来衡量当地的基础设施建设(ln*fra*)，基础设施越完善意味着当地投资环境越好。表 8 的(1)列~(3)列给出了基础设施建设作为影响渠道的检验结果。首先，检验地方政府债务对当地基础设施建设的影响，结果见表 8 的(1)列。地方政府债务(*Pdebt*)在 1%水平下显著为正，表明地方政府债务与当地基础设施建设水平显著正相关。这意味着地方政府在债务高企的情况下，仍然会促进本地基础设施建设。其次，按照基础设施建设的年份-地区中值将地区划分为基础设施建设高组和低组，并进行分组检验，结果见表 8 的(2)列和(3)列。相比基础设施建设低组，地方政府债务对本地基础设施建设的促进作用在基础设施建设高组更显著。由此可见，基础设施建设是地方政府债务影响企业异地投资的重要作用渠道。上述检验结果证实了基础设施建设的影响机制，即地方政府债务通过促进本地基础设施建设进而拉动企业留在本地。

表7 地方政府债务与融资约束

变量	(1)全样本	(2)融资约束低组	(3)融资约束高组
	Loan	*Dinv*	
Pdebt	−0.288***(−3.353)	−0.294**(−2.504)	−0.169(−1.434)
ln*Sale*	0.734***(55.771)	0.204***(11.496)	0.190***(12.974)
Roa	−1.206***(−10.919)	−0.399***(−5.104)	−0.385***(−5.704)
Fix	−0.027(−0.339)	0.124(0.937)	−0.033(−0.419)
Finance	0.127***(3.178)	0.072(1.219)	0.112**(2.275)
Gdpr	−0.004(−1.445)	−0.003(−0.771)	0.002(0.666)
Indu	−0.003(−0.782)	0.002(0.422)	0.012***(2.708)
_cons	5.138***(17.841)	−2.539***(−6.293)	−2.785***(−8.853)
企业固定效应	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes
地区固定效应	Yes	Yes	Yes
N	24324	12119	12205
R^2	0.955	0.889	0.879

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平显著；括号内为*t*值。

表8 地方政府债务与基础设施建设

变量	(1)全样本	(2)基础设施建设高组	(3)基础设施建设低组
	ln*fra*	*Dinv*	
Pdebt	0.089***(2.685)	−0.293***(−2.862)	−0.085(−0.403)
ln*Sale*	0.004(1.223)	0.225***(14.879)	0.219***(15.267)
Roa	0.017(1.155)	−0.456***(−5.627)	−0.386***(−5.474)
Fix	−0.031(−1.363)	−0.050(−0.531)	0.142(1.226)
Finance	1.185***(43.995)	0.079(1.558)	0.104(1.223)
Gdpr	0.019***(14.761)	−0.003(−0.935)	0.002(0.372)
Indu	−0.019***(−8.715)	−0.000(−0.103)	0.041***(3.183)
_cons	−2.141***(−28.901)	−3.200***(−9.715)	−3.184***(−9.622)
企业固定效应	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes
地区固定效应	Yes	Yes	Yes
N	24324	12435	11889
R^2	0.948	0.892	0.900

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平显著；括号内为*t*值。

(二)异质性分析

为进一步探讨地方政府债务对企业异地投资的异质性影响，本文根据不同企业产权类型、所在城市等级及行业类型进行样本划分，并在此基础上展开分析。

1. 产权异质性

不同产权性质企业在资源获取能力、政企关系等方面存在系统性差异。本文将样本分为国有和非国有组进行回归检验，以考察地方政府债务对不同产权性质企业异地投资的影响。

从表9的(1)列和(2)列可知，在国有企业样本中，地方政府债务的抑制作用通过了5%的统计显著性检验，而反观非国有企业样本，地方政府债务的系数并不显著。这一结论与已有研究一致[2-3]。政府对国有企业投资行为的过度干预，是导致该现象的重要制度因素[52]。国有企业常承担区域战略任务，其异地投资决策受行政指令驱动，而非纯粹市场逻辑。地方政府为缓解偿债压力，倾向于将国有企业作为重要的资源调配对象，通过行政干预将更多企业税收和资本留存本地。而对于非国有企业，地方政府仅能通过行政权力干预其经营策略[41]。

2. 行业异质性

不同行业在市场结构、竞争程度及融资需求等方面存在显著差异。对行业异质性进行分析可以更清晰地揭示不同行业环境下企业的行为差异。制造业是实体经济的主体，发展实体经济需高度重视制造业。考

