

官员企业经历能降低公司债务融资成本吗？*

唐雪松¹ 李 闻¹ 廖 望¹ 郑宇新²

(1. 西南财经大学会计学院, 四川 成都 611130;
2. 中国农业发展银行福建省分行, 福建 福州 350000)



内容提要:政府官员具备何种特质能够促进政府在破解企业融资难、融资贵问题上发挥有为作用,是一个值得探讨的议题。本文研究地方政府官员企业工作经历对公司债务融资成本的影响。首先,本文基于2008—2020年地级市政府工作报告,利用机器学习与文本分析的方法,验证了地方官员的企业工作经历能够提高官员对企业债务融资问题的认知与应对能力,在政府工作报告中会更加强调企业债务融资问题,并且积极提出更多实际举措。接着,通过实证检验发现,官员企业经历显著降低了官员主政辖区内公司债务融资成本,并且当官员企业经历类型为管理层经历时更为显著。进一步机制分析表明,企业经历使得官员能够准确识别规模较小、融资约束程度较高、缺乏银企联系的企业所处债务融资困境,并通过增加地区信贷投放量、优化地区商业信用环境与加强地区金融数字化建设来有效降低企业债务融资成本。本文从工作经历角度探究官员对辖区内企业债务融资成本的影响,拓展了此前探讨官员经历特征的经济影响相关文献,也为精准选拔与培养各类政府官员提供了新的思路。

关键词:官员企业经历 企业融资 债务融资成本 烙印理论

中图分类号:F270 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2023)07—0173—21

一、引言

融资难、融资贵问题长期以来掣肘我国企业发展,债务融资渠道单一的现状致使债务融资成本居高不下,一度加重了企业融资困境。因而,疏解企业融资困境、提升资本市场效率是一项摆在我国经济发展道路上现实的重大任务。大量学者试图从企业微观层面探究融资问题产生的内在根源并积极寻求解决之道,例如,此前文献证实了企业信息披露质量与信息环境(王雄元和张春强,2013)^[1]、内部控制质量(Kim等,2011)^[2]等企业内部治理水平对企业债务融资的影响。诚然,资本市场效率的提升有赖于经济主体行为的改善,从企业主体考察融资对策能够为其自身缓解融资困难提供有益启示;但不可忽略的是,在我国特色社会主义市场经济的制度背景下,若想改善企业融资的整体境况,政府作为重要的市场参与者,在为企业纾困解难中发挥着至关重要的作用。习近平总书记指出:“在市场作用和政府作用的问题上,要讲辩证法、两点论,‘看不见的手’和‘看

收稿日期:2022-08-17

* 基金项目:国家自然科学基金项目“中国投资者保护公益组织运行效果与机制研究——基于并购重组中投服中心行权视角”(72272123)。

作者简介:唐雪松,男,教授,博士生导师,会计学博士,研究领域为会计与审计理论、内部控制与风险管理,电子邮箱:tangxs@swufe.edu.cn;李闻,女,博士研究生,研究领域为公司治理、审计,电子邮箱:santulnu@163.com;廖望,女,博士研究生,研究领域为公司治理、资本市场,电子邮箱:liaowang_leona@163.com;郑宇新,男,会计学博士,研究领域为公司治理、资本市场,电子邮箱:kjzyx@sina.com。通讯作者:廖望。

得见的手’都要用好。”党的二十大报告中同样强调:“充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,更好发挥政府作用”。市场有效固然是提升经济运行质量、效率与动力的必备条件,但有效市场作用的顺利发挥更需要一个与之匹配的有为政府(卢福财和王守坤,2021)^[3]。然而,现有政府与企业融资问题的相关研究,少有研究关注政府官员如何发挥主观能动性,准确识别并采取有效措施破解企业微观层面融资困境。

回顾中国特色社会主义市场经济的发展历程,政府在资源配置过程中扮演着重要角色(周黎安,2004^[4];2007^[5])。若脱离对“政府如何有为”这一问题的探讨,则难以真正读懂中国经济,更难以切实解决我国经济发展道路上的困难。需要重点强调的是,若想政府在资源配置过程中发挥“有为”的积极作用,而非“乱为”的消极作用,则要求其在经济发展过程中能够积极有效地采取措施培育、监督、保护、补充市场,纠正市场失灵,促进公平,提升全社会各阶层长期福利水平(林毅夫,2016^[6];王勇和华秀萍,2017^[7])。以受政府集中控制市场和资源配置的典型部门——高铁为例,学者认为因铁路自身特性所致,其必须受国家的集中控制,也强调了政府集中控制在其中发挥的重要作用(路风,2013)^[8],但并非在所有情形下“集中力量”的模式都能达到“办大事”的成就,“什么条件下政府集中配置资源对于市场是更有效的”这一根本性问题仍有待深入探讨(贺俊等,2018)^[9]。国内部分学者仅从理论的角度围绕这一问题进行了观点表达与论述,依旧需要进一步挖掘实证证据。那么,在解决企业债务融资的问题上,政府如何合理发挥资源配置作用呢?“育材造士,为国之本”——政府职能的有效发挥归根结底在官员的行为表现,尤其是主政官员有所作为。

政府官员是政府权力的代行者,政府行为实际上是官员行为的加总,政府积极有为效果的实现很大程度上依赖于地方官员的行为决策(周黎安,2004^[4];2007^[5])。根据烙印理论(imprinting theory),个体成长过程中在环境敏感期为适应环境而形成的特征将会长期存续并指导个体行为(Marquis和Tilcsik,2013^[10];Simsek等,2015^[11])。我国地方政府部门中有相当数量的主政官员曾在企业工作,过往的企业工作经历为地方官员理解政府与市场之间的关系奠定了基础,有利于官员深入地理解企业融资问题、在解决企业融资问题时采取更有针对性的政策措施。政府及其官员通过积极措施纾解企业融资困境,解决企业发展过程中融资难、融资贵的问题,并保障企业发展有充足资金支持。

语言是传递人类思维最为直接的物理载体,而记录语言的文本信息则集中反映了人的认知倾向(Sapir,2004)^[12],文本信息中特定文字的使用频率集中展现了人们对于某种事物的认知与重视程度(Whorf和Carroll,1956)^[13]。《政府工作报告》是各级政府的一种公文形式,主要内容包含政府工作回顾、工作任务、政府建设举措等,作为传播政策的重要物理载体,其文本性质有利于探究地方政府主政官员的治理思路与具体落实的工作举措。《政府工作报告》反映着施政者对不同工作的注意力配置,也向民众宣告或承诺了“政府将重视什么、将向哪些领域投入资源”(王维民和黄娅,2012^[14];文宏,2014^[15];刘河庆,2020^[16])。因此,本文利用各地级市政府工作报告的文本内容加以分析,来体现地方政府主政官员对企业债务融资问题的认知与解决能力。

基于以上分析,本文研究地方政府主政官员的企业工作经历对企业债务融资成本的影响。本文研究表明,具有企业经历的官员可以帮助克服债务市场难题。该结果不仅有利于更好地理解政府在资源配置中发挥的重要作用,也为服务型政府中官员选拔、官员成长路径提供了新的思路。本文可能贡献在于:第一,本文利用机器学习算法处理政府工作报告文本信息,从“有为政府”视角出发,深度聚焦官员企业经历如何促进政府主动挖掘企业融资受限因素、采取有效施政措施以破解企业债务融资难题的具体机制。第二,不同于现有文献多基于债权人或债务人自身特征探究其对企业融资成本的影响,本文基于烙印理论,深入、系统地研究了地方官员特征对微观层面企业融资成

本的影响与内在机理,有助于加深对官员影响微观经济的认识,也进一步打破了此前文献停留在研究官员特征对宏观层面融资政策影响的局限性。第三,本文的研究结论为进一步优化现阶段选拔与培养官员的标准提供了证据支持。在政府部门选拔一定比例曾在企业工作过的官员,有利于促进政府切实站在企业角度积极有为地为企业纾困解难,能够推动“有为政府”和“有效市场”两相结合,助力实现经济高质量发展,也为相关政策及制度优化提供了一定的现实参考意义。

二、理论分析与研究假设

1. 有为政府、官员特征与公司债务融资

企业债务融资问题是学术界持续追踪的重点话题。近年来,随着制度环境层面数据的可得性与其受重视程度的增强,大量实证研究检验了制度环境对企业融资问题的深刻影响。而在所有制度层面的影响因素中,政府是重中之重。政府政策将会塑造其他制度和激励结构,并影响它们的质量(林毅夫,2008)^[17]。鉴于政府在市场资源配置中发挥着重要作用,债务市场的运行也不可避免地受到政府与政治因素的影响。基于此,一些实证研究发现产权性质、政治联系、政府隐性担保等因素对企业债务融资及融资成本均会产生显著影响(Sapienza,2004^[18];卢盛峰和陈思霞,2017^[19];马文涛和张朋,2021^[20])。可见,若要探究我国企业债务融资问题,政府及其所为是难以忽略的重要话题。

政府的有为职能因何得以有效发挥呢?政府有为在于官员有为,政府官员扮演着我国经济发展中的重要角色。在企业债务融资问题上,相关学术研究仍需进一步深度聚焦官员经历在其中发挥的重要作用。现有文献多从融资问题的供给端出发考虑政府及官员对债务融资问题的影响,研究发现,省级信贷投放与固定资产投资随省官员任期呈倒U型变化(谭之博和周黎安,2015)^[21];官员晋升激励越强,企业负债率水平越高,同时阻碍了企业负债率的调整速度,加大了企业财务风险,使企业更可能陷入财务困境(赵宇,2019)^[22]。官员金融经历还具有一定的“治理效应”,可以引导所辖区企业抑制投机性金融资产、提升实体资本投资、缓解融资约束,进而促进地区实体经济“脱虚向实”(陈文川等,2022)^[23]。然而,鲜有文章从融资问题中的需求侧出发,即从微观层面深入探究官员经历是否对降低企业融资成本、缓解融资约束产生了实际影响。

