

长三角金融市场一体化中的行政边界壁垒测度

——基于企业债务融资成本的实证研究

武英涛¹, 茆训诚², 张云¹

(1. 复旦大学经济学院, 上海 200433; 2. 上海师范大学商学院, 上海 200234)

摘要:基于一价定律,从企业债务融资成本的新视角研究长三角金融市场行政边界壁垒的动态趋势、空间分布及突破重点等。研究发现:长三角部分城市间已不存在行政边界壁垒,但其他大部分城市的边界壁垒仍呈递增趋势,金融市场一体化进程相对滞后;各城市边界壁垒在空间分布上大致呈现以上海为中心,离上海越近边界壁垒越小的规律;各城市的省际边界壁垒远大于省内的市际边界壁垒。壁垒形成的主要原因在于,地方金融机构的跨区域经营限制和地方行政分割引致的资本跨区域流动信息成本增加等。长三角金融市场一体化的推进重点在于建立长三角企业信用信息的完全共享,尝试建立跨区域性的金融机构如联合发展银行、联合发展基金等,以进一步突破地区间的行政边界壁垒。

关键词:长三角一体化;边界壁垒;债务融资成本;金融市场

中图分类号:F207 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-4970(2019)05-0041-10

一、引言

2018年,长三角区域一体化已上升为国家战略,由此进一步凸显了长三角一体化的重要性和迫切性。长三角经济总体增长的历程也是各区域经济相互促进、融合发展的过程^[1],而金融作为经济增长的重要推动力,金融一体化是区域一体化的基本要素^[2],长三角区域巨大的金融优势成为支撑其快速发展的重要因素。但在行政分权和金融区域管制

的大背景下,加之区域间文化认识等“软信息”不对称的客观存在^[3],全国金融市场的行政边界壁垒仍然比较突出^[4]。长三角地区尽管早在2007年便正式启动金融协调工作,但金融市场一体化的进程比较缓慢。

从相关研究来看,尽管对长三角经济一体化问题已有较多的研究成果,但就金融市场一体化或边界壁垒的研究却凤毛麟角。如李方通过对比指出长三角金融一体化的发展落后于实体经济一体化^[5];

收稿日期:2019-02-28

基金项目:上海市人民政府研究中心决策咨询项目(2017-GR-s3);中国博士后科学基金资助项目(2017M611424);上海市浦江人才计划资助(16PJC065)

作者简介:武英涛(1981—),男,山东寿光人,博士后,从事城市与环境经济研究。

运用长三角各省市的银行存贷款数据,魏清的研究指出1994年后长三角金融市场越来越偏离一体化^[6];基于信贷增长率指标,高杰英等构建了SVAR模型并认为长三角和京津冀的金融一体化程度已经较高^[7]。尽管以上文献对研究长三角金融市场一体化或行政边界壁垒问题具有很好的启示,但仍无法有效回答上述提及的4个重要问题。相对经济一体化,金融市场一体化研究较少的原因主要在于数据的可获得性和评估方法的问题,因为相对产品市场,我国资本等要素市场的相关数据(如交易量、价格等)统计相对滞后,阻碍了此问题的深入研究。而且,目前金融市场一体化评估方法多是国家间证券市场一体化的相关研究^[8],由于主权国家各地区间的金融市场往往在地位上存在较大差异(比如并不是所有地区都有股票市场或债券市场等),所以许多方法并不适用。在长三角金融市场一体化视阈下,如何选择合适的样本数据和方法来有效测度金融市场地区间的边界壁垒问题是一个很大的挑战。

长三角地区金融市场拥有上海发达的资本市场(包括上海证券交易所等各类风险投资市场),且各省也有相应的股权交易中心等,但基于银行市场等的间接融资市场仍是长三角金融市场的主体^[9],因此,研究银行市场地区间的行政边界壁垒情况在长三角金融市场一体化中更具代表意义。目前,国外已有研究开始从贷款利率是否趋于一致的视角测度地区间银行市场的一体化程度^[10],也有一些研究探索了具体的行政边界壁垒^[11],即确定行政边界的基础上考察边界相邻国家(州、城市)样本数据的差异特性,从而判别边界效应的程度,这些都为基于地区间行政边界壁垒问题来研究长三角金融市场一体化提供了很好的启示。

综上,笔者将以间接融资市场为主体研究长三角金融市场的行政边界壁垒,从融资需求侧——非金融企业债务融资成本的视角进行分析。相对而言,这将包含更加广泛的贷款市场,包括银行、小额贷款公司、典当公司等贷款以及发行公司债融资等,从而能更加全面地反映金融市场资源配置的边界壁垒。基于《中国工业企业数据库》以及长三角地区(包括安徽)共67万多个企业有效数据样本,并结合中国贷款利率政策改革与长三角金融协调工作进程^①,研究2004—2013年长三角地区省级层面、市级层面相邻城市间的省际和市际行政边界壁垒程度及动态变化趋势,并对城市的省际行政边界壁垒与

其省内的市际行政边界壁垒进行对比分析,这不仅对把握当前长三角金融市场一体化协调工作的重点具有重要启示,也为金融市场一体化的相关研究在研究视角和研究方法等方面提供了新的补充。

