

地方信用建设与中小企业风险承担^{*}

——来自信用政策文本的证据

赵 薇 李志勇 石宝峰

[摘 要]地方信用体系建设与激发中小企业发展活力休戚相关。本文基于2015~2022年地方政府发布的3150份信用建设政策文件,利用文本分析方法对地方信用建设举措进行量化,探讨地方信用建设对中小企业风险承担的影响及作用机制。研究发现,地方信用建设举措显著提高了中小企业风险承担水平,并正向促进其盈利能力。机制分析表明,地方信用建设举措通过调整企业股权与债务双重结构,在资本结构层面发挥作用。上述影响在企业融资约束、所属分层、国家级高新区归属、社会信用示范城市建设及信用政策可读性方面存在差异。进一步分析发现,在高失信环境下,地方信用建设举措对中小企业风险承担的提升作用更为显著。本研究拓展了信用建设经济效应相关研究,也为地方政府通过信用体系建设优化营商环境,促进中小企业可持续发展提供了政策启示。

关键词:地方信用建设 中小企业 企业风险承担 信用政策文本分析

JEL 分类号:D21 G32 G38

一、引 言

社会信用是市场经济的基石。2024年,党的二十届三中全会审议通过《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》,明确提出“健全社会信用体系和监管制度”,将社会信用列为社会主义市场经济基础制度之一。事实上早在2014年,国务院印发《社会信用体系建设规划纲要(2014—2020)》,明确了社会信用体系在社会主义市场经济体制及社会治理体制中的地位。尽管信用建设工作在政策层面受到高度重视,但由于其“多面一体”的复杂性,即信用建设工作至少涵盖信用信息采集与存储、信用信息共享与信用评价、信息修复与联合奖惩等多个环节,构成了基于信用法制化建设的“采信—评信—用信”全面综合复杂管理体系,因此信用体系建设依然面临严峻挑战。为此,各级政府都在积极探索信用体系建设措施。譬如,在“信用制度建设”层面,党的十六大报告首次提出要健全现代市场经济的社会信用体系。为健全社会信用体系,2025年3月中共中央办公厅和国务院办公厅印发《关于健全社会信用体系的意见》,部署了23项具体政策举措。又如,在“采信—评信—用信”环节,政府在推进信用信息基础设施建设与共享应用、强化“事前—事中—事后”信用监管机制、加强重点领域信用建设等方面密集出台了多项政策,包括《加强信用信息共享应用促进中小微企业融资实施方案》《关于推进社会信用体系建设高质量发展促进形成新发展

* 赵薇,西北农林科技大学经济管理学院,博士研究生;李志勇,西南财经大学金融学院,教授,博士生导师,金融学博士;石宝峰(通信作者),西北农林科技大学经济管理学院,教授,博士生导师,工学博士。本文得到国家社科基金重大项目《社会治理现代化中的社会信用体系创新路径研究》(项目批准号:23&ZD175)的资助。作者感谢匿名审稿专家和编辑部的宝贵修改意见,文责自负。

格局的意见》《关于加强信用信息共享应用推进融资信用服务平台网络建设的通知》《统筹融资信用服务平台建设提升中小微企业融资便利水平实施方案》《关于进一步完善失信约束制度构建诚信建设长效机制的指导意见》等。在此背景下,地方政府纷纷在顶层政策指导下出台举措,力求为区域经济社会发展提供坚实的基础性支撑。

中小企业是中国实体经济中数量最大、最具活力的微观主体。截至2024年6月,中小微企业数量已突破5300万户,贡献超过60%的GDP^①。《论语·为政》提及“人而无信,不知其可也”,强调了信用对个体行为准则的重要性。相应地,良好的信用关系同样是激发个体经济活力的重要基础。那么,地方政府信用建设举措能否以及如何激发中小企业主体参与市场经济的活力?中小企业风险承担水平能够体现企业在投资、创新和其他决策中的风险选择与风险偏好,适当的冒险行为对提高企业自身经济效益与激发市场经济活力具有积极作用(John et al., 2008)。地方信用建设通过完善社会成员的信用记录与健全信用基础设施网络等举措,缓解信息不对称问题(Tao et al., 2024),在股权融资层面提升企业对投资者的吸引力,在债务融资层面增强金融机构的资金支持力度,推动中小企业在股权与债务双重结构上进行调整,从而对其风险承担水平产生影响。

与本文紧密相关的文献主要有两类,一类围绕“社会信用及其经济效应”展开,另一类则聚焦企业风险承担影响因素分析。就第一类文献而言,首先,聚焦社会信用效应分析的研究主要集中在经济效应、社会效应(曹雨阳等,2022)及避险效应(Dong et al., 2018; 黄卓等,2023)三方面。其中,社会信用经济效应分析涉及宏观经济与微观主体两方面。例如,陈雨露和马勇(2008)依托银行业绩效,量化研究了社会信用文化这一非经济因素对金融业绩效的影响作用。此外,一些学者着眼于上市公司这一微观经济体,从企业并购绩效(王艳和李善民,2017)、劳动投资效率(申丹琳和江轩宇,2022)、贷款情况(戴亦一等,2019)等不同绩效管理角度验证了社会信用的经济效应。其次,针对信用测度,现有方法主要分三类:一是基于信用在现实层面体现出的失信、自愿无偿献血等特征,建立衡量社会信用水平的指标以进行量化研究(邱保印和程博,2021; 余泳泽等,2023);二是依靠社会信任程度调查(张维迎和柯荣住,2002; 杨国超和盘宇章,2019)、中国综合社会调查(王艳和李善民,2017)、世界价值观调查(Kanagaretnam et al., 2018)、中国城市商业信用环境指数(尹美群和李若晴,2023)等获得测度指标;三是伴随制度经济学的兴起,众多学者开始关注政府社会信用体系建设的政策评估,将社会信用体系改革试点作为准自然实验的研究基础评价信用建设溢出效应(曹雨阳等,2022; Yin et al., 2022)。前两种社会信用测度方法容易产生测量误差、双向因果及样本选择偏差问题(Tao et al., 2024),而后一种利用双重差分方法评估社会信用经济效应的研究又忽视了非示范城市的信用建设举措。

与此同时,由于企业风险承担描述了企业在面对不确定因素时,为实现高回报而愿意承担的风险水平,它是企业长期可持续发展的关键影响因素之一(Song et al., 2021),众多学者对企业风险承担决定因素进行分析,这类研究主要从公司治理与外部环境两个维度展开。在公司治理层面,涵盖了企业高管特征(Ferris et al., 2017; Tan et al., 2022)、股权结构(Wright et al., 2007)、股东身份(Boubakri et al., 2013; 韩贺洋等,2024)等因素。在外部环境层面,现有研究着重探讨政策制度因素(Koirala et al., 2020; 台文志等,2024)、ESG绩效(He et al., 2023)、金融全球化(Bruno and Shin, 2014)、税收(Ljungqvist et al., 2017)等对企业风险承担的影响。既有文献对企业风险承担的影响机制已有较为充分的探讨,但对地方信用建设这一区域性要素关注不足。信用体系建设是优化企业营商环境的重要基础性制度,对企业风险决策有深刻的影响。鉴于中小企业这一国民经济重要支柱具备高风险敏感特性,探究信用建设对中小企业风险承担的影响效果显得尤为重要。

^① 孙永剑:《我国中小微企业数量超过5300万家》,中华工商时报,2024年7月3日第4版。

区别于既有文献,本文侧重研究区域性信用建设举措供给与中小企业风险承担的微观理论关系,从中小企业视角出发为政府完善社会信用体系建设提供创新视角。潜在创新包括:(1)指标测度。在地方信用建设举措指标测度上,通过量化信用建设政策文本中的关键词,评估地方政府对信用建设的重视程度与政策导向,通过捕捉政策文本信息区分外生因素对企业行为的单向影响,减少双向因果引起的内生性问题。(2)在研究视角上,从中小企业风险承担这一特定视角出发,深入分析当前地方信用建设对区域内中小企业这一特殊群体可能产生的经济效应与具体机制。(3)在研究设计上,从企业内部特征与外生政策异质性两个维度出发,在融资约束、所属分层、国家级高新区归属、示范城市建设及政策可读性等多重视角下,检验地方信用建设对中小企业风险承担的异质性作用。

二、制度背景与理论分析

本部分首先从制度背景层面阐述信用建设政策推动的整体框架及其对中小企业支持的政策导向,随后通过构建理论分析框架,揭示地方信用建设影响中小企业风险承担的内在机制,为后续实证检验提供理论支撑。