2. 官员企业经历与公司债务融资

政府积极实施各项政策应对经济发展过程中出现的问题,例如纠正市场失灵,但是,政府行为必须是“有为”而非“乱为”(林毅夫,2016^[6];王勇和华秀萍,2017^[7])。政府积极有为依靠的是主政官员的主观能动性。由于政府官员是政府权力的代行者,政府行为实际上是官员行为的加总,政府积极有为的效果实现很大程度上依赖于地方官员的行为决策(周黎安,2004^[4];2007^[5])。现有文献展开了一些关于官员特征或经历影响区域经济的实证研究,研究发现,省级地方官员的企业背景与专业禀赋皆会对区域产业结构优化产生影响(张尔升和胡国柳,2013)^[24],尤其是企业背景,具有该任职经历的省级官员对产业发展、区域经济增长起到了明显的推动作用(张尔升,2010)^[25]。然而,在本文重点关注的公司债务融资成本问题上,现有文献却缺乏对官员企业经历及其影响的探讨。

我国地方政府部门中有相当数量的主政官员曾经在企业工作过,曾经的企业工作经历为地方官员理解政府与市场主体之间关系奠定了基础,并从理论联系实际的角度为其带来改变。依据烙印理论,个体的早期职业经历会被带入另一个组织中,过去的工作经验具有“积累”和“烙印”效应,这些效应将对个体行为 and 选择产生长期影响(McEvily等,2012)^[26]。那么,政府官员的早期企业工作经历是如何影响其治理行为,这一“烙印”又是如何对其处理债务市场运行关系产生影响的呢?企业经历给官员带来的改变,其一,在于对企业债务融资问题的认知;其二,在于解决企业债务融资困境的能力。受早期企业经历影响改变后的主政官员也将从这两个方面推动降低企业债务融资成本。

(1)企业经历影响官员认知。个体认知路径,即“官员企业经历——官员个体认知——债务融

资困境识别——企业债务融资成本”。拥有企业经历的官员会深刻地认识到企业债务融资问题的重要性,能够有效识别出大多数企业因何受制于融资约束。本文试从以下三个方面切入:第一,战略决策者对企业情境存在一定的根植性,即根植于企业情境的决策者在与企业共同生存和发展的过程中,会形成对企业的固有态度和看法,这也影响着其之后在战略决策上的认知偏好(Chreim等,2007^[27];尚航标和李卫宁,2015^[28])。换言之,在触及企业债务融资问题时,拥有企业经历的官员会具备一种“角色心理”,根植企业代入感的官员可以更敏锐地识别融资约束并更好地帮助企业降低债务融资成本。第二,社会认知神经经济学(social cognitive neuroeconomics)认为,个体认知偏好决定着决策者对环境信息的搜寻和选择,也影响着决策者对环境信息价值的解读和判断(Bingham和Eisenhardt,2011)^[29]。拥有企业经历的官员更能体会企业债务融资之难,这意味着其在部署政府工作的重点时便有了偏好;为了更好地决策而搜集、筛选信息时,也会更多地注意到和企业融资相关的内容。第三,人体大脑是以“热”认知(感性)模式或“冷”认知(审慎)模式运行的,认知模式的形成与个人职业背景息息相关(Bernheim和Rangel,2004)^[30]。若主政官员在早期企业经历中担任的是感性职业(设计研发、人力资源管理),那么会更加注重“需求”(Hodgkinson和Healey,2011)^[31],在债务融资问题上,作为需求端的企业就会受到官员重视。而若其担任的是理性职业(财务管理、生产制造等),那么其会采取问题解决式的战略决策方式(Hodgkinson和Healey,2011)^[31],其目标会更清晰,在企业融资问题上坚持以问题为导向进行政府工作部署。

(2)企业经历影响官员能力。个体能力路径,即“官员企业经历——官员个体能力——推进债务融资困境解决(主政行为)——企业债务融资成本”。拥有企业经历的官员具备政府与企业、宏观与微观的双重视角,有能力在企业融资问题上有效利用政府资源配置的职能采取具有针对性的措施。同样地,本文从三个方面切入:第一,基于角色承诺理论,行为惯例的形成会使战略决策者看待问题、处理问题的方式逐渐稳定,强化其作为某种角色时的行为能力(Ashforth,2001)^[32]。在企业任职期间,官员会逐渐认可自身在工作中的工作目标与价值观等,强化了在企业任职中习得的行为能力。融资问题关乎企业生存与发展,在无形中已然是企业工作行为惯例中的一部分。官员对企业任职角色的认可度越高,受行为惯例强化的能力就越会促使其为降低企业债务融资成本提供政策支持。第二,在手工搜集统计官员企业经历数据的过程中发现,有相当一部分官员曾任管理者职位。不同企业独特的经营情境不仅能够提升管理者的环境应对能力及综合管理技能,还为其积累相关的显性及隐性资源(何瑛等,2019)^[33]。多数官员作为企业管理者,在企业任职期间一方面扩大了人际交往的边界、丰富了自身社会关系;另一方面在多次实践中不断提升了机会识别、资源整合以及解决问题的能力。因此,官员企业经历使其具备了帮助企业降低债务融资成本的丰富资源与专业能力,有利于企业在资源协同层面上获得实际增益。第三,职业是获得经验的重要途径(Agarwal等,2004)^[34]。融资问题是绝大多数企业无法避免的难题,不论官员在何种类型的企业完成了早期职业历程,其都或深或浅、或直接或间接地接触过企业债务融资问题,并获得了宝贵的实践经验。在具有企业经历的官员主政一方时,这些相关经验都有助于其主动采取行动,推动政府部署并落实降低企业债务融资成本的具体措施。

(3)假设提出。由企业经历带来的官员对于企业债务融资问题认知与解决能力的变化,也体现在其所在地方政府对企业债务融资问题的重视程度上,具体而言,体现在地方政府工作报告的字里行间。《政府工作报告》作为传播政策思想的重要物理载体,其文本内容集中体现了决策者(即主政官员)的治理理念,反映着施政者对不同工作的注意力配置,也向民众宣告或承诺了“政府将重视什么、将向哪些领域投入资源”(王维民和黄娅,2012^[14];文宏,2014^[15];刘河庆,2020^[16])。

综上所述,企业经历给官员带来了认知与行为双重维度的影响,可能会在地方政府工作报告中得以凸显。在同时具备对企业债务融资问题的认知以及对企业债务融资困境的解决能力的情况

下,相较于未曾在企业任职过的主政官员,具有企业经历的官员能有效纾解企业融资问题,降低企业债务融资成本,研究框架如图 1 所示。基于上述分析,本文提出如下假设:

H₁:相较于无企业工作经历,具有企业工作经历的官员主政时,其所在地政府对公司融资问题的重视程度更高、应对能力更强。

H₂:相较于无企业工作经历,具有企业工作经历的官员主政时,其所在地的公司债务融资成本更低。

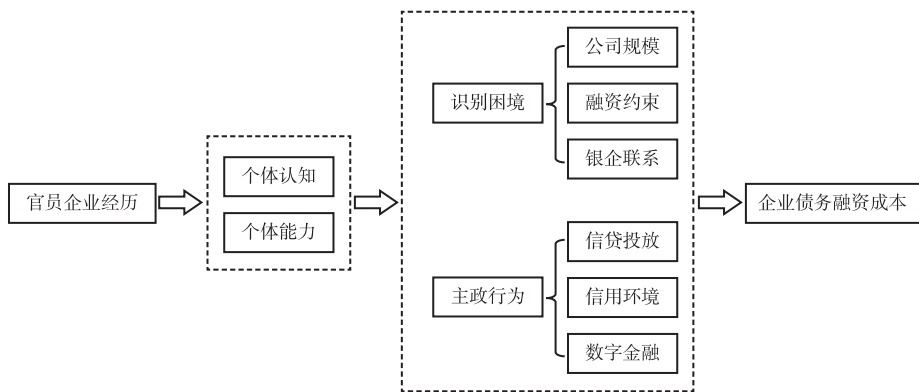


图 1 研究框架

三、研究设计

1. 样本选择

本文以公司注册地地级城市市委书记或市长作为地方主政官员的代理,考察这些官员对所在地公司债务融资成本的影响。研究中样本公司层面数据、地方官员背景信息来自于国泰安(CSMAR)数据库,地区层面宏观数据来自于各省域的统计年鉴,样本区间为 2008—2020 年。样本选取过程中对样本进行了如下剔除:金融行业样本、特殊处理样本(ST)以及数据缺失的样本。为了消除极端值的干扰,对所有连续变量进行了上下 1% 分位数的缩尾(Winsorize)处理。

2. 变量定义与模型设定

(1)地方政府关于公司融资问题应对的变量定义及模型设定。基于文本信息的词频分析法被认为是测量政府注意力最常用的方法,能够从整体上反映出政府对特定事物注意力分配的历时性变化(曾润喜和莫敏丽,2013)^[35]。例如,王印红和李萌竹(2017)^[36]收集了 30 个省份地方政府共 300 份工作报告,借助文本分析方法,揭示了地方政府生态环境治理注意力的变化规律。游家兴等(2022)^[37]通过对政府工作报告进行内容分析,捕捉了政府的创新意识。由此可知,政府报告中出现的特定词语都是经过深思熟虑的,词语的使用频率、出现的位置等都是由决策者或施政者精心设计的,这为本文捕捉决策者或施政者的认知与理念提供了良好的研究窗口。