二、研究假设与实证模型

1. 研究假设

理论上,根据“一价定律”可知,在完全一体化的金融市场中(即不存在行政边界壁垒),对于两个相邻的地区(城市)而言,因不存在距离问题(相应的交易成本),那么在其他条件相同的情况下,两个区域市场中的资本价格(贷款利率)应基本一致,即控制其他影响因素后的企业债务融资成本应在统计意义上无显著差异。根据公司财务理论可知,债务融资成本的大小主要取决于企业的信用等级,而企业的信用等级由企业的特征所决定,如盈利能力、企业规模、企业年龄、所有制性质、偿债能力、所处行业、地区政策等因素。在测度行政边界效应的程度时,必须有效控制这些差异化的因素。根据长三角地区金融协调发展工作的推进情况以及各地区(城市)间经济、金融等的融合发展情况,得到行政边界壁垒的基本研究假设。

假设一,行政边界壁垒的存在性:如果长三角地区各行政边界相邻的省市(城市)间的债务融资成本在控制相关变量后在统计上仍存在显著差异,则可以认为金融市场间存在行政边界壁垒。

假设二,行政边界壁垒的动态性:随着长三角金融协调工作的推进和经济一体化的发展,长三角金融市场的行政边界壁垒应表现出逐渐减小的趋势,否则在一定程度上可以认为长三角地区金融协调工作即市场一体化进程的成效并不显著。

假设三,行政边界壁垒大小的(城市)空间布局:上海周边的相关城市,包括苏州、无锡、嘉兴等,不仅自身有较好的金融基础,且受到更多上海的金融辐射,从而金融发展水平已经普遍较高,且经过多年市场、文化、交通等融合发展,相对具备了一体化程度;而安徽省因2014年刚进入长三角城市

① 2004年10月29日,中国人民银行决定放开金融机构(不含城乡信用社)人民币贷款利率上限;2007年,上海、江苏和浙江签订了《推进长江三角洲地区金融协调发展支持区域经济一体化框架协议》;2008年,上海、江苏和浙江召开“推进长江三角洲地区金融协调发展工作第一次联席会议”。

群范围,无论是市场融合度还是发展水平都欠佳,从而上海周边的城市相对行政边界壁垒可能更小,而越靠近安徽省边界的城市可能边界壁垒更大。

假设四,省际与省内市际行政边界壁垒的比较:相邻城市在省内的行政边界壁垒应该比跨省的省际边界的行政边界壁垒要小。相对而言,行政跨度范围越小的区域间具有更多的政策、管理、文化等相似性,从而市场的一体化程度更好。比如江苏省的苏州市与同省内的无锡市间的行政边界壁垒应该比与上海的边界壁垒要小。

2. 城市配对

除测度总体省级层面(即上海市、浙江省、江苏省和安徽省)边界壁垒的程度,重点以长三角城市群中行政边界相邻城市为样本,具体测度长三角的城市行政边界壁垒的时空变化趋势。另外,还对同一城市面临的省际边界壁垒和同一省内的市际边界壁垒进行估计,以对比分析长三角金融市场行政壁垒的重点。根据2016年5月国务院批准的《长江三角洲城市群发展规划》可知,长三角城市群包括上海,江苏省的南京、无锡、常州、苏州、南通、盐城、扬州、镇江、泰州,浙江省的杭州、宁波、嘉兴、湖州、绍兴、金华、舟山、台州,安徽省的合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、滁州、池州、宣城等,这些城市中的大部分都是相邻的城市。因此,根据行政边界情况,得到相应的城市配对情况。

(1) 省际边界相邻的配对城市

上海边界相邻的城市:主要是江苏省的苏州和南通以及浙江省的嘉兴。

江苏省与浙江省边界相邻城市:主要是苏州与嘉兴、苏州与湖州、无锡与湖州。

江苏省与安徽省边界相邻城市:主要是常州与宣城、南京与宣城、南京与马鞍山、南京与滁州。

浙江省与安徽省边界相邻城市:主要是湖州与宣城、杭州与宣城。

(2) 省内市际边界相邻的配对城市

为了对比分析,选择以上主要省际边界城市相邻的同一省内城市,主要包括:①江苏省的苏州与无锡、苏州与南通、无锡与常州、南京与常州、南京与镇江、南京与扬州;②浙江省内的嘉兴与湖州、嘉兴与杭州、湖州与杭州、杭州与绍兴、杭州与金华;③安徽省内的宣城与芜湖、马鞍山与芜湖、马鞍山与合肥、滁州与合肥。实际上,除了上海这一金融中心城市外,这些城市已经包括了长三角的次金融中心,即南

京、杭州、合肥等。

综上所述,配对城市共涉及长三角城市群的18个城市,相应的长三角区域主要边界相邻城市的配对情况见表1。

表1 长三角地区各省市行政边界相邻城市配对情况

配对情况	上海市	江苏省	浙江省	安徽省
上海市	—	上海—苏州 上海—南通	上海—嘉兴	—
江苏省		苏州—无锡 苏州—南通 无锡—常州 南京—扬州 南京—镇江 南京—常州	苏州—嘉兴 苏州—湖州 无锡—湖州	常州—宣城 南京—宣城 南京—马鞍山 南京—滁州
浙江省			嘉兴—湖州 嘉兴—杭州 湖州—杭州 杭州—金华 杭州—绍兴	湖州—宣城 杭州—宣城
安徽省				宣城—芜湖 马鞍山—芜湖 马鞍山—合肥 滁州—合肥