(一)制度背景

信用建设是指构建和完善社会信用体系的过程,旨在通过法律规范、政策引导、技术创新等多维度手段,提高社会成员诚信意识与社会整体信用水平。自2014年6月《社会信用体系建设规划纲要(2014-2020)》发布以来,社会信用体系建设进入全面推行阶段。为响应中央政策,各地政府积极开展了多样化的探索与实践,力求通过创新举措促进社会诚信水平的提升,构建更加公平、透明的社会环境。具体体现在以下方面:(1)在信用制度建设方面,积极推进信用法制化建设、完善统一社会信用代码机制等多项政策工作落实。2017年,全国首部社会信用体系综合性法规《上海社会信用条例》出台。目前,四川、上海、河北、浙江等27省共出台29部社会信用相关地方性法规,地方立法探索为全国社会信用立法提供了重要支撑。此外,2015年6月,国务院发布《法人和其他组织统一社会信用代码制度建设总体方案》,启动“一照一码走天下”转型进程。目前,统一社会信用代码数据库已收录1.88亿法人和其他组织信息,形成涵盖机构类别、专题库及数据处理模型的完整体系^①。这项工作推进不仅促进了行政效率提升与社会成本下降,更为信用信息的整合与应用奠定了坚实基础。(2)针对信用信息基础设施建设与强化信用信息共享应用,地方政府不断推进多项政策落实。2017年,国家发展改革委发布《关于加强全国信用信息共享平台一体化建设和信用门户网站一体化建设的指导意见》,此后各地政府积极配合落实全国一体化建设工作。近年来,全国信用信息共享平台已纵向贯通31个省区市和新疆兵团,归集信用信息超过807亿条^②。目前,我国已基本形成以全国信用信息共享平台、全国融资信用服务平台、“信用中国”网站和多行业信用监管平台为体系的基础设施格局。此外,全国31省区市均已入驻全国“信易贷”平台,落实信用信息共享应用。(3)在构建与完善“事前-事中-事后”信用监管机制方面,地方政府积极开展多项探索以构建新型信用分级分类监管机制。以河北省为例,省人民政府结合本省实际印发《关于推进企业信用分级分类监管工作的实施意见》,明确提出分级开展信用评价与评价结果协同共享。截至2022年2月,全国已有136家企业征信机构完成备案^③;截至2025年8月,获备案的评级机构达

① 林丽鹂:《我国法人和其他组织数量达到1.88亿》,人民日报,2024年4月23日第2版。

② 刘志强:《归集经营主体信用信息超807亿条》,人民日报,2025年4月3日第2版。

③ 中国人民银行征信管理局:《全国企业征信机构备案数量》,2022年3月16日,<http://www.pbc.gov.cn/zhengxinguanliju/128332/128352/2875623/index.html>。

46家^①。此外,为深入贯彻落实《国务院关于建立完善守信联合激励和失信联合惩戒制度加快推进社会诚信建设的指导意见》,江苏、浙江、北京等多地多部门高位推进信用奖惩顶层制度建设。截至2023年4月,全国范围内已有逾1144万人因信用惩戒而主动履行义务^②。(4)针对重点领域信用建设,浙江、河南、福建等地积极围绕政务诚信、知识产权、环境保护等重点领域推进信用服务与信用建设工作。

中小企业是国家经济发展的坚实支柱,在稳增长、扩就业、保民生等方面展现强大活力与潜力。为助力中小企业纾困发展,国务院先后印发《加强信用信息共享应用促进中小微企业融资实施方案》《统筹融资信用服务平台建设提升中小微企业融资便利水平实施方案》等多项针对中小微企业的信用服务政策。地方层面也针对信用信息开发利用助力中小微企业持续发展进行了诸多有益探索。上海市聚焦平台建设、信息供给、数据开发利用等工作提升中小微企业融资便利水平;河南省着力构建全省一体化信用服务网络,推进省中小企业融资综合信用服务平台与国家平台的上下联通,与省级行业融资服务平台的横向贯通;浙江省、江苏省、安徽省等地结合实际出台配套落实文件,推动信用信息解决中小微企业融资难题。以湖北省为例,截至2025年9月,中小企业融资信用平台已入库企业逾168万家,上线金融产品2876项,累计放款超过11114亿元^③。基于此,本文从实证角度研究地方信用建设在激发中小企业经济活力层面的经济效果,后文将从理论和实证两方面探讨地方信用建设对中小企业风险承担的影响。

(二)理论分析

传统金融学理论表明,企业风险和回报随着时间的推移呈正相关(Sharpe,1964)。企业风险承担反映其在追求高回报与控制低风险之间的选择偏好,其水平往往依赖于企业融资结构,灵活的股权与债务融资能够为企业风险承担提供必要资本基础。作为我国多层次资本市场体系中的关键一环,全国中小企业股份转让系统(简称“新三板”)为中小企业提供了债权与股权融资两种融资路径(刘渝琳和贾继能,2018)。地方政府通过信用制度安排、信用信息基础设施建设与数据打通、整合等举措,在降低市场参与者的信息获取成本与缓解信息不对称等方面发挥作用(潘妍和余泳泽,2023),由此推动企业股权与债务结构调整,从而影响中小企业风险承担。

股权结构调整方面,地方政府出台的“信用制度”“信用信息基础设施建设与共享应用”“‘事前-事中-事后’信用监管”等信用建设举措能够优化企业股权融资结构与股权分布结构,从而提升中小企业风险承担。首先,股权融资结构层面,各地政府加强资本市场的诚信建设,通过缓解信息不对称促进企业股权融资占比提升。根据信息不对称理论,借贷双方的信息差异可能会导致信贷市场失灵。地方政府通过金融征信、公共征信和社会征信平台归集多源数据,为市场主体参与各项金融交易搭建坚实数据基础,降低投资者信息获取成本,提升其对中小企业的信任度和估值(赵琦和钟夏洋,2024)。结合权衡理论的观点,缓解信息不对称能够降低企业股权融资成本并增加其对股权融资的偏好(Albring et al.,2016),由此促使中小企业扩大股权融资占比。相较于债务融资存在刚性偿还约束,股权融资表现出更强的风险包容性(千慧雄和安同良,2020),能够为中小企业风险承担提供长期资金支持与更大灵活性。

此外,在股权分布结构层面,信用建设通过强化事前信用承诺、事中信用监管、事后失信惩戒的全链条监管体系,推动股权分布向分散化调整。根据委托代理理论,股权集中易使大股东与管理层形成控制权优势,大股东可能为规避财富波动限制高风险项目,管理层则因个人声誉等选择

^① 中国人民银行征信管理局:《备案法人信用评级机构》,2025年8月28日,<http://www.pbc.gov.cn/zhengxinguanliju/128332/128352/5574199/index.html>。

^② 连维良:《我国健全失信惩戒制度的成效与提升完善路径探讨》,源点信用,2024年11月14日。

^③ 湖南省中小企业融资信用平台,2025年9月22日,<https://dfjrgj.hubei.gov.cn/szxqyxyx/enterprise/index.html>。

保守策略(Faccio et al., 2011),进而抑制企业长期增长潜力。信用建设一方面通过提升市场信息透明度降低企业代理成本(黄卓等,2023),抑制大股东利用股权集中优势实施“隧道行为”,另一方面通过强化监管与声誉约束,倒逼管理层减少自利性风险规避,抑制其保守投资倾向。该约束机制能够压缩管理层通过集中持股谋取控制权私利的空间,提升中小投资者持股意愿,推动股权分布分散化。股权分散化通过多元股东监督制衡,可削弱控股股东因财富集中产生的风险规避行为,促使企业关注长期价值并参与高回报项目投资(潘红波等,2022)。

债务结构调整方面,聚焦于其内部结构,地方信用建设通过缓解信息不对称和强化契约执行,影响企业在有息与无息、流动与非流动维度上的债务结构选择。不同类型债务对企业风险承担具有差异性影响。首先,依据融资成本划分,有息负债是企业通过金融市场获取的银行贷款和债券融资等,相较于应付账款等无息负债能够提供更稳定的资金支持,有助于企业把握高风险高收益的投资机会。其次,从无息负债期限结构看,无息流动性负债依赖短期商业信用,有助于缓解现金流压力并提高营运资金的灵活性(Amberg et al., 2021);相比之下,无息非流动性负债往往伴随长期使用限制与契约约束,抑制企业风险投资能力。基于此,在有息负债结构调整层面,信息不对称理论认为银企之间的认知差异是制约企业获得有息融资的关键障碍。李建军和范志昊(2024)研究表明,金融法治改善能够通过缓解信息不对称提升有息负债率,推动企业负债结构优化。地方信用建设通过强化征信体系和信息共享,提升金融机构的风险识别与定价能力,推动企业在债务结构中提高有息融资的比重。例如,江西省由政府引导搭建了江西省普惠金融综合服务平台,该平台基于区块链技术推动企业收支流水大数据的信息共享,并通过生成专项流水报告为金融机构提供更精准的客户画像支持,切实增强与提升了银企对接效率。在无息负债期限结构调整层面,信用建设通过信用制度建设、完善失信惩戒机制等举措,提升市场契约执行的稳定性,使企业更易获取与经营周期相匹配的无息流动负债。由此,中小企业债务结构得以向有息负债倾斜从而保证资金来源稳定性,无息负债向无息流动负债倾斜从而提高资金使用灵活性,共同激励其更积极地涉足高风险项目。

债务结构调整方面,聚焦于总体上债务与股权结构的相对调整,地方信用建设有利于引导企业资本结构向股权资本倾斜,降低对债务资本的依赖。相较于股权融资,债务融资往往导致资金运作效率下降与成本增加(王国刚和罗煜,2022)。我国实体经济股权与债务融资配比存在显著的失衡现象(于欣晔和冯永琦,2023)。党的二十大报告强调要健全资本市场功能,提高直接融资比重。在此情形下,地方政府采取的信用建设措施能够降低投资过程中的不确定性和风险,从而为企业创造更多投资机会(张牧扬等,2022)。当企业面临富有前景的发展空间时,企业更倾向于“增权”去杠杆(周茜等,2020),优化企业的资本结构,增强其财务稳健性。财务杠杆比率的下降有助于增强企业抗风险能力,为中小企业承担风险项目提供更大灵活性。综合以上分析,本文提出以下假说。