基于此,本文利用 Python 软件从全国各个地级市政府网站搜集了 2008—2020 年间当地政府的年度工作报告,在此基础上,利用文本分析方法将非结构化信息转化为结构化数据(Loughran 和 McDonald,2011)^[38],以衡量政府对企业融资问题的关注与应对。具体而言,本文基于认知与行动两个维度对政府工作报告的文本信息进行分类:一类是对融资问题的关注与重视;另一类是缓解企业融资困境采取的措施。为了避免人工方式挑选词汇无法穷尽的问题,本文采用机器学习方法构建相关词汇的词典。具体过程为:首先,本研究委托三名独立研究人员分别随机抽取 400 份政府工作报告,通过人工阅读方式选取政府工作报告中有关公司融资问题的种子词汇。然后,利用中文通用词典 Jieba 对政府工作报告的文本进行分词处理,去除常用中文停用词,将所有文本转为词向量形成基础语料。之后,使用 Word2Vec 机器学习方法从基础语料中获取与此前所获得的种子词汇

语义相似的词汇,经由人工进一步判断后补充进入词库^①。最后,邀请两位资深学者对机器学习得到的结果进行了核验确定最终词典,词典构成如表 1 所示。

表 1 企业融资问题文本信息检索词典

认知	行动
缓解企业融资;缓解融资;降低融资成本;再融资;融资难题;债务融资成本;债务成本;融资难融资贵;信用贷款;银行贷款;发放贷款;金融风险;债务融资;发债资本金;金融信贷;融资困境;融资模式;金融供给结构;资金需求;重视融资;再融资;偿债;融资额	引导金融机构;融资平台;引导银行;扩大贷款;首贷户;规范融资收费;拓宽融资渠道;金企;政银企;引导贷款优惠利率;畅通融资渠道;应急贷款;银企合作;降低不良贷款;诚信环境;融资授信;授信额度;信用评价;金融创新;普惠金融;普惠小微企业;普惠贷款;政企合作;便利获得贷款;线上续贷;数字金融;金融科技

在获取地方政府应对企业融资问题的词汇基础上,借鉴 Loughran 和 McDonald(2011)^[38]的模型,采用加权方法计算得到地方政府对公司融资认知度指标 $Emph_D_{i,j}$ 与行动力指标 $Action_D_{i,j}$:

$$Emph_D_{i,j} \text{ or } Action_D_{i,j} = \begin{cases} \frac{1 + \log(tf_{i,j})}{1 + \log(a_i)} \log\left(\frac{N}{df_j}\right), & \text{如果 } tf_{i,j} \geq 1 \\ 0, & \text{否则} \end{cases} \quad (1)$$

其中, N 表示样本中政府工作报告的总数, df_j 表示至少包含一个融资词汇 j 的政府报告总数, $tf_{i,j}$ 表示在第 i 份报告中融资词汇 j 出现的次数, a_i 表示第 i 份报告的字数。通过上述算法得到融资词典中每个词在第 i 份报告中的 $Emph_D_{i,j}$ 以及 $Action_D_{i,j}$,将其相加后得到 $Emph_D$ 和 $Action_D$ 。以上两个指标取值越大,表示地方政府越重视以及采取了更多的措施应对辖内公司融资问题。

为了进一步验证政府工作报告中披露的上述特定词汇确实反映着政府或决策者对公司债务融资问题的“有为”,本文依据地级市政府工作报告计算出的词频得分的四分位数将地级市样本划分为融资问题重视度高(*High-Emphasis*)与融资问题重视度低(*Low-Emphasis*)两组。然后,分别计算出两类地级市样本辖区内所有上市公司政府补贴金额对数的中位数,进一步比较两类地级市辖区内上市公司政府补贴金额存在的差异,结果如图 2 所示。可以发现,在 2008—2020 年期间,总体而言,词频得分低的一组政府对上市公司补助金额少于词频得分高的一组,说明在词频得分高的地级市,政府更加重视企业的资金来源问题,为企业提供了更多的资金支持。

为了检验前述假设 H_1 ,构建模型(2):

$$Emph_D/Action_D = \beta_0 + \beta_1 OfficialsExp + \beta_2 Controls + City FE + Year FE + \varepsilon \quad (2)$$

模型(2)利用城市层面数据进行分析。其中, $Emph_D$ 为地方政府对公司融资问题的重视程度变量, $Action_D$ 为地方政府对公司融资问题行动力变量。变量 $OfficialsExp$ 为官员是否具有企业工作经历虚拟变量。由于地方政府运行中主政官员具有重要的影响,因此,本文设计该变量时定义当地市委书记或市长具有企业工作经历时,该变量值为 1,否则为 0。模型中控制变量 $Controls$ 中包括地区层面控制变量,具体涵盖地级市工业企业数量($Indnumber_city$)、地级市 GDP 增长率(GDP_city)等变量。考虑到不同地区因其社会、文化、群体心理等方面不可观察因素对公司融资问题具有不同的影响,这些不可观察的因素又可能影响该地区具有不同特征的地方官员,因此,为了降低不可观察因素导致的模型内生性问题的影响,本文在模型(2)中控制了城市固定效应($City FE$)。此外,模型还控制了年度固定效应($Year FE$)。相关变量具体定义如表 2 所示。

^① 本文选择 CBOW 模型(Continuous Bag-of-Word Model)对政府工作报告文本进行语义训练,模型训练目标为使得依据上下文正确预测中心词的概率最大,最终通过训练后的模型找出与已有词汇语义相近的词汇。

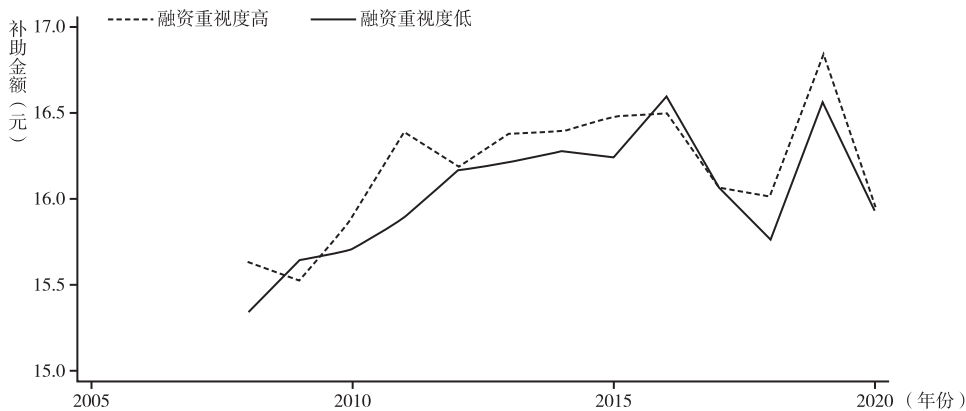


图2 地级市政府补助金额

资料来源:CSMAR 数据库

表2 变量定义

变量类型	变量符号	变量定义
被解释变量	<i>Emph_D</i>	地方政府对公司融资问题的重视度
	<i>Action_D</i>	地方政府对公司融资问题的行动力
	<i>Int_R</i>	利息支出率,即利息支出/营业收入 × 100
	<i>Int_R2</i>	债务成本率,即财务费用/营业收入 × 100
解释变量	<i>OfficialsExp</i>	地方官员是否具有企业工作经历虚拟变量,如果市长或市委书记具有企业工作经历则该变量取值为 1, 否则为 0
地区层面控制变量	<i>GDP_city</i>	地级市地区生产总值,为 Ln(地级市地区生产总值 + 1)
	<i>Debt_city</i>	地级市年末金融机构贷款余额,为 Ln(地级市年末金融机构贷款余额 + 1)
	<i>Infactivn_city</i>	地级市实际外商投资额,为 Ln(地级市外商实际投资额 + 1)
	<i>Expense_city</i>	地级市一般预算支出,为 Ln(地级市一般预算支出 + 1)
	<i>Income_city</i>	地级市一般预算收入,为 Ln(地级市一般预算收入 + 1)
	<i>Indnumber_city</i>	地级市工业企业数量,为 Ln(地级市规模以上工业企业总数 + 1)
公司层面控制变量	<i>SOE</i>	公司产权性质虚拟变量,如果为国企则赋值 1, 反之则为 0
	<i>Audit</i>	是否为国际四大会计师事务所审计虚拟变量,如果公司被国际四大审计时赋值 1, 反之取 0
	<i>Connected</i>	政治关联虚拟变量,如果公司董事长或总经理具有政治关联时赋值为 1, 反之则为 0
	<i>Asset</i>	公司规模,为 Ln(公司年末总资产)
	<i>LEV</i>	资产负债率,为公司年末总负债/年末总资产
	<i>ROA</i>	总资产净利率,为公司年度净利润/年末总资产
	<i>Growth</i>	营业收入增长率,为(公司第 t 年营业收入 - 第 t - 1 年营业收入)/第 t - 1 年营业收入
	<i>Mshare</i>	管理层持股比例,为管理层持股/总股本
	<i>Interest</i>	利息保障倍数,为(公司利润总额 + 利息费用)/利息费用
	<i>CF</i>	公司经营活动现金流量,为经营活动现金净流量/年末总资产
	<i>Loss</i>	公司是否出现亏损虚拟变量,公司净利润为负时赋值 1, 反之则为 0
	<i>Holder</i>	大股东持股比例变量,为第一大股东持股比例
	<i>Board</i>	董事会规模变量,为 Ln(董事会总人数)
	<i>Sep</i>	两权分离度,为公司实际控制人控制权与所有权之差

续表 2

变量类型	变量符号	变量定义
官员个人 层面控制 变量	<i>Age1</i>	市长年龄,按照 $\ln(\text{当年} - \text{出生年份})$ 计算
	<i>Age2</i>	市委书记年龄,按照 $\ln(\text{当年} - \text{出生年份})$ 计算
	<i>Gender1</i>	市长性别,如果为男性,则取值为 1,女性则取值为 0
	<i>Gender2</i>	市委书记性别,如果为男性,则取值为 1,女性则取值为 0
	<i>Edu1</i>	市长教育背景,如果学历为研究生及以上,则取值为 1,否则为 0
	<i>Edu2</i>	市委书记教育背景,如果学历为研究生及以上,则取值为 1,否则为 0
	<i>Fian1</i>	市长金融经历,如果具有财务金融经历,则取值为 1,否则为 0
	<i>Fian2</i>	市委书记金融经历,如果具有财务金融经历,则取值为 1,否则为 0

