

城投平台股权投资与县域经济发展*

周颖刚 范建超

内容摘要：城投平台是地方政府积极主动参与经济的重要渠道。不同于大多文献分析城投平台的融资和债务问题，本文研究2006—2019年全国1225个县4331个城投平台股权投资情况。研究发现：相比于投资在全政府资本公司，城投平台对有社会资本参与公司的股权投资更能够显著促进县域经济增长。进一步研究发现，创新水平对城投平台股权投资推动经济增长起到正向推动作用。这些分析与结论为城投平台后续转型以及助力县域经济发展提供实证参考。在剥离为政府融资功能后，未来各县城投平台可通过股权投资继续服务当地经济发展。

关键字：股权投资 城投平台转型 经济发展 创新

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

引言

在基础设施不足和制度不够完善的情况下，中国经济仍取得辉煌成就离不开地方政府对经济发展的支持（周黎安，2007），这在一定程度上反映出中国地方政府所具有的“有为政府”特征。“有为政府”是地区经济发展重要参与者，是中国特色社会主义市场经济标志性特征（陈云贤，2019），而城投平台是地方政府参与经济发展的重要渠道（毛捷和徐军伟，2021）。地方政府以城投平台为主体，通过借贷方式筹集大量资金，支持重大项目建设，推动国民经济增长（温来成和苏超，2013）。但随着城投平台债务规模不断上升，其作为地方政府隐性债务，对地方金融系统性风险产生深远影响（徐军伟等，2020）。近年来，中央不断要求防范化解地方政府隐性债务风险，规范地方融资平台发展，剥离其为政府融资的功能^①。城投平台未来转型成为重要议题。

2018年，深圳市政府审议通过了《深圳市投资控股有限公司对标淡马锡，打造国际一流国有资本投资公司的实施方案》，计划将城投平台转型为国有资本投资公司。这一方案为城投平台后续转型提供了新思路。实际上，地方政府早已开始通过城投平台进行股权投资并取得成效。朱思雄等（2021）认为，京东方、合肥长鑫以及蔚来汽车对合肥经济发展做出了一定贡献，而合肥市政府早

作者简介：周颖刚，厦门大学经济学院和王亚南经济研究院（WISE）副院长、厦门大学宏观经济研究中心副主任；范建超（通讯作者），厦门大学经济学院博士研究生。

***基金项目：**本文获国家自然科学基金基础科学中心项目“计量建模与经济政策研究”（71988101）、国家自然科学基金面上项目“条件协偏（峰）度、人民币与国际避险货币：基于趋势转换模型的研究”（71871195）、国家社会科学基金重大项目“新形势下资本市场重大风险防范与化解研究”（19ZDA060）资助。

^①2014年、2020年以及2021年国务院相继出台《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》《中共中央国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》和《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》。

前通过城投平台对上述三家公司进行股权投资^①。此外，合肥市所取得的成就离不开当地政府对企业创新的重视。创新是引领经济发展的第一动力和重要战略支撑。相关研究表明，政府资本能够帮助提高创新水平（Li et al., 2017; Zhang et al., 2020; Lin et al., 2021），而城投平台股权投资作为政府资本投资，支持创新对地区经济发展具有重要意义。

本文重点关注城投平台股权投资与创新在县域经济增长中的作用。2022年5月6日，中共中央办公厅印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，指出以县城为重要载体，整合利用既有平台公司，引导其参与建设。本文的实证结果表明，各县级城投平台股权投资对所在地经济增长具有显著正效应，而创新则对股权投资推动经济增长起到助推作用。未来县域经济发展中应关注城投平台的积极作用。

与现有文献相比，本文主要贡献有以下几个方面：第一，为有为政府推动经济发展提供实证证据。以往文献缺乏有为政府实证方面的讨论，本文认为地方政府通过城投平台进行股权投资的行为是林毅夫（2016）提出的有为政府概念的具体体现，是政府主动且有利于地区发展的经济行为。从实证方面提供地方政府“有为”证据，丰富相关研究。第二，为城投平台后续转型提供实证参考。近年来，城投平台转型成为重要议题，而本文的发现为城投平台后续转型提供新的思考方向，当融资功能被剥离后，城投平台可转型为地方政府资本投资公司，从资本投资角度继续助推地方经济增长。第三，收集整理城投平台各类股权投资数据。以往研究大都关注城投平台债务问题，鲜有讨论城投平台股权投资方面对县域经济发展的影响。本文收集的城投平台股权投资相关数据为后续研究城投平台提供新的数据支持。