假说:地方出台信用建设举措有助于提高中小企业风险承担水平。

三、研究设计

在前文理论分析基础上,为系统检验地方信用建设对中小企业风险承担的影响作用,本部分从实证研究设计的角度出发,对样本选取、数据来源、模型构建与变量定义进行说明。

(一)样本选择和数据来源

本文选取2015~2022年新三板挂牌企业为研究样本,原因如下:一是新三板主要服务于创新、创业和成长型中小企业,能为中小企业研究提供重要平台;二是《社会信用体系建设规划纲要(2014~2020年)》于2014年6月印发,本文以2015年作为研究区间起点,探究地方响应中央规划部

署做出的系列举措对中小企业群体产生的溢出效应。样本处理如下:剔除成立时间晚于2015年的企业;剔除样本期间注销的企业;剔除主要变量存在数据缺失的企业,最终获得30591条有效观测值。本文所需中小企业信息及财务数据,来源于东方财富Choice数据;地区层面宏观数据,来源于CSMAR数据库和《中国城市统计年鉴》;政策文本数据,来源于北大法宝数据库、中国知网及政府机构官方网站。

(二)模型设定

在制度背景与理论分析基础上,采用双向固定效应方法构建如下计量模型如式(1)所示,检验地方信用建设对中小企业风险承担的影响:

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Credit_{it} + \beta_2 Controls_X_{it} + \beta_3 Controls_Z_{it} + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, i 代表中小企业, t 代表年份。 $Risk_{it}$ 表示中小企业 i 在 t 年的企业风险承担; $Credit_{it}$ 表示中小企业 i 所在省域在 t 年的信用建设举措; $Controls_X_{it}$ 为企业层面控制变量, $Controls_Z_{it}$ 为地区层面控制变量; μ_i 为个体固定效应, 用以控制不随时间变化的企业异质性影响; μ_t 为时间固定效应, 用以控制不随企业变化但随时间变化的外部影响; ε_{it} 为随机误差项。本文重点关注核心解释变量的估计系数 β_1, β_2 及 β_3 为控制变量的估计系数矩阵。

(三)变量说明

1. 中小企业风险承担水平

企业风险承担是指企业为追求潜在超额收益而选择较高风险项目或战略的行为。既有研究广泛采用资产收益率或股票回报率的波动性量化企业风险承担行为(张敏等,2015; Faccio et al., 2016; 杨瑞龙等,2017; 吴育辉和莫一帆2024; 韩贺洋等,2024)。本文以中小企业资产收益率的波动性衡量其风险承担水平,主要原因在于该指标能够反映企业未来现金流人的稳定性变化,这种变化与企业承担高风险项目息息相关。考虑到宏观经济环境的波动对企业收益稳定性可能带来的影响,本文在实证模型中引入地区层面的宏观控制变量,以减轻外部环境带来的干扰。中小企业资产收益率的波动性测算方法如下:首先,参考余明桂等(2013)、韩贺洋等(2024),为了缓解行业因素对企业收益波动的影响,本文以中国证监会行业分类标准为指引将中小企业划分为18个行业,计算由行业年度均值调整的资产收益率,如式(2)所示;随后,以三年为窗口对企业计算向前滚动($t, t+1, t+2$)的资产收益率标准差,如式(3)所示,向前滚动窗口能够将波动性指标与未来期间的经营表现相联系(蒋海等,2025)。

$$ROA_{it}^{adj} = ROA_{it} - \overline{ROA}_{jt} \quad (2)$$

$$Risk_{it} = \sqrt{\frac{1}{2} \sum_{k=t}^{t+2} \left(ROA_{ik}^{adj} - \frac{1}{3} \sum_{k=t}^{t+2} ROA_{ik}^{adj} \right)^2} \quad (3)$$

其中, ROA_{it} 为企业 i 在 t 年的资产收益率, \overline{ROA}_{jt} 为企业 i 所属 j 行业在 t 年的平均资产收益率, ROA_{it}^{adj} 为企业 i 由行业年度均值调整后的资产收益率, 式(3)中对样本方差采用无偏估计。

2. 地方信用建设举措

基于前文分析,既有研究的信用测度方法可大体划分为三类,这为探究社会信用建设效果积累了丰富的研究基础。但是这其中仍然缺少区域性地方信用建设举措的指标构建,因而鲜有研究聚焦于省域层面的信用建设举措效果开展研究。地方信用建设举措能够在地方政府文件中得到显著体现,其中涉及的相关信息不仅能够揭示地方政府在信用体系建设方面的实践深度和广度,更能映射出长远治理愿景和战略规划。鉴于现有文献已构建了通过政策文本量化来评估政府数据治理水平、产业政策效果等的研究路径(韩永辉等,2017; 周念利等,2024),本文通过对政策文本的量化分析衡量地方信用建设,具体步骤如下。

(1)构建关键词词库。以中央法律、行政法规、司法解释及部门规章等中央法规中关于“信用”的政策文本为语义基础,在北大法宝数据库、中国知网及政府官网等平台检索、筛选下载2015~2022年政策文件801篇。基于此,利用Python对政策文本进行分词处理,在加载停用词的基础上提取信用建设相关中央政策法规中出现的高频特征词,结合以梳理经典文献及社会实践中涉及的重要关键词为补充,最终得到40个信用建设关键词。

(2)构建关键词图谱。依据国家发展改革委最新发布的《2024-2025年社会信用体系建设行动计划》通知精神,结合基于顶层制度设计的“采信-评信-用信”信用体系建设思路,将地方信用建设举措划分为“信用制度建设”“信用信息基础设施建设与共享应用”“‘事前-事中-事后’信用监管”“重点领域信用建设”四个方面的行动安排,并将关键词作对应分类(如图1所示)。

(3)政策文本关键词词频统计。在北大法宝数据库、中国知网、政府官网等平台检索、筛选下载2015~2022年地方性政府文件3150篇,政策样本包括中国大陆31省及其下辖地级市,其中省级政府发文1157篇,地市级政府发文1993篇,共涵盖地方性法规、地方规范性文件、地方政府规章及地方司法文件等四种效力位阶的政策文本。鉴于我国信用建设政策主要由省级政府统筹推进,地市级政府在此框架下协同执行,本文聚焦省级层面量化信用建设举措,同时将地市级政策纳入对应省域信用建设举措的计算。进一步地,利用文本分析方法提取单个政策文本中信用建设关键词词数及词汇总数,按照年份、省份加总得到各年各省发布的政策文件关键词总数及词汇总数,利用各省各年关键词总数除以词汇总数,得到核心解释变量Credit,即信用建设相关政策文本的关键词词频。Credit值越高,表明地方政府在信用建设方面采取更为积极、完善的举措,意味着该省具备更强的信用建设政策力度及更完善的信用建设政策环境。数据显示,继2014年国务院颁布《社会信用体系建设规划纲要(2014-2020年)》之后各省纷纷响应,2015年信用建设举措迎来小高峰,随后各地政府信用建设政策力度呈现波动上升趋势。此外,近五年来地方政府对“事前-事中-事后”信用监管机制的建立与完善重视程度更高,相关举措逐渐呈现稳步提升趋势(如图2所示)。