需要指出的是,在我国现行官员实行异地交流制度背景下,市委书记、市长变更频率较高,因此,准确界定官员在任时间便显得非常关键。与此前文献一致,在 1—5 月上任的官员,本文认定上任当年为其任职起始年份,对 6—12 月上任的官员,认定为下一年度为其任职起始年份;类似地,在 1—5 月离任的官员,认定离任当年为任职结束年份,对 6—12 月离任的官员,则将下一年视作为任职结束年份(王贤彬和徐现祥,2008)^[39]。

(2) 公司债务融资成本变量定义及模型设定。为了研究地方官员企业经历对辖内企业债务融资成本的影响,本文构建如下模型(3):

$$DebtCost = \beta_0 + \beta_1 OfficialsExp + \beta_2 Controls + Province FE + Year FE + Ind FE + \varepsilon \quad (3)$$

模型(3)利用公司层面数据进行分析。借鉴梁上坤和陈冬华(2015)^[40]、赖黎等(2016)^[41]等研究,模型(3)中因变量债务融资成本(*DebtCost*)包括利息支出率(*Int_R*)、债务成本率(*Int_R2*)等指标。模型中还加入了公司产权性质(*SOE*)、审计师事务所规模(*Audit*)、政治关联(*Connected*)等公司层面控制变量,以及官员年龄(*Age*)、性别(*Gender*)等官员个人层面控制变量。考虑到不同地区因其社会、文化、群体心理等方面不可观察因素对公司融资成本具有不同的影响,这些不可观察的因素又可能影响该地区具有不同特征的地方官员,因此,为了降低不可观察因素导致的模型内生性问题的影响,本文在模型(3)中控制了省份固定效应(*Province FE*)。选择控制省份效应而非地级市效应的原因是,由于上市公司通常从其所在省份(直辖市)的银行获得贷款,信贷市场形成了分省份格局,公司债务融资成本也体现出分省份不同的格局(马君潞等,2013)^[42]。此外,模型还控制了年度固定效应(*Year FE*)与行业固定效应(*Ind FE*)。所有变量具体定义如表 2 所示。

四、实证结果与分析

1. 描述性统计

表 3 列示了描述性统计结果。地方政府的政府工作报告对公司融资问题的重视程度变量 *Emph_D* 平均得分为 0.6184,地方政府的政府工作报告对公司融资问题采取措施指标 *Action_D* 平均得分 0.5835。地方官员具有企业工作经历变量 *OfficialsExp* 的均值为 0.6401,表明样本中有 64.01% 的市委书记或市长具有企业工作经历。公司融资成本变量中利息支出率 *Int_R* 和债务成本率 *Int_R2* 的均值分别为 2.4606 和 1.9977,标准差分别为 3.5872 和 3.6209,表明公司债务融资成本率约在 2% 左右,而且公司之间存在较大的差异。

表 3 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	25% 分位数	中位数	75% 分位数
<i>Emph_D</i>	2747	0.6184	0.8144	0	0.3688	1.0293
<i>Action_D</i>	2747	0.5835	0.6440	0	0.4159	0.9641
<i>Debt_city</i>	2747	16.2191	1.1807	15.3920	16.0538	16.8702
<i>GDP_city</i>	2747	7.2554	0.8985	6.6263	7.1790	7.8310
<i>Income_city</i>	2747	13.7930	1.0453	13.0810	13.7358	14.4210
<i>Expense_city</i>	2747	14.6469	0.7653	14.1297	14.6232	15.1467
<i>Indnumber_city</i>	2747	6.7033	0.9949	6.0283	6.7069	7.3582
<i>Infactinv_city</i>	2747	10.0771	1.7257	9.0420	10.1341	11.3083
<i>Int_R</i>	19735	2.4606	3.5872	0.4229	1.2989	2.9249
<i>Int_R2</i>	19735	1.9977	3.6209	0.1266	1.1181	2.7055
<i>OfficialsExp</i>	19735	0.6401	0.4800	0	1	1
<i>Gender2</i>	19735	0.7133	0.4523	0	1	1
<i>Gender1</i>	19735	0.7112	0.4532	0	1	1
<i>Age2</i>	19735	4.0081	0.0687	3.9703	4.0073	4.0604
<i>Age1</i>	19735	3.9747	0.0715	3.9318	3.9890	4.0254
<i>Edu2</i>	19735	0.6710	0.4698	0	1	1
<i>Edu1</i>	19735	0.6907	0.4622	0	1	1
<i>Fian2</i>	19735	0.0500	0.2179	0	0	0
<i>Fian1</i>	19735	0.0496	0.2171	0	0	0
<i>Sep</i>	19735	4.8085	7.4734	0	0	8.0482
<i>Audit</i>	19735	0.0497	0.2172	0	0	0
<i>SOE</i>	19735	0.3858	0.4868	0	0	1
<i>Connected</i>	19735	0.3340	0.4716	0	0	1
<i>Asset</i>	19735	22.2424	1.2448	21.3426	22.0779	22.9661
<i>LEV</i>	19735	0.4474	0.1946	0.2959	0.4400	0.5917
<i>ROA</i>	19735	0.0383	0.0597	0.0136	0.0365	0.0672
<i>Growth</i>	19735	0.1722	0.4076	-0.0219	0.1070	0.2659
<i>Mshare</i>	19735	0.1275	0.1923	0	0.0036	0.2323
<i>Interest</i>	19735	2.3571	72.5767	-1.2698	3.1792	9.6978
<i>CF</i>	19735	0.0471	0.0676	0.0090	0.0461	0.0865
<i>Loss</i>	19735	0.0989	0.2985	0	0	0
<i>Holder</i>	19735	34.1742	14.4557	22.8500	32.0300	43.6200
<i>Board</i>	19735	2.1342	0.1984	1.9459	2.1972	2.1972

2. 官员企业工作经历与企业融资问题应对

表 4 的列(1)列示了官员企业工作经历与对公司融资问题认知水平的关系实证结果。由表 4 结果可以看出,官员企业工作经历变量 *OfficialsExp* 的估计系数在 10% 水平下显著为正,表明当地官员具有企业工作经历时,该地区更加重视辖内公司融资问题。总体而言,该结果表明了地方官员如果具有企业工作经历,那么其在主政一方时将更加重视当地公司的融资问题,并在政府工作中予

以体现。表4的列(2)列示了官员企业工作经历与公司融资问题应对能力的关系实证结果。由该表结果可以看出,官员企业工作经历变量 *OfficialsExp* 的估计系数在5%水平下显著为正,表明当地官员具有企业工作经历时,该地区采取更多措施应对公司融资问题。总体而言,该结果表明了地方官员如果具有企业工作经历,那么其在主政一方时将采取更多措施应对当地公司的融资问题,并在政府工作中予以体现。假设 H_1 得到验证。

表4 官员企业工作经历与融资问题应对

变量	(1)	(2)
<i>OfficialsExp</i>	0.0752* (1.81)	0.0682** (2.02)
<i>Debt_city</i>	0.1134 (1.04)	-0.0406 (-0.32)
<i>GDP_city</i>	-0.0661 (-0.41)	0.0383 (0.26)
<i>Income_city</i>	-0.0427 (-0.30)	-0.0314 (-0.26)
<i>Expense_city</i>	-0.1277 (-0.80)	-0.1304 (-0.76)
<i>Indnumber_city</i>	-0.0657 (-0.55)	0.0797 (0.98)
<i>Infactinv_city</i>	0.0310 (1.13)	-0.0071 (-0.36)
常数项	0.9931 (0.48)	2.3412 (1.11)
城市/年度固定效应	是	是
观测值	2747	2747
调整 R^2	0.1374	0.1027

注:括号内是 t 统计量;*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的水平上显著,下同

3. 官员企业工作经历与辖区内公司债务融资成本

表5列示了地方官员企业经历与公司债务融资成本的实证检验结果,其中,第(1)、(2)列因变量为利息支出率变量(*Int_R*),第(3)、(4)列因变量为债务成本率变量(*Int_R2*)。由表5的回归结果可以看出,变量 *OfficialsExp* 的回归系数均在1%水平下显著为负,表明了地方官员的企业经历可以显著降低公司债务融资成本,支持前述研究假设 H_2 的预期。从经济意义看,由第(2)、(4)列中变量 *OfficialsExp* 的回归系数分别为 -0.2175、-0.2156 可知,在地方官员具有企业经历的地方的公司债务融资中,利息支出率与债务成本率可以降低约 8.84% 与 10.79%,由此可以看出,地方官员企业经历对于公司债务融资成本的显著经济影响。表5中,控制变量国有企业(*SOE*)的回归系数显著为负值,说明国有企业债务融资成本显著较低。控制变量资产负债率(*LEV*)的回归系数显著为正值,表明了债务杠杆率越高,公司债务融资成本越高。上述控制变量的回归结果与此前相关研究基本一致。

表5 官员企业工作经历与公司债务融资成本

变量	<i>Int_R</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OfficialsExp</i>	-0.2154*** (-2.68)	-0.2175*** (-2.70)	-0.2142*** (-2.66)	-0.2156*** (-2.68)
<i>Gender2</i>	-0.1911 (-1.25)	-0.1920 (-1.25)	-0.2515 (-1.58)	-0.2521 (-1.59)
<i>Gender1</i>	-0.3694* (-1.66)	-0.3730* (-1.68)	-0.4180* (-1.76)	-0.4205* (-1.77)
<i>Age2</i>	0.3263 (0.51)	0.2979 (0.46)	0.0959 (0.15)	0.0760 (0.12)
<i>Age1</i>	-0.8280 (-1.49)	-0.8041 (-1.44)	-0.8190 (-1.48)	-0.8022 (-1.45)
<i>Edu2</i>	0.1997* (1.83)	0.2011* (1.84)	0.1941* (1.77)	0.1951* (1.78)