一、文献综述与假设提出

目前关于城投平台的研究大都聚焦于债务方面（Huang et al., 2020; 马树才等, 2020）。实际上，城投平台不仅是地方政府融资工具，同样是重要投资渠道（徐军伟等, 2020）。毛捷和徐军伟（2019）指出，城投平台股权投资能够满足当地企业融资需求，降低企业财务和投资风险，帮助政府实现产业布局。同时，能够充分发挥政府资金放大效应，引导和鼓励社会资本参与项目建设（郭玉清等, 2021）。余琰等（2014）认为，城投平台股权投资属于政府资本投资，而这类投资具有很强的项目甄别能力，能够帮助缓解产业发展过程中市场失灵和信息不对称等问题，分散产业发展风险（Brander et al., 2015）。不仅如此，城投平台股权投资还能够发挥资本引导效应和产业引导效应，更好地挑选符合当地发展所需的公司或产业，吸引其他资本共同进入，推动相关产业发展（刘光明, 2019），有利于做大优势产业规模，实现和保持区域经济发展优势以及社会稳定，弥补经济动荡中市场缺失部分（郝颖和刘星, 2011）。总体而言，城投平台股权投资有利于被投资的公司和产业发展，对地区经济发展具有积极意义。

另外，根据本文收集的数据显示，城投平台进行股权投资的公司可以分为三类：第一类是全政府资本公司，第二类是政府资本为主社会资本为辅公司，第三类是社会资本为主公司。近年来，城投平台对后两类公司投资规模快速增长，而这类投资实际上属于政府资本和社会资本合作。社会资本和政府资本结合是一个双赢的过程（Brander et al., 2015; Zhang et al., 2020）。一方面，社会资本能够改善公司效率；另一方面，政企结合有利于公司获得当地政府支持（Faccio et al., 2006; Borisova et al., 2015）。综上所述，本文提出假设1。

假设1：城投平台股权投资对当地经济增长具有显著正效应，其中对有社会资本参与公司的股权投资对当地经济增长推动作用更加显著。

^①京东方和蔚来汽车由合肥市建设投资控股（集团）有限公司投资，合肥长鑫由合肥市产业投资控股（集团）有限公司投资。

2014年,《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》出台,要求城投平台不得继续为地方政府融资,并在文中提出推广使用政府和社会资本合作模式(PPP模式)。此后PPP项目爆发式增长(汪峰等,2020)。项目合作模式是由政府资本和社会资本共同出资成立项目公司。对财政部PPP项目资料库研究发现,城投平台作为政府资本同样参与其中。通过对比,这类PPP项目公司同样属于本文研究的股权投资范畴。本文认为,《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》出台后,虽然城投平台融资功能被剥离,但PPP项目兴起推动了城投平台转型,促使城投平台以政府资本股权投资的方式参与经济发展,并加强与社会资本合作^①。郭玉清等(2021)指出,《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》引领城投平台战略转型,引导鼓励城投平台通过政企合作、设立投资基金等多元化方式开展投融资活动。

本文认为,虽然2014年政策具体针对城投平台债务,但其同样引导城投平台战略转型。综上所述,本文提出假设2。

假设2:《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》出台后,城投平台股权投资规模增加,促进当地经济增长。

创新对于地方经济发展具有重要推动作用(Solow,1957;刘大勇等,2021),但创新是一项具有高度不确定性且周期较长的投资活动,需要资本市场支持(谭小芬和钱佳琪,2020)。鞠晓生等(2013)认为,企业创新活动面临诸多财务限制,而政府资本能够帮助公司缓解预算约束(Boubakri et al., 2018; Gan et al., 2018)。另外,Zhang et al. (2020)认为,政府资本能够提升公司抗风险能力,有利于提高其创新能力。Li et al. (2017), Lin et al. (2021)实证研究表明,政府资本和社会资本结合对公司创新能力提升具有显著正效应。同时,贾俊生等(2017)认为,创新是资本市场推动经济增长的重要渠道。综上所述,本文认为创新是城投平台股权投资推动经济增长的重要渠道。为此,本文提出假设3。

假设3:创新水平对城投平台股权投资推动经济增长起到正向促进作用。

二、数据说明和模型介绍

(一) 数据说明

本文选用全国各县作为研究对象^②,参考曹光宇等(2020)对城投平台名单进行处理。通过企查查、天眼查和启信宝收集其工商注册信息和股权投资信息。根据工商注册信息确定城投平台所属县。通过股权投资信息整理投资时间、投资规模和被投资公司名称。在此基础上,收集被投资公司相关信息。考虑到城投平台控股的公司以及下属产业基金经济行为受城投平台影响,本文同样收集城投平台作为最大股东的公司及城投平台下辖产业基金上述相关信息。

与其他学者一致,本文将各城投平台汇总至县且视为“城投部门”(宋傅天和姚东旻,2021)。根据当年辖区内城投平台股权投资总和构建变量Investment^③。此外,根据被投资公司股东信息,进一步将城投平台股权投资分为三类:一是对全政府资本股权投资,即城投平台所投资公司股东皆为政府资本。股东是否为政府资本根据其企业性质进行判断,如企业性质为国有独资、国有控股等则认为属于政府资本。根据当年该地区此类投资总额构建变量Sole Investment。二是对政府资本为主社会资本为辅公司股权投资。这类公司政府资本为最大股东,社会资本同时参与。根据当年该地