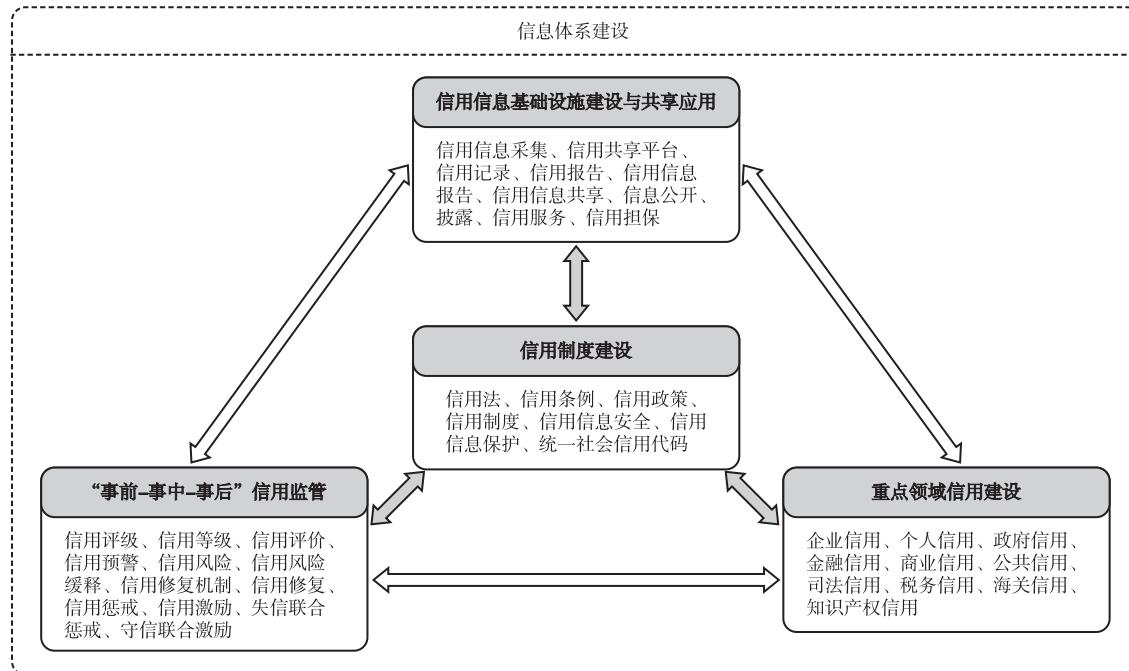


图1 地方信用建设举措关键词图谱

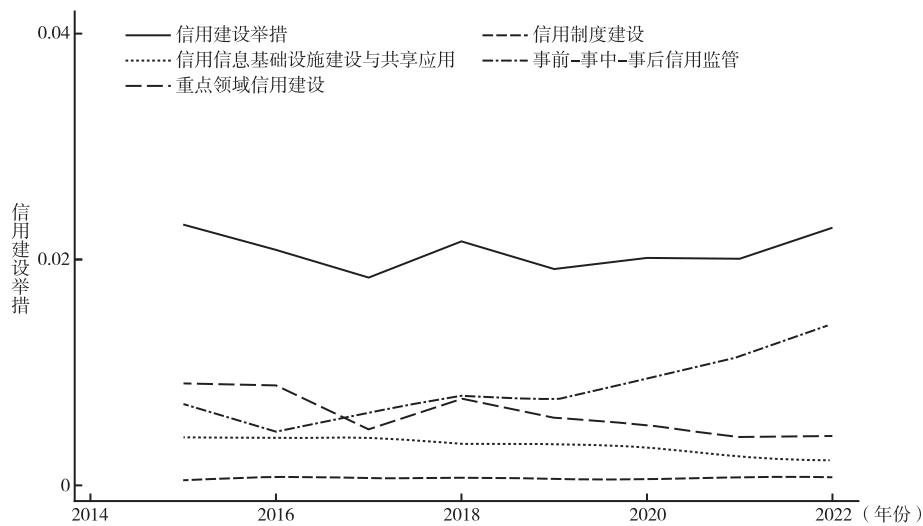


图2 2015~2022年信用建设举措走势

3. 控制变量

本文纳入企业层面与地区层面两类控制变量,以减少遗漏变量导致的内生性误差。企业层面控制变量:(1)企业规模,以企业总资产表示;(2)企业年龄,以截至对应年末企业存续年限表示;(3)非流动资产占比,以非流动资产与总资产的比值表示;(4)资产负债率,以企业总负债与总资产的比值表示;(5)市场规模,以企业营业总收入与营业总成本表示。地区层面控制变量:(1)经济发展水平,以地区生产总值及第一产业占GDP比重表示;(2)金融发展水平,以金融机构贷款余额占地区生产总值的比重表示(沈红波等,2010;李广子等,2016)。此外,为了减少数据偏态分布及变量间存在的非线性关系对结果准确性造成的影响,对企业规模、市场规模、经济发展水平等变量作对数化处理。主要变量的描述性统计结果如表1所示。

表1 变量描述性统计

变量	变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Credit</i>	地方信用建设举措	40017	0.0211	0.0066	0.0031	0.0799
<i>Risk</i>	中小企业风险承担水平	35497	0.0872	0.6687	0.0000	63.0425
<i>Size</i>	企业规模	40568	9.2767	1.3028	1.4871	16.1096
<i>Age</i>	企业年龄	40568	13.5840	5.7061	1	57
<i>NCAR</i>	非流动资产占比	40568	0.2922	0.2198	0	0.9964
<i>DAR</i>	资产负债率	40568	0.4318	1.0553	0	197.5332
<i>TR</i>	企业营业总收入	40448	8.9142	1.3931	-2.4248	16.3180
<i>TC</i>	企业营业总成本	40558	8.8921	1.2909	1.1952	16.3162
<i>Gdp</i>	地区生产总值	40285	9.1876	1.0659	4.7329	10.7067
<i>First</i>	第一产业占GDP比重	40568	5.5529	4.1934	0.2000	25.1000
<i>Fin</i>	金融发展水平	40568	1.6006	0.4214	0.8213	3.0830

四、实证结果分析

基于前文设计,本节对实证结果展开分析。首先汇报基准回归结果,其次通过多种方法进行稳健性检验,最后从多角度展开异质性分析。

(一) 基准回归结果

基于对理论分析及研究设计部分的探讨,本文实证检验了地方信用建设举措对中小企业风险承担水平的影响,基准回归结果如表2所示。其中,列(1)报告了在加入控制变量及双向固定效应前提下,地方信用建设举措对中小企业风险承担影响的回归结果,核心解释变量的系数在5%水平上显著为正,表明地方政府积极推进信用体系建设的举措显著正向促进中小企业风险承担水平提升。具体而言,地方信用建设举措每增加1单位,中小企业风险承担水平提升约0.4429。进一步地,基于本文构建的地方信用建设关键词图谱(如图1所示),通过计算各省各年特定类别关键词总数与词汇总数的比值,依次得到变量信用制度建设(*Credit_1*)、信用信息基础设施建设与共享应用(*Credit_2*)、“事前-事中-事后”信用监管(*Credit_3*)与重点领域信用建设(*Credit_4*),以此探究地方信用建设不同内容对企业风险承担的差异性影响,回归结果如表2列(2)至列(5)所示。从结果来看,地方政府在信用信息基础设施建设与共享应用方面的行动对中小企业风险承担水平的正向影响更为明显。这可能是因为此类措施能够在提升信息透明度及可获取性方面显现立竿见影的效果,有效减少市场信息不对称。而信用制度建设主要涉及条例、法律及标准体系的完善,短期内可能增加企业制度适应成本和合规不确定性,从而促使企业在风险管理上更谨慎。相比之下,信用监管措施主要依赖于政府部门的政策执行,重点领域信用建设则涉及多主体多领域,其对中小企业风险承担的影响可能因时滞性、监管执行力度等因素而有所延迟或受限。值得注意的是,不同信用建设举措对应关键词数量与波动幅度存在差异(如图2所示)。为便于横向比较各建设内容对企业风险承担影响的边际效应强度,参考许雪晨和田侃(2021),对*Credit_1*至*Credit_4*按年份进行Min-Max标准化处理后重新回归。回归结果显示,与表2列(2)至列(5)结果相比,*Credit_3*与*Credit_4*的统计显著性保持不变,信用信息基础设施建设与共享应用呈显著正向影响,系数为+0.0257且在5%水平上显著,其相对强度大于信用制度建设的负向影响,后者系数为-0.0184且在10%水平上显著。结合信用制度建设举措在总体上占比较低(如图2所示),表明尽管存在抑制性的约束效应,信用信息基础设施建设与共享应用的正向效应发挥更重要的作用。

尽管信用建设举措会提高辖区内中小企业风险承担水平,但是高风险并不总是带来高损失,也可能对应超预期的收益(Sun et al., 2024)。因此,在地方信用建设举措正向影响中小企业风险承担水平的前提下,进一步探究地方信用建设举措对中小企业盈利能力影响方向。具体地,参考向诚等(2025),将企业资产报酬率(息税前利润/总资产)的对数(*Profit_1*)作为中小企业盈利能力代理变量。此外,为了确保回归结果的稳健性选择企业销售毛利率(*Profit_2*)衡量中小企业盈利能力,销售毛利率能够直接反映企业在经营过程中的收益与成本控制能力。回归结果如列(6)和列(7)所示,地方信用建设举措使中小企业盈利能力得到增强。

表2 地方信用建设举措对中小企业风险承担影响的基准回归

	<i>Risk</i> (1)	<i>Risk</i> (2)	<i>Risk</i> (3)	<i>Risk</i> (4)	<i>Risk</i> (5)	<i>Profit_1</i> (6)	<i>Profit_2</i> (7)
<i>Credit</i>	0.4429** (2.1446)					2.0783*** (2.8324)	0.9222*** (3.0275)

续表2

	Risk (1)	Risk (2)	Risk (3)	Risk (4)	Risk (5)	Profit_1 (6)	Profit_2 (7)
Credit_1		-2.6826** (-2.0419)					
Credit_2			1.6220* (1.8724)				
Credit_3				0.0985 (0.4657)			
Credit_4					-0.2039 (-0.3365)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是
样本量	34643	34643	34643	34643	34643	27235	38473
R ²	0.2097	0.2097	0.2097	0.2097	0.2097	0.3239	0.2162

注: *、**和***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著, 括号中为基于稳健标准误计算的t值。