虑到制造业与非制造业在资本密集度、技术特征和政策敏感性等方面存在系统性差异，故将样本划分为制造业和非制造业进行回归检验，以考察不同产业类型的异质性结论。

从表9的(3)列和(4)列可以看出，在非制造业样本中，地方政府债务对企业异地投资的回归系数尽管为负值，但并不显著。而制造业样本中，地方政府债务对企业异地投资具有显著负向影响。这可能是因为制造业企业技术研发、设备采购需要长期资金支持及融资需求较高，而非制造业企业对长期融资需求较低、面临的融资约束较小。同时制造业企业投资周期长、回报率低，异地投资承担的风险更高，而非制造业不仅投资周期短、灵活性也较强。

3. 城市等级异质性

不同等级的城市在资源与市场环境方面存在差异，政府对不同等级城市的政策导向也不同。企业的投资、创新、融资等行为会受到所在城市等级的影响。按城市等级划分样本，可以更清晰地揭示不同地区下企业的行为差异。本文根据新一线城市研究所发布的2024年《新一线城市魅力排行榜》，将城市划分为新一线城市和二线及以下城市，分样本进行回归检验。

从表9的(5)列和(6)列可以看出，在二线及以下城市样本中，地方政府债务的抑制作用通过了5%的统计显著性检验，而反观新一线城市，地方政府债务的系数并不显著。产生这一差异的原因可能在于不同等级城市在经济发展水平、财政及资源配置能力上存在显著差异。新一线城市财政实力更强、金融资源更集中、基础设施更完善，企业异地投资受到的影响较小。此外，不同等级城市政策执行和债务管理制度有所差异。新一线城市财政透明度高，债务管理更加规范，二线及以下城市隐性债务问题更加突出。同时有研究表明经济落后地区提升经济排名动机比较强烈，地方保护主义倾向也更加明显[56]从而导致企业异地投资受到约束。

表9　异质性分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	国有	非国有	制造业	非制造业	新一线	二线及以下
Pdebt	−0.262**(−2.149)	−0.159(−1.491)	−0.278***(−2.987)	−0.226(−1.500)	−0.222(−1.595)	−0.252**(−2.520)
ln*Sale*	0.260***(13.177)	0.211***(16.987)	0.239***(18.327)	0.225***(13.479)	0.229***(17.044)	0.235***(14.864)
Roa	−0.709***(−4.878)	−0.323***(−6.279)	−0.497***(−7.248)	−0.371***(−4.420)	−0.478***(−6.426)	−0.417***(−5.745)
Fix	−0.117(−0.822)	0.005(0.066)	0.183**(2.514)	−0.245*(−1.652)	0.138(1.225)	−0.056(−0.636)
Finance	0.102(1.524)	0.019(0.404)	0.054(1.238)	0.094(1.262)	0.005(0.059)	0.092**(2.078)
Gdpr	−0.006(−1.585)	−0.001(−0.268)	0.003(1.099)	−0.008*(−1.745)	−0.000(−0.113)	0.000(0.097)
Indu	−0.005(−0.869)	0.011**(2.453)	0.009**(2.150)	−0.005(−0.827)	−0.013(−0.924)	0.004(1.122)
_cons	−3.957***(−8.974)	−2.892***(−10.524)	−3.672***(−12.947)	−2.899***(−7.571)	−3.131***(−10.220)	−3.506***(−10.008)
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
地区固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7671	16653	15700	8624	11889	12435
R^2	0.903	0.882	0.884	0.880	0.888	0.882

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平显著；括号内为*t*值。

六、研究结论与政策建议

本文以地方政府债务为研究背景，基于2015—2023年城市-企业面板数据系统分析了地方政府债务与企业异地投资之间的影响效应和作用机制。研究发现，地方政府债务显著抑制了企业异地投资行为。这一结论在替换核心变量测度、工具变量法缓解内生性等一系列稳健性检验后依然成立。机制分析表明，地方政府债务一方面通过“挤占”金融资源加剧企业融资约束，削弱企业异地投资的资金能力与风险承担意愿；另一方面通过基础设施建设增加企业“黏性”，使得企业倾向于留在本地、减少异地投资。异质性分析进一步揭示了地方政府债务对企业异地投资的抑制作用在国有企业、制造业企业及处于二线及以下城市企业中更为突出，其原因在于国有企业投资行为受地方政府干预更多、制造业企业对长期资金稳定性要求更敏感，而二线及以下城市债务风险传导则更直接。根据上述研究结论，提出如下政策启示：