注:表格中对角线上的为省内相邻的配对城市;表中配对城市沿对角线是对称的。

3. 实证模型

以债务融资成本作为因变量,在控制相关企业债务融资成本影响因素的基础上,将地区或城市作为虚拟变量,通过考察相邻地区债务融资成本的差距得到行政边界壁垒的大小。借鉴李广子等^[12]的研究,设定相关控制变量。

(1) 企业偿债能力的相关变量

一般而言,偿债能力越高的企业承担的融资成本越低。相关指标包括:①企业规模。规模越大,企业具有更高的信息透明度,相应的偿债风险相对较小,从而融资成本可能更低。②资产负债率。此次研究的是存量负债与融资成本的关系,从而具有较高负债率的企业被认为能获得更大比例债务的信用水平,即具有较强的偿债能力,这也就意味着存量负债比率越高的企业,其融资成本可能更低。③有形资产债务比。有形资产往往是一家企业抵押担保的重点,在一定程度代表了企业融资的担保能力,而担保能力越强的企业可能获得更低的融资成本。

(2) 企业盈利能力的相关变量

现有研究对于盈利能力与企业融资成本关系的结论并不完全统一。一般认为,许多高收益率的企业往往是高风险企业或处于行业生命周期中发展期

的企业,融资时通常可以承受较高的融资成本,从而较高盈利的企业需要承担较高的融资成本。但也部分学者提出,高盈利企业具有较高的偿债能力,从而应承担较低的融资成本,但是这很可能忽视了高收益背后的风险问题。

(3) 企业年龄的相关变量

一般而言,在其他控制变量相同的情况下,发展历程相对较长的公司拥有更多的社会声誉及与相关银行交往经验,即信息不对称程度更低,在相同情况下,其因信息等优势而可能获得更低的融资成本^[13]。

(4) 企业所有制性质的相关变量

所有制信贷歧视在中国仍是普遍现象,通常认为国有企业能获得更低利率的融资,为更合理地估计金融市场的边界壁垒,必须控制企业的所有制性质。

(5) 企业所属行业的相关变量

一般研究认为,企业融资成本与企业所处行业的竞争程度显著正相关,同样情况下,隶属不同行业的企业可能在融资成本上有所差异。

综上所述,相关变量总结如表2所示。

结合表2,以省级层面的行政边界壁垒估计为例,融资成本面板数据模型设定如下:

$$\begin{aligned}
 Cost_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Scale_{it} + \alpha_2 DebtRatio_{it} + \\
 & \alpha_3 Guarantee_{it} + \alpha_4 Profitability_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \\
 & \alpha_6 State_{it} + \alpha_7 Collective_{it} + \alpha_8 Private_{it} + \\
 & \alpha_9 Foreign_{it} + \alpha_{10} Manufacturing_{it} + \\
 & \alpha_{11} Electricity_{it} + \alpha_{12} ZJ_{it} + \alpha_{13} JS_{it} + \\
 & \alpha_{14} AH_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

表2 实证模型主要变量选择与说明

相关变量	变量名称	变量符号	变量说明
因变量	债务融资成本	<i>Cost</i>	支付利息/负债合计,表征综合融资成本,此次研究主要考察有息的债务融资成本,在负债合计中减去相应的应付账款
控制变量	企业规模	<i>Scale</i>	企业总资产的自然对数
	资产负债率	<i>DebtRatio</i>	负债合计/总资产
	有形资产债务比	<i>Guarantee</i>	有形资产合计/总资产
	资产收益率	<i>Profitability</i>	净利润/总资产
	企业年龄	<i>Age</i>	实证年份减去企业成立年份
	企业所有制性质(虚拟变量):国有企业、集体企业、私营企业、外资(包括港澳台)企业、法人企业	<i>StateCollective, Private, ForeignCorporate</i>	因港澳台企业和外资企业数量较少,简便起见,将两者合并,统称为外资企业,共有5个虚拟变量
企业所属行业(虚拟变量):采矿业、制造业、电力热力行业	<i>Mining, Manufacturing, Electricity</i>	有关工业行业分类,根据国民经济行业分类标准,可分为采矿业、制造业和电力热力行业3个大类,也可以根据两位分位码将制造业进一步细分(如食品加工业、烟草制品业、纺织业等),实证部分进行分别估计,这里以3个大类行业为例列出了相关变量及符号	
主要解释变量	企业所在地区(虚拟变量):上海、浙江、江苏、安徽	<i>SH, ZJ, JS, AH</i>	作为测度边界壁垒的主要解释变量,这里的地区划分除了省级层面外,主要根据城市配对的部分设定虚拟变量,以省级层面为例列出了相关变量和符号

注:行业和地区虚拟变量只是列举部分例子,具体计算时会有所增加。

式中:下标*i, t*分别表示企业和年份, $\alpha_i (i=0, 1, \dots, 14)$ 为相应的待估计系数, ε_{it} 为残差项。另外,行业虚拟变量是相应的以采矿业作为比较基准,省级地区虚拟变量以上海作为比较基准。

由于企业债务融资成本还受到其他个体因素的影响,比如银企关系等,但这些变量很难获得,并且短时间内变化不大,因此,选择面板数据模型更有利于控制企业个体的异质性,加上此次研究的样本数据量很大,可以有效降低变量间可能发生的共线性,从而保障估计结果的有效性和稳健性。