续表 5

变量	<i>Int_R</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Edu1</i>	-0.2431 **(-2.15)	-0.2388 **(-2.11)	-0.2249 **(-1.97)	-0.2218 *(-1.94)
<i>Fian2</i>	0.2962 *(1.71)	0.2936 *(1.70)	0.3900 ** (2.17)	0.3882 ** (2.16)
<i>Fian1</i>	-0.0959(-0.76)	-0.0900(-0.72)	-0.0546(-0.43)	-0.0504(-0.40)
<i>Sep</i>	-0.0046(-0.68)	-0.0047(-0.69)	-0.0043(-0.65)	-0.0043(-0.65)
<i>Audit</i>	-0.1396(-0.59)	-0.1404(-0.59)	-0.3814 *(-1.71)	-0.3820 *(-1.71)
<i>SOE</i>	-0.6328 ***(-4.74)	-0.6323 ***(-4.73)	-0.6734 ***(-5.10)	-0.6731 ***(-5.10)
<i>Connected</i>	-0.0526(-0.63)	-0.0536(-0.64)	0.0071(0.09)	0.0063(0.08)
<i>Asset</i>	0.1282 ** (2.29)	0.1278 ** (2.28)	0.0194(0.35)	0.0191(0.35)
<i>LEV</i>	5.0464 *** (15.78)	5.0543 *** (15.80)	6.7699 *** (20.99)	6.7754 *** (20.99)
<i>ROA</i>	-6.7419 ***(-8.64)	-6.7260 ***(-8.61)	-5.8904 ***(-7.42)	-5.8792 ***(-7.40)
<i>Growth</i>	-0.6347 ***(-8.82)	-0.6329 ***(-8.79)	-0.5256 ***(-7.38)	-0.5243 ***(-7.36)
<i>Mshare</i>	-0.4800 **(-2.18)	-0.4805 **(-2.19)	-0.7451 ***(-3.36)	-0.7455 ***(-3.37)
<i>Interest</i>	-0.0002(-1.08)	-0.0002(-1.10)	0.0002(1.04)	0.0002(1.02)
<i>CF</i>	-1.9329 ***(-3.64)	-1.9159 ***(-3.61)	-0.7810(-1.45)	-0.7690(-1.43)
<i>Loss</i>	0.9764 *** (6.14)	0.9761 *** (6.14)	1.0360 *** (6.44)	1.0358 *** (6.44)
<i>Holder</i>	-0.0140 ***(-3.32)	-0.0140 ***(-3.32)	-0.0155 ***(-3.69)	-0.0155 ***(-3.69)
<i>Board</i>	0.1136(0.51)	0.1127(0.51)	0.0546(0.25)	0.0540(0.25)
<i>GDP_city</i>		-1.5479 **(-2.27)		-1.0882(-1.60)
常数项	1.6681(0.44)	2.0127(0.54)	4.0073(1.07)	4.2496(1.14)
省份/年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	19735	19735	19735	19735
调整 R ²	0.3359	0.3361	0.3452	0.3453

4. 基于地方官员企业工作经历类型的分析

进一步地,由于公司融资问题在企业经营过程中属于层级较高的问题,企业的一般基层员工难以直接体会到融资困难及其重要性;相对而言,企业的管理者则可以较直接地感受到融资困窘及其重要性。依循这一逻辑,当地方官员曾经的企业经历为管理者经历时,其辖区内公司的债务融资成本也将因此而更低。基于上述分析,本文继续按照地方官员的企业经历是否为管理者工作经历进行分组回归分析,分析结果如表 6 所示。

表 6 中列(1)、(2)为地方官员企业经历非管理者经历样本的实证结果,列(3)、(4)为管理者经历的样本实证结果。可以看出,在列(1)、(2)中,变量 *OfficialsExp* 的回归系数均未能通过 10% 的显著性水平,说明地方官员的非管理者企业经历无法有效降低辖内公司债务融资成本。列(3)、(4)中变量 *OfficialsExp* 的回归系数均通过至少 5% 的显著性水平,表明了地方官员的管理者企业经历显著降低了辖内公司债务融资成本。总体而言,相较于非管理者的企业工作经历,地方官员的管理者企业经历使得地方官员能够显著降低辖内公司债务融资成本。

表 6 官员企业管理层经历与债务融资成本

变量	一线工人经历		管理层经历	
	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OfficialsExp</i>	-0.2153 (-0.85)	-0.3718 (-1.45)	-0.2143** (-2.54)	-0.2163*** (-2.58)
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	7372	7372	17169	17169
调整 R ²	0.3361	0.3450	0.3323	0.3371

5. 敏感性测试

(1) 改变主要变量的衡量方式。此前一些研究表明,可以使用其他方式衡量公司融资成本,例如,蒋琰(2009)^[43]采用利息支出平减总负债来衡量企业的融资成本。为了保证前述研究结论的稳健性,本文继续引入以总负债为平减因素的利息支出率和债务成本率为被解释变量 *Int_D* 和 *Int_D2*,进行敏感性测试。具体结果如表 7 所示,其中列(2)、列(4)额外控制了地区经济发展水平。可以看出,考察变量 *OfficialsExp* 回归系数为负值,且均通过显著性检验(至少 10% 显著性水平),由此表明此前的研究结果是稳健的。

表 7 改变主要变量的衡量方式

变量	<i>Int_D</i>	<i>Int_D</i>	<i>Int_D2</i>	<i>Int_D2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OfficialsExp</i>	-0.0010* (-1.74)	-0.0010* (-1.75)	-0.0015** (-2.00)	-0.0015** (-2.00)
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	19735	19735	19735	19735
调整后的 R ²	0.2847	0.2847	0.2983	0.2982

(2) 考虑官员施政的滞后效应。为了缓解地方官员任职对当地政府工作以及公司融资成本影响的滞后效应,例如,地方官员到某地上任后,当年的施政影响在当期可能难以立刻体现;抑或是地方官员离任某地时,其曾经的施政措施影响在其刚刚离任时还可能持续存在。本文针对前述模型(3)中被解释变量取下一期值,相应的测试结果如表 8 所示,其中列(2)、列(4)额外控制了地区经济发展水平。可以看出,具有企业经历的地方官员上任后,辖区内企业债务融资成本显著降低。

表 8 考虑官员施政的滞后效应

变量	<i>Int_R</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OfficialsExp</i>	-0.1871** (-2.09)	-0.1898** (-2.11)	-0.2399*** (-2.66)	-0.2416*** (-2.68)
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	17171	17171	17171	17171
调整 R ²	0.3076	0.3076	0.3102	0.3102

(3)排除地区经济发达程度的影响。经济发达地区地方官员拥有企业工作经历的可能性也更高。因此,经济发达地区更可能同时出现公司债务融资成本更低而且地方官员具有企业工作经历。基于这一逻辑,本文所发现的企业经历降低辖区企业债务融资成本,可能由当地经济因素导致,而非地方官员企业经历影响的结果。为排除这一替代性解释,本文继续排除沿海经济发达地区样本进行敏感性测试,测试结果如表 9 所示,其中列(2)、列(4)额外控制了地区层面经济发展水平。由表 9 可以看出,考察变量 *OfficialsExp* 回归系数为负值,且均通过显著性检验(至少为 5% 显著性水平),由此进一步支撑了地方官员的企业经历能够显著降低公司债务融资成本的结论。

表 9 排除地区经济发达程度的影响

变量	<i>Int_R</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OfficialsExp</i>	-0.2062 ** (-2.41)	-0.2080 ** (-2.43)	-0.1941 ** (-2.26)	-0.1955 ** (-2.27)
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	16514	16514	16514	16514
调整 R ²	0.3479	0.3481	0.3534	0.3535

(4)排除内生性问题的影响。本文以地级市企业经历官员变更为外生冲击,比较官员变更导致的地级市具备企业经历的官员“从无到有”这一变化对辖区内企业债务融资成本的影响,能够在一定程度上缓解内生性问题。检验步骤如下:设定实验组与控制组,如果样本期间内,企业所在地级市市委书记或者市长存在具有企业经历的情况,则被分配进入实验组(*Treat* = 1),企业所在地级市市委书记或者市长都不曾具有企业经历,则进入控制组(*Treat* = 0)。同时,考虑到难以清晰的捕捉到进入实验组后又退出实验组的这部分公司受外生冲击的影响,故这里剔除了公司在 *t* 年进入实验组,在 *t* 年后退出实验组的样本。如果企业某年及之后年度所在地级市市委书记或市长具有企业经历,则 *Post* = 1,否则为 0。不同地级市官员的变更时间并非统一的,因而这里使用多期 DID 模型。表 10 列示了企业经历官员变更的 DID 检验结果,其中列(2)、列(4)额外控制了地区层面经济发展水平,回归结果与主回归基本保持一致。

表 10 企业经历官员变更的 DID 检验

变量	<i>Int_R</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.4898 ** (-2.19)	-0.5037 ** (-2.26)	-0.4270 * (-1.87)	-0.4374 * (-1.91)
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	8601	8601	8601	8601
调整 R ²	0.3523	0.3526	0.3553	0.3554

五、机制分析

1. 官员企业经历与识别公司融资困境

官员早期企业经历不会随着外部环境的改变而消失,这些“烙印”将对官员认知与行为产生长

期影响 (McEvily 等,2012)^[26]。从认知角度看,拥有企业经历的官员对于公司融资困境的识别有着更敏锐的认知,更善于从企业实际情况出发,探索真正影响企业债务融资成本的动因所在。

(1)基于公司规模的分析。公司资产规模是影响企业债务融资成本的一项重要因素,在经典的财务理论分析框架中,与规模大的企业相比,中小企业成立时间短、抵押品少、信息透明度低,致使其在债务市场上的信用较低、违约风险较高,自然也更难获得外部融资 (Almeida 等,2004)^[44]。因此,相较于大型企业,中小企业在债务融资问题上的处境更为窘迫,更需要有为政府的精准帮扶。

