

地方政府债务与上市公司现金股利行为*

——基于隐性债务“城投债”的证据

郭思永

(上海立信会计金融学院会计学院,上海 201620)



内容提要:地方政府债务在挤占企业融资空间的同时,也加剧了企业经营环境的不确定性,致使企业经营现金短缺的可能性增大。本文以2012—2022年A股上市公司为样本,探究了上市公司是否通过调整现金股利策略来应对。实证研究发现,地方政府债务显著降低了当地上市公司的现金股利发放倾向和发放强度,且股利发放倾向在非国有性质的公司中会更低。影响机制分析表明,地方政府债务加剧了企业的融资约束和盈利波动性,抑制了当地上市公司现金股利发放。进一步研究发现,地方债务较高地区的上市公司通过低股利策略保留了更多的现金储备。本文从政府债务角度丰富了公司现金股利影响因素的研究,不仅拓展了地方政府债务微观经济后果的文献,还为通过化解地方隐性债务风险来解决企业现金分红的后顾之忧,提振投资者信心和活跃资本市场提供了政策启示。

关键词:地方政府债务 现金股利 城投债 融资约束

中图分类号:F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2024)10—0126—21

一、引言

现金股利分配作为企业基本的财务决策行为之一,是投资者获取回报的重要方式,也是培育资本市场长期投资理念,增强资本市场活力和吸引力的重要途经。2020年10月,《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》(国发〔2020〕14号)明确提出“鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者,切实履行社会责任”。然而,尽管近年来监管部门出台了一系列规范公司内部治理机制和加强外部监管约束的相关股利政策,上市公司的分红状况也在持续改善,但正如证监会2024年3月在《关于加强上市公司监管的意见(试行)》中指出的,当前仍面临着“分红的稳定性、及时性和可预期性相对不足”的突出问题。显见,除加强内部治理机制和完善外部监管约束外,上市公司的现金股利行为还很可能受到其他外部因素的重要影响。

国内学者对此进行了有益探索,胡刘芬和周泽将(2023)^[1]指出,经济政策不确定性是影响企业现金股利行为的重要因素。不过,国内经济政策不确定性的时变差异无法解释我国上市公司现金股利分配客观存在地区差异的截面特征。虽然地理因素引发的信息不对称对此提供了相应解释(张玮婷和王志强,2015)^[2],但随着现代信息技术的迅猛发展(江小涓和罗立彬,2019)^[3]和交通基础设施的完善升级(张勋等,2018)^[4]，“天涯若比邻”日渐成为现实,因地理区位因素产生的信息不对称恐难以完全解释。值得注意的是,我国地方政府行为表现出显著的跨时差异和地域差异(李

收稿日期:2023-12-04

* 基金项目:国家社会科学基金青年项目“土地出让市场化对新时代制造业转型升级的影响研究”(23CJL010)。

作者简介:郭思永,男,教授,硕士生导师,管理学博士,研究领域为公司治理与财务会计,电子邮箱:siyongguo@live.com。

猛和沈坤荣,2010)^[5],其对当地企业行为会产生更为重要的影响,特别是自2008年国际金融危机以来,受地方发展当地经济的主观动机和中央刺激计划的客观影响,地方政府债务迅速扩张,至2023年末,虽然我国地方政府债务总体风险可控,但其结构性及区域性问题突出(郭玉清等,2022)^[6],部分地区隐性债务规模偏高。一方面,规模庞大的地方政府债务显著放大了宏观经济波动(高然等,2022)^[7],给经济增长前景蒙上长期阴影(Bai等,2016)^[8],会损害营商环境并扭曲产业结构(吴辉凡等,2023)^[9],致使企业经营环境面临更大不确定性;另一方面,地方政府债务挤占了企业融资空间(刘畅等,2020)^[10]并引致了信贷资源错配(熊琛和金昊,2021)^[11],致使企业融资能力下降。这都极大增加了企业盈余的波动和运营资金短缺的可能性,导致企业财务弹性降低,而财务弹性是影响公司股利策略的重要因素(Kumar和Vergara-Alert,2020)^[12]。故此,本文推测,地方政府债务很可能是影响企业现金股利行为的一个重要因素。

基于此,本文探索了以下主要问题:地方政府债务是否以及如何影响公司现金股利行为。如果实证证据支持政府债务对上市公司现金股利分配的抑制影响,考虑到稳定的盈余和充足的现金是上市公司发放现金股利的前提条件,接续问题就是,地方债务是否是通过经营收益波动和融资约束的路径对公司现金股利产生影响?如若公司的确通过低现金股利策略来应对地方政府债务带来的经营资金短缺风险,顺理推之,地方债越高的地区,其上市公司就会保有越多的现金储备,故本文最后又对此进行了考察。

之所以将地方政府债务聚焦于“城投债”,其原因在于:地方政府债务虽然既包括一般债务和专项债务,也包括以地方融资平台为主要载体的隐性债务——“城投债”,但地方政府一般债务和专项债务被纳入预算管理,规范化、透明度更高,有稳定的偿债来源,风险可控,当地金融机构或企业更容易对其影响形成稳定预期。而反观“城投债”,由于地方政府与融资平台之间存在着财务关联和风险联保(徐军伟等,2020)^[13],即便是在2015年地方债管理体制改革后仍持续增长(毛捷等,2022)^[14]且往往通过“借新还旧”不断展期(郁芸君等,2022)^[15],债务结构与业务结构、期限与现金流存在错配(陈松等,2022)^[16],更容易演变成“灰犀牛”,引发系统性金融风险,对当地企业行为会产生更大影响。

本文主要研究贡献如下:一是从政府债务角度拓展了公司现金股利影响因素的研究。宏观经济环境对公司股利政策的影响近来越来越受到重视,如税收政策调整(胡国柳和曾慧宇,2023)^[17]、经济政策不确定性(胡刘芬和周泽将,2023)^[18]及投资者保护制度(Ellahie和Kaplan,2021)^[19]等,但鲜有文献研究政府债务是否以及如何影响公司的现金股利,本文增补了此类研究。二是拓展了地方政府债务微观经济后果的研究。已有政府债务在微观层面的研究主要关注其对企业投融资行为的“挤出效应”,如地方政府债务挤占了企业融资空间并推升了债务融资成本(Demirci等,2019)^[20],挤压了民营企业的投资(Huang等,2020)^[21]和创新活动(刘欢等,2020)^[22],并降低了企业的人力资本投资(余明桂和王空,2022)^[23],而本文从现金股利角度丰富了地方政府债务微观经济后果的文献。三是专注地方政府隐性债务问题,当前更具现实意义。目前,我国地方政府债务结构性及区域性问题突出(郭玉清等,2022)^[6]，“城投债”需求仍旺且风险还在集聚(钱一蕾等,2023)^[24]。党的二十届三中全会明确提出“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,加快地方融资平台改革转型”。这表明,在当前高质量经济发展中积极稳妥地化解地方政府隐性债务风险的迫切性,而上市公司作为经济高质量发展的重要微观基础,持续稳定的现金股利分配是资本市场健康发展的可靠保障,而本研究不仅有助于在一揽子化债方案中重点关注“城投债”问题,还为通过化解地方隐性债务风险来解决企业现金分红的后顾之忧,提振投资者信心和活跃资本市场提供了政策启示。

二、理论分析与研究假设

地方政府通过债务在拉动地方投资,进行基础设施建设等方面,对当地经济发展具有积极的作用(林毅夫等,2021)^[24],但也导致了地方政府债务的急剧扩张。地方政府债务不仅会引发企业经营环境的不确定性并进而影响企业盈利的稳定性,还会加剧企业的融资约束,使得上市公司不得不采取低现金股利策略来应对。

首先,地方政府债务对企业经营环境带来了显著不确定性,进而影响了企业的盈余稳定性。随着我国经济由高速增长转化为高质量发展,地方政府债务问题在经济增速趋势性下滑中愈发凸显。地方政府债务的累积带来了资源错配效应(熊琛和金昊,2021)^[11],影响营商环境且扭曲了产业结构(吴辉凡等,2023)^[9],显著放大了宏观经济波动(高然等,2022)^[7],致使企业外部经营环境的不确定性增加。与此同时,面对严峻的地方政府债务问题,地方政府往往出台政策进行干预以试图稳定局势,如调整税收优惠或政府补贴政策、增强罚没力度和税收执法强度等,这都进一步加剧了当地企业经营环境的不确定性。经营环境的不确定性不仅直接抑制了企业现金股利分配(胡刘芬和周泽将,2023)^[1],还会抑制企业的投资行为(李凤羽和杨墨竹,2015)^[25],影响企业盈利能力。已有研究证实,地方政府债务通过占用信贷资源挤出了企业的投资(Huang等,2020)^[20],抑制了企业对高学历员工的劳动雇佣(余明桂和王空,2022)^[22]。由于研发创新风险高、周期长、可抵押性差,地方政府债务对企业的创新活动会产生更大负面影响(熊虎和沈坤荣,2019)^[26],并且,高研发公司比低研发公司更容易受到政府债务的负面影响(Croce等,2019)^[27]。因此,地方政府债务对企业实物投资和研发投资的挤出效应,直接影响了企业当前盈利水平和未来盈利潜力,加剧了盈利的不确定性。而盈利稳定性是公司发放现金股利的先决条件(Brav等,2005)^[28],如果盈利不稳定,现金流就会波动(Chay和Suh,2009)^[29],就难以保证企业现金股利的发放或持续稳定。