三、数据来源与说明

1. 数据来源与处理

微观企业数据主要来源于国家统计局《中国工业企业数据库》(2004—2013年),部分宏观金融数据来自《中国区域金融报告》。因企业层面数据样本存在一些缺失数据,笔者对数据进行一定的筛选处理,包括剔除了企业代码、利息支出和负债总额数据缺失的样本以及负债合计、总资产等为零的样本。同时,为避免极端异常值对估计结果的影响,只保留了债务融资成本和资产收益率取值在-100%和100%之间的企业样本。经处理,2004—2013年长三角地区有效样本观测值675 899个。

2. 数据描述性统计

因变量和主要控制变量(不包括虚拟变量)的数据描述性统计见表3。

表3 企业数据样本描述性统计值

变量	均值	标准差	最小值	最大值
债务融资成本(<i>Cost</i>)	5.55	8.30	0.00	100.00
企业规模(<i>Scale</i>)	10.35	1.46	5.21	19.22
资产负债率(<i>DebtRatio</i>)	65.26	27.38	0.00	150.00
有形资产债务比(<i>Guarantee</i>)	1.99	6.18	0.00	2797.50
资产收益率(<i>Profitability</i>)	7.59	13.57	-99.75	100.00
企业年龄(<i>Age</i>)	9.14	7.99	0.00	185.00

四、实证估计与结果分析

首先给出长三角地区省级层面及各城市债务融资平均成本的空间分布现状;其次基于样本数据和模型(1),即在控制相关变量的条件下,进一步估计平均债务融资成本在地区间是否存在统计上的显著差异以及发展趋势情况;再次,比较不同城市行政边界壁垒情况及相应的省际边界和省内市际边界的边界壁垒的差异程度,并分析相应的可能原因。

1. 长三角地区债务融资成本空间分布状况

首先,计算得到2004—2013年长三角地区各城市的平均债务融资成本空间分布情况。结果表明,不仅长三角三省一市在企业平均债务融资成本上有较大差异,而且各城市间的平均债务融资成本差异也较为显著。从空间分布来看,相对省际行政边界相邻的城市,省内相邻城市间的差异较小。

2. 长三角地区金融市场行政边界壁垒的估计与分析

长三角金融市场边界壁垒的大小,即面板数据模型式(1)中各对应相邻城市虚拟变量差异的大小,而面板数据模型的估计方法一般包括固定效应模型和随机效应模型。此次研究为典型的短面板数据模型,因此选择随机效应模型进行相关系数估计。

在得到相关虚拟变量估计系数后,根据虚拟变量的估计系数之差得到两两省市地区或城市之间的边界壁垒大小,其也有两种方法可以估计。以城市间边界壁垒估计为例,第一种方法是将配对城市两两分别估计,从而得到在控制相关变量的情况,一个城市相对另一个城市的债务融资成本的差异,并能从统计显著性上得到两城市的差异是否是显著的,但因没有统一的比较标准,从而不方便对具体边界壁垒的大小进行比较。第二种方法是选择一个基准城市,比如以上海作为参考基准,其他17个样本城市作为虚拟变量进行整体估计,这样就可以较好地估计不同城市间的边界壁垒程度,但部分城市间的边界壁垒的统计显著性上无法估计。通过估计对比

来看,这两种方法在估计相对债务融资成本差异上是一致的,因此,结合两种方法进行估计分析,即根据整体估计得到相应的系数,同时根据系数差异大小分别估计得到相应的统计显著性。

(1) 省级层面行政边界壁垒的估计

基于模型(1)并结合以上分析的两种方法估计长三角地区省级层面边界壁垒情况,其中,区域虚拟变量以上海作为参考基准,相关系数的估计结果如表4所示^①。

表4 长三角地区省级层面融资成本模型相关系数的估计结果

变量名称	变量符号	系数估计		
		总体 (2004— 2013年)	阶段一 (2004— 2008年)	阶段二 (2009— 2013年)
企业规模	<i>Scale</i>	-0.6456*** (-64.73)	-0.5607*** (-42.63)	-1.0114*** (-71.82)
资产负债率	<i>DebtRatio</i>	-0.0461*** (-111.77)	-0.0767*** (-114.65)	-0.0515*** (-88.83)
有形资产 债务比	<i>Guarantee</i>	0.1349*** (88.69)	0.2420*** (86.53)	0.0999*** (52.13)
资产 收益率	<i>Profitability</i>	0.0903*** (112.25)	0.0554*** (47.29)	0.0889*** (77.79)
企业年龄	<i>Age</i>	0.0226*** (13.05)	0.0114*** (5.55)	-0.0234*** (-9.12)
国有企业	<i>State</i>	-0.1188 (-1.26)	-0.4647*** (-3.86)	0.6666*** (4.83)
集体企业	<i>Collective</i>	1.5634*** (33.97)	-0.5559*** (-7.79)	2.5638*** (38.12)
私营企业	<i>Private</i>	-0.1334*** (-5.90)	-0.1259*** (-3.38)	0.6834*** (19.74)
外资企业	<i>Foreign</i>	1.9219*** (57.40)	-0.4657*** (-8.33)	2.1257*** (48.20)
制造业	<i>Manufac- turing</i>	0.0205 (0.11)	0.0170 (0.08)	-0.3316 (-1.30)
电力行业	<i>Electric</i>	0.4773* (1.94)	0.4685* (1.67)	1.0062*** (3.11)
地区虚拟 变量(江苏)	<i>JiangSu</i>	2.0205 (32.39)	1.5933*** (23.26)	1.6215*** (19.27)
地区虚拟 变量(浙江)	<i>ZheJiang</i>	1.3567*** (21.77)	0.7895*** (11.52)	0.9118*** (10.89)
地区虚拟 变量(安徽)	<i>AnHui</i>	2.7501*** (35.46)	1.7528*** (18.84)	1.7126*** (16.97)
常数项	<i>_cons</i>	11.9202*** (53.14)	13.2635*** (49.78)	17.7360*** (56.25)