(二)稳健性检验

1. 替换核心变量检验

为验证前文研究结果的稳健性, 本文对核心解释变量与被解释变量进行替换并重新回归。首先, 针对被解释变量进行替换。其一, 参考余明桂等(2013), 采用息税前利润与总资产的比值替代资产收益率, 以进一步剔除财务杠杆对收益率的影响, 按行业年度均值对其进行调整并采用滚动窗口计算标准差($Risk_2$), 与变量 $Risk_u$ 计算方法一致, 回归结果如表3列(1)所示。其二, 为识别企业风险承担的长期趋势与潜在风险, 本文借鉴张敏等(2015), 将滚动窗口扩展至五期($t-2$ 至 $t+2$), 利用经行业调整的资产收益率滚动标准差的对数($Risk_3$)度量企业风险承担, 结果见表3列(2)。其次, 替换核心解释变量。鉴于政策具有持续效应, 韩永辉等(2017)、Du et al.(2021)、陶锋等(2025)在政策研究中对文本采用累计量化方法以衡量其长期效应, 本文对地方政府各年信用建设举措进行累计处理($CumCredit$), 并引入指数衰减(0.5)以反映政策影响随时间递减的特征, 回归结果列于列(3)。表3列(1)至列(3)结果表明, 更换核心变量的估计结果在10%的水平上显著, 表明前述研究结论具有稳健性。

2. 更换模型设定

首先, 为缓解可能存在的异方差对估计结果无偏性产生的影响, 本文在基准模型中使用稳健标准误进行回归, 同时, 考虑到同省份、行业企业观测值可能存在的组内相关性, 使用省份行业双向聚类调整标准误重新进行回归, 回归结果汇报于表3列(4)。此外, 考虑到产业政策在行业层面可能产生的系统性影响, 参考吴育辉和莫一帆(2024), 在公司和年度固定效应的基础上进一步引入行业与年份的交互固定效应, 回归结果汇报于表3列(5)。上述模型调整后回归结果仍然稳健。

表3 替换核心变量与更换模型设定的稳健性检验

	替换核心变量			更换模型设定	
	<i>Risk_2</i>	<i>Risk_3</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Credit</i>	0.3296 [*] (1.9086)	0.9420 [*] (1.8563)		0.4429*** (2.9630)	0.4132** (2.2942)
<i>CumCredit</i>			0.3294 [*] (1.8576)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
行业*年份固定效应	否	否	否	否	是
省份行业双向聚类	否	否	否	是	否
样本量	30947	39619	33742	34643	34643
<i>R</i> ²	0.2902	0.1122	0.2100	0.2097	0.2107

注: *、**和***分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著, 括号中为基于稳健标准误计算的 *t* 值。

3. 调整样本检验

第一, 为避免极端观测值对结果产生干扰, 在实证分析前对连续变量前后 1% 分位点实施缩尾处理, 回归结果如表 4 列(1) 所示。第二, 全球性突发公共卫生事件给中小企业群体带来了巨大冲击 (Wellalage et al, 2022), 企业会通过更加谨慎的风险管理策略重新评估资本支出与增长计划, 以应对种种不确定挑战。因此, 参考周念利等(2024)的做法, 剔除全球性突发公共卫生事件覆盖的样本区间(2021 年和 2022 年), 回归结果如表 4 列(2) 所示。第三, 考虑金融企业会计准则区别于其他行业标准, 往往受到更严格、特殊的金融监管, 因而其在风险管理策略、工具等方面与其他行业存在显著差异, 本文研究主体为中小企业, 因此, 剔除金融类公司样本重新进行回归, 结果如表 4 列(3) 所示。调整样本重新回归的结果与基准回归结果无明显差异, 表明前述结论具有稳健性。

4. 排除其他因素影响

随着数字经济的发展, 数字金融对企业风险承担的影响已成为学术研究的新兴焦点。马连福和杜善重(2021)的研究证实, 数字金融发展能够通过资源效应与信息效应影响企业风险承担, 其中覆盖广度的促进作用最为明显。基于此, 本文在原有模型基础上新增关于数字金融发展程度的控制变量, 采用北京大学数字金融研究中心编制的数字普惠金融总指数(*DF*)及其覆盖广度(*DF_C*)进行量化, 回归结果如表 4 列(4)和列(5)所示, 纳入上述控制变量后, 核心解释变量的系数仍然显著为正。

5. 内生性问题

基准回归分析中运用了双向固定效应模型, 一定程度上能够控制遗漏变量问题导致的偏误, 但是地方信用建设水平与企业风险承担水平之间可能仍然存在潜在的内生性问题。为了克服地方信用建设与企业风险承担水平可能存在的逆向因果导致的内生性问题, 选取企业所在省域的入境旅游人数作为工具变量对模型进行估计。一方面, 国际游客往往对商业诚信、消费权益保护与高效纠纷解决机制存在更高需求, 为保障国际游客权益与维护城市信用形象, 地方政府更有动力推进信用体系建设, 例如加强对旅游经营者的信用评价与分级分类管理、旅游市场失信主体的信用监管等, 以提升旅游市场治理效率与推动地区旅游业高质量发展。由此, 入境旅游规模与地方

政府信用建设举措密切相关,符合工具变量相关性条件。另一方面,入境旅游主要由地区资源禀赋、交通条件及宏观旅游政策等外部因素影响,不受特定中小企业风险承担水平所驱动,符合工具变量外生性条件。工具变量有效性检验结果如表4列(6)所示,Anderson LM统计量在1%水平上显著拒绝“工具变量识别不足”的原假设,Cragg-Donald Wald F统计量在10%水平上大于Stock-Yogo临界值,表明工具变量通过了不可识别检验与弱工具变量检验。以上所有回归结果表明,在考虑潜在内生性问题后,基准回归结果仍然是可靠的。

表4 地方信用建设举措对中小企业风险承担影响的稳健性检验

	调整样本			排除其他因素		内生性问题
	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Credit</i>	0.1927** (2.0414)	0.5304** (2.0466)	0.4312** (2.0753)	0.3780** (2.0877)	0.4656** (2.3278)	5.1562** (2.0948)
<i>DF</i>				-0.1848 (-1.4224)		
<i>DF_C</i>					0.0058 (0.1220)	
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
LM statistic						1467***
Wald F statistic						1890***
样本量	34729	24756	34200	34574	34574	24720
<i>R</i> ²	0.1970	0.1695	0.2099	0.2099	0.2097	0.1650

注: *、**和***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中为基于稳健标准误计算的*t*值。

(三)异质性分析

1. 基于企业融资约束的异质性分析

参考Whited and Wu(2006)的方法构建WW指数以衡量企业融资约束水平,该值越大表明企业面临的融资约束难题越严峻。WW指数整合了企业现金流、现金股利、资产负债率、行业平均营业收入增长率、企业营业收入增长率等多维特征,能够更有效地刻画企业外部融资约束(唐松和谢雪妍,2021),目前该方法已被广泛接受。依据WW指数的行业中位数将中小企业归为融资约束高与融资约束低两组。表5列(1)和列(2)结果表明,地方信用建设举措对受到较高融资约束的中小企业风险承担水平具有显著正向影响,对较低融资约束企业的影响不显著,两组系数差异在10%水平上显著。可能的原因在于,高融资约束企业在外部资金获取中面临更突出的信贷配给问题,地方信用建设举措能够通过完善信用体系建设使其享受融资成本降低的福利,进而释放风险承担意愿。相比之下,低融资约束企业具备相对宽松的融资环境,对地方信用建设的依赖度较低,导致信用建设举措对其风险承担的边际影响较弱。

2. 基于企业所属分层的异质性分析

2016年,全国中小企业股份转让系统发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法(试行)》对新三板市场实施分层管理,将挂牌企业划分为创新层与基础层。其中,创新层多具备较强盈利能力、明确创新导向或处于高速增长阶段,而基础层企业则在规范性与资源禀赋上相对

较弱。基于这一特征差异,本文检验地方信用建设举措的影响是否具有分层异质性。表5列(3)和列(4)显示,在创新层样本中,地方信用建设举措的回归系数0.0658不显著,在基础层样本中,地方信用建设举措的回归系数0.5540在5%水平上显著,且两组间系数差异通过显著性检验。可能的解释是创新层企业凭借其分层标识及第三方声誉背书,加之需履行更严格的信息披露义务,能够有效缓解信息不对称问题并吸引投资者(戴天仕和赵琦,2024),因此对外部信用环境的依赖度相对较低,地方信用建设举措对其风险承担的边际促进效应较弱。

3. 基于企业国家级高新区归属的异质性分析

为培育高新技术企业与推动产业升级,国务院已批复设立178家国家高新技术产业开发区,覆盖全国31省市区,成为新三板中小企业的重要聚集地。本文依据企业挂牌园区是否属于国家级高新区,将样本分为园区企业与非园区企业两组,探究地方信用建设举措的异质性影响,回归结果如表5列(5)和列(6)所示。从结果来看,地方信用建设举措对非园区企业风险承担的提升作用更为明显。对归属于国家级高新区的中小企业,地方信用建设举措未能在其风险承担层面显现出显著的积极影响。可能原因在于,高新区企业较容易享受到完善的政策激励、税收优惠以及金融扶持等资源(张杰等,2021),其风险承担行为受信用环境的约束较小。相比之下,非园区企业缺乏类似制度安排,因而对地方信用建设举措带来的外部环境改善更为敏感,表现出明显的正向响应。