^①除《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》外,中央后续出台多份鼓励政府资本和社会资本合作的文件,包括《国家发展改革委关于开展政府和社会资本合作的指导意见》和《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》。

^②包括县、旗、自治县和县级市,本文统称为县。

^③包括城投平台作为最大股东的公司和城投平台下辖产业基金的股权投资,下同。

区此类投资总额构建变量Lead Investment。三是对社会资本为主公司股权投资。这类公司中社会资本为最大股东。根据当年该地区此类投资总额构建变量Follow Investment。以上变量单位均为万元,进行加1取对数处理后,分别生成变量Log (Investment)、Log (Sole Investment)、Log (Lead Investment)和Log (Follow Investment)。

关于创新水平,参考Lin et al. (2021)的研究,选取专利数量作为代理变量进行研究。为此,本文通过企查查和天眼查收集整理城投平台所投公司相关专利信息。构建的变量包括城投平台所投全政府资本公司当年新增专利数总和Sole Patent,所投政府资本为主社会资本为辅公司当年新增专利数总和Lead Patent,以及所投社会资本为主公司当年新增专利数总和Follow Patent。同样进行加1取对数处理,生成新变量Log (Sole Patent)、Log (Lead Patent)和Log (Follow Patent)。

为讨论城投平台股权投资对当地经济的影响,本文选用当地经济增长速度GDP Growth (%)作为被解释变量,即当地GDP增长率。为确保回归结果的稳健性,参考以往文献,加入一系列控制变量。选取变量包括当地人均床位数Bed per capita (张/万人);当地产业结构Non-agricultural Ratio (%),即第二产业及第三产业GDP占比;当地财政支出规模Fiscal Spend/GDP (%),即财政支出占GDP比重;当地人口密度Density (万人/千米²);宏观经济杠杆水平Credit/GDP (%),即当地金融机构贷款余额占GDP比重。变量数据均来自CEIC和《中国县域经济统计年鉴》。对上述变量进行取对数处理,分别生成变量Log (Bed per capita)、Log (Non-agricultural Ratio)、Log (Fiscal Spend/GDP)、Log (Density)和Log (Credit/GDP)^①。同时,加入城投平台相关控制变量,包括累计投资产业数量Industry No. (个)和城投平台所投公司规模Registered Capital/GDP (%),即当年所投公司注册资金总额占GDP比重。同样进行加1取对数处理,生成变量Log (Industry No.)和Log (Registered Capital/GDP)。

在删除样本期间内县转为区以及没有城投平台相关信息的样本后,本文数据范围为2006—2019年全国1225个县的4331个县级城投平台^②。

(二) 计量模型

为验证假设1,本文设立计量模型如下:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 \text{Investment}_{it-1} + \sum \text{Control}_{ikt} + \text{county}_i + \text{year}_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, Y_{it} 为经济增长变量GDP Growth, Investment_{it-1} 在不同设定中分别表示滞后一期的城投平台股权投资变量Log (Investment)、Log (Sole Investment)、Log (Lead Investment)或Log (Follow Investment)。滞后一期主要为减弱内生性影响。 $\sum \text{Control}_{ikt}$ 为相应控制变量; county_i 为县固定效应; year_t 为时间固定效应; ε_{it} 为残差。在回归时将标准误聚类到市。

为识别因果关系并验证假设2,本文选用2014年作为政策冲击进行DID分析。设立时间冲击变量Post_t,2014年之后该变量取1,其他为0。关于实验组和控制组的划分,参考宋傅天和姚东旻(2021)的研究,以各县城投平台之间的差异为基础,考察这类差异对政策冲击的不同反应,识别政策效果。研究发现,部分城投平台经营范围即写明其参与股权投资活动。相比于其他城投平台,这类城投平台具有更专业和丰富的股权投资经验。2014年政策冲击引领战略转型,本文认为,此前拥有这类城投平台的地区相比于其他地区能够更好地发挥自身优势开展投资活动,股权投资规模上升程度可能更高。故将2014年前拥有从事股权投资业务的城投平台或其子公司所在地区设为实验组,其他地区为控制组。设立变量Treat_t,如果当地为实验组,取1,否则为0。

为确保DID回归结果可靠,参考宋傅天和姚东旻(2021)的研究,先进行事件分析,判断是否满足平行趋势假设以及研究设定是否合理可靠。为此,设置计量模型如下:

$$Y_{it} = \alpha + \sum \beta_j R_{it}^j + \sum \text{Control}_{ikt} + \text{county}_i + \text{year}_t + \varepsilon_{2it} \quad (2)$$

^①由于经济增长变量GDP Growth有正有负,故不进行取对数处理。

^②全国共有2847个县级行政区,其中977个市辖区。曹光宇等(2020)认为,市辖区城投平台和县级城投平台各方面存在较大差异,本文未对其进行研究。篇幅所限,描述性统计未予以列示,感兴趣的读者可向作者索取。