其次,地方政府债务会挤占企业的融资空间,降低企业融资能力。地方政府债务会在信贷市场上与企业形成资金竞争,挤占公司可借贷资金。主要原因在于:一方面,地方政府债务以政府作为背书形成隐性担保,金融机构会产生地方政府财政兜底的“幻觉”而赋予其“金边”属性,此外,地方政府还可以通过土地抵押等方式直接获取商业银行的大量信贷资金(郭玉清等,2016)^[30]。另一方面,我国地方政府掌握着地方政策优惠、贷款担保以及地方行政审批等重要资源(周黎安,2007)^[31],通过行政干预,地方政府可以直接获得信贷资金(郭玉清等,2016)^[30],并且,地方政府控制的金融资源也为其债务融资提供了隐性担保(吴文锋和胡悦,2022)^[32]。因此,银行等金融机构往往将信贷资源优先配置给地方政府及其融资平台,这直接挤占了企业的融资空间。与此同时,地方政府债务还从价格竞争角度推高企业的债务融资成本。这主要是因为,地方债务挤占了银行可借贷的资源,根据资金需求供需曲线,银行需要提高贷款门槛甄选客户来降低贷款风险。采取的措施,或者是提高贷款利率水平,或者是加强担保增信机制,这都推升了企业的融资成本。已有大量研究表明,地方政府债务的扩张不仅降低了企业债务规模,推高了融资成本(Demirci等,2019)^[19],挤出了企业贷款(刘畅等,2020)^[10],还迫使企业转向融资成本更高的股权质押融资(郭思永,2023)^[33]。并且,地方政府债务还会增加公司债务违约概率(Liang等,2017)^[34],这又直接降低了企业再融资能力。可见,地方政府债务通过资金和价格两个维度的竞争机制,增加了企业的融资约束,显著削弱了企业在面临经营现金短缺风险时的融资能力。

最后,低现金股利策略能够降低因地方债务问题导致的公司现金短缺风险。具体原因:一是低股利可以提高现金的储备,降低现金短缺的可能性和募集资金成本。由于公司管理层和外部投资者之间的信息不对称,内源融资的成本要明显低于债务融资和股权融资,因此,面对地方债务带来的外源融资能力下降,为了避免未来现金短缺和昂贵的外部融资成本,公司会留存更多现金而少

分配股利。二是企业在发放股利时会考虑财务弹性,而低股利策略可以提高公司的财务弹性,避免股利削减带来的负面市场反应。外部投资者往往通过观察上市公司现金股利的发放来判断公司的持续盈利状况(Brav, 2005)^[28],当公司削减现金股利发放时,资本市场会认为公司未来盈利能力减弱而降低公司价值。由于“城投债”发行期限可达20年且往往通过借新还旧不断展期(郁芸君等, 2022)^[15],其对当地企业的影响具有持久性,因此,当地上市公司为了避免地方政府债务引发的资金短缺概率的增加,会采取更为保守的低股利策略来提高财务弹性,以避免现金股利削减带来的负面市场效应。

因此,本文提出如下研究假设:

H₁: 地方政府债务越高,当地上市公司发放现金股利的倾向越低,发放现金股利的强度越小。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文中地方政府债务数据、国内生产总值数据来自于Wind金融财经数据库,上市公司的股利分配、财务数据、公司治理数据等来自CSMAR研究数据库和RESSET金融研究数据库。样本区间为2012—2022年,之所以以2012年为起始年份,主要是因为2012年证监会正式发布了《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》,强化了现金分红的信息披露要求,细化了相关披露内容,提高了现金分红的透明度,同时,监管部门开始重点关注上市公司是否切实履行分红承诺,这提高了本文公司现金股利数据资料的可获得性和可靠性。另外,2013年证监会发布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》由原来主导的半强制分红阶段转向差异化分红政策,支持上市公司结合自身发展阶段并考虑自身是否有重大资本支出安排等因素制定现金股利政策,上市公司对自身股利支付政策拥有了更大的决策权。由于控制变量本文均使用上一期数据,故而本文最终选取2012—2022年间所有A股上市公司作为研究对象。同时,剔除了金融类上市公司,B股上市公司,ST特殊处理公司和数据缺失样本,最终得到22402个公司一年度样本。为了控制极端值对估计结果造成的偏差,本文对所有连续变量在首尾1%水平上进行了缩尾处理。

2. 变量定义

被解释变量为公司现金股利支付,采用两种方式量化:*IfDividend*为公司当期是否进行现金股利分配,表明现金股利支付的倾向;同时,定义*Dividend*为现金股份支付率,表示公司当期从净利润中拿出多少作为现金股利进行分配,表明现金股利支付的强度。

解释变量为地方政府债务规模(*CityDebt*),以上市公司注册地作为量化基准,在于公司注册地作为公司总部,往往是或者临近企业核心业务活动区域,是公司与供应商、服务提供商和投资者之间信息交流的中心(Davis和Henderson, 2008)^[35],公司总部的地理位置也会对公司回报产生重要影响(Pirinsky和Wang, 2006)^[36]。同时,本文以“城投债”作为地方政府债务研究对象,原因基于以下几点:一是1994年我国的分税制改革中引入“财权上移、事权下放”的制度安排,使地方政府面临严峻收支错配局面,同年《预算法》规定地方政府不能自行发债和直接向银行借款,但可以通过投融资平台向各大商业或政策性银行举债,故此,地方政府通过设立城投公司发行“城投债”来弥补当地财政资金缺口、市政基础设施建设等所需资金。二是以“城投债”为主的地方隐性债务对当地企业和经济产生了更为重要的影响。2015年开始的地方政府性债务管理改革,地方政府可以发行一般债和专项债并纳入预算管理,截至2022年底,其余额均控制在全国人大批准的债务限额之内,风险总体可控,而“城投债”由于发行期限较长且往往通过借新还旧不断展期(郁芸君等, 2022)^[15],同时,地方政府与融资平台之间仍存在资产延伸和风险联保(徐军伟等, 2020)^[13],因此,当前地方政府债务问题突出表现为以“城投债”为主的地方隐性债务,本文关注“城投债”对经济个体行为影响

更具现实意义。三是国内外诸多研究也以“城投债”量化地方政府债务水平,如高然等(2022)^[7]、吴文锋和胡悦(2022)^[32]、Liang等(2017)^[34]等。

参考以往文献(胡国柳和曾慧宇,2023^[17];Jordan等,2018^[37]),本文在模型中加入公司层面以及地区层面的控制变量。公司层面的控制变量包括:公司投资机会(*TobinQ*)、现金流(*OCF*)、公司收益(*ROA*)、营业收入增长率(*Growth*)、公司规模(*Size*)和杠杆率(*Debt*),公司治理变量包括董事会规模(*Board*)、独立董事比例(*Indboard*)、高管持股(*Manageshare*)和股权集中度(*EBD*)。地区层面的控制变量包括:地区公共财政支出(*PublicEX*)、地区税收收入(*Tax*)、当地外商投资企业年底投资总额(*FDI*)和地区国内生产总值的增长率(*CityGDP*)。此外,以全国国内生产总值的增长率(*GDP*)控制年度时间效应。

各主要变量的定义如表1所示。

表1 主要变量的定义

变量名称	变量符号	变量测度
现金股利支付倾向	<i>IfDividend</i>	哑变量。如果公司本期进行现金股利分配,定义为1,否则为0
现金股利支付强度	<i>Dividend</i>	股利分配率,计算为:每股派息税前/(净利润/股本)
地方债务规模	<i>CityDebt</i>	各地“城投债”的期末余额除以该地区的国内生产总值
公司投资机会	<i>TobinQ</i>	(期末普通股的市场价值+期末负债的账面价值)/期末资产的账面价值
经营活动现金流	<i>OCF</i>	经营活动产生的现金流量净额/期末资产总额
公司收益	<i>ROA</i>	净利润/期末资产总额
公司增长性	<i>Growth</i>	营业收入增长率
董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数的自然对数
独董比例	<i>Indboard</i>	独立董事人数占董事会总人数的比例
高管持股	<i>Manageshare</i>	高管持股数量除以股本总数
股权制衡	<i>EBD</i>	第二大股东至第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值
公司规模	<i>Size</i>	公司期末总资产的自然对数
财务杠杆	<i>Debt</i>	有形资产带息债务比,计算为:(非流动负债合计+短期借款+一年内到期的非流动负债)/(资产总计-无形资产净额-商誉净额)
地区财政状况	<i>PublicEX</i>	地区公共财政支出除以该地区的国内生产总值
地区外资状况	<i>FDI</i>	地区外商投资企业年底投资总额除以该地区的国内生产总值
地区税收状况	<i>Tax</i>	当地税收收入/一般预算收入
地区GDP增长率	<i>CityGDP</i>	各省市的国内生产总值的增长率
全国GDP增长率	<i>GDP</i>	当年的全国国内生产总值的增长率