注:估计系数下方圆括号内数据为z值,上标***、**、*分别代表系数在1%、5%和10%的水平下显著,下同。

①本文也将制造业进行细分的10个行业作为虚拟变量进行了计算。实证结果表明,细分行业样本相关虚拟变量估计系数均不显著,这一定意义上说明债务融资成本的高低与细分行业关系不大,以下同。从而因篇幅原因这里没有列出细分行业的结果。

由表4可以看出,相对上海而言,在控制了相关企业企业的偿债能力、盈利能力、所有制性质、隶属行业等变量后,相邻的江苏省和浙江省以及周边的安徽省的企业平均债务融资成本仍然在统计上存在显著差异,其中,安徽最高、江苏次之,浙江最低,从而证实了假设一,即长三角地区各省市间仍存在显著的行政边界壁垒。同时,从其他控制变量的估计系数来看,企业规模、资产负债率与债务融资成本显著负相关,即规模越大、资产负债率越高的企业,其债务融资成本越低,这均符预期;而有形资产债务比、资产收益率与债务融资成本显著正相关,因为工业企业盈利较好的企业也往往具有较高的有形资产,从而盈利越高的企业,因其需要承担相应的高风险,从而表现出承担更高的债务融资成本,这与前面的分析也一致。从行业虚拟变量的估计系数来看,行业分类对债务融资成本的影响并不显著,而从所有制性质来看,估计系数总体比较显著,但人们关注的国有企业,无论是与股份制企业还是私营企业相比,平均债务融资成本并没有明显偏低^[12]。

结合分阶段的估计系数,进一步计算得到上海、江苏、浙江和安徽的两两省际边界壁垒程度大小及演变趋势(表5)。

表5 长三角地区省级层面2004—2013年行政边界壁垒情况及演变趋势

相邻省市	2004—2013年	2004—2008年	2009—2013年	变动趋势
上海—江苏	2.0205	1.5933	1.6215	0.0281
上海—浙江	1.3567	0.7895	0.9118	0.1223
江苏—浙江	0.6638	0.8039	0.7096	-0.0942
江苏—安徽	0.7296	0.1595	0.0911	-0.0683
浙江—安徽	1.3933	0.9633	0.8008	-0.1626

由表5可见,平均而言,2004—2013年上海与邻省(江苏、浙江)的边界壁垒非常显著,且分阶段来看并没有减小的趋势,这与假设二并不相符,即在一定程度上说明上海与江苏、浙江推进金融市场一体化协调工作的效果并不显著。除此之外,上海证券市场规模不断扩大及自贸区等带来的金融快速发展,使得其超过了江苏、浙江与安徽的金融发展平均水平,从而表现出相对差距更大。从趋势来看,江苏与浙江、安徽与江苏、安徽与浙江的金融市场边界壁垒却有减弱的趋势,除了这些省市间金融市场的相互融合包括银行间网络的不断相互深入等,也与这些省市的金融市场发展水平差距缩小有关。

(2)城市层面行政边界壁垒的估计

除以省市地区为单位估计长三角地区省级层面

的边界壁垒情况外,重点将以相邻城市为单位对城市层面的边界壁垒情况进行估计分析。结合前面两种方法进行估计,即根据整体估计得到相应的系数,同时,根据系数差异大小分别估计得到相应的统计显著性。同样,以上海市作为同一基准城市,对模型(1)进行估计得到各相邻的城市虚拟变量的系数详见表6。