其中, Y_{it} 在不同设定下分别表示经济增长变量和各城投平台股权投资变量; R_{it} 为若该地区为实验组, 且当前年份 t 是政策冲击后的第 j 年, 该变量取 1, 否则为 0, j 的取值范围为 $[-3, 3]$ 。本文关心的系数为 β_j , 该系数衡量政策出台前后动态变化。

如满足平行趋势假设, 通过 DID 对城投平台股权投资进行识别:

$$Y_{it} = \gamma_1 + \gamma_2 \text{Treat}_i \times \text{Post}_t + \sum \text{Control}_{ikt} + \text{county}_i + \text{year}_t + \varepsilon_{3it} \quad (3)$$

其中, Y_{it} 在不同设定中分别表示相应的城投平台股权投资变量以及经济增长变量; $\text{Treat}_i \times \text{Post}_t$ 为政策冲击变量, 即变量 Treat_i 和变量 Post_t 的交乘项^①。根据假设 2, 系数 γ_2 应显著为正。

为验证假设 3, 识别城投平台股权投资影响地方经济增长相应渠道, 本文设立计量模型如下:

$$Y_{it} = \rho_1 + \rho_2 \text{CT}_{it-1} + \rho_3 \text{CT}_{it-1} \times \text{Patent}_{it-1} + \rho_4 \text{Patent}_{it-1} + \sum \text{Control}_{ikt} + \text{county}_i + \text{year}_t + \varepsilon_{4it} \quad (4)$$

其中, Y_{it} 为经济增长变量 GDP Growth; CT_{it-1} 在不同设定中为滞后一期各城投平台股权投资变量; Patent_{it-1} 在不同设定中分别表示滞后一期专利数变量 Log (Sole Patent)、Log (Lead Patent) 或 Log (Follow Patent)。 $\text{CT}_{it-1} \times \text{Patent}_{it-1}$ 为城投平台股权投资变量与对应专利数变量的交乘项。根据假设 3, 交乘项系数 ρ_3 应显著为正。

三、实证结果分析

(一) 基准回归

根据式 (1) 进行回归分析, 具体回归结果如表 1 所示。同样对当年所投公司数量进行回归分析。为此, 参考前文构建变量 Log (Company), 即当年城投平台所投公司数量, 在回归时同样滞后一期。表 1 列 (1) — 列 (3) 显示, 变量 Log (Investment) 回归系数均显著为正; 列 (4) — 列 (6) 显示, 变量 Log (Company) 对经济增长回归系数仍显著为正。表 1 回归结果说明城投平台股权投资规模与所投公司数量对当地经济增长具有显著正效应。

接下来, 本文对城投平台不同类型股权投资进行相关回归分析, 具体回归结果如表 2 所示。列 (1) 中, 变量 Log (Sole Investment) 回归系数并不显著; 列 (2) 和列 (3) 中, 变量 Log (Lead Investment) 与 Log (Follow Investment) 对经济增长回归系数显著为正。列 (4) 将三个投资变量放在一起回归, 结果显示三个投资变量均显著为正, 但变量 Log (Sole Investment) 显著性水平和系数均小于其他两个变量。由列 (1) — 列 (4) 可知, 相比于全政府资本公司, 城投平台对有社会资本参与公司的股权投资对经济增长推动作用更显著。

为讨论不同经济发展水平是否对回归结果产生异质性影响, 本文

表 1 城投平台股权投资对经济增长的影响

	GDP Growth					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Log (Investment)	0.067*** (4.539)	0.067** (2.955)	0.066** (2.776)			
Log (Company)				0.275* (1.957)	0.433** (3.014)	0.541*** (3.337)
控制变量	否	否	是	否	否	是
县固定效应	否	是	是	否	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	16406	16406	15073	16406	16406	15073
调整的 R ²	0.329	0.358	0.385	0.329	0.358	0.385

注: () 内为 t 值; ***, **, * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。下同。

^①由于式中已经加入时间固定效应和县固定效应, 故不单独加入实验组、控制组变量 Treat_i 以及相应的时间变量 Post_t 。

根据样本期间内 GDP 均值分出低经济水平组和高经济水平组。从表 2 列 (5) 和列 (6) 可知, 在经济发展水平较差地区更适合股权投资有社会资本参与的公司, 而在经济水平较好地区, 城投平台各类股权投资均能够带动经济增长。

表 1 和表 2 回归结果验证了假设 1, 城投平台股权投资对当地经济增长具有显著正效应, 其中对有社会资本参与公司的股权投资对当地经济增长推动作用更加显著。

(二) 异质性检验

为讨论不同地区城投平台股权投资对经济增长的影响是否存在差异, 本文根据样本期间市场化水平^①以及国有资产规模(国有资产总量^②/GDP) 均值分出高低两组, 进行分组检验。结果如表 3 所示, 在低市场化水平以及高国有资产规模地区, 城投平台对以社会资本为主公司的股权投资更有利于地区经济增长, 而在高市场化水平和低国有资产规模地区, 城投平台各类股权投资均有利于地区经济增长。