表5 异质性分析:企业融资约束、企业分层及园区归属

	融资约束高	融资约束低	创新层	基础层	园区企业	非园区企业
	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Credit</i>	0.5704 [*] (1.7642)	0.2983 (0.8269)	0.0658 (0.5294)	0.5540 ^{**} (2.1076)	0.0524 (0.2550)	0.5888 [*] (1.9026)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	22860	11783	2079	28868	6883	24064
<i>R</i> ²	0.1390	0.5260	0.0574	0.2114	0.0586	0.2146
系数差异P值	0.058		0.079		0.189	

注:*,**和***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中为基于稳健标准误计算的*t*值。系数差异P值由交互项模型的Chow检验估计得出。

4. 基于示范城市建设的异质性分析

2015年,国家发展改革委和中国人民银行联合发文将指定11个城市列为创建社会信用体系建设的示范城市,次年新增批复32个城市为第二批社会信用体系建设示范城市。基于此社会实践背景,本文进一步探究示范区城市内政府信用建设举措对中小企业风险承担的异质性影响。首先,新增示范区城市虚拟变量(*Demonstration*),若中小企业所在城市于指定年份被列入社会信用体系建设示范城市名单,则将该中小企业对应年份及以后年份的示范区城市虚拟变量赋值为1,否则赋值为0。随后,依次将示范区城市虚拟变量、地方信用建设举措与示范区城市虚拟变量的交互项(*Credit*Demonstration*)加入模型中进行回归分析。由表6列(1)报告的回归结果可知,地方信用建设举措与示范区城市虚拟变量的交互项回归系数显著为负。社会信用示范城市通常已拥有较为完备的社会信用体系,在此前提下,地方信用建设举措的边际改善空间相对有限,因而对中小企业风险承担的促进作用弱于信用基础较弱的非示范城市。

5. 基于信用政策可读性的异质性分析

目前流行的测量文本可读性的工具是测算迷雾指数(Li, 2008; 彭红枫等, 2016), 本文利用公式计算政策文本迷雾指数(*Fog*)以衡量地方政府信用政策复杂度: $0.4 * (\text{句子平均长度} + 100 * \text{复杂单词比例})$ 。其中句子平均长度是指政策文本中单词总数与句子总数的比值, 复杂单词比例是指政策文本中长单词数量与文本单词总数的比值。迷雾指数越高, 表明政策文本复杂度越高, 政策文本可读性越差。为使回归模型中主效应系数依然具有实际意义, 对迷雾指数做去中心化处理, 将其与交乘项 *Credit***Fog* 纳入回归分析。回归结果如表6列(2)所示, 信用政策文本复杂性提高会削弱地方信用建设举措对中小企业风险承担水平的促进作用。分析可能的原因是, 政策可读性降低容易引入信息干扰, 增加落实过程中的解读与执行成本(Miller, 2010; 陈霄等, 2018), 而中小企业在专业资源上的相对不足, 使其在应对政策信号时更加谨慎, 从而弱化风险承担水平的提升。

表6 异质性分析:示范城市建设与信用政策可读性

	<i>Risk</i> (1)	<i>Risk</i> (2)
<i>Credit</i>	0.6041** (2.1154)	0.3738** (2.0292)
<i>Demonstration</i>	-0.0024 (-0.1885)	
<i>Credit</i> * <i>Demonstration</i>	-0.5804* (-1.6463)	
<i>Fog</i>		0.0006 (0.2264)
<i>Credit</i> * <i>Fog</i>		-0.1697* (-1.9201)
控制变量	控制	控制
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本量	34643	34643
<i>R</i> ²	0.2097	0.2098

注: *、**和***分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著, 括号中为基于稳健标准误计算的 *t* 值。

五、机制分析

前述研究为深刻理解地方信用建设举措对中小企业风险承担水平的影响提供了实证数据支撑, 下文将对二者之间的影响渠道机制进行识别检验。参考蒋殿春和王倩倩(2025)的研究, 构建模型如下:

$$\text{Mediator}_u = \theta_0 + \theta_1 \text{Credit}_u + \theta_2 \text{Controls}_X_u + \theta_3 \text{Controls}_Z_u + \mu_i + \mu_t + \tau_u \quad (4)$$

其中, *Mediator*_u 表示机制变量, 其余变量含义与式(1)相同。

(一) 股权结构调整

从股权融资结构和股权分布结构两条路径出发探究地方信用建设对中小企业风险承担的影

响机制。第一,股权融资结构路径。参考郭俊杰和方颖(2022),企业融资结构可通过各类融资规模与总资产的比值衡量。本文选取对数化股东权益与总资产的比重(*SER*)衡量企业整体股权融资水平,并参考辛金国等(2023),以(实收资本+资本供给)/总资本的增加值(*IncCCR*)刻画外部股权融资规模的变化倾向。表7列(1)和列(2)回归结果显示,地方信用建设举措显著提升了股权融资比重,并推动外部股权融资倾向增强。表明信用环境改善有助于中小企业股权融资能力的提升,股权资本积累加快,从而为其风险承担提供支撑。

第二,股权分布结构路径。参考赵玲和黄昊(2023),选取对数化股东户数(*Numshare*)与户均持股比例(*Aveshare*)反映股权总体分布结构,选取对数化高管持股数量(*ESH*)与高管持股比例(*ESP*)衡量管理层股权分布结构,回归结果如表7列(3)至列(6)所示。地方信用建设举措显著增加了企业股东户数,降低其户均持股比例,表明股权呈现出分散化趋势。与此同时,高管持股数量与持股比例显著下降,表明信用建设弱化了高管通过高持股比例进行控制的动机。股权分布结构的变化一方面提升了企业外部股权融资的可获得性,另一方面强化了外部投资者和股东对管理层的制衡作用,共同推动中小企业提高风险承担水平。

表7 地方信用建设举措对中小企业风险承担影响的机制分析

	<i>SER</i> (1)	<i>IncCCR</i> (2)	<i>Numshare</i> (3)	<i>Aveshare</i> (4)	<i>ESH</i> (5)	<i>ESP</i> (6)
<i>Credit</i>	0.4472** (2.5749)	5.0049* (1.6912)	1.0967** (2.2488)	-1.0967** (-2.2488)	-1.3212** (-2.0352)	-1.1140* (-1.8395)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	35136	29459	32542	32542	28127	28127
<i>R</i> ²	0.7164	0.0377	0.3053	0.3053	0.1707	0.2235

注:*,**和***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中为基于稳健标准误计算的*t*值。

(二)债务结构调整

第一,在债务内部结构方面。依据是否需支付利息将企业债务划分为有息债务与无息债务。其中,有息负债主要包括银行及其他金融机构贷款和债券融资;无息负债包含以应付账款、应付票据等短期应付款项为主的流动负债,以递延收入等为主的非流动负债。囿于中小企业长期面临融资约束困境,扩大银行信贷支持与完善中小企业金融服务体系是社会信用体系建设的重要目标之一。选取有息负债与总负债的比值(*DR*)作为机制变量探究地方信用建设举措对企业债务融资结构的影响效应。在无息债务中,选取无息非流动负债与无息流动负债的比值(*NIBCL*)衡量无息债务结构,回归结果如表8列(1)和列(2)所示。

第二,从总体资本结构出发探讨债务与权益的相对调整,计算总负债与所有者权益比重的增加值(*IncOR*)衡量债务与股权配比结构的调整趋势,回归结果如列(3)所示。在地方信用建设举措的作用下,中小企业债务结构重心向有息负债转移,无息债务内部趋向于无息流动性负债,总体资本结构向股权资本倾斜,表明地方信用建设举措通过推动中小企业资本结构向股权资本倾斜,从而增强其风险承担能力。

表8 地方信用建设举措对中小企业风险承担影响的机制分析

	DR (1)	NIBCL (2)	IncOR (3)
<i>Credit</i>	0.2667* (1.9221)	-2.8288* (-1.8412)	-1.4969* (-1.8032)
控制变量	控制	控制	控制
企业固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
样本量	37324	17203	34295
R ²	0.1136	0.0168	0.0024

注: *、**和***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中为基于稳健标准误计算的t值。

六、进一步分析

上文已证实地方信用建设能够显著提升中小企业的风险承担水平,同时在社会信用体系建设示范城市中,其边际促进效应相对减弱。相应地,在高失信环境下,即区域内失信主体较多、失信现象更为普遍时,地方信用建设举措对企业风险承担的影响作用可能发生变化。为进一步识别失信环境对地方信用政策经济效应的影响,本文参考潘妍和余泳泽(2023)的研究思路,构建如下模型:

$$Risk_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Credit_{it} + \alpha_2 Credit_{it} \times Dishonest_{it} + \alpha_3 Dishonest_{it} + \alpha_4 Controls_X_{it} + \alpha_5 Controls_Z_{it} + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, $Dishonest_{it}$ 表示中小企业 i 所在省域在 t 年的失信环境, 其他变量定义与式(1)一致。参考余泳泽等(2020), 利用失信被执行人数量与年末总人口的比值测度地区失信环境。首先, 在企查查平台手工整理 2015~2022 年期间, 各年各省失信被执行人数量, 依据失信被执行人判断被执行人所在地区。随后, 计算各年各省失信被执行人数量与年末总人口的比值, 利用每万人次失信人数测算地区失信环境, 对指标地方信用建设举措与地区失信环境做去中心化处理。