本文根据分行业、年度的公司资产规模中位数进行分组,当公司资产规模高于中位数则划分到规模较大这一组,反之则划分至规模较小这一组,然后进行分组回归并检验两组自变量的组间系数差异,回归结果如表 11 所示。检验发现,在公司资产规模较小的一组, *OfficialsExp* 变量的系数两列均在 5% 水平上显著为负,而在公司资产规模较大的这一组中, *OfficialsExp* 变量的系数只有一列在 10% 水平上显著为负,且两组样本中 *OfficialsExp* 系数通过组间系数差异检验 (P 值 < 0.01),这说明地方官员企业经历对公司债务融资成本的降低效应在公司规模较小的样本中更为显著,这意味着具有企业经历的官员能够充分识别出规模较小的公司存在着更为艰难的融资困境,关注并帮助这一类型企业降低债务融资成本,从而显著降低了该类型公司的债务融资成本。

表 11 官员企业经历、公司规模与公司债务融资成本

变量	规模较小		规模较大	
	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OfficialsExp</i>	-0.2794*** (-2.66)	-0.2429** (-2.29)	-0.1427 (-1.38)	-0.1857* (-1.83)
<i>Chow-Test</i> (P-value)	0.0000	0.0000		
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	9832	9832	9696	9696
调整 R ²	0.3351	0.3544	0.3605	0.3656

(2)基于公司融资约束的分析。企业债务融资成本高的另外一项重要原因在于其所面临的资本市场上的各种融资约束,如信息不对称、内部控制与公司治理等问题 (Minnis,2011^[45];林钟高和丁茂桓,2017^[46])。具有企业经历的地方官员对此有着深刻认识与切身体会:企业面临的融资约束越多,越深陷债务融资困境,进而形成恶性循环。因此,官员企业经历能够帮助政府迅速识别出这一部分企业面临的融资难、融资贵问题,在降低企业债务融资成本过程中也更加关注这一部分企业。

本文借鉴魏志华等(2014)^[47]构建 KZ 指数衡量上市公司融资约束程度。本文按照分行业、年度公司 KZ 指数的中位数进行分组,若公司 KZ 指数大于中位数,则划分至融资约束程度较高的一组,反之则划分至融资约束程度较低的一组。接着,本文再分组进行回归并检验两组间组间系数差异,结果如表 12 所示。检验发现,在融资约束程度较高的这一组, *OfficialsExp* 变量的系数两列均在 10% 水平上显著为负,而在融资约束程度较高的这一组, *OfficialsExp* 变量的系数并不显著,且 *OfficialsExp* 变量的系数通过组间系数差异检验 (P 值 < 0.01),这表明官员企业经历对企业债务融资成本的降低效应在融资约束程度高的一组中更为显著。融资约束程度更高的企业面临着更为艰难的融资困境,而具有企业经历的官员能够更为精准地识别出这类公司存在的融资难题,从而采取更具有针对性的措施帮助该类公司显著降低债务融资成本。

表 12 官员企业经历、公司融资约束与公司债务融资成本

变量	融资约束程度低		融资约束程度高	
	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OfficialsExp</i>	-0.0662 (-0.91)	-0.0989 (-1.30)	-0.2437* (-1.93)	-0.2243* (-1.82)
<i>Chow-Test</i> (P-value)	0.0000	0.0000		
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	9485	9485	9344	9344
调整 R ²	0.3057	0.2823	0.3319	0.3329

(3) 基于银企联系的分析。银企联系是影响企业债务融资成本不可忽略的一项关键因素, 债务融资问题既是债权人与债务人的博弈, 也是二者之间的合作, 因而企业债务融资状况深受银企关系的影响。具体而言, 政府宏观调控、银企关系与企业债务融资三者密切相关。在加杠杆时期, 银企关系可以起到蓄水池的作用, 增加企业债务融资规模; 而在去杠杆时期, 银企关系则对企业债务结构有显著影响, 能够减少企业对经营负债和短期负债的依赖, 进而降低企业财务风险(杨玉龙等, 2020)^[48]。官员的企业经历可以使其更多地意识到银企关系的重要性, 他们深知相较于建立起较好银企关系的企业, 未能建立良好银企关系的企业在债务融资上面临的挑战更大、约束更多, 也更受政府帮扶的影响; 进而在政府工作中会提出更多推进优化银企关系的举措, 精准识别没有和银行建立起联系的企业, 并帮助此类企业搭建良性借贷的桥梁, 使企业债务融资成本得以降低。

本文从 CNRDS 数据库获取了上市公司建立战略联盟的数据信息, 通过判断上市公司战略合作公司或合作内容中是否与银行相关, 将样本公司划分为已经与银行建立战略联盟和未与银行建立战略联盟两组。然后, 本文再分组进行回归并检验两组间组间系数差异, 结果如表 13 所示。研究结果发现, 在未与银行建立合作关系的这一组, 官员企业经历能够在 1% 水平上显著降低公司债务融资成本, 而在已经与银行建立合作关系的样本公司中, 官员企业经历与企业债务融资成本并不存在显著关系, *OfficialsExp* 的系数在两组通过系数差异检验(P 值 < 0.01), 这表明具有企业经历的官员对企业债务融资成本的降低效应在公司与银行不具备密切联系的样本中更为显著。公司与银行间不存在密切的合作关系, 公司向银行借贷可能更为不易, 而官员的企业经历能够帮助其识别出这些与银行不具备密切联系的企业可能面临着严峻的融资问题, 从而在解决企业融资难题过程中更为关照这类企业, 帮助这类企业显著降低债务融资成本。

表 13 官员企业经历、银企联系与公司债务融资成本

变量	公司未与银行建立战略联盟		公司与银行建立战略联盟	
	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OfficialsExp</i>	-0.2358*** (-2.85)	-0.2413*** (-2.91)	-0.1792 (-0.47)	-0.1541 (-0.40)
<i>Chow-Test</i> (P-value)	0.0000	0.0000		
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	18858	18858	670	670
调整 R ²	0.3446	0.3526	0.5093	0.4859

2. 官员企业经历与缓解企业融资困境

前文研究表明地方官员的企业经历有助于识别哪些类型的企业的融资问题更为突出,并帮助这类企业降低债务融资的成本。那么,企业经历又具体地影响了官员的何种能力与行为,使其得以缓解企业融资困境呢?官员企业经历如何改变其应对举措进而影响市场行为、政府工作的“抓手”是什么呢?

(1)基于地区信贷投放量的分析。银行信贷是地方政府缓解企业融资困境、扶持企业发展的重要手段(张军,2006^[49];李维安和钱先航,2012^[50])。地方政府可以通过贷款担保、信贷优惠等行政手段将最终的信贷投放规模纳入地方政策调控体系(杨海生等,2014)^[51]。因此,可以认为具有企业经历的地方官员很可能通过增加辖区内信贷投放量来改善公司融资问题。基于该分析,本文继续考察地方官员的企业经历是否能够提升其辖区内金融机构所投放的信贷总量。为此,本文依据分年度上市公司所在地区金融机构年末贷款余额的中位数将样本分成两组,当上市公司所在地年末贷款余额大于中位数,则将其划分至信贷投放量较高的一组,反之则属于信贷投放量低的一组。

表 14 列示了相应的回归结果,可以看出,主要考察变量 *OfficialsExp* 的估计系数在信贷投放量低的这一组在 5% 水平上显著为负,而在信贷投放量高的这一组并不显著,且该系数通过组间系数差异检验(P 值 < 0.01),这表明官员企业经历对企业债务融资成本的降低效应在信贷投放量低的一组更为显著,即具有企业经历的地方官员显著提高了辖区内信贷投放量,由此进一步降低了辖区内公司的债务融资成本。

表 14 官员企业经历、信贷投放与公司债务融资成本

变量	信贷投放量较低		信贷投放量较高	
	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OfficialsExp</i>	-0.2514 ** (-2.46)	-0.2548 ** (-2.49)	0.0020 (0.02)	0.0541 (0.48)
<i>Chow-Test</i> (P-value)	0.0000	0.0000		
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	10021	10021	9507	9507
调整 R ²	0.3234	0.3373	0.3708	0.3767

(2)基于地区商业信用环境的分析。信用环境恶化会带来企业债务融资成本的增加,提高信用利差(赵雨晴等,2020)^[52],对企业所处债务融资环境而言也是一种恶化,陷入融资困境的僵局。具有企业经历的官员能够充分认识到一个良好的商业信用环境对企业债务融资产生的重要影响,在行为上能更加积极主动地推进商业信用环境建设的举措,引导地区资源配置向共同营造高信用环境的方向优化。当企业处于信用环境差,即社会信用体系不完善、违约风险高的环境下,拥有企业经历的官员发挥作用的空间也会更大。在地区商业信用环境较差的情况下,官员企业经历对降低企业债务融资成本的影响将会更加显著。

为此,本文手工搜集了《中国城市商业信用环境指数(CEI)蓝皮书》中报告的各地级市商业信用环境指数,对于个别年份数据缺失的情况,本文使用插值法予以补齐。接着,再依据分年度上市公司所在地区商业信用环境指数得分的中位数将样本分成两组,当上市公司所在地商业信用环境指数得分大于中位数,则将其划分至信用环境较好的一组,反之则属于信用环境较差的一组。表

15 列示了分组回归的结果,可以看出,在商业信用环境更差的这一组,官员企业经历降低公司债务融资成本的效应在 5% 水平上显著为负,而在商业信用环境较好的一组,官员企业经历与公司债务融资成本并不存在显著关系,且 *OfficialsExp* 系数通过了组间系数差异检验 (P 值 < 0.01),这表明具有企业经历的地方官员通过加强地区商业信用环境建设从而降低了辖区内公司的债务融资成本。