3. 模型设计

为检验地方政府债务对公司现金股利行为的影响,本文运用面板数据,构建如下固定效应基本模型:

$$IfDividend_{i,c,t+1}/Dividend_{i,c,t+1} = a_0 + a_1 CityDebt_{c,t} + a_2 X_{i,c,t} + \delta_i + \varepsilon_{i,c,t} \quad (1)$$

其中,下标*i*、*c*、*t*分别代表公司、地区和年份,*X*是控制变量向量, δ 代表公司个体固定效应, ε 为随机扰动项。当被解释变量为哑变量*IfDividend*时,采用Logit回归。系数 α_1 是本文关注的重点,根据前文的研究假设,其符号预期为负,即地方政府债务越高,当地上市公司发放现金股利的倾向越低,发放现金股利的强度越小。此外,为提高回归结果的稳健性,采用聚类调整异方差-序列相关稳健型标准误进行调整。

四、基本实证结果与分析

1. 描述性统计结果

表2是主要变量的描述性统计特征。被解释变量 *IfDividend* 的均值为0.764,表明样本中约有四分之三的个体进行了现金股利分配。*Dividend* 变量的均值为0.289,意味着上市公司平均每赚取1元的利润,会拿出0.289元进行股利分配。衡量地方政府债务的“城投债”变量 *CityDebt* 的均值为7.1%(以各地上市公司数量为权重的加权平均),表明整体上从全国来看,上市公司注册地所在地区的“城投债”规模平均占当地国内生产总值的7%以上,比例较高。

表2 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	10%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	90%分位数
<i>IfDividend</i>	22402	0.764	0.424	0	1	1	1	1
<i>Dividend</i>	22402	0.289	0.330	0	0.039	0.236	0.379	0.624
<i>CityDebt</i>	22402	0.071	0.062	0.018	0.025	0.047	0.096	0.173
<i>TobinQ</i>	22402	2.319	1.628	1.039	1.285	1.791	2.702	4.225
<i>OCF</i>	22402	0.050	0.069	-0.030	0.012	0.050	0.091	0.134
<i>ROA</i>	22402	0.043	0.052	0.003	0.017	0.039	0.069	0.102
<i>Growth</i>	22402	0.168	0.381	-0.143	-0.010	0.107	0.254	0.474
<i>Board</i>	22402	2.140	0.197	1.946	1.946	2.197	2.197	2.398
<i>Indboard</i>	22402	0.374	0.053	0.333	0.333	0.333	0.429	0.429
<i>Manageshare</i>	22402	0.060	0.129	0	0	0.000	0.035	0.238
<i>EBD</i>	22402	0.877	0.750	0.147	0.311	0.670	1.223	1.882
<i>Size</i>	22402	22.399	1.300	20.873	21.469	22.224	23.151	24.168
<i>Debt</i>	22402	0.218	0.179	0.012	0.060	0.188	0.337	0.469
<i>PublicEX</i>	22402	0.193	0.088	0.126	0.140	0.174	0.222	0.255
<i>FDI</i>	22402	0.104	0.198	0.023	0.040	0.081	0.133	0.197
<i>Tax</i>	22402	0.785	0.082	0.683	0.725	0.788	0.847	0.883
<i>CityGDP</i>	22402	0.093	0.054	0.031	0.072	0.095	0.115	0.153
<i>GDP</i>	22402	0.096	0.037	0.027	0.073	0.101	0.115	0.128

2. 基准回归结果

表3列示了地方政府债务影响公司现金股利行为的回归检验结果。第(1)列是单变量检验结果,关键解释变量 *CityDebt* 的系数在1%统计水平上显著为负,表明“城投债”越高的地区,公司发放现金股利的概率越低,假设 H_1 得以验证。第(2)列是加入公司特征控制变量,第(3)列是加入公司特征控制变量和地区特征变量之后的检验结果,解释变量 *CityDebt* 的系数依然显著为负。其中,第(3)列关键变量 *CityDebt* 的系数为-5.415,意味着在所有观测值的平均水平上, *CityDebt* 若增加0.1个单位,当地上市公司发放现金股利的概率平均降低3.79%。第(4)~(6)列是被解释变量为股利支付率(*Dividend*)的回归结果,关键解释变量 *CityDebt* 的系数显著为负,表明“城投债”越高的地区,公司发放现金股利占净利润的比例越低,其经济含义(以第(6)列为例)为地方政府债务一个标准差的增加会导致当地上市公司现金股利均值约减少4%($0.062 \times 0.182 / 0.289$)。需要说明的是,本文采用的是面板数据固定效应模型,运用Stata14.0进行回归分析,当被解释变量为二值哑变量时,最大

似然估计对组内被解释变量值不随时间变化(即都为“1”或“0”时)的个体观测值,因对条件似然函数的贡献为0而不纳入回归(即表3中模型(1)~(3)在回归时Stata会自动舍弃此类观测值),同时,也没有列示截距项,但结果的有效性不变。

表3 地方政府债务与公司现金股利行为

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>CityDebt</i>	-6.943*** (-12.59)	-5.233*** (-7.92)	-5.415*** (-8.11)	-0.245*** (-3.75)	-0.182** (-2.42)	-0.182** (-2.43)
<i>TobinQ</i>		0.038* (1.75)	0.027 (1.20)		-0.010*** (-4.90)	-0.009*** (-4.39)
<i>OCF</i>		0.854** (2.18)	0.750* (1.90)		-0.003 (-0.08)	0.006 (0.15)
<i>ROA</i>		9.579*** (15.56)	9.700*** (15.51)		0.247*** (3.83)	0.225*** (3.49)
<i>Growth</i>		0.159*** (2.77)	0.177*** (3.02)		-0.017*** (-2.68)	-0.019*** (-2.90)
<i>Board</i>		0.142 (0.55)	0.176 (0.68)		-0.009 (-0.34)	-0.011 (-0.41)
<i>Indboard</i>		-0.170 (-0.21)	-0.148 (-0.19)		-0.066 (-0.76)	-0.067 (-0.77)
<i>Manageshare</i>		2.145*** (5.33)	2.085*** (5.16)		0.119** (2.35)	0.111** (2.18)
<i>EBD</i>		-0.184*** (-3.20)	-0.193*** (-3.36)		-0.018*** (-2.78)	-0.018*** (-2.85)
<i>Size</i>		-0.035 (-0.67)	-0.036 (-0.66)		0.001 (0.14)	0.006 (0.95)
<i>Debt</i>		-1.607*** (-6.44)	-1.676*** (-6.65)		-0.205*** (-7.62)	-0.211*** (-7.81)
<i>PublicEX</i>			5.587*** (4.89)			0.225** (1.97)
<i>FDI</i>			-0.044 (-0.41)			-0.013 (-1.25)
<i>Tax</i>			3.369*** (4.66)			0.196*** (2.64)
<i>CityGDP</i>			0.434 (0.79)			-0.019 (-0.36)
<i>GDP</i>			-1.700** (-2.09)			0.123 (1.62)
常数项				0.306*** (66.33)	0.397*** (2.59)	0.080 (0.44)
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	22402	22402	22402	22402	22402	22402
调整R ²	0.016	0.080	0.084	0.001	0.010	0.011

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的统计水平上显著;括号内为t值或z值,下同

3. 稳健性分析

(1)工具变量检验。地方政府债务作为地方政府行为,一般来说,受微观层面公司股利行为的内生影响较小,但也存在政府融资平台考虑当地上市公司股利分红较少而增加地方债务融资的可能性。为此,本文参考余海跃和康书隆(2020)^[38]的研究,选取公共财政支出中的人均医疗卫生支出(*Healcare*)作为地方政府债务的工具变量进行稳健分析。选取的依据是,一方面,该变量与地方公共财政收支状况直接相关,进而与地方政府债务融资相关性较强,满足相关性条件;另一方面,该变量作为基础性民生支出,外生于微观企业层面的现金股利行为,与基本模型的误差项无关。

表4列示了工具变量检验的结果。列(1)是工具变量第一阶段回归结果,*Healcare*的系数在1%的水平上显著为正,表明人均医疗卫生支出越多的城市,地方债务融资规模越大,与一般常识和已有研究一致;第二阶段回归结果在列(2)~(5)中显示,无论被解释变量是*IfDividend*还是*Dividend*,关键解释变量*CityDebt*的系数在1%统计水平上依然显著为负,与基准结果一致,支持了本文的研究假设。