第一,防范化解地方债务风险,助力中国经济行稳致远。为防止地方政府债务成为系统性金融风险的“灰犀牛”,需构建多层次债务治理框架,强化地方政府债务管理与风险防范。中央政府应通过多元化的资金筹措渠道,切实缓解地方财政压力。同时,进一步构建市场化导向的地方政府债务监管框架。例如,建立基于信用评级的融资约束机制、实施债务限额与财政承受能力挂钩的动态管控模式,以及规范债务资金使用的负面清单制度等确保财政的可持续性。地方政府应强化履职担当与风险意识,将债务管理纳入政府绩效评价指标,实施举债融资终身问责制。紧抓预算绩效管理的关键环节,推行全周期绩效评价机制,对政府融资行为实施动态监控。同时,应加大财政专项资金的整合力度,提升政府投资基金的运作效率。通过多渠道统筹盘活存量资金,确保重点领域和重大民生支出的需求得到满足,进一步增强各级领导班子的治理能力和办事效能。

第二,缓解融资约束,助力企业走出融资困境。考虑到地方政府债务通过“挤占”金融资源加剧企业融资约束,应建立科学的地方政府举债约束机制,进一步规范地方政府债务的发行。首先,通过限额管理、用途管控等措施确保政府在合理范围内有序融资。其次,加快多层次信贷市场体系建设,持续强化金融服务实体经济的功能。通过协调公共资本与企业投资之间的关系,以制度创新缓解企业面临的融资约束,推动信贷资源更多地倾向于企业主体。最后,采取优化营商环境、鼓励中小银行发展、深化市场化改革等配套措施,降低企业从信贷市场和债券市场获得资金融通的门槛,引导银行等金融机构加大对民营企业获贷用贷的支持力度,以缓解地方债务的挤出效应。以上措施不仅可以有效缓解企业融资压力,更有助于激发市场主体的创新潜力,为中国经济高质量发展提供有力支撑。

第三,提升基础设施投资效率,优化地方营商环境。当前,中国基础设施建设正处于新发展阶段,对新型基础设施的需求已超越交通、邮政等传统基础设施。在此背景下,提升基础设施投资效率的核心在于确保投资方向与区域经济发展阶段相匹配,促进新型与传统基础设施协同互补。在风险可控的情况下,利用债务融资支持基础设施建设并对投资方向与结构进行优化调整。具体而言,应依据区域经济发展阶段特征,在传统基础设施领域保持合理投资规模。同时,逐步加大对新型基础设施的投入比重,推动两类基础设施形成协同发展格局。此外,地方政府还应持续改善营商环境,健全市场体系建设,构建协同发展机制。具体而言,包括重点加强建设公平竞争审查制度,严格规范反垄断执法程序,切实保障异地投资主体市场准入平等权;创新企业引进机制,建立异地投资准入负面清单制度,加大对优质企业的引进力度。

参考文献

[1] 熊琛, 金昊. 地方政府债务的宏观经济效应——基于信贷错配视角的研究[J]. 经济学(季刊), 2021, 21(5): 1545-1570.

[2] 陈俊华, 刘娜, 吴莹. 地方政府偿债压力、企业异地投资与资本要素市场一体化[J]. 中国工业经济, 2024(7): 162-180.

[3] 范子英, 周小昶. 财政激励、市场一体化与企业跨地区投资——基于所得税分享改革的研究[J]. 中国工业经济, 2022(2): 118-136.

[4] 白俊, 袁勋, 乔君. 放松市场准入管制与企业跨地区投资——基于负面清单制度试点的准自然实验[J]. 财经研究, 2024, 50(4): 64-78.

[5] 马光荣, 程小萌, 杨恩艳. 交通基础设施如何促进资本流动——基于高铁开通和上市公司异地投资的研究[J]. 中国工业经济, 2020(6): 5-23.

[6] HAMID B, JIE D, MAY H. Cash flow uncertainty, financial constraints and R&D investment[J]. International Review of Financial Analysis, 2021, 76: 101785.

[7] 曹春方, 周大伟, 吴澄澄. 市场分割与异地子公司分布[J]. 管理世界, 2015, 31(9): 92-103, 169, 187-188.