表 15 官员企业经历、商业信用环境与公司债务融资成本

变量	信用环境较差		信用环境较好	
	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OfficialsExp</i>	-0.2484** (-2.48)	-0.2543** (-2.51)	0.0579(0.56)	0.0516(0.50)
<i>Chow-Test</i> (P-value)	0.0000	0.0000		
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	9300	9300	9133	9133
调整 R^2	0.3512	0.3600	0.3423	0.3483

(3) 基于地区金融数字化建设程度的分析。随着普惠金融的落地,金融数字化建设作为其中重点推进的内容也得到了有效发展,其背后离不开有为政府的大力支持,而具有企业经历的地方官员更有能力在这一系列举措的落地过程中发挥其主观能动性、建言献策。政府的积极作为能显著促进普惠金融发展,而普惠金融建设强调政府要以可负担的成本为有金融需求的对象提供服务,也为小微企业融资带来了更多便利,如降低缓解中小企业外部融资约束等(梁榜和张建华,2019)^[53]。普惠金融发展的重点内容之一是建设数字化金融,研究发现,在其影响之下,企业债务融资成本的降幅尤为显著,因为金融数字化建设使授信程序得以简化,进而有效缓解了融资约束(涂咏梅等,2022)^[54]。相较于金融数字化建设较为完善地区的企业,金融数字化程度较低地区的企业所受融资约束更高,这意味着拥有企业经历的官员有了更大的空间推动企业融资便利度的提升,使企业债务融资状况得到改善。

本文关于地级市金融数字化程度的衡量指标来源于《北京大学数字普惠金融指数(2011—2021)》第四期披露的金融数字化程度指标,具体编制方法参见郭峰等(2020)^[55]。接着,本文依据分年度上市公司所在地区金融数字化发展程度得分的中位数将样本分成两组,当上市公司所在地金融数字化程度得分大于中位数,则将其划分至金融数字化程度较高的一组,反之则属于金融数字化程度较低的一组。表 16 列示了分组回归的结果,不难发现,在金融数字化程度更低的这一组,*OfficialsExp* 变量系数在两列均至少 10% 水平上显著为负,而在金融数字化程度更高的这一组,*OfficialsExp* 变量系数仅在一列 10% 水平上显著为负,且该系数通过了组间系数差异检验 (P 值 < 0.01),这表明官员企业经历对企业债务融资成本的降低效应在金融数字化程度低的一组更为显著,即具有企业经历的地方官员通过促进地区金融数字化转型,进一步降低了辖区内公司的债务融资成本。

表 16 官员企业经历、金融数字化程度与公司债务融资成本

变量	金融数字化程度低		金融数字化程度高	
	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>OfficialsExp</i>	-0.1887* (-1.84)	-0.2124** (-2.08)	-0.1669* (-1.65)	-0.1460(-1.40)
<i>Chow-Test</i> (P-value)	0.0051	0.0041		

续表 16

变量	金融数字化程度低		金融数字化程度高	
	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>	<i>Int_R</i>	<i>Int_R2</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
控制变量	控制	控制	控制	控制
省份/年度/行业固定效应	是	是	是	是
观测值	9246	9246	8657	8657
调整 R ²	0.3309	0.3400	0.3456	0.3514

六、结论与启示

债务融资成本高是公司发展过程中的难题,如何打破这一窘境是我国经济发展过程中需解决的重要现实问题。本文基于烙印理论、遵循“企业经历——官员认知、能力——官员行为——企业债务融资成本”的逻辑分析框架,探讨地方主政官员的企业工作经历对债务融资的影响。运用机器学习与文本分析方法,利用2008—2020年政府工作报告相关信息,验证了:当地主政官员的企业经历能够改变官员对企业债务融资问题的认知与应对能力,在政府工作报告中会更加强调企业债务融资问题,并且提出更多相关措施解决企业债务融资问题。具有企业经历的官员主政辖区内公司债务融资成本能够显著降低,并且当企业经历类型为管理层经历时更为显著。进一步机制分析表明,具有企业经历的政府官员能够准确识别且有效缓解规模较小、融资约束程度较高、缺乏银企联系等这类企业债务融资成本过高的问题,能够通过增加地区信贷投放量、优化地区商业信用环境与加强地区数字金融建设来有效降低企业债务融资成本。

本文结论的启示意义如下:第一,具有企业工作经历的官员,特别是企业管理经历的官员能够有效优化地方官员人才队伍配置,提高地方官员在处理企业融资难题过程中的认知水平与应对能力。政策制度从纸面到落地有赖于执行者的深度理解与妥善实施,方能发挥其最大效用。政府在出台缓解企业融资困境的政策制度的同时,更需要进一步完善地方主政官员的选拔和培养机制,特别是要注重培养地方官员的基层企业工作经验,大力提倡“实践出真知”的工作作风,从而切实提高政策制定的科学性、有效性。第二,具有企业经历的官员在处理企业融资难题时需充分认识到政府在市场资源配置过程中所发挥的重要影响力,竭尽全力让政府之“有为”作用于地方融资体系建设、作用于为企业创造良好融资环境。具有企业经历的地方官员应充分运用在企业实践中掌握的专业知识、资源优势和管理经验,积极主动地识别辖区内可能存在融资困境的企业,找到问题之源头所在,做到有的放矢。第三,政府应具体落实多路径、多渠道、多管齐下的债务融资环境建设,为微观经济发展保驾护航。地方政府及其官员应更多地重视银企关系在企业债务融资问题上的重要性,提出更多推进优化银企关系的举措,助力银行与企业互通有无、共同发展;通过信贷优惠、贷款担保等行政手段,加大地方信贷投放规模、完善地方政策调控体系;重视地区商业信用环境建设、营商环境建设,引导地区资源配置向共同营造高信用环境的方向优化;大力发展普惠金融,推进金融数字化建设,政府要有意识地为有金融需求的对象提供可负担成本的精准服务。长此以往,政府才得以发挥其“有为”职能,地方官员才得以“在其位,谋其事”,将债务市场之失效变为有效,推动地方金融体系发展。

本文仍存在一定的局限性。第一,地方政府及官员对公司融资问题重视程度这一指标的衡量方式仍有优化空间,对政府及官员注意力的捕捉不应仅局限于《政府工作报告》的文本信息,还应更多地挖掘其实际的行为数据。第二,地方官员的企业工作背景与成长经历这一角度还可以进行

更细致化的讨论,任职于不同类型企业、行业乃至产业都会对官员的思维和眼界产生不同的影响,并以此辐射至企业融资问题的偏好,因此相关差异性论述可以进一步拓展。第三,人具有复杂而高级的思维模式与心理情感,数据分析是研究人的思维方式与行为模式的方法之一,但未来更多跨学科(诸如心理学)研究方法的运用会极大地拓展这一问题研究层次的丰富性,也会使得对“有企业工作经历的官员”行为画像更准确。

参考文献

- [1]王雄元,张春强.声誉机制、信用评级与中期票据融资成本[J].北京:金融研究,2013,(8):150-164.
- [2]Kim,J. B., D. A. Simunic, and M. T. Stein. Voluntary Audits and the Cost of Debt Capital for Privately Held Firms: Korean Evidence[J]. Contemporary Accounting Research,2011,28,(2):585-615.
- [3]卢福财,王守坤.历史脉络与实践视野下的有为政府——中国特色社会主义政治经济学的核心命题[J].北京:管理世界,2021,(9):77-90.
- [4]周黎安.晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因[J].北京:经济研究,2004,(6):33-40.
- [5]周黎安.中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J].北京:经济研究,2007,(7):36-50.
- [6]林毅夫.论有为政府和有限政府——答田国强教授[N].上海:第一财经日报,2016-11-7.
- [7]王勇,华秀萍.详论新结构经济学中“有为政府”的内涵——兼对田国强教授批评的回复[J].武汉:经济评论,2017,(3):17-30.
- [8]路风.冲破高铁迷雾——追踪中国高铁核心技术来源[J].北京:瞭望,2013,(48):3.
- [9]贺俊,吕铁,黄阳华,江华.技术赶超的激励结构与能力积累:中国高铁经验及其政策启示[J].北京:管理世界,2018,34,(10):191-207.
- [10]Marquis, C., and A. Tilcsik. Imprinting: Toward a Multilevel Theory[J]. Academy of Management Annals, 2013, 7, (1): 195-245.
- [11]Simsek,Z., B. C. Fox, and C. Heavey. What's Past is Prologue: A Framework, Review, and Future Directions for Organizational Research on Imprinting[J]. Journal of Management,2015,41,(1):288-317.
- [12]Sapir, E. Language: An Introduction to the Study of Speech[M]. New York: Courier Dover Publications, 2004.
- [13]Whorf, B. L. and J. B. Carroll. Language, Thought and Reality: Selected Writings of Benjamin Lee Whorf[M]. Cambridge: The MIT Press, 1956.
- [14]王维民,黄娅.从概念隐喻看政府的意识形态与执政理念——以国务院《政府工作报告》(1978—2011)为例[J].成都:西南交通大学学报(社会科学版),2012,(3):40-45.
- [15]文宏.中国政府推进基本公共服务的注意力测量——基于中央政府工作报告(1954—2013)的文本分析[J].长春:吉林大学社会科学学报,2014,(2):20-26,171.
- [16]刘河庆.文件治理中的政策采纳及其影响因素研究——基于国家和省级政府政策文本(2008—2018)数据[J].上海:社会,2020,(4):217-240.
- [17]林毅夫.发展与转型:思潮、战略和自生能力[J].北京交通大学学报(社会科学版),2008,(4):1-3.
- [18]Sapienza, P. The Effects of Government Ownership on Bank Lending[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 72, (2): 357-384.
- [19]卢盛峰,陈思霞.政府偏袒缓解了企业融资约束吗?——来自中国的准自然实验[J].北京:管理世界,2017,(5):51-65, 187-188.
- [20]马文涛,张朋.政府隐性担保、市场化进程与信贷配置效率[J].北京:财政研究,2021,(8):91-106.
- [21]谭之博,周黎安.官员任期与信贷和投资周期[J].北京:金融研究,2015,(6):80-93.
- [22]赵宇.官员晋升激励与企业负债——地级市层面的经验分析[J].北京:经济管理,2019,(4):93-110.
- [23]陈文川,李文文,李建发,范樟妹.官员金融经历能否促进地区实体经济“脱虚向实”[J].北京:经济管理,2022,(5):100-120.
- [24]张尔升,胡国柳.地方官员的个人特征与区域产业结构高级化——基于中国省委书记、省长的分析视角[J].北京:中国软科学,2013,(6):71-83,61.
- [25]张尔升.地方官员的企业背景与经济增长——来自中国省委书记、省长的证据[J].北京:中国工业经济,2010,(3):

129 - 138.