表4 工具变量检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>CityDebt</i>	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>Healcare</i>	0.246*** (30.68)				
<i>CityDebt</i>		-1.767*** (-18.83)	-2.234*** (-14.76)	-0.570*** (-7.28)	-0.786*** (-6.15)
<i>TobinQ</i>	0.003*** (10.83)		0.005** (2.09)		-0.008*** (-3.98)
<i>OCF</i>	-0.003 (-0.58)		0.064 (1.43)		0.013 (0.34)
<i>ROA</i>	-0.027*** (-3.16)		1.258*** (17.91)		0.178*** (3.00)
<i>Growth</i>	0.000 (0.20)		0.018*** (2.65)		-0.020*** (-3.51)
<i>Board</i>	-0.008* (-1.78)		-0.028 (-0.95)		-0.031 (-1.23)
<i>Indboard</i>	-0.020 (-1.56)		-0.082 (-0.92)		-0.082 (-1.09)
<i>Manageshare</i>	-0.026*** (-3.83)		0.164*** (3.69)		0.080** (2.14)
<i>EBD</i>	-0.001 (-1.23)		-0.028*** (-4.04)		-0.018*** (-3.09)
<i>Size</i>	0.015*** (10.58)		0.065*** (7.93)		0.030*** (4.34)
<i>Debt</i>	-0.014*** (-3.01)		-0.296*** (-10.03)		-0.239*** (-9.61)
<i>PublicEX</i>	-0.002 (-0.12)		0.579*** (4.86)		0.216** (2.15)
<i>FDI</i>	-0.009*** (-5.56)		-0.016 (-1.11)		-0.011 (-0.85)

续表 4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>CityDebt</i>	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>Tax</i>	0.123*** (10.10)		0.405*** (5.17)		0.215*** (3.25)
<i>CityGDP</i>	-0.084*** (-13.20)		-0.090 (-1.41)		-0.076 (-1.41)
<i>GDP</i>	0.007 (1.18)		-0.235*** (-2.62)		0.112 (1.48)
常数项	-0.396*** (-11.16)	0.889*** (126.84)	-0.836*** (-4.03)	0.329*** (56.25)	-0.370** (-2.12)
个体固定效应	是	是	是	是	是
观测值	22402	22402	22402	22402	22402
调整 R ²	0.458	0.024	0.025	0.017	0.006

(2)地方债管理体制对“城投债”影响公司现金股利行为的分析。2015年开始实施新《预算法》，地方债务管理体制步入改革，主要体现在：一是省、市、自治区政府获得举债权限，可以在本级人大批准限额内发行一般债券和专项债券，并纳入预算管理；二是政府及其下属部门成为地方政府债务的唯一合法举债主体，融资平台公司在地方政府债务中为政府融资的职能被逐渐弱化；三是地方政府债务由原来主要依赖银行，转为主要依靠发行地方债券进行直接融资。2014年10月，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)明确提出加快建立规范的地方政府举债融资机制和完善配套制度，要求地方政府的举债方式由地方融资平台公司转变为发行地方债。这些改革举措不仅进一步明确了地方政府的债务偿还责任、打破中央兜底的心理预期，强化地方债责任追究，还剥离了地方融资平台公司的政府举债职能，对地方政府的举债行为起到规范约束作用。但是，应该看到，由于地方政府与融资平台之间仍存在财务关联和风险联保(徐军伟等,2020)^[13]，2015年地方债务管理改革后“城投债”仍持续增长(毛捷等,2022)^[14]，加之“城投债”发行期限较长且往往通过“借新还旧”不断展期(郁芸君等,2022)^[15]，近年来庞大的地方政府隐性债务规模和愈加凸显的地方隐性债务风险都表明，其对金融稳定和经济增长的威胁具有长期性。

为了考察地方债管理体制如何影响“城投债”与公司现金股利行为之间的关系，本文采用两种方式：一是以地方债管理体制改革之后为样本区间(即2016—2022年)，控制地方预算内债务，观察“城投债”是否依然影响公司现金股利行为；二是在全样本期间(2012—2022年)内以地方债管理体制改革为界设定哑变量，观察该项改革对“城投债”影响公司现金股利行为带来的边际影响。

第一种方式下，为了区别“城投债”，本文引入地方预算债务变量(*CityBudgetdebt*)，其定义为纳入预算管理的地区一般债和专项债占该地区国内生产总值的比重，同时，设定样本区间为2016—2022年。表5列(1)~(4)是引入地方预算债务变量*CityBudgetdebt*的回归结果，本文发现，关键变量*CityDebt*依然在1%、10%统计水平上显著为负，支持原研究假设。同时，解释变量*CityBudgetdebt*也在1%统计水平上显著，表明地方预算债务也会促使当地上市公司实施低现金股利策略。第二种方式下，为了考察地方债务管理体制对公司现金股利行为的边际影响，本文设定哑变量*Policy*，定义为2015年之后年份为1，否则为0。表5列(5)~(8)是回归结果，可以看出，变量*Policy*显著为负，表明2015年预算改革之后，上市公司平均现金股利发放倾向和发放强度相比于改革之前

有所降低。本文主要关注“城投债”变量 *CityDebt* 与哑变量 *Policy* 的交乘项,发现其在 1% 统计水平上显著为正,这说明,虽然整体上“城投债”规模扩大还会降低公司的现金股利发放水平和强度,但地方债管理体制改革之后,“城投债”对公司现金股利行为的负面影响有所减弱,对地方隐性债务——“城投债”的治理起到了一定效果。

表 5 地方债管理体制改革的影响分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>CityDebt</i>	-4.198*** (-4.15)	-2.953*** (-2.76)	-0.167* (-1.85)	-0.169* (-1.84)	-14.966*** (-7.52)	-16.047*** (-7.21)	-0.947*** (-4.74)	-0.836*** (-3.86)
<i>CityBudgetdebt</i>	-4.665*** (-10.82)	-3.774*** (-7.63)	-0.114*** (-2.78)	-0.145*** (-3.09)				
<i>Policy</i>					-0.474*** (-5.95)	-0.552*** (-4.82)	-0.034*** (-3.80)	-0.023** (-1.99)
<i>CityDebt</i> × <i>Policy</i>					9.065*** (4.98)	10.780*** (5.29)	0.749*** (4.05)	0.624*** (3.16)
<i>TobinQ</i>		0.084*** (2.63)		-0.003 (-1.37)		0.046** (2.00)		-0.009*** (-4.05)
<i>OCF</i>		0.789 (1.44)		0.036 (0.69)		0.778** (1.96)		0.006 (0.14)
<i>ROA</i>		6.186*** (7.91)		0.098 (1.32)		9.416*** (14.94)		0.214*** (3.30)
<i>Growth</i>		0.401*** (5.01)		-0.005 (-0.63)		0.180*** (3.07)		-0.019*** (-2.87)
<i>Board</i>		-0.113 (-0.28)		-0.045 (-1.34)		0.086 (0.33)		-0.015 (-0.56)
<i>Indboard</i>		-0.424 (-0.34)		-0.082 (-0.80)		-0.259 (-0.32)		-0.073 (-0.84)
<i>Manageshare</i>		0.919 (1.63)		0.084 (1.35)		2.033*** (5.01)		0.109** (2.15)
<i>EBD</i>		-0.150* (-1.65)		-0.026*** (-3.18)		-0.190*** (-3.29)		-0.018*** (-2.91)
<i>Size</i>		-0.120 (-1.11)		0.019** (2.10)		0.051 (0.85)		0.009 (1.22)
<i>Debt</i>		-1.849*** (-4.76)		-0.196*** (-5.22)		-1.748*** (-6.90)		-0.212*** (-7.80)
<i>PublicEX</i>		11.491*** (7.06)		0.445*** (3.19)		7.082*** (5.75)		0.263** (2.16)
<i>FDI</i>		0.162 (1.50)		-0.010 (-0.64)		-0.021 (-0.20)		-0.012 (-1.18)
<i>Tax</i>		2.355** (2.01)		0.100 (0.97)		2.676*** (3.43)		0.182** (2.30)
<i>CityGDP</i>		1.558** (2.40)		0.014 (0.23)		0.351 (0.63)		-0.021 (-0.39)

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>GDP</i>		-2.848*** (-2.87)		-0.013 (-0.14)		-2.671*** (-3.18)		0.067 (0.87)
常数项			0.326*** (39.32)	-0.066 (-0.29)			0.333*** (41.43)	0.068 (0.37)
个体固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	15450	15450	15450	15450	22402	22402	22402	22402
调整 R ²	0.041	0.102	0.002	0.008	0.020	0.087	0.002	0.011

(3)政策冲击 DID 模型检验。为了避免地方政府债务水平与公司现金股利行为之间可能存在的机械性相关问题,本文采用已有地方债研究的常用方法,以外生政策冲击(2015年新《预算法》的实施)作为冲击事件构建 DID 模型,进一步缓解可能存在的内生性问题。

具体设定如下:①参照王群群和梁若冰(2023)^[39]的研究设计,以2015年新《预算法》实施作为外生政策冲击,采用强度双重差分来研究“城投债”影响上市公司的现金股利策略。②设定地方政府债务治理改革虚拟变量 *Policy*,当样本区间处于2015年之后时,赋值为1,否则为0。需要说明的是,DID模型设计中为了避免样本选择偏差,需保证外生政策冲击前后时间选择区间的一致性,由于本文原样本区间是2012—2022年,因此,此部分分析的研究区间定义为2012—2019年。③关于实验组与对照组的确定。我国地方政府债务治理改革的关键在于弄清地方政府与融资平台之间的关系,理论上,改革前对融资平台依赖程度越高的地方政府,其举债方式和债务规模受到改革的影响就会越大,因此,参照李小林等(2023)^[40]的研究,本文依据地方政府债务治理改革前地方政府对融资平台平均依赖度的样本中位数对处理变量 *Treat* 加以界定,即将高于样本中位数地区的企业归为实验组,*Treat* 赋值为1,反之为0。地方政府对融资平台平均依赖度以“城投债”规模占地方政府财政收入的比重进行量化。