(三) 稳健性检验

为确保回归结果稳健, 本文进行一系列稳健性检验^③, 包括将被解释变量替换为夜间灯光增长率以及划分为公共设施产业和非公共设施产业投资, 回归结果依然稳健。此外, 对城投平台三类股权投资所占比重进行回归分析。回归结果显示, 对两类有社会资本参与公司的股权投资占比提高,

表 2 城投平台不同股权投资对经济增长的影响

	GDP Growth					
	全样本				低经济水平组	高经济水平组
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Log (Sole Investment)	0.036 (1.551)			0.043* (1.860)	0.050 (1.389)	0.051* (1.671)
Log (Lead Investment)		0.064** (2.639)		0.058** (2.405)	0.063* (1.722)	0.062** (2.039)
Log (Follow Investment)			0.096*** (3.710)	0.093*** (3.596)	0.115** (3.273)	0.078** (2.320)
控制变量	是	是	是	是	是	是
县固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	15073	15073	15073	15073	7552	7521
调整的 R ²	0.384	0.385	0.385	0.385	0.376	0.412

表 3 异质性检验

	GDP Growth							
	低市场化水平组		高市场化水平组		低国有资产组		高国有资产组	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Log (Investment)	0.014 (0.379)		0.116*** (3.553)		0.107** (3.099)		0.007 (0.222)	
Log (Sole Investment)		0.004 (0.108)		0.062** (2.123)		0.077** (2.067)		0.006 (0.184)
Log (Lead Investment)		-0.014 (-0.343)		0.104*** (3.378)		0.069* (1.761)		0.042 (1.473)
Log (Follow Investment)		0.104** (2.441)		0.080** (2.603)		0.094** (2.438)		0.072** (2.132)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
县固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	7658	7658	7415	7415	7891	7891	7182	7182
调整的 R ²	0.385	0.385	0.423	0.424	0.398	0.399	0.385	0.385

^①樊纲等所编制的市场化指数。

^②数据来自《中国国有资产监督管理年鉴》。

^③篇幅所限, 具体回归结果未予以列示, 感兴趣的读者可向作者索取。

对当地经济增长具有显著正效应。

由于本文选用样本为有城投平台信息的各县，可能造成样本选择偏差问题。为避免此类问题影响回归结果，使用 Heckman 两步法进行稳健性检验，回归结果并未发生改变。同时，本文通过构建工具变量解决内生性问题。具体参考 Laeven & Levine (2009)，选用同省其他县的城投平台股权投资均值作为工具变量。回归结果显示，在解决内生性问题后，城投平台各股权投资变量对经济增长回归系数依然显著为正。

(四) 政策冲击识别因果关系

根据式 (2) 进行事件分析。如图 1 所示，政策冲击前，组间差异并没有明显趋势；政策冲击后，组间差异明显提高。这一结果说明实验组和控制组不存在事前趋势，满足平行趋势检验^①。同时验证本文研究设定较为可靠，可进行相应的 DID 分析。

为识别因果关系，本文对式 (3) 进行相关实证研究分析，具体回归结果如表 4 所示。表 4 列 (1) 一列 (4) 显示，政策冲击变量对城投平台各类股权投资变量回归系数均显著为正，说明政策冲击后，实验组中城投平台股权投资规模相比于控制组显著提高。列 (5) 中政策冲击变量对经济增长回归系数显著为正，说明政策冲击后，实验组经济增长要显著高于控制组。以上结果说明，当城投平台股权投资受到正向冲击后，经济增长相应提高，验证假设 2。

为进一步验证政策冲击通过影响城投平台股权投资推动当地经济增长，本文加入城投平台各类股权投资变量与政策冲击变量交乘项，对经济增长进行回归分析。

表 5 回归结果显示，城投平台股权投资变量同政策冲击变量交乘项对经济增长回归系数显著为正，进一步验证表 4 结论。值得注意的是，城投平台对全政府资本公司的股权投资受到正向政策冲击时，相比于其他两类投资，对经济增长推动效应并不显著。

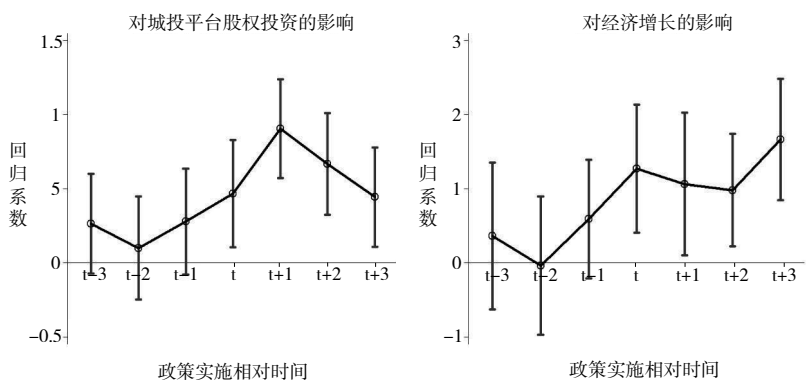


图 1 政策冲击对城投平台股权投资与经济增长的影响

注：图中圆点代表对应变量系数的估计值，钉形线段代表 90% 的置信区间；横轴代表政策冲击发生前后年数，t 为基期，t+1 代表基期后 1 年，t-1 代表基期前 1 年，以此类推。