表6 长三角地区城市层面融资成本模型相关系数的估计结果

变量名称	变量符号	系数估计		
		总体 (2005— 2013年)	阶段一 (2005— 2007年)	阶段二 (2008— 2010年)
企业规模	<i>Scale</i>	-0.4363*** (-42.14)	-0.3674*** (-26.03)	-0.7176*** (-49.80)
资产负债率	<i>Debratio</i>	-0.0311*** (-71.88)	-0.0604*** (-81.25)	-0.0327*** (-55.43)
有形资产 债务比	<i>Guarantee</i>	0.0834*** (51.42)	0.2130*** (64.07)	0.0460*** (23.53)
资产 收益率	<i>Profitability</i>	0.0496*** (53.76)	0.0276*** (20.48)	0.0431*** (33.09)
企业年龄	<i>Age</i>	0.0176*** (10.08)	0.0094*** (4.38)	-0.0158*** (-6.21)
国有企业	<i>State</i>	-0.0514 (-0.55)	-0.4189*** (-3.27)	0.4906*** (3.71)
集体企业	<i>Collective</i>	1.2480*** (25.99)	-0.3974*** (-5.25)	2.0748*** (30.23)
私营企业	<i>Private</i>	-0.0757*** (-3.08)	-0.1143*** (-3.18)	0.5742*** (15.68)
外资企业	<i>Foreign</i>	1.5118*** (43.85)	-0.1666*** (-2.93)	1.7448*** (39.19)
制造业	<i>Manufacturing</i>	0.5613** (2.52)	0.4329 (1.60)	0.5712 (1.87)
电力行业	<i>Electric</i>	0.7800*** (2.76)	0.5069 (1.49)	1.5252*** (4.08)
城市虚拟 变量(南京)	<i>nanjing</i>	1.1758*** (11.52)	1.0132*** (8.20)	0.9917*** (7.60)
城市虚拟 变量(无锡)	<i>wuxi</i>	0.7912*** (10.61)	0.7702*** (9.05)	0.7499*** (7.44)
城市虚拟 变量(常州)	<i>changzhou</i>	1.1835*** (14.78)	1.0505*** (11.42)	1.0420*** (9.81)
城市虚拟 变量(苏州)	<i>suzhou</i>	0.7883*** (12.22)	0.8750*** (11.63)	0.4926*** (5.82)
城市虚拟 变量(南通)	<i>nantong</i>	1.5140*** (19.28)	1.4021*** (15.21)	1.0819*** (10.63)
城市虚拟 变量(扬州)	<i>yangzhou</i>	1.8653*** (19.03)	1.8414*** (15.93)	1.6176*** (12.91)
城市虚拟 变量(镇江)	<i>zhenjiang</i>	1.0658*** (10.54)	1.0867*** (9.14)	0.8150*** (6.25)
城市虚拟 变量(杭州)	<i>hangzhou</i>	1.2728*** (18.31)	0.8245*** (10.17)	1.1001*** (12.18)

续表 6

变量名称	变量符号	系数估计		
		总体 (2005— 2013 年)	阶段一 (2005— 2007 年)	阶段二 (2008— 2010 年)
城市虚拟 变量(嘉兴)	<i>jiaxing</i>	1.1438*** (15.25)	1.0559*** (12.12)	0.6332*** (6.50)
城市虚拟 变量(湖州)	<i>huzhou</i>	1.5845*** (16.68)	1.1674*** (10.39)	1.2031*** (10.00)
城市虚拟 变量(绍兴)	<i>shaoxing</i>	1.7059*** (21.50)	1.2130*** (13.04)	1.5435*** (15.22)
城市虚拟 变量(金华)	<i>jinhua</i>	1.9518*** (23.58)	1.2240*** (12.47)	1.6600*** (15.80)
城市虚拟 变量(合肥)	<i>hefei</i>	2.0048*** (16.27)	1.0708*** (6.03)	1.5783*** (10.83)
城市虚拟 变量(芜湖)	<i>wuhu</i>	1.8149*** (13.76)	1.3096*** (7.07)	0.9904*** (6.27)
城市虚拟 变量(马鞍山)	<i>maanshan</i>	3.5835*** (18.76)	1.7502*** (6.51)	3.0996*** (13.72)
城市虚拟 变量(滁州)	<i>chuzhou</i>	2.7397*** (17.83)	2.2946*** (11.01)	1.9909*** (10.83)
城市虚拟 变量(宣城)	<i>xuancheng</i>	2.3650*** (15.03)	1.4370*** (6.83)	1.9266*** (10.05)
常数项	<i>_cons</i>	8.6297*** (33.94)	9.9306*** (31.47)	12.6496*** (35.63)

由表 6 可以看出,在控制了相关企业的特征变量后,18 个相关城市的企业平均债务融资成本仍然在统计上存在显著差异,即城市间省际行政边界壁垒仍是明显存在的。为进一步分析不同配对城市间金融市场的行政边界壁垒情况,基于表 6 和表 1 计算得到配对城市间的省际行政边界壁垒程度及变化趋势(表 7)。

表 7 长三角地区相邻城市金融市场的省际间边界壁垒水平及变化趋势情况

配对城市	2004—2013	2004—2008	2009—2013	变动趋势
上海—苏州	0.7883	0.8750	0.4926	-0.3824
上海—南通	1.5140	1.4021	1.0819	-0.3201
上海—嘉兴	1.1438	1.0559	0.6332	-0.4227
苏州—嘉兴	0.3555	0.1808	0.1405	-0.0403
苏州—湖州	0.7962	0.2924	0.7104	0.4180
无锡—湖州	0.7934	0.3973	0.4531	0.0559
常州—宣城	1.1816	0.3865	0.8846	0.4981
南京—宣城	1.1893	0.4238	0.9349	0.5112
南京—马鞍山	2.4078	0.7370	2.1079	1.3709
南京—滁州	1.5639	1.2814	0.9992	-0.2821
湖州—宣城	0.7805	0.2695	0.7235	0.4540
杭州—宣城	1.0922	0.6125	0.8265	0.2140

由表 7 可以看出,各配对相邻城市间金融市场行政边界壁垒的大小在统计上均为显著。首先,从行政边界壁垒程度来看,苏州—嘉兴边界壁垒相对

最小,而南京与相邻的安徽省相关城市(即宣城、马鞍山和滁州)相对最大;上海—南通行政边界壁垒也相对较大,尽管从地理位置来看上海与南通是接壤相邻,但因一江之隔,在交通等方面具有相对较大劣势,从而上海—南通边界壁垒显著符合预期,不过,随着轻轨、沪通高铁等交通设施的逐步建设完善,预期边界壁垒将会减小(从分阶段数据来看,也有减小的趋势)。