回归结果如表6所示,可以看出,关键变量 *Treat*×*Policy* 对上市公司股利行为的影响系数分别在10%、1%的水平上显著为正,表明地方政府债务治理改革显著降低了“城投债”对当地上市公司股利发放的负面影响,即地方政府对融资平台平均依赖度高的地区,在地方债务管理改革之后,当地上市公司的股利发放倾向和强度有所提升。

表6 地方债管理体制改革的 DID 分析

变量	(1)	(2)
	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>Treat</i> × <i>Policy</i>	0.174*(1.77)	0.029*** (3.02)
<i>TobinQ</i>	-0.014(-0.46)	-0.013***(-4.42)
<i>OCF</i>	0.807(1.62)	-0.034(-0.76)
<i>ROA</i>	9.185*** (11.02)	0.284*** (3.57)
<i>Growth</i>	0.109(1.59)	-0.016**(-2.10)
<i>Board</i>	-0.201(-0.57)	-0.042(-1.35)
<i>Indboard</i>	-0.954(-0.90)	-0.151(-1.41)
<i>Manageshare</i>	2.562*** (4.59)	0.097(1.55)
<i>EBD</i>	-0.136*(-1.82)	-0.015*(-1.91)

续表 6

变量	(1)	(2)
	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>Size</i>	-0.085(-1.05)	-0.019*(-2.29)
<i>Debt</i>	-1.607***(-4.80)	-0.191***(-5.97)
<i>PublicEX</i>	0.642(0.26)	-0.195(-1.00)
<i>FDI</i>	-7.390***(-5.25)	-0.187(-1.50)
<i>Tax</i>	0.747(0.66)	0.181*(1.68)
<i>CityGDP</i>	3.015*** (3.27)	0.178** (2.17)
<i>GDP</i>	-3.402**(-2.45)	-0.048(-0.41)
常数项		0.802*** (3.67)
个体固定效应	是	是
观测值	15460	15460
调整 R ²	0.072	0.011

(4)避免样本选择偏误的检验。北京、上海、广州和深圳(简称“北上广深”)作为一线城市,城市发展水平更高,综合经济实力更强,也集聚了更多上市公司。在地方政府债务融资方面,北上广深与其他地区可能会存在一定差异。为避免样本的选择性偏误,本文剔除注册地在北上广深的上市公司样本后进行了回归检验,主要结果不变。囿于篇幅,相应表格未予列出,留存备索。

五、异质性分析与机制检验

1. 产权性质对地方政府债务影响现金股利的异质性分析

相比国有企业,非国有企业的现金股利行为受地方政府债务影响更大,主要原因:一是非国有企业受到更大的融资约束,受地方政府债务挤压,发生现金短缺的可能性更大。国有控股上市公司具有天然的政治优势和预算软约束(祝继高和陆正飞,2011)^[41],更容易获得国家政策支持,相比于非国有企业,不但获得更多和期限较长的银行贷款(方军雄,2007)^[42],而且能以较少的担保获得银行贷款(沈红波等,2011)^[43],致使非国有企业比国有企业存在着更高层次的融资约束,更可能发生现金短缺。二是非国有企业面临更高的未来不确定性,需采取更为稳健的现金股利政策。不确定性是影响上市公司股利政策的重要因素,非国有企业不像国有企业那样与政府存在天然政治联系,获取政策信息渠道较少,把握宏观经济政策较难到位,其经营策略受频频变更的经济政策影响更大,经营现金流波动更加明显(胡刘芬和周泽将,2023)^[1],因此,非国有企业需要保留更多的现金储备以降低因地方政府债务问题导致的公司现金短缺风险。三是地方政府债务对非国有企业的挤出更为严重。汪金祥等(2020)^[44]发现,地方政府债务规模对非国有上市公司的挤出效应更大。田国强和赵旭霞(2019)^[45]发现,地方政府债务增加,会加剧金融系统和民营企业的融资困境,从而金融体系效率与地方政府债务形成紧密的循环关联性,并且两者交织合力导致非国有企业融资难融资贵。

表7列示了产权性质对地方债务影响现金股利行为的分组回归结果。从现金股利分配倾向可以看出,列(1)、(2)非国有企业中关键解释变量 *CityDebt* 在 1% 统计水平上显著为负,而列(4)国有样本中虽然也显著为负,但是 *CityDebt* 变量的系数绝对值明显小于列(2)的系数,本文接着检验了分组回归后的组间系数差异,列(1)、(3)之间与列(2)、(4)之间的系数差异 P 值为 0.000,这表明,非国有上市公司在发放现金股利倾向方面,相比于国有上市公司,受到地方政府债务更大的影响。

从现金股利分配强度来看,在列(5)、(7)非国有公司和国有公司样本的单变量对比统计分析中,只有非国有公司样本在1%统计水平上显著,组间差异P值为0.002,意味着非国有上市公司相比国有上市公司现金股利发放强度受地方债影响更大。而列(6)、(8)的对比分析中,组间差异P值为0.370,差异并不显著。

表7 产权性质对地方债务影响现金股利的回归分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	非国有	非国有	国有	国有	非国有	非国有	国有	国有
	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>CityDebt</i>	-10.085*** (-13.89)	-6.613*** (-7.65)	-0.606 (-0.65)	-3.138*** (-2.68)	-0.359*** (-4.00)	-0.146* (-1.77)	0.012 (0.14)	-0.174* (-1.72)
<i>TobinQ</i>		0.059** (2.31)		-0.020 (-0.39)		-0.011*** (-4.41)		-0.001 (-0.30)
<i>OCF</i>		1.153** (2.29)		0.362 (0.54)		0.107** (2.01)		-0.133** (-2.43)
<i>ROA</i>		8.201*** (11.04)		12.355*** (10.18)		0.207*** (2.65)		0.213* (1.86)
<i>Growth</i>		0.180** (2.54)		0.193* (1.80)		-0.024*** (-2.98)		-0.007 (-0.66)
<i>Board</i>		0.093 (0.27)		0.358 (0.82)		-0.023 (-0.62)		0.004 (0.11)
<i>Indboard</i>		1.192 (1.09)		-1.865 (-1.51)		0.041 (0.36)		-0.194* (-1.72)
<i>Manageshare</i>		1.793*** (4.30)		3.000 (0.39)		0.091** (2.22)		-0.006 (-0.02)
<i>EBD</i>		-0.158** (-2.23)		-0.292** (-2.50)		-0.024*** (-3.10)		-0.012 (-1.16)
<i>Size</i>		-0.158** (-2.21)		0.245** (2.41)		-0.007 (-0.92)		0.023*** (3.08)
<i>Debt</i>		-1.079*** (-3.35)		-1.862*** (-4.21)		-0.176*** (-5.11)		-0.236*** (-6.45)
<i>PublicEX</i>		4.392*** (2.79)		8.161*** (4.60)		0.156 (1.05)		0.404** (2.49)
<i>FDI</i>		-0.207 (-1.08)		0.081 (0.58)		-0.023 (-1.05)		0.004 (0.41)
<i>Tax</i>		4.441*** (4.18)		2.756*** (2.62)		0.137 (1.31)		0.270*** (2.85)
<i>CityGDP</i>		0.640 (0.84)		0.757 (0.89)		-0.023 (-0.28)		0.023 (0.33)
<i>GDP</i>		-0.133 (-0.12)		-4.193*** (-3.18)		0.306*** (2.79)		-0.124 (-1.25)
常数项					0.333*** (49.32)	0.407* (1.82)	0.263*** (45.20)	-0.402* (-1.78)

续表 7

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	非国有	非国有	国有	国有	非国有	非国有	国有	国有
	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
个体固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	13410	13410	8992	8992	13410	13410	8992	8992
调整 R ²	0.034	0.098	0.000	0.079	0.002	0.013	0.000	0.012

2. 融资约束机制检验

地方政府债务会加剧企业的融资约束,而融资约束意味着当地企业外源融资困难或融资成本升高,使得上市公司不得不采取低现金股利策略来应对经营资金短缺的可能性。参照已有研究(Hadlock和Pierce,2010)^[46],本文采用SA指数测度企业的融资约束,该指数在计算中没有包含内生性特征的融资变量,仅使用企业规模和企业年龄两个随时间变化不大且具有很强的外生性的变量构建。参考Baron和Kenny(1986)^[47]的中介效应模型进行机制检验设计,具体步骤如下:

第一步,公司现金股利行为对地方政府债务进行回归,即前述模型(1),若地方债务系数显著,则表明地方政府债务影响了公司现金股利行为,可以进行下一步。第二步,中介变量融资约束(SA)对地方政府债务进行回归,检验地方政府债务是否影响上市公司的融资约束。若系数显著,则说明地方政府债务对中介变量SA产生了影响,可以进行下一步。第三步,在基本模型中加入中介变量SA后,公司现金股利行为对地方政府债务再次进行回归。在中介变量系数显著的前提下,若地方政府债务系数变小且依旧显著,则说明地方政府债务对公司现金股利行为影响部分来自于中介变量;若不显著,则说明地方政府债务对公司现金股利行为的影响完全来自于中介变量SA。