[8] 周冬华, 彭剑飞, 胥文帅. 产品保险助推企业跨区域发展——基于异地子公司新设和撤并的证据[J]. 经济学(季刊), 2025, 25(2): 410-427.

[9] 钱先航, 邱善运. 地区间市场分割与企业的异地供应链构建[J]. 金融研究, 2025(1): 77-95.

[10] 冀云阳, 钟世虎. 地方政府债务对全要素生产率的影响研究[J]. 财政研究, 2022(4): 87-99.

[11] 丁伟武, 吴松洋, 黄苹. 挤出抑或挤入: 地方政府债务何以影响企业绿色投资[J]. 金融经济学研究, 2025, 40(3): 157-176.

[12] 吴育辉, 莫一帆. 地方政府债务扩张与企业商业信用供给[J]. 管理评论, 2025, 37(3): 3-16.

[13] 岳明阳, 刘穷志. 地方公共债务与资本跨区流动——基于不同财政纵向失衡度的分组考察[J]. 中南财经政法大学学报, 2025(4): 39-53.

[14] 马亚明, 张立乐. 地方政府债务扩张对实体经济资本配置效率的影响——基于房地产价格的中介效应[J]. 中南财经政法大学学报, 2022(1): 98-109.

[15] 周佳音，陆毅，王伟同. 税收安排与地方债务压力——来自债券利息收入税率调整的证据[J]. 经济研究，2025，60(1)：22-38.
[16] AlEXIOS A，EREM O A，ELISA F，et al. Cross country stock market comovement：A macro perspective[J]. Journal of Monetary Economics，2022，130：34-48.
[17] 文茜，李万利，申志轩. 地方政府释放财政压力的微观传导机制：企业盈余管理视角[J]. 世界经济，2023，46(10)：91-114.
[18] 刘尚希，程瑜，赵福昌，等. 优化中央与地方财政关系研究[J]. 财贸经济，2024，45(10)：5-17.
[19] 梁若冰，王群群. 地方债管理体制改革与企业融资困境缓解[J]. 经济研究，2021，56(4)：60-76.
[20] 王文甫，艾非. 投资冲动、债务扩张与地方政府激励目标[J]. 财贸研究，2021，32(1)：52-68.
[21] 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)：45-67，205.
[22] 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]. 金融经济学研究，2023，38(5)：145-159.
[23] 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，2020，55(3)：50-64.
[24] 郭玉清，何杨，李龙. 救助预期、公共池激励与地方政府举债融资的大国治理[J]. 经济研究，2016，51(3)：81-95.
[25] 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，2022，38(11)：71-89.
[26] 张甜，曹廷求. 地方政府债务扩张与企业关联担保[J]. 财贸研究，2024，35(9)：67-78.
[27] MYERS S C，MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics，1984，13(2)：187-221.
[28] 胡玥，张涵萌，马文杰. 地方政府债务治理改革与企业人力资本升级[J]. 经济管理，2022，44(8)：152-169.
[29] BOND S，ELSTON J A，MAIRESSE J，et al. Financial factors and investment in Belgium，France，Germany，and the UK[J]. Review of Economics and Statistics，2003，85(1)：153-165.
[30] ACHARYA V V，EISERT T，EUFINGER C，et al. Real effects of the sovereign debt crisis in Europe：Evidence from syndicated loans[J]. Review of Financial Studies. 2018，31(8)：2855-2896.
[31] 吴敏，周黎安. 晋升激励与城市建设：公共品可视性的视角[J]. 经济研究，2018，53(12)：97-111.
[32] 徐晓珠，李增福. 地方政府债务治理与企业投资效率[J]. 南方经济，2024(11)：18-41.
[33] 杨源源，贾鹏飞. 地方政府债务积聚、风险违约测度与风险防范[J]. 金融经济学研究，2025，40(3)：140-156.
[34] ZHAO R，TIAN Y，LEI A，et al. The effect of local government debt on regional economic growth in China：A nonlinar relationship approach[J]. Sustainability，2019，11(11)：3065.
[35] 刘哲希，任嘉杰，陈小亮. 地方政府债务对经济增长的影响——基于债务规模与债务结构的双重视角[J]. 改革，2020(4)：100-115.
[36] 周泽将，雷玲. 经济增长目标调整促进了资本流动吗——基于企业跨地区投资的视角[J]. 南开管理评论，2024，27(1)：168-180.
[37] 张伟广，阴丽君. 网络基础设施建设能否促进资本跨区域流动？[J]. 技术经济，2025，44(2)：85-96.
[38] 刘儒，卫离东. 地方政府竞争、产业集聚与区域绿色发展效率——基于空间关联与溢出视角的分析[J]. 经济问题探索，2022(1)：79-91.
[39] 张尧，孙维. 数字经济发展对乡村技术进步偏向的影响研究[J]. 中国农业资源与区划，2025，46(1)：112-125.
[40] 倪克金，刘修岩，张蕊，等. 城市群一体化与制造业要素配置效率——基于多维分解视角的考察[J]. 数量经济技术经济研究，2023，40(4)：136-159.
[41] 李华，王爱爱. 普遍性税收征管制度如何影响资本跨区域流动[J]. 数量经济技术经济研究，2025，42(5)：157-178.
[42] 何凡，陈波，黄炜. 行业规范标准化与资本跨区流动——基于企业异地投资的研究[J]. 管理世界，2024，40(7)：204-225.
[43] 刘蓉，李娜. 地方债务密集度攀升的乘数和双重挤出效应研究[J]. 管理世界，2021，37(3)：51-66，160，5.
[44] 张路. 地方债务扩张的政府策略——来自融资平台“城投债”发行的证据[J]. 中国工业经济，2020(2)：44-62.
[45] 梁上坤，文雯，江镧瑶. 地方政府债务与债券信用利差[J]. 中国工业经济，2024(3)：157-174.
[46] 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.
[47] 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.
[48] 李广子，熊德华，刘力. 中小银行发展如何影响中小企业融资？——兼析产生影响的多重中介效应[J]. 金融研究，2016(12)：78-94.
[49] 张光南，洪国志，陈广汉. 基础设施、空间溢出与制造业成本效应[J]. 经济学(季刊)，2014，13(1)：285-304.
[50] 杨大宇，许晓芳，陆正飞. 金融结构与企业过度投资：基于社会融资结构的证据[J]. 管理世界，2023，39(7)：121-140.
[51] 杨继彬，李善民，杨国超，等. 省际双边信任与资本跨区域流动——基于企业异地并购的视角[J]. 经济研究，2021，56(4)：41-59.
[52] 谢贞发，陈芳敏，陈卓恒. 激励与能动性：非对称财政收支分权与企业资本跨区域流动[J]. 数量经济技术经济研究，2023，40(1)：87-108.
[53] 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.
[54] DESSAINT O，GOLUB A，VOPLIN P. Employment protection and takeovers[J]. Journal of Financial Economics，2017，125(2)：369-388.
[55] 陈胜蓝，刘晓玲. 经济政策不确定性与公司商业信用供给[J]. 金融研究，2018(5)：172-190.
[56] 杨继东，罗路宝. 产业政策、地区竞争与资源空间配置扭曲[J]. 中国工业经济，2018(12)：5-22.