其次,从分阶段变化趋势来看,金融市场的边界壁垒减小的配对城市并不多,只有上海及周边城市(上海—苏州、上海—南通、上海—嘉兴,苏州—嘉兴)在 2004—2013 年两个阶段表现出显著的减小趋势,除南京—滁州外,其他配对城市都有加剧趋势。结合表 5,在一定程度上表明上海虽然与苏浙整体平均的金融市场发展有拉大趋势,但与周边紧邻城市的市场一体化程度在加大,而与上海相对较远的城市金融市场发展水平差距进一步加大。

再次,为更为直观地考察每个城市综合的省际行政边界壁垒情况,以表 7 为基础,将每个城市与其省际相邻的所有城市的边界壁垒进行平均,从而得到每个城市的平均行政边界壁垒及排序情况(表 8)。

表 8 每个城市的平均金融市场边界壁垒水平排序情况

排序	城市名称	平均边界效应
1	苏州	0.6467
2	嘉兴	0.7497
3	无锡	0.7934
4	湖州	0.7948
5	宣城	1.0609
6	杭州	1.0922
7	上海	1.1487
8	常州	1.1816
9	南通	1.5140
10	滁州	1.5639
11	南京	1.7203
12	马鞍山	2.4078

进一步,为更直观地演示长三角各城市边界壁垒的空间分布情况,根据表 8 得到各城市边界壁垒的空间排序分布情况。

由此可知,就每个城市的平均边界壁垒而言,以上海为中心(不包括上海),在空间分布上大致呈现出距离上海越近,则城市平均行政边界壁垒越小的规律,即距离上海最近的苏州和嘉兴边界壁垒最小,而较远的滁州、南京和马鞍山边界壁垒最大,这也与假设三相符。实际上,通过表 7 也能看出,如苏州与相邻城市的边界壁垒都相对较小,而南京的都相对

较大。出现这种空间分布结果的原因有两个方面：一方面，原长三角（不含安徽省）城市间的边界壁垒比新进入的安徽省相关城市要小，这在一定程度上表明原长三角城市群通过多年的发展融合，尽管仍存在显著的行政边界壁垒，但相对长三角之外的城市却已经较小，尤其是靠近上海的苏州、嘉兴等，在交通、经济往来、企业合作、市场融合等方面更加强化，行政壁垒已大大弱化。另一方面，上海是金融中心，南京、杭州等是金融次中心，相对相邻城市金融市场的发展相对较快，从而表现出边界壁垒相对较大的情况，但这些城市金融市场在自身快速发展的城市，也需注重城市间的协调发展。

3. 省际行政边界壁垒程度会更高吗？——省际与省内“边界壁垒”的比较分析

结合表1和表6，先对省内相邻城市间边界壁垒的大小进行估计，然后对比同一城市相应的省际边界和省内市际边界壁垒的大小情况。首先，计算得到省内配对城市金融市场的行政边界壁垒水平及变化趋势，并对各城市进行排序（表9）。

表9 长三角相邻城市金融市场的省内市际边界壁垒水平及变化趋势情况

排名	省内配对城市	2004—2013年	2004—2008年	2009—2013年	变动趋势
1	苏州—无锡	0.0029 [#]	-0.1049	0.2573	0.3622
2	南京—常州	0.0077 [#]	0.0373	0.0504	0.0131
3	南京—镇江	0.1099 [#]	0.0735	-0.1767	-0.2502
4	嘉兴—杭州	0.1290	0.2314	-0.4670	-0.6984
5	湖州—杭州	0.3117	0.3430	0.1030	-0.2400
6	无锡—常州	0.3923	0.2803	0.2921	0.0118
7	杭州—绍兴	0.4330	0.3885	0.4434	0.0549
8	嘉兴—湖州	0.4407	0.1116	0.5699	0.4583
9	宣城—芜湖	0.5502	0.1273	0.9362	0.8088
10	杭州—金华	0.6790	0.3995	0.5598	0.1603
11	南京—扬州	0.6895	0.8282	0.6259	-0.2022
12	苏州—南通	0.7257	0.5270	0.5893	0.0622
13	合肥—滁州	0.7348	1.2237	0.4126	-0.8112
14	马鞍山—合肥	1.5787	0.6794	1.5212	0.8418
15	马鞍山—芜湖	1.7686	0.4406	2.1092	1.6685

注：上标“#”表示在5%显著性水平上不显著，即控制企业相关变量后，两城市间企业平均融资成本没有显著差异。

通过表9可以看出，即使是同一省内的各相邻城市，大部分也存在显著的边界壁垒，只有江苏境内的苏州—无锡、南京—常州和南京—镇江没有边界壁垒。从边界壁垒的平均程度来看，江苏省内城市间的行政边界壁垒最小、浙江省次之，安徽省内的相对最大。另外，从动态趋势看，大部分城市间的行政边界壁垒都呈递增趋势，只有33%的配对城市呈递

减趋势，而且都是各省的省会城市与省内相邻城市之间，比如南京—镇江、南京—扬州，杭州—嘉兴、杭州—湖州、合肥—滁州，这与南京的省际边界壁垒较大且大部分都呈递增趋势形成对比，而其他大部分配对城市的边界壁垒也都呈递增趋势。