表8列示了以融资约束作为中介变量的机制检验结果。当被解释变量为*IfDividend*时,表8中列(1)~(3)分别对应着上述描述步骤的第一、二和三步。列(1)关键解释变量*CityDebt*在1%统计水平上显著负相关;列(2)是上述第二步的结果,关键解释变量*CityDebt*在1%统计水平上显著正相关,表明地方政府债务加剧了所在地上市公司的融资约束;列(3)是第三步的结果,主要解释变量*CityDebt*和SA均依然显著,且*CityDebt*变量的系数绝对值小于列(1)的系数绝对值,这表明,地方政府债务对上市公司现金股利发放倾向的影响部分来自融资约束。当被解释变量为*Dividend*时,表8中列(4)、(2)、(5)分别对应着上述描述步骤的第一、二、三步,列(5)表明,地方政府债务对上市公司现金股利发放强度的影响主要来自融资约束。综上表明,地方政府债务通过融资约束影响到公司的现金股利行为。

表 8 基于融资约束的机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>IfDividend</i>	SA	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>CityDebt</i>	-5.415*** (-8.11)	1.354*** (39.49)	-1.759** (-2.24)	-0.182** (-2.43)	-0.003 (-0.04)
SA			-2.529*** (-8.87)		-0.132*** (-4.21)
<i>TobinQ</i>	0.027 (1.20)	-0.013*** (-15.05)	-0.007 (-0.33)	-0.009*** (-4.39)	-0.011*** (-5.14)

续表 8

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>IfDividend</i>	<i>SA</i>	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>OCF</i>	0.750* (1.90)	0.036*** (2.64)	0.836** (2.10)	0.006 (0.15)	0.011 (0.26)
<i>ROA</i>	9.700*** (15.51)	-0.029 (-1.20)	9.638*** (15.29)	0.225*** (3.49)	0.221*** (3.43)
<i>Growth</i>	0.177*** (3.02)	0.002 (0.92)	0.186*** (3.16)	-0.019*** (-2.90)	-0.019*** (-2.86)
<i>Board</i>	0.176 (0.68)	-0.087*** (-6.56)	-0.065 (-0.25)	-0.011 (-0.41)	-0.022 (-0.82)
<i>Indboard</i>	-0.148 (-0.19)	-0.022 (-0.63)	-0.308 (-0.38)	-0.067 (-0.77)	-0.070 (-0.80)
<i>Manageshare</i>	2.085*** (5.16)	-0.133*** (-8.26)	1.781*** (4.36)	0.111** (2.18)	0.093* (1.83)
<i>EBD</i>	-0.193*** (-3.36)	0.005 (1.42)	-0.180*** (-3.10)	-0.018*** (-2.85)	-0.017*** (-2.76)
<i>Size</i>	-0.036 (-0.66)	0.060*** (11.03)	0.103* (1.81)	0.006 (0.95)	0.014** (2.12)
<i>Debt</i>	-1.676*** (-6.65)	-0.041*** (-2.75)	-1.758*** (-6.92)	-0.211*** (-7.81)	-0.216*** (-7.98)
<i>PublicEX</i>	5.587*** (4.89)	0.182*** (3.59)	6.150*** (5.35)	0.225** (1.97)	0.249** (2.18)
<i>FDI</i>	-0.044 (-0.41)	0.048*** (5.36)	0.055 (0.53)	-0.013 (-1.25)	-0.006 (-0.63)
<i>Tax</i>	3.369*** (4.66)	-0.621*** (-15.62)	1.734** (2.32)	0.196*** (2.64)	0.114 (1.52)
<i>CityGDP</i>	0.434 (0.79)	0.034** (2.03)	0.545 (0.98)	-0.019 (-0.36)	-0.015 (-0.28)
<i>GDP</i>	-1.700** (-2.09)	-0.476*** (-23.73)	-2.966*** (-3.58)	0.123 (1.62)	0.060 (0.79)
常数项		3.114*** (21.80)		0.080 (0.44)	0.491** (2.34)
个体固定效应	是	是	是	是	是
观测值	22402	22402	22402	22402	22402
调整 R ²	0.084	0.624	0.092	0.011	0.012

3. 盈利稳定性机制检验

经营环境的不确定性会影响公司的盈利稳定性,而盈利稳定性是公司发放现金股利的先决条件(Brav等,2005)^[28],参照Chay和Suh(2009)^[29]的研究,本文以公司资产报酬率前三年标准差量化公司盈利稳定性,定义变量为*STDROA*。表9列示了以盈利稳定性作为中介变量的机制检验结果。当被解释变量为*IfDividend*时,表9中列(1)~(3)分别对应着上述描述步骤的第一、二、三步。列(1)关键解释变量*CityDebt*在1%统计水平上显著负相关;列(2)是上述第二步的结果,关键解释变量

CityDebt 在 1% 统计水平上显著正相关,表明地方政府债务加剧了所在地上市公司的盈余波动;列 (3) 是第三步的结果,主要解释变量 *CityDebt* 和 *STDROA* 均依然显著,且 *CityDebt* 变量的系数绝对值小于列 (1) 的系数绝对值,这表明,地方政府债务对上市公司现金股利发放倾向的影响部分来自公司盈余稳定性。当被解释变量为 *Dividend* 时,得到了相似结果。综上表明,地方政府债务对上市公司现金股利行为的影响部分来自公司盈余稳定性。

表 9 基于盈利稳定性的机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>IfDividend</i>	<i>STDROA</i>	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
<i>CityDebt</i>	-5.415*** (-8.11)	0.046*** (5.07)	-4.995*** (-7.43)	-0.182** (-2.43)	-0.168** (-2.26)
<i>STDROA</i>			-5.592*** (-6.67)		-0.306*** (-3.51)
<i>TobinQ</i>	0.027 (1.20)	0.002*** (6.80)	0.035 (1.57)	-0.009*** (-4.39)	-0.009*** (-4.11)
<i>OCF</i>	0.750* (1.90)	0.023*** (4.61)	0.875** (2.20)	0.006 (0.15)	0.013 (0.32)
<i>ROA</i>	9.700*** (15.51)	-0.184*** (-15.27)	8.754*** (13.47)	0.225*** (3.49)	0.168** (2.54)
<i>Growth</i>	0.177*** (3.02)	0.003*** (4.10)	0.194*** (3.33)	-0.019*** (-2.90)	-0.018*** (-2.76)
<i>Board</i>	0.176 (0.68)	-0.000 (-0.12)	0.146 (0.57)	-0.011 (-0.41)	-0.011 (-0.41)
<i>Indboard</i>	-0.148 (-0.19)	0.009 (1.02)	-0.159 (-0.20)	-0.067 (-0.77)	-0.064 (-0.73)
<i>Manageshare</i>	2.085*** (5.16)	-0.008 (-1.47)	2.077*** (5.11)	0.111** (2.18)	0.108** (2.14)
<i>EBD</i>	-0.193*** (-3.36)	0.005*** (5.12)	-0.165*** (-2.84)	-0.018*** (-2.85)	-0.017*** (-2.63)
<i>Size</i>	-0.036 (-0.66)	-0.006*** (-7.22)	-0.077 (-1.40)	0.006 (0.95)	0.004 (0.64)
<i>Debt</i>	-1.676*** (-6.65)	-0.005 (-1.34)	-1.688*** (-6.65)	-0.211*** (-7.81)	-0.213*** (-7.91)
<i>PublicEX</i>	5.587*** (4.89)	0.001 (0.04)	5.457*** (4.77)	0.225** (1.97)	0.225** (1.97)
<i>FDI</i>	-0.044 (-0.41)	0.005** (2.19)	-0.035 (-0.33)	-0.013 (-1.25)	-0.011 (-1.10)
<i>Tax</i>	3.369*** (4.66)	-0.021** (-2.37)	3.192*** (4.40)	0.196*** (2.64)	0.189** (2.56)
<i>CityGDP</i>	0.434 (0.79)	0.004 (0.75)	0.423 (0.76)	-0.019 (-0.36)	-0.018 (-0.34)
<i>GDP</i>	-1.700** (-2.09)	0.031*** (4.80)	-1.576* (-1.93)	0.123 (1.62)	0.132* (1.75)
常数项		0.171*** (6.90)		0.080 (0.44)	0.132 (0.73)

续表 9

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>IfDividend</i>	<i>STDROA</i>	<i>IfDividend</i>	<i>Dividend</i>	<i>Dividend</i>
个体固定效应	是	是	是	是	是
观测值	22402	22402	22402	22402	22402
调整 R ²	0.084	0.087	0.089	0.011	0.012