Local Government Debt and Enterprise Cross Regional Investment: Based on the Dual Mechanism of "Crowding out" and "Pulling"

Xu Guangwei[1], Lu Sijia[1], Tan Jin[1,2], Liu Xing[3]

(1. School of Business, Changzhou University, Changzhou 213159, China; 2. School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China; 3. School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: Clarifying the dynamic relationship between local finance and the real economy is an important prerequisite for preventing and resolving macro debt risks. Using government debt data at the city level from 2015 to 2023, the impact of local government debt on cross-regional investment by listed companies and its underlying mechanisms were empirically examined. The results showed that the growth of local government debt significantly suppressed the behavior of enterprises investing in other places. Two distinct mechanisms are identified: "crowding out" and "pulling". On the one hand, local government debt weakens the ability of enterprises to invest in other places through the crowding out of financial resources, resulting in a "crowding out effect" of investing in other places. On the other hand, local government debt enhances the local development stickiness of enterprises through infrastructure construction, generating a "pull effect" on local investment. Heterogeneity analysis found that the inhibitory effect of local government debt on enterprises' out of town investment is more significant in samples of state-owned enterprises, manufacturing industries, and cities registered in the second tier or below. Based on these findings, a theoretical foundation and policy insights are provided for mitigating local debt risks, facilitating internal economic circulation, and advancing the establishment of a new development framework.

Keywords: local government debt; cross regional investment; capital flow; financial crowding out; infrastructure construction