表 4 政策冲击影响下城投平台股权投资回归结果

	Log (Investment)	Log (Sole Investment)	Log (Lead Investment)	Log (Follow Investment)	GDP Growth
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Treat×Post	0.512*** (3.819)	0.343** (2.594)	0.589*** (4.339)	0.692*** (4.670)	1.327*** (3.441)
控制变量	是	是	是	是	是
县固定效应	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是
样本量	15503	15503	15503	15503	15073
调整的 R ²	0.381	0.274	0.172	0.214	0.385

^①其他城投平台股权投资变量同样满足平行趋势检验。篇幅所限，具体结果未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。

表5 政策冲击影响下股权投资对经济增长回归结果

	GDP Growth				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Treat×Post	0.011 (0.020)	0.984** (2.279)	0.868** (2.117)	0.759* (1.698)	0.482 (0.996)
Treat×Post×Log (Investment)	0.170** (3.104)				
Log (Investment)	0.047* (1.879)				
Treat×Post×Log (Sole Investment)		0.063 (1.347)			0.014 (0.303)
Log (Sole Investment)		0.022 (0.794)			0.039 (1.444)
Treat×Post×Log (Lead Investment)			0.117** (2.588)		0.089* (1.947)
Log (Lead Investment)			0.031 (1.126)		0.031 (1.124)
Treat×Post×Log (Follow Investment)				0.119** (2.444)	0.080* (1.666)
Log (Follow Investment)				0.065** (2.367)	0.070** (2.543)
控制变量	是	是	是	是	是
县固定效应	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是
样本量	15073	15073	15073	15073	15073
调整的 R ²	0.386	0.385	0.386	0.386	0.386

四、进一步讨论

(一) 创新水平正向促进作用

对假设3进行回归分析，具体结果如表6所示。表6列(1)中对全政府资本公司股权投资变量与所投该类公司专利数变量交乘项 $\text{Log (Sole Investment)} \times \text{Log (Sole Patent)}$ 对经济增长回归系数并不显著；列(2)中对政府资本为主社会资本为辅公司股权投资变量同所投该类公司专利数变量交乘项 $\text{Log (Lead Investment)} \times \text{Log (Lead Patent)}$ 对经济增长回归系数显著为正；列(3)中对社会资本为主公司股权投资变量同所投该类公司专利数变量交乘项 $\text{Log (Follow Investment)} \times \text{Log (Follow Patent)}$ 对经济增长回归系数同样显著为正。从表6结果可知，城投平台所投有社会资本参与公司的创新水平，对城投平台该类股权投资推动经济增长起到正向促进作用，这一结果验证假设3。

(二) 稳健性检验

专利分为三类，一类是发明专利，其科技含量最高，授权难度也最大；另外两类为实用新型专

利和外观设计专利，该类专利科技含量低，授权率接近100%。谭小芬和钱佳琪（2020）指出，发明专利数量能够有效反映公司实质性创新水平。根据前文收集的专利信息，进一步构建发明专利数变量进行稳健性检验。构建的变量包括城投平台所投全政府资本公司当年新增发明专利数变量 $\text{Log}(\text{QSole Patent})$ ；城投平台所投以政府资本为主社会资本为辅公司当年新增发明专利数变量 $\text{Log}(\text{QLead Patent})$ ；城投平台所投以社会资本为主公司当年新增发明专利数变量 $\text{Log}(\text{QFollow Patent})$ ^①。参考表6进行回归分析，从回归结果可知^②，城投平台所投有社会资本参与公司的实质性创新水平，对城投平台该类股权投资推动经济增长同样起到正向促进作用。该回归结果进一步验证假设3。

五、结论与政策建议

本文对县级城投平台股权投资进行实证研究分析，发现县级城投平台股权投资对当地经济发展具有显著正效应，尤其对对社会资本参与公司的股权投资，对当地经济增长正效应更显著。值得注意的是，在市场化程度低以及国有资产规模高的地区，城投平台股权投资应重点关注以社会资本为主的公司。进一步研究发现，随着被投资公司创新水平提高，城投平台股权投资规模上升，对经济增长推动作用进一步提高。