六、拓展检验:地方政府债务与公司现金持有

持有现金对企业的持续经营至关重要,其主要动因包括交易性动机、预防性动机、投资性动机。现有研究认为,预防性动机是企业现金持有的主要原因,企业通过持有现金来应对外部不确定性冲击,并且不确定性越大,预防性需要的现金也就越多(Bates等,2009)^[48]。地方政府债务增加了融资困难和融资成本,带来企业经营资金短缺的可能性增大。前述实证研究已经证实了公司通过低现金股利行为来增加现金储备,以应对地方政府债务带来的经营资金短缺的可能性。顺理推之,本文预期,地方政府债越高的地区,所在地公司为交易性动机或预防性动机保有的现金持有水平应该越高,以减弱地方政府债务对公司现金短缺的负面影响。

为此,本文参照已有研究(吴晓晖等,2023)^[49],设置现金持有变量*Cash1*和*Cash2*,*Cash1*定义为(货币资金+交易性金融资产)/总资产,*Cash2*定义为(货币资金+交易性金融资产)/(总资产-货币资金-交易性金融资产)。

表10是地方政府债务影响公司现金持有水平的回归结果。可以看出,无论是单变量还是多变量回归,无论被解释变量是*Cash1*还是*Cash2*,关键解释变量*CityDebt*均在1%统计水平上显著为正,这表明,地方政府债务高的地区,上市公司由于采取不分红或少分红的低现金股利策略,保留了更多的现金储备以应对不时之需,与前述的逻辑推理一致。

表10 地方政府债务与公司现金持有水平

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>
<i>CityDebt</i>	0.106*** (4.72)	0.161*** (6.51)	0.176*** (7.17)	0.186*** (3.95)	0.312*** (5.83)	0.343*** (6.45)
<i>TobinQ</i>		-0.002** (-2.00)	-0.002* (-1.86)		-0.004* (-1.76)	-0.003 (-1.50)
<i>OCF</i>		0.137*** (10.68)	0.142*** (10.94)		0.273*** (9.48)	0.287*** (9.77)
<i>ROA</i>		0.107*** (4.86)	0.103*** (4.69)		0.196*** (3.96)	0.184*** (3.69)
<i>Growth</i>		-0.001 (-0.81)	-0.002 (-1.33)		-0.006 (-1.60)	-0.009** (-2.22)
<i>Board</i>		0.003 (0.26)	0.003 (0.26)		0.007 (0.33)	0.007 (0.30)
<i>Indboard</i>		0.010 (0.36)	0.009 (0.34)		0.009 (0.15)	0.007 (0.13)
<i>Manageshare</i>		0.012 (0.73)	0.012 (0.74)		0.026 (0.76)	0.025 (0.73)
<i>EBD</i>		0.004 (1.55)	0.004 (1.42)		0.006 (1.08)	0.005 (0.96)

续表 10

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash1</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>	<i>Cash2</i>
<i>Size</i>		-0.008*** (-3.32)	-0.008*** (-3.34)		-0.018*** (-3.54)	-0.017*** (-3.32)
<i>Debt</i>		-0.108*** (-10.20)	-0.107*** (-10.16)		-0.199*** (-9.02)	-0.198*** (-9.04)
<i>PublicEX</i>			0.060 (1.51)			0.125 (1.46)
<i>FDI</i>			0.005 (1.03)			0.015 (1.39)
<i>Tax</i>			-0.050* (-1.86)			-0.073 (-1.31)
<i>CityGDP</i>			0.050*** (3.13)			0.088*** (2.58)
<i>GDP</i>			0.035* (1.66)			0.118** (2.50)
常数项	0.180*** (113.55)	0.349*** (6.19)	0.375*** (5.52)	0.259*** (77.87)	0.649*** (5.34)	0.651*** (4.46)
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	22402	22402	22402	22402	22402	22402
调整 R ²	0.003	0.043	0.045	0.002	0.033	0.036

七、研究结论与启示

现金股利策略作为企业的三大基本财务策略之一,直接与投资者利益相关,一直是学术界和实务界广泛关注的热点话题。然而,近年来规模庞大的地方政府债务挤占了企业融资空间,凸显的地方隐性债务风险加剧了企业经营环境的不确定性,致使企业经营现金短缺的可能性增大,直接影响到企业的现金股利行为。本文以2012—2022年A股上市公司为样本,实证检验了地方政府债务对企业现金股利行为的影响及其作用机制。研究发现,地方政府债务规模越大,当地上市公司现金股利分配的概率越低,现金股利支付越少,且股利发放倾向在非国有性质的公司中会更低。影响机制分析表明,地方政府债务加剧了企业的融资约束和盈利波动性,抑制了当地上市公司现金股利行为。同时,本文还发现,地方债务管理体制改革后,“城投债”对公司股利政策的负面影响有所减弱,这表明,政府对地方隐性债务的治理起到了一定效果。进一步研究发现,地方政府债务较高地区的上市公司通过低现金股利策略保留了更多的现金储备,以应对地方债务带来的经营资金短缺的可能性。综合这些证据,可以得出政府债务抑制了企业现金股利分配的研究结论。基于此,本文的研究启示如下:

其一,推动上市公司股利政策的灵活性与适应性,需兼顾内部治理与外部环境。近年来,监管部门实施了一系列政策措施,以引导企业增强分红意识,促进其持续稳定的现金分红,旨在提升投资者回报、树立长期价值投资理念,并推动市场的平稳健康发展。然而,尽管这些政策在强化上市公司现金股利分配的内部治理机制和外部监管约束方面发挥了重要作用,监管部门仍需认识到,企业的现金股利行为不仅受到自身经营状况和内部治理结构的影响,还深受外部宏观环境的制约,例如本文所发现的地方政府隐性债务。因此,现金股利分配应以公司自治为基础,将分红的决策权交予企业和市场,而非在制度设计上采取“一刀切”的做法,以避免与企业的发展阶段及未来

成长规划相脱节。

其二,构建全面的地方政府债务监管体系,现阶段需着力防控地方政府隐性债务风险,防止地方政府债务风险向企业传导。地方政府的债务融资涵盖了一般债务、专项债务以及以融资平台公司为主要载体的隐性债务——“城投债”。当前“城投债”的规模偏高,还本付息的压力大,且存在期限与现金流错配等突出问题,导致近年来“城投债”违约和展期事件频繁发生。面对地方债务的突出问题,2024年3月的政府工作报告明确提出“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制,完善全口径地方债务监测监管体系,分类推进地方融资平台转型”。研究表明,“城投债”抑制了公司现金股利的发放,因此,下一步应根据当地政府的资源禀赋,积极降低地方隐性债务的规模,逐步实施地方政府债务置换,并将“城投债”等隐性债务纳入预算管理,以化解地方隐性债务风险。这一系列措施不仅有助于维护金融系统的稳定,还可以有效切断地方隐性债务向企业传导的路径,化解企业面临资金短缺所带来的风险,从而减轻企业在现金股利发放时的顾虑,最终实现上市公司常态化分红机制的建立。

其三,对于投资者而言,地方政府的债务状况,尤其是地方隐性债务的规模和偿付压力,是其股票投资决策中不容忽视的因素。近年来,随着地方政府债务尤其是“城投债”的不断累积,高负债地区的财政压力会日益加重,对该地区的企业特别是上市公司而言,其财务策略,尤其是现金股利策略可能因此受到影响。上市公司为了应对地方政府债务压力带来的潜在资金短缺和流动性风险,可能会采取更为保守的现金股利策略。这意味着,投资者尤其是长期投资者在“城投债”较高地区做出投资决策时,需要谨慎评估企业的现金流和分红能力。

参考文献

- [1]胡刘芬,周泽将.经济政策不确定背景下企业现金股利政策研究[J].北京:经济管理,2023,(3):170-191.
- [2]张玮婷,王志强.地域因素如何影响公司股利政策:“替代模型”还是“结果模型”?[J].北京:经济研究,2015,(5):76-88.
- [3]江小涓,罗立彬.网络时代的服务全球化——新引擎、加速度和大国竞争力[J].北京:中国社会科学,2019,(2):68-91.
- [4]张勋,王旭,万广华,孙芳城.交通基础设施促进经济增长的一个综合框架[J].北京:经济研究,2018,(1):50-64.
- [5]李猛,沈坤荣.地方政府行为对中国经济波动的影响[J].北京:经济研究,2010,(12):35-47.
- [6]郭玉清,张妍,薛琪琪.地方政府债务风险的量化识别与防范策略[J].北京:中国人民大学学报,2022,(6):60-74.
- [7]高然,祝梓翔,陈忱.地方债与中国经济波动:金融加速器机制的分析[J].北京:经济研究,2022,(6):83-100.
- [8] Bai, C. E., C. T. Hsieh, and Z. Song. The Long Shadow of China's Fiscal Expansion [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2016, Fall: 129-165.
- [9]吴辉凡,孙成己,项后军.地方债对区域经济高质量发展的影响研究[J].广州:学术研究,2023,(3):101-108.
- [10]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].北京:经济研究,2020,(3):50-64.
- [11]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].北京:经济学(季刊),2021,(5):1545-1570.
- [12] Kumar, A., and C. Vergara-Alert. The Effect of Financial Flexibility on Payout Policy [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2020, 55, (1): 263-289.
- [13]徐军伟,毛捷,管星华.地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角[J].北京:管理世界,2020,(9):37-59.
- [14]毛捷,郭玉清,曹婧,徐军伟.融资平台债务与环境污染治理[J].北京:管理世界,2022,(10):96-118.
- [15]郁芸君,张一林,陈卓,蒲明.缓兵之计? 地方债务展期与隐性违约风险——来自地方融资平台“借新还旧”的经验证据[J].北京:经济学(季刊),2022,(3):955-976.
- [16]陈松,曹瑜强,王红军.市场化改革、政府融资的挤出效应与资源错配——基于各省份城投债发行的经验证据[J].天津:南开经济研究,2022,(3):81-97.
- [17]胡国柳,曾慧宇.税费政策与企业现金股利:影响机制与配置效率[J].北京:财贸经济,2023,(7):57-74.
- [18] Ellahie, A., and Z. Kaplan. Show Me the Money! Dividend Policy in Countries with Weak Institutions [J]. *Journal of Accounting Research*, 2021, 59, (2): 613-655.