[26] McEvily, B., J. Jaffee, and M. Tortoriello. Not all Bridging Ties are Equal: Network Imprinting and Firm Growth in the Nashville Legal Industry[J]. *Organization science*, 2012, 23, (2): 547 - 563.

[27] Chreim, S., B. E. Williams, and C. R. Hinings. Inter-level influences on the Reconstruction of Professional Role Identity[J]. *Academy of Management Journal*, 2007, 50, (6): 1515 - 1539.

[28] 尚航标,李卫宁. 战略决策团队认知偏好及其变化的社会学解释[J]. *上海:外国经济与管理*, 2015, (10): 3 - 17, 96.

[29] Bingham, C. B., and K. M. Eisenhardt. Rational Heuristics: the 'Simple Rules' that strategists Learn from Process Experience[J]. *Strategic Management Journal*, 2011, 32, (13): 1437 - 1464.

[30] Bernheim, D., and A. Rangel. Addiction and Cue-triggered Decision Processes[J]. *American Economic Review*, 2004, 94, (5): 1558 - 1590.

[31] Hodgkinson, G. P., and M. P. Healey. Psychological Foundations of Dynamic Capabilities: Reflexion and Reflection in Strategic Management[J]. *Strategic Management Journal*, 2011, 32, (13): 1500 - 1516.

[32] Ashforth, B. E. *Role Transitions in Organizational Life: An Identity-based Perspective*[M]. Mahwah New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates, 2001.

[33] 何瑛,于文蕾,杨棉之. CEO 复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J]. *北京:中国工业经济*, 2019, (9): 155 - 173.

[34] Agarwal, R., R. Echambadi, and A. Franco. Knowledge Transfer through Inheritance: Spin-Out Generation, Growth and Survival[J]. *Academy of Management Journal*, 2004, 47, (4): 501 - 522.

[35] 曾润喜,莫敏丽. 政府注意力的测量:路径、内容与展望[J]. *武汉:华中科技大学学报(社会科学版)*, 2013, (1): 66 - 73.

[36] 王印红,李萌竹. 地方政府生态环境治理注意力研究——基于 30 个省市政府工作报告(2006—2015)文本分析[J]. *济南:中国人口·资源与环境*, 2017, (2): 28 - 35.

[37] 游家兴,伍鑫婷,张哲远,刘璐. 政府创新意识下的企业全要素生产率研究[J]. *北京:财贸经济*, 2022, (9): 23 - 37.

[38] Loughran, T., and B. McDonald. When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10 - Ks[J]. *The Journal of Finance*, 2011, 66, (1): 35 - 65.

[39] 王贤彬,徐琨祥. 地方官员来源,去向,任期与经济增长——来自中国省长省委书记的证据[J]. *北京:管理世界*, 2008, (3): 16 - 26.

[40] 梁上坤,陈冬华. 大股东会侵犯管理层利益吗? ——来自资金占用与管理层人员变更的经验证据[J]. *北京:金融研究*, 2015, (3): 192 - 206.

[41] 赖黎,马永强,夏晓兰. 媒体报道与信贷获取[J]. *北京:世界经济*, 2016, (9): 124 - 148.

[42] 马君骥,郭牧炫,李泽广. 银行竞争、代理成本与借款期限结构——来自中国上市公司的经验证据[J]. *北京:金融研究*, 2013, (4): 71 - 84.

[43] 蒋琰. 权益成本、债务成本与公司治理:影响差异性研究[J]. *北京:管理世界*, 2009, (11): 144 - 155.

[44] Almeida, H., M. Campello, and M. S. Weisbach. The Cash Flow Sensitivity of Cash[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59, (4): 1777 - 1804.

[45] Minnis, M. The Value of Financial Statement Verification in Debt Financing: Evidence from Private U. S. Firms[J]. *Journal of Accounting Research*, 2011, 49, (2): 457 - 506.

[46] 林钟高,丁茂桓. 内部控制缺陷及其修复对企业债务融资成本的影响——基于内部控制监管制度变迁视角的实证研究[J]. *北京:会计研究*, 2017, (4): 73 - 80, 96.

[47] 魏志华,曾爱民,李博. 金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. *北京:会计研究*, 2014, (5): 73 - 80, 95.

[48] 杨玉龙,王曼前,许宇鹏. 去杠杆、银企关系与企业债务结构[J]. *上海:财经研究*, 2020, (9): 138 - 152.

[49] 张军. 中国的信贷增长为什么对经济增长影响不显著[J]. *上海:学术月刊*, 2006, (7): 69 - 75.

[50] 李维安,钱先航. 地方官员治理与城市商业银行的信贷投放[J]. *北京:经济学(季刊)*, 2012, (11): 1239 - 1260.

[51] 杨海生,陈少凌,罗党论,余国满. 政策不稳定性与经济增长——来自中国地方官员变更的经验证据[J]. *北京:管理世界*, 2014, (9): 13 - 28, 187 - 188.

[52] 赵雨晴,李津津,茅筱远. 信用环境、评级调整与信用利差[J]. *上海金融*, 2020, (5): 44 - 52.

[53] 梁榜,张建华. 数字普惠金融发展能激励创新吗? ——来自中国城市和中小企业的证据[J]. *西安:当代经济科学*, 2019, (5): 74 - 86.

[54] 涂咏梅,吴尽,李梦婧. 数字金融对企业融资成本影响的实证[J]. *武汉:统计与决策*, 2022, (19): 140 - 145.

[55] 郭峰,王靖一,王芳,孔涛,张勋,程志云. 测度中国数字普惠金融发展:指数编制与空间特征[J]. *北京:经济学(季刊)*, 2020, (4): 1401 - 1418.

Can Corporate Experience of Officials Reduce the Cost of Corporate Debt Financing?

TANG Xue-song¹, LI Wen¹, LIAO Wang¹, ZHENG Yu-xin²

(1. School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, Sichuan, 611130, China;

2. Agricultural Development Bank of China Fujian branch, Fuzhou, Fujian, 350000, China)

Abstract: What characteristic is more conducive for government officials to act effectively on the problems of difficult and expensive financing, which have long constrained China's development? The government is effective because its officials are effective. This paper studies the impact of local government officials' work experience in enterprises on the cost of corporate debt financing. Based on the samples from 2008 to 2020, the paper uses machine learning to analyze the text of local government work reports. The empirical tests find that: When local officials have work experience in firms, the government work report pays more attention to corporate debt financing issues and has a stronger ability to solve them, which significantly reduces the cost of corporate debt financing in the official's jurisdiction, and is more significant when the type of enterprise experience is management experience. Further mechanism analysis shows that officials with working experience in enterprises can accurately identify the corporate debt financing difficulties with small scale, high degree of financing constraints, and lack of bank-enterprise contact. Moreover, it can facilitate the government effectively reducing the cost of corporate debt financing by increasing the amount of regional credit, optimizing the commercial credit environment, and strengthening the construction of financial digitalization.

The high cost of debt financing is a difficult problem in the process of company development, and how to break this dilemma is an important practical problem to be solved in the process of China's economic development. Based on the theoretical entry point of effective government, this paper follows the logical analysis framework of 'enterprise experience-officials' cognition and ability-officials' behavior-enterprise debt financing cost', exploring the impact of local officials' corporate experience on the debt market. The cognitive and behavioral habits formed by government officials in the early stages of their careers are environmentally sensitive and will be reflected in their behavioral decisions later in their political careers, which in turn will influence government initiatives and functions. The impact of corporate experience on officials will be highlighted in local government work reports in terms of their perceptions of corporate debt financing problems and their ability to solve corporate debt financing dilemmas, i. e. , both cognitive and behavioral dimensions. Further, with both deeper individual knowledge and stronger individual ability, officials with corporate experience can effectively alleviate corporate financing problems and reduce corporate debt financing costs compared with officials who have not worked in corporations.

Overall, the findings suggest that according to imprinting theory, corporate experience makes officials be effective in solving corporate debt financing problems and helping overcome debt market difficulties. Possible contributions include: First, this paper uses machine learning to process the textual information of government work reports. The findings of the study support the theoretical expectation that proactive government can enhance market effectiveness and provide new empirical evidence to validate the theory of effective government. Secondly, this paper systematically investigates the impact of local officials' characteristics on the financing cost of enterprises from the micro perspective and the underlying mechanisms based on the theory of effective government, which helps to deepen the understanding of officials' influence on the micro economy. The paper also breaks the limitation of the previous literature which is limited to studying the impact of officials' characteristics on financing policies. Third, the findings of this paper provide evidence to further optimize the criteria for selecting and training officials at this stage. The selection of a certain proportion of officials who have worked in enterprises in the government sector is conducive to promoting the government's proactive approach to alleviate the difficulties of enterprises from the perspective of enterprises, which can promote the combination of effective government and effective market and help achieve high-quality economic development. It also provides a realistic reference for the optimization of relevant policies and systems.

Key Words: corporate experience of officials; corporate financing; corporate debt financing cost; imprinting theory

JEL Classification: H11, O16, P11

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2023.07.010

(责任编辑: 闫梅)