基于研究结论，本文提出以下政策建议。

第一，通过城投平台股权投资助力县域经济发展。《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》出台反映中央重视县域经济发展，文中更是提出整合利用好既有平台公司。而本文研究发现，城投平台股权投资对于各县经济发展具有促进作用。未来县域经济发展过程中，应引导鼓励各县城投平台积极开展股权投资活动，配合政策实施，推动当地经济增长。

第二，建议相关城投平台向地方资本投资公司方向转型。本文相关结果为城投平台后续转型提供实证参考依据，在融资功能被剥离后，继续以股权投资形式服务当地经济发展。对于先前具有股权投资功能的城投平台所在地，应充分发挥其所具有的专业投融资能力，加强股权投资。对于先前没有该类城投平台的地区，可通过对不符合发展需要的平台进行重组整合，将有效资产归并，增加股权投资功能。

表6 城投平台股权投资与创新水平对经济增长的影响

	GDP Growth			
	(1)	(2)	(3)	(4)
$\text{Log}(\text{Sole Investment})$	0.030 (1.227)			0.045* (1.723)
$\text{Log}(\text{Sole Investment}) \times \text{Log}(\text{Sole Patent})$	0.038 (1.429)			0.037 (1.386)
$\text{Log}(\text{Sole Patent})$	-0.279 (-1.200)			-0.270 (-1.181)
$\text{Log}(\text{Lead Investment})$		0.036 (1.340)		0.030 (1.126)
$\text{Log}(\text{Lead Investment}) \times \text{Log}(\text{Lead Patent})$		0.038*** (3.406)		0.040*** (3.517)
$\text{Log}(\text{Lead Patent})$		-0.089 (-1.256)		-0.135* (-1.836)
$\text{Log}(\text{Follow Investment})$			0.080** (2.941)	0.077** (2.845)
$\text{Log}(\text{Follow Investment}) \times \text{Log}(\text{Follow Patent})$			0.021** (2.101)	0.020** (2.012)
$\text{Log}(\text{Follow Patent})$			-0.108** (-2.020)	-0.107** (-2.021)
控制变量	是	是	是	是
县固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
样本量	15064	15073	15073	15064
调整的 R ²	0.384	0.385	0.385	0.386

^①变量均进行加1取对数处理。篇幅所限，相关变量未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。

^②篇幅所限，具体回归结果未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。

第三，应重点关注有社会资本参与和创新水平高的公司。根据前文实证结果可知，城投平台股权投资应重点关注有社会资本参与的公司，增加对这类公司的投资比重，尤其在市场化水平较低和国有资本规模较高的地区，应以社会资本为主公司为主要投资对象。此外，还应关注创新对地区经济发展的推动作用，增加对高创新水平公司的投入。通过对这类公司投资，引导鼓励创新发展，增强城投平台股权投资对经济增长的促进作用。

第四，推动有效市场和有为政府结合。城投平台股权投资属于有为政府具体经济行为表现之一，其推动地区经济增长功能的发挥离不开有为政府做出的正确投资决策。而实证结果表明，如果市场化程度较低，城投平台股权投资对地区经济增长推动效果并不显著。要充分发挥城投平台股权投资的经济促进作用，须有效市场配合。今后应继续推动有为政府与有效市场有机结合，形成互相补充和互相促进的格局，服务经济发展。

(责任编辑 赵 雪)

参考文献:

- [1] 曹光宇, 刘晨冉, 周黎安, 刘畅. 财政压力与地方政府融资平台的兴起[J]. 金融研究, 2020 (5): 59-76
- [2] 陈云贤. 中国特色社会主义市场经济: 有为政府+有效市场[J]. 经济研究, 2019 (1): 4-19
- [3] 郭玉清, 刘俊现, 姜晓妮. 转型视域下的融资平台风险治理: 政策评估与战略取向[J]. 财政研究, 2021 (6): 55-69
- [4] 郝颖, 刘星. 政府干预、资本投向与结构效率[J]. 管理科学学报, 2011 (5): 52-73
- [5] 贾俊生, 伦晓波, 林树. 金融发展、微观企业创新产出与经济增长——基于上市公司专利视角的实证分析[J]. 金融研究, 2017 (1): 99-113
- [6] 鞠晓生, 卢荻, 虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 经济研究, 2013 (1): 4-16
- [7] 林毅夫, 王子晨. 论有为政府和有限政府[J]. 理论建设, 2016 (6): 130-131
- [8] 刘大勇, 孟悄然, 段文斌. 科技成果转化对经济新动能培育的影响机制——基于230个城市专利转化的观测与实证分析[J]. 管理科学学报, 2021 (7): 49-65
- [9] 刘光明. 政府产业投资基金: 组织形式、作用机制与发展绩效[J]. 财政研究, 2019 (7): 71-76
- [10] 马树才, 华夏, 韩云虹. 地方政府债务如何挤出实体企业信贷融资?——来自中国工业企业的微观证据[J]. 国际金融研究, 2020 (5): 3-13
- [11] 毛捷, 徐军伟. 中国地方政府债务问题研究的现实基础——制度变迁、统计方法与重要事实[J]. 财政研究, 2019 (1): 3-23
- [12] 毛捷, 徐军伟. 地方融资平台公司的市场化转型研究——制度溯源、个性刻画与实现路径[J]. 财贸经济, 2021 (3): 28-43
- [13] 宋博天, 姚东旻. “城投部门”议价能力与地方政府债务扩张[J]. 管理世界, 2021 (12): 92-110
- [14] 谭小芬, 钱佳琪. 资本市场压力与企业策略性专利行为: 卖空机制的视角[J]. 中国工业经济, 2020 (5): 156-173
- [15] 汪峰, 熊伟, 张牧扬, 钟宁桦. 严控地方政府债务背景下的PPP融资异化——基于官员晋升压力的分析[J]. 经济学(季刊), 2020, 19 (3): 1103-1122
- [16] 温来成, 苏超. 地方政府投融资平台整合前景及对策研究[J]. 财贸经济, 2013 (5): 28-35
- [17] 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]. 管理世界, 2020, 36 (9): 37-59
- [18] 余琰, 罗炜, 李怡宗, 朱琪. 国有风险投资的投资行为和投资成效[J]. 经济研究, 2014, 49 (2): 32-46
- [19] 朱思雄, 高云才, 余建斌, 吴秋余. 合肥跃升的神奇“密码”[N]. 人民日报, 2021-3-14
- [20] Borisova G, Fotak V, Holland K. Government Ownership and the Cost of Debt: Evidence from Government Investments in Publicly Traded Firms[J]. Journal Financial Economics, 2015, 118 (1): 168-191