- [19] Demirci, I., J. Huang, and C. Sialm. Government Debt and Corporate Leverage: International Evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 133, (2): 337-356.
- [20] Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza. Local Crowding-out in China[J]. *The Journal of Finance*, 2020, 75, (6): 2855-2898.
- [21] 刘欢, 周会洋, 侯黎然. 地方政府债务与企业创新[J]. 北京: 会计研究, 2020, (9): 163-177.
- [22] 余明桂, 王空. 地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇佣[J]. 北京: 经济研究, 2022, (2): 58-72.
- [23] 钱一蕾, 陈姗姗, 钟宁桦, 解味. 地方政府债券对城投债券发行规模与定价的影响[J]. 北京: 财贸经济, 2023, (7): 22-38.
- [24] 林毅夫, 文永恒, 顾艳伟. 地方政府债务与经济增长: 基于地方投资平台债务的分析[R]. 工作论文, 2021.
- [25] 李凤羽, 杨墨竹. 经济政策不确定性会抑制企业投资吗? ——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J]. 北京: 金融研究, 2015, (4): 115-129.
- [26] 熊虎, 沈坤荣. 地方政府债务对创新的挤出效应研究[J]. 北京: 经济科学, 2019, (4): 5-17.
- [27] Croce, M. M., T. T. Nguyen, S. Raymond, and L. Schmid. Government Debt and the Returns to Innovation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 132, (3): 205-225.
- [28] Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michaely. Payout Policy in the 21st Century[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77, (3): 483-527.
- [29] Chay, J. B., and J. Suh. Payout Policy and Cash-Flow Uncertainty[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93, (1): 88-107.
- [30] 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]. 北京: 经济研究, 2016, (3): 81-95.
- [31] 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.
- [32] 吴文锋, 胡悦. 财政金融协同视角下的地方政府债务治理——来自金融市场的证据[J]. 北京: 中国社会科学, 2022, (8): 143-162.
- [33] 郭思永. 地方政府融资与上市公司股权质押——来自融资平台“城投债”的证据[J]. 上海财经大学学报, 2023, (2): 18-32.
- [34] Liang, Y., K. Shi, L. Wang, and J. Xu. Local Government Debt and Firm Leverage: Evidence from China[J]. *Asian Economic Policy Review*, 2017, 12, (2): 210-232.
- [35] Davis, J. C., and J. V. Henderson. The Agglomeration of Headquarters[J]. *Regional Science and Urban Economics*, 2008, 38, (5): 445-460.
- [36] Pirinsky, C., and Q. Wang. Does Corporate Headquarters Location Matter for Stock Returns? [J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61, (4): 1991-2015.
- [37] Jordan, B. D., M. H. Liu, and Q. Wu. Organizational Form and Corporate Payout Policy [J]. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 2018, 53, (2): 789-813.
- [38] 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]. 北京: 世界经济, 2020, (7): 49-72.
- [39] 王群群, 梁若冰. 地方债管理体制与基建民企债务违约[J]. 北京: 数量经济技术经济研究, 2023, (3): 91-110.
- [40] 李小林, 董礼媛, 司登奎. 地方政府债务治理与实体企业系统性风险[J]. 上海: 财经研究, 2023, (8): 49-63.
- [41] 祝继高, 陆正飞. 产权性质、股权再融资与资源配置效率[J]. 北京: 金融研究, 2011, (1): 131-148.
- [42] 方军雄. 所有制、制度环境与信贷资金配置[J]. 北京: 经济研究, 2007, (12): 82-92.
- [43] 沈红波, 廖冠民, 曹军. 金融发展、产权性质与上市公司担保融资[J]. 北京: 中国工业经济, 2011, (6): 120-129.
- [44] 汪金祥, 吴世农, 吴育辉. 地方政府债务对企业负债的影响——基于地市级的经验分析[J]. 上海: 财经研究, 2020, (1): 111-125.
- [45] 田国强, 赵旭霞. 金融体系效率与地方政府债务的联动影响——民企融资难融资贵的一个双重分析视角[J]. 北京: 经济研究, 2019, (8): 4-20.
- [46] Hadlock, C. J., and J. R. Pierce. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the Kz Index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23, (5): 1909-1940.
- [47] Baron, R. M., and D. A. Kenny. The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations[J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1986, 51, (6): 1173-1182.
- [48] Bates, T. W., K. M. Kahle, and R. M. Stulz. Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To? [J]. *Journal of Finance*, 2009, 64, (5): 1985-2021.
- [49] 吴晓晖, 秦利宾, 薄文. 企业数字化转型与现金持有——基于经营不确定性视角[J]. 北京: 经济管理, 2023, (2): 151-169.

Local Government Debt and Cash Dividend Behavior of Listed Companies: Based on Evidence of Municipal Investment Bonds

GUO Si-yong

(School of Accounting, Shanghai Lixin University of Accounting and Finance, Shanghai, 201620, China)

Abstract: Cash dividend, as one of the fundamental aspects of corporate financial management, serves as an important means for investors to obtain returns. It is also a key channel for fostering long-term investment perspectives in the capital market, enhancing market vitality, and increasing its attractiveness. However, the rapid expansion of local government debt directly impacts corporate cash dividend policies. This occurs for two main reasons: first, the large-scale local government debt amplifies macroeconomic fluctuations, casting a long-term shadow over economic growth prospects and creating greater uncertainty in the business environment; second, local government debt crowds out corporate financing, resulting in a decline in companies' financing capacity. These factors significantly increase the volatility of corporate earnings and the risk of operational capital shortages.

Using A-share listed companies from 2012 to 2022 as a sample, this study examines whether listed companies adjust their cash dividend strategies in response to local government debt. The empirical analysis reveals that local government debt (specifically municipal investment bonds) significantly reduces both the propensity and intensity of cash dividend payouts by companies in the region, with this effect being more pronounced in non-state-owned enterprises. Additionally, the study finds that following the reform of the local debt management system, the negative impact of municipal investment bonds on corporate dividend policies has weakened, indicating that the government's governance of local implicit debt has had some positive effects.

Mechanism analysis indicates that local government debt suppresses corporate cash dividend payouts by exacerbating financing constraints and earnings volatility. To enhance the robustness of the results, this study uses per capita healthcare expenditure in public fiscal spending as an instrumental variable for local government debt in a robustness check. Additionally, a Difference-in-Differences (DID) model is constructed using the 2015 local debt management reform as an exogenous shock event to address potential endogeneity concerns.

As companies adopt low cash dividend policies to mitigate the potential shortage of operating capital caused by local government debt, regions with more severe local government debt tend to have companies that retain larger cash reserves. Therefore, this study further examines the relationship between the severity of local government debt and the cash reserves of local listed companies and confirms this hypothesis.

The research findings indicate that government debt suppresses corporate cash dividend payouts. The main contributions of this study are as follows: First, it expands the research on the factors influencing corporate cash dividends from the perspective of government debt. While the impact of the macroeconomic environment on corporate dividend policies has garnered increasing attention in recent years, such as the effects of tax policy adjustments and economic policy uncertainty, few studies have investigated whether and how government debt affects corporate cash dividends. This study fills this gap in the literature. Second, this paper extends the research on the microeconomic consequences of local government debt by focusing on its impact on cash dividend policies.

The research implications of this study are as follows: First, corporate cash dividend behavior is not only influenced by internal factors such as operational conditions and governance structure but is also significantly constrained by the external macroeconomic environment, such as local implicit government debt. Therefore, cash dividend distribution should be based on corporate autonomy, rather than adopting a one-size-fits-all approach in institutional design, which may be misaligned with the company's development stage and future growth plans. Second, a comprehensive regulatory system for local government debt should be established. At this stage, efforts should focus on controlling the risks associated with local government implicit debt, to prevent the transmission of these risks to enterprises. Third, for investors, particularly long-term investors, when making investment decisions in regions with high levels of local government debt, it is crucial to carefully assess the company's cash flow and dividend-paying capacity.

Key Words: local government debt; cash dividend; municipal investment bond; financing constraint

JEL Classification: G35, H74

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2024.10.007

(责任编辑: 闫梅)