表9实证结果显示, 在失信环境中, 地方信用建设举措对中小企业风险承担的促进效应更为显著, 表现为 $Credit*Dishonest$ 变量系数与核心解释变量地方信用建设举措的系数同向变动。首先, 列(1)交互项回归系数显著为正, 表明在失信主体数量较多、信用环境较为薄弱的地区, 信用建设举措能够发挥更大的中小企业风险承担提升作用。进一步地, 本文验证了失信环境在信用建设举措影响企业盈利能力过程中的调节作用, 列(2)和列(3)回归结果能在一定程度上说明, 在高失信环境下, 信用建设举措对企业盈利能力的促进作用更强, 这为失信环境的强化机制提供了补充证据。

表9 地方政府信用建设执行效力对地方信用建设举措经济效应的影响作用

	Risk (1)	Profit_1 (2)	Profit_2 (3)
<i>Credit</i>	0.4978** (0.2302)	2.0313*** (0.7772)	1.2347*** (0.3215)
<i>Credit*Dishonest</i>	0.5052* (0.3065)	-0.3500 (1.2879)	2.0343*** (0.5265)
<i>Dishonest</i>	-0.0084 (0.0121)	0.0018 (0.0166)	0.0055 (0.0079)

续表9

	<i>Risk</i> (1)	<i>Profit_1</i> (2)	<i>Profit_2</i> (3)
控制变量	控制	控制	控制
企业固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
样本量	34643	27235	38473
<i>R</i> ²	0.2097	0.3239	0.2165

注: *、**和***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中为基于稳健标准误计算的*t*值。

七、结论与政策启示

本文从地方政府举力推进信用建设这一制度背景出发,针对地方信用建设影响中小企业风险承担的机制进行理论分析。在理论分析基础上,通过手动整理2015~2022年31省发布的信用建设政策文件,以关键词词频刻画出地方政府信用建设举措,同时选取同时期中小企业数据为研究样本,实证分析了地方信用建设对中小企业风险承担的影响,并识别其作用机制。研究结果表明:第一,地方信用建设举措提高了中小企业风险承担水平,且在多轮稳健性检验下,该结论依然可靠;第二,异质性分析表明地方信用建设举措对融资约束较高、所属分层为基础层及非园区企业的风险承担提升作用更为显著,信用政策文本的可读性能够增强地方信用建设举措对中小企业风险承担的促进作用,社会信用示范城市中地方信用建设举措的边际效应减弱;第三,机制分析发现,地方信用建设举措通过促进中小企业股权与债务结构调整影响中小企业风险承担水平;第四,进一步分析发现,地方信用建设举措在失信环境下对中小企业风险承担的支持作用更强。

本文为地方完善信用体系建设以激发中小企业发展活力提供了政策启示。第一,地方政府信用制度与信用信息基础设施建设、信用信息共享应用显现不足,要加快完善信用建设法治体系,建立适应数字经济时代需求的法律法规,明确数据保护机制,打好制度组合拳,为中小企业发展搭建“信用建设法律制度+数据资源安全共享”双重保障。第二,持续强化各地信用建设进程,充分释放信用建设对融资约束较高、处于基础层及非园区中小企业风险承担的促进作用。在创建社会信用示范城市进程中,避免政策过度叠加以致边际效应减弱,注重总结和提炼试点城市可推广、可复制的成功实践经验,将之与各地经济结构、行业规模等实际情况紧密结合,因地制宜推进地方信用建设。第三,以信用建设为纽带推动中小企业资本结构优化,在股权方面引导多元投资者参与,强化监督与制衡机制,在债务方面健全信用信息共享机制,鼓励金融机构创新灵活化产品,缓解信贷约束对中小企业风险承担的抑制。第四,失信环境下信用建设举措的积极作用更显著,将信用建设资源向信用基础薄弱地区倾斜,进一步完善守信激励与失信惩戒机制,引导企业主动参与信用修复并通过改善信用状况提升融资可得性,切实增强地方信用建设政策在高失信环境下的实施成效。

参考文献

- 曹雨阳、孔东民、陶云清(2022):《中国社会信用体系改革试点效果评估——基于企业社会责任的视角》,《财经研究》,第2期。
- 陈霄、叶德珠、邓洁(2018):《借款描述的可读性能够提高网络借款成功率吗》,《中国工业经济》,第3期。
- 陈雨露、马勇(2008):《社会信用文化、金融体系结构与金融业组织形式》,《经济研究》,第3期。
- 戴天仕、赵琦(2024):《新三板分层制度与企业创新——基于“柠檬市场”治理机制的视角》,《数量经济技术经济研究》,第3期。
- 戴亦一、张鹏东、潘越(2019):《老赖越多,贷款越难?——来自地区诚信水平与上市公司银行借款的证据》,《金融研究》,第8期。

- 郭俊杰、方颖(2022):《绿色信贷、融资结构与企业环境投资》,《世界经济》,第8期。
- 韩贺洋、杨兴全、周全、韩俊华(2024):《社保基金持股与企业风险承担:过度监督还是风险治理》,《会计研究》,第1期。
- 韩永辉、黄亮雄、王贤彬(2017):《产业政策推动地方产业结构升级了吗?——基于发展型地方政府的理论解释与实证检验》,《经济研究》,第8期。
- 黄卓、陶云清、王帅(2023):《社会信用环境改善降低了企业违规吗?——来自“中国社会信用体系建设”的证据》,《金融研究》,第5期。
- 蒋殿春、王倩倩(2025):《社会信用与企业全要素生产率:影响机制与实证证据》,《产业经济研究》,第2期。
- 蒋海、孙娜、王梓峰(2025):《央行沟通的企业风险承担效应研究》,《国际金融研究》,第3期。
- 李广子、熊德华、刘力(2016):《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》,《金融研究》,第12期。
- 李建军、范志昊(2024):《金融法治建设如何支持实体经济——基于长期债务融资的视角》,《中国工业经济》,第12期。
- 刘渝琳、贾继能(2018):《投贷联动、资本结构与研发效率——基于科技创新型中小企业视角》,《国际金融研究》,第1期。
- 马连福、杜善重(2021):《数字金融能提升企业风险承担水平吗》,《经济学家》,第5期。
- 潘红波、杨朝雅、李丹玉(2022):《如何激发民营企业创新——来自实际控制人财富集中度的视角》,《金融研究》,第4期。
- 潘妍、余泳泽(2023):《社会信用体系建设促进了农户创业吗?——基于失信信息公开视角》,《金融研究》,第12期。
- 彭红枫、赵海燕、周洋(2016):《借款陈述会影响借款成本和借款成功率吗?——基于网络借贷陈述的文本分析》,《金融研究》,第4期。
- 千慧雄、安同良(2020):《中国金融结构与创新结构的适应性研究》,《经济学家》,第2期。
- 邱保印、程博(2021):《社会信任与企业多层股权结构》,《会计研究》,第3期。
- 申丹琳、江轩宇(2022):《社会信任与企业劳动投资效率》,《金融研究》,第9期。
- 沈红波、寇宏、张川(2010):《金融发展、融资约束与企业投资的实证研究》,《中国工业经济》,第6期。
- 台文志、刘星、徐细雄(2024):《薪酬监管对央企风险承担的影响研究——基于〈薪酬制度改革方案〉准自然实验的证据》,《管理科学学报》,第6期。
- 唐松、谢雪妍(2021):《企业持股金融机构如何服务实体经济——基于供应链溢出效应的视角》,《中国工业经济》,第11期。
- 陶锋、翟少轩、王婧(2025):《数字经济政策与传统企业跨界数字创新》,《中国工业经济》,第2期。
- 王国刚、罗煜(2022):《马克思主义信用经济理论与构建现代信用体系》,《经济学动态》,第4期。
- 王艳、李善民(2017):《社会信任是否会提升企业并购绩效?》,《管理世界》,第12期。
- 吴育辉、莫一帆(2024):《地方政府债务扩张与企业并购》,《经济学动态》,第4期。
- 向诚、彭学黔、冯丽璇(2025):《注册制改革对IPO公司“业绩变脸”的影响——遏制还是助长?》,《中国管理科学》,录用定稿,2025年8月7日网络首发。
- 辛全国、蔡婧靓、杨晨、管晓永(2023):《营商环境、融资结构与家族企业创新投入》,《科研管理》,第1期。
- 许雪晨、田侃(2021):《一种基于金融文本情感分析的股票指数预测新方法》,《数量经济技术经济研究》,第12期。
- 杨国超、盘宇章(2019):《信任被定价了吗?——来自债券市场的证据》,《金融研究》,第1期。
- 杨瑞龙、章逸然、杨继东(2017):《制度能缓解社会冲突对企业风险承担的冲击吗?》,《经济研究》,第8期。
- 尹美群、李若晴(2023):《信用环境会影响企业税收遵从吗?》,《税务研究》,第12期。
- 于欣晔、冯永琦(2023):《货币政策、融资约束与实体经济融资》,《国际金融研究》,第12期。
- 余明桂、李文贵、潘红波(2013):《民营化、产权保护与企业风险承担》,《经济研究》,第9期。
- 余泳泽、郭梦华、胡山(2020):《社会失信环境与民营企业成长——来自城市失信人的经验证据》,《中国工业经济》,第9期。
- 余泳泽、庄海涛、伏雨(2023):《社会失信与全要素生产率——基于交易成本视角的研究》,《金融研究》,第5期。
- 张杰、毕钰、金岳(2021):《中国高新区“以升促建”政策对企业创新的激励效应》,《管理世界》,第7期。
- 张敏、童丽静、许浩然(2015):《社会网络与企业风险承担——基于我国上市公司的经验证据》,《管理世界》,第11期。
- 张牧扬、潘妍、余泳泽(2022):《社会信用、刚兑信仰与地方政府隐性债务》,《金融研究》,第10期。
- 张维迎、柯荣住(2002):《信任及其解释:来自中国的跨省调查分析》,《经济研究》,第10期。
- 赵玲、黄昊(2023):《分行业信息披露与公司股东结构——基于一项“准自然实验”的证据》,《管理评论》,第2期。
- 赵琦、钟夏洋(2024):《金融制度改革与中小企业数字化转型——来自新三板分层制度的证据》,《数量经济技术经济研究》,第10期。
- 周念利、于美月、孟克(2024):《地方数据治理与数字内容出口》,《中国工业经济》,第5期。
- 周茜、许晓芳、陆正飞(2020):《去杠杆,究竟谁更积极与稳妥?》,《管理世界》,第8期。
- Albring, S., M. Banyi, D. Dhaliwal and R. Pereira (2016): “Does the Firm Information Environment Influence Financing Deci-