- [21] Boubakri N, Ghoual S E, Guedhami O, Megginson W L. The Market Value of Government Ownership[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 50: 44–65
- [22] Brander J A, Du Q Q, Hellmann T. The Effects of Government–Sponsored Venture Capital: International Evidence[J]. *Review of Finance*, 2015, 19 (2): 571–618
- [23] Faccio M, Masulis R W, Meconnell J J. Political Connections and Corporate Bailouts[J]. *Journal of Finance*, 2006, 61 (6): 2597–2635
- [24] Gan J, Yan G, Xu C. Decentralized Privatization and Change of Control Rights in China[J]. *Review of Financial Studies*, 2018, 31 (10): 3854–3894
- [25] Huang Y, Pagano M, Panizza U. Local Crowding-Out in China[J]. *Journal of Finance*, 2020, 75 (6): 2855–2898
- [26] Laeven L, and Levine R. Bank Governance, Regulation and Risk Taking[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93 (2): 259–275
- [27] Li J, Xia J, Zajac E J. On the Duality of Political and Economic Stakeholder Influence on Firm Innovation Performance: Theory and Evidence from Chinese Firms[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 39 (1): 193–216
- [28] Lin Y, Fu X, Fu X. Varieties in State Capitalism and Corporate Innovation: Evidence from an Emerging Economy [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 67: 101919
- [29] Solow R. Technological Change and the Aggregate Production Function[J]. *Review of Economics and Statistics*, 1957, 39 (3): 312–320
- [30] Zhang X, Yu M, Chen G. Does Mixed–Ownership Reform Improve SOEs’ Innovation? Evidence from State Ownership[J]. *China Economic Review*, 2020, 61: 101450

Equity Investment of Urban Investment Platform and Development of County Economy

Zhou Yinggang^{1,2} and Fan Jianchao²

(1.Wang Yanan Institute for Studies in Economics, Xiamen University; 2.School of Economics, Xiamen University)

Summary: After the central government introduced a series of policies and measures to strip the financing function off urban investment platforms (UIPs), the subsequent transformation of UIPs has become an important issue. At the same time, the central government issued corresponding policies to emphasize the importance of county economic development. The purpose of this study is to provide empirical evidence for the future transformation of UIPs, and to discuss the positive role that UIPs have played in county economic development.

By collecting the relevant data of UIPs’ equity investment, this paper empirically tests the impact of UIPs’ equity investment on the economic growth of the county. In addition, the equity investment is further divided based on the type of company invested, and the differences between different types of equity investment are discussed. At the same time, this paper introduces the innovation level for mechanism analysis, and discusses the impact of UIPs’ equity investment and innovation on county economic growth.

The empirical results show that UIPs’ equity investment has a significant positive effect on county economic growth, especially for the equity investment of companies with social capital participation. It is worth noting that in areas with a low degree of marketization and a high scale of state-owned assets, UIPs’ equity investment should focus on companies with social capital as the mainstay. Further research finds that the level of innovation played a positive role in promoting economic growth through UIPs’ equity investment.

After being stripped of the government financing function, UIPs can be transformed into a local government capital investment company, and the county UIPs can continue to serve local economic development through equity investment. Future investment should focus on companies with social capital participation and companies with a high level of innovation.

Keywords: Equity Investment; Investment Platform Transformation; Economic Development; Innovation

JEL Classification: G18, H54, R38