- sions? A Test Using Disclosure Regulation”, *Management Science*, 62, 456–478.
- Amberg, N., T. Jacobson, E. Von Schedvin and R. Townsend (2021): “Curbing Shocks to Corporate Liquidity: The Role of Trade Credit”, *Journal of Political Economy*, 129, 182–242.
- Boubakri, N., J. Cosset and W. Saffar (2013): “The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-Taking: Evidence from Privatization”, *Journal of Financial Economics*, 108, 641–658.
- Bruno, V. and H. Shin (2014): “Globalization of Corporate Risk Taking”, *Journal of International Business Studies*, 45, 800–820.
- Dong, W., H. Han, Y. Ke and K. Chan (2018): “Social Trust and Corporate Misconduct: Evidence from China”, *Journal of Business Ethics*, 151, 539–562.
- Du, H., Y. Guo, Z. Lin, Y. Qiu and X. Xiao (2021): “Effects of the Joint Prevention and Control of Atmospheric Pollution Policy on Air Pollutants—a Quantitative Analysis of Chinese Policy Texts”, *Journal of Environmental Management*, 300, 113721.
- Faccio, M., M. Marchica and R. Mura (2011): “Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking”, *Review of Financial Studies*, 24, 3601–3641.
- Faccio, M., M. Marchica and R. Mura (2016): “CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation”, *Journal of Corporate Finance*, 39, 193–209.
- Ferris, S., D. Javakhadze and T. Rajkovic (2017): “CEO Social Capital, Risk-Taking and Corporate Policies”, *Journal of Corporate Finance*, 47, 46–71.
- He, F., C. Ding, W. Yue and G. Liu (2023): “ESG Performance and Corporate Risk-Taking: Evidence from China”, *International Review of Financial Analysis*, 87, 102550.
- John, K., L. Litov and B. Yeung (2008): “Corporate Governance and Risk-Taking”, *Journal of Finance*, 63, 1679–1728.
- Kanagaretnam, K., J. Lee, C. Lim and G. Lobo (2018): “Societal Trust and Corporate Tax Avoidance”, *Review of Accounting Studies*, 23, 1588–1628.
- Koirala, S., A. Marshall, S. Neupane and C. Thapa (2020): “Corporate Governance Reform and Risk-Taking: Evidence from a Quasi-Natural Experiment in an Emerging Market”, *Journal of Corporate Finance*, 61, 101396.
- Li, F. (2008): “Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence”, *Journal of Accounting and Economics*, 45, 221–247.
- Ljungqvist, A., L. Zhang and L. Zuo (2017): “Sharing Risk with the Government: How Taxes Affect Corporate Risk Taking”, *Journal of Accounting Research*, 55, 669–707.
- Miller, B. (2010): “The Effects of Reporting Complexity on Small and Large Investor Trading”, *Accounting Review*, 85, 2107–2143.
- Sharpe, W. (1964): “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”, *Journal of Finance*, 19, 425–442.
- Song, C., A. Nahm and Z. Song (2021): “Entrepreneurs’ Hobbies and Corporate Risk Taking: Evidence from China”, *International Review of Financial Analysis*, 77, 101856.
- Sun, P., C. Yuan, X. Li and J. Di (2024): “Big Data Analytics, Firm Risk and Corporate Policies: Evidence from China”, *Research in International Business and Finance*, 70, 102371.
- Tan, C., C. He, Z. Shi, G. Mo and X. Geng (2022): “How Does CEO Demission Threat Affect Corporate Risk-Taking?”, *Journal of Business Research*, 139, 935–944.
- Tao, Y., D. Kong, N. Sun and X. Li (2024): “Social Credit and Corporate Risk-Taking: Evidence from China”, *Research in International Business and Finance*, 69, 102206.
- Wellalage, N., V. Kumar, A. Hunjra and M. Al-Faryan (2022): “Environmental Performance and Firm Financing During Covid-19 Outbreaks: Evidence from SMEs”, *Finance Research Letters*, 47, 102568.
- Whited, T. and G. Wu (2006): “Financial Constraints Risk”, *Review of Financial Studies*, 19, 531–559.
- Wright, P., M. Kroll, J. Krug and M. Pettus (2007): “Influences of Top Management Team Incentives on Firm Risk Taking”, *Strategic Management Journal*, 28, 81–89.
- Yin, L., Y. Tao and M. Wang (2022): “Trust and Pay Gap: Quasi-Natural Experimental Evidence from China”, *Finance Research Letters*, 48, 102865.

(责任编辑:张 策)(编校:程 炼)

Local Credit Development and SME Risk Taking: Evidence from Credit Policy Documents

ZHAO Wei^[a] LI Zhiyong^[b] SHI Baofeng^[a]

a. College of Economics and Management, Northwest Agriculture and Forestry University, Yangling 712100, China

b. School of Finance, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China

Abstract: The development of local credit systems plays a vital role in stimulating the vitality of small and medium-sized enterprises (SMEs). Using a manually compiled dataset of 3,150 credit policy documents issued by local governments in China from 2015 to 2022, this study employs text analysis to quantify local credit initiatives and evaluate their impact on SME risk-taking. The results demonstrate that these initiatives significantly enhance both risk-taking and profitability among SMEs. Mechanism analysis indicates that credit policies influence SMEs by reshaping their capital structure, affecting both equity and debt financing channels. Furthermore, the effects are heterogeneous across firms with varying levels of financing constraints, market tiers, and ties to national high-tech zones, as well as depending on the establishment of social credit demonstration cities and the readability of credit policies. The promoting effect is also more pronounced in regions with a high incidence of dishonest behavior. This study contributes to the literature on the economic consequences of credit system development and offers policy insights for local governments seeking to improve the business environment and promote sustainable SME growth.

Keywords: Local Credit Development; Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs); Enterprise Risk-Taking; Credit Policy Text Analysis

JEL Codes: D21; G32; G38

Can Distant Water Quench a Nearby Fire? Offshore Bond Issuance and Stock Price Crash Risk

LIANG Yuheng^[a] WU Zengming^[b] YE Qijie^[c]

a. School of Finance, Guangdong University of Foreign Studies, Guangzhou 510006, China

b. College of Finance and Trade, Wenzhou Business Institute, Wenzhou 325035, China

c. Bank of China Guangdong Province Branch, Guangzhou 510130, China

Abstract: In the context of China's capital market liberalization, offshore bond issuance by Chinese firms has become increasingly common. This study examines the impact of such issuance on stock price crash risk. Using a panel dataset of Chinese A-share listed companies from 2011 to 2023 and employing difference-in-differences and advanced causal inference methods, we establish a causal effect. We find that offshore bond issuance significantly increases future stock price crash risk, a finding robust to a series of sensitivity tests. Mechanism analyses reveal three transmission channels: (1) "Operational Mismatch," where funds raised offshore are used for inefficient domestic investments rather than the intended overseas expansion, accumulating operational risks; (2) "Interest Rate Mismatch," where the incentive for carry trade creates a severe maturity and interest rate risk mismatch between assets and liabilities, with rigid debt service pressure intensifying when interest rate differentials narrow; and (3) pre-existing high financing costs, which act as a "Risk Amplifier," magnifying the impact of offshore debt on crash risk. Heterogeneity analysis shows that this risk-enhancing effect is concentrated in non-state-owned enterprises, firms in the real estate and manufacturing sectors, and companies with weak external audit oversight. This study delineates the risk transmission channel from offshore "debt" to onshore "equity," providing new micro-level evidence on the consequences of cross-border capital flows and policy insights for safeguarding financial stability.

Keywords: Offshore Bond Issuance; Stock Price Crash Risk; Inefficient Investment; Interest Rate Mismatch; Carry Trade

JEL Codes: F34; G15; G32