其次，比较同一城市相应的省际边界和省内市际边界壁垒程度的大小情况，计算同一城市与其相邻城市边界壁垒的平均值，得到的对比情况见图1。

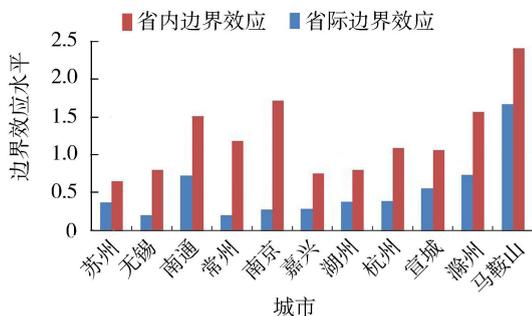


图1 同一城市相应的省际边界和省内市际边界壁垒的对比情况

由图1可以看出，相对省际行政边界壁垒，所有城市的省内市际行政边界壁垒要小得多，尤其是对于南京市，这种对比更加明显，从而这也证实了假设四的成立，同时进一步表明了当前推进长三角金融市场一体化过程中需要加大行政边界壁垒突破的重点区域范围。

4. 地方行政边界壁垒形成的原因分析

结合我国地方政府的行政权限范围及银行等金融机构的管理现状，可从以下两个方面来理解地区间行政边界壁垒形成的主要原因。

一是地方金融机构的跨区域经营限制。以商业银行为例，除了五大国有银行和邮政储蓄银行，以及12个全国性股份制商业银行外，95%以上的银行机构均为地方性金融机构^①。这些地方金融机构的跨区经营尤其是跨省经营都有比较严格的限制。再以股权交易中心为例，目前地方股权交易中心也不允许跨区经营，比如长三角的上海股权托管交易中心、浙江股权交易中心、江苏股权交易中心和安徽省股权托管交易中心都是独立运营的。另外，金融资源对当地社会经济发展非常关键，且当前仍是稀缺的要素资源，政府将倾向于优先满足当地的其他融资

^① 数据来源于中国银保监会公布的截至2018年6月的《银行业金融机构法人名单》，自行计算。

需求,而大部分城市银行的终极股东实际上就是当地政府^[14],四大国有银行及股份制银行与当地政府也有较密切的联系,因此,地方政府都有直接或间接干预当地金融市场的条件与冲动^[15]。因此,外地企业找到金融机构融资的难度较大,从而限制了资金的跨界流动和优化配置。

二是地方行政分割引致资本跨区域流动的信息成本增加。银行发放贷款需要对企业进行征信,涉及的公共信息主要包括法院、工商、税务、质检、海关等行政司法部门的信息,在各省甚至各市公共信息未完全共享的情况下,这大大提高了银行贷款的管理成本,如果发生违约,银行也一般需要在企业所在的外地法院进行起诉,而当地行政司法机关等跟当地企业关系更为密切,也进一步增加了银行的管理成本。因为行政边界的关系,当地银行更倾向于贷款给省内(或市内)更远的本地企业,而不是给地理距离更近的相邻城市企业。因此,这进一步影响了资本跨行政区域的流动。

因此,金融市场中行政边界“壁垒”正是由于当地政府与当地金融机构、企业等之间存在的这些直接或间接联系造成的,这些关系形成“无形的边界力量”,限制着大量资金的跨行政边界流动,而且区域行政级别越高、地方政府行政权力越大,这种力量也就越大,从而相应的级别越高的行政边界壁垒也越大。

五、结论与启示

1. 研究结论

基于《中国工业企业数据库》2004—2013年长三角地区(包括新加入的安徽)67万多个企业数据样本,在控制企业的偿债能力、盈利能力、年龄等相关信用特征变量的情况下,以贷款市场为主体研究长三角金融市场省级层面、城市层面的省际和市际行政边界壁垒,并对城市面临的省际边界壁垒大小与省内市际间的边界壁垒进行了对比分析,主要结论如下。

第一,配对城市间省际与省内市际行政边界壁垒普遍比较明显。在控制了偿债能力、盈利能力、所有制性质、隶属行业等控制变量后,长三角地区各城市的平均融资成本绝大部分仍在统计上具有显著差异,即城市间金融市场的行政边界壁垒仍然较大。一方面,各城市间省际行政的边界壁垒是全部显著的,从相对程度来看,老长三角地区城市间边界壁垒

相对较小,尤其是江苏省与浙江省的相邻城市间的边界壁垒。另一方面,同一省内,只有江苏境内的苏州—无锡、南京—常州和南京—镇江没有边界壁垒,其他大部分都存在显著的边界壁垒。从平均程度来看,江苏省内城市间边界壁垒最小、浙江次之,而安徽相对最大。

第二,从动态趋势来看,行政边界壁垒没有普遍减小趋势。从长三角地区金融市场的各级行政边界壁垒变化趋势来看,绝大部分都呈现出增加的趋势;省际边界壁垒中,上海及其直接相邻的城市(如上海—苏州、苏州—嘉兴等)具有一定的递减趋势,省内市际边界壁垒中,只有南京、杭州和合肥3个省会城市与部分相邻的城市有递减趋势。这在一定程度上表明,长三角金融市场一体化的效果并不明显,还需要从省市间及省内各方面进行加强。

第三,城市平均省际行政边界壁垒空间分布规律。以上海为中心(不考虑上海),在空间分布上大致呈现离上海越近的城市平均行政边界壁垒越小的规律,即距离上海最近的苏州和嘉兴边界壁垒最小,而较远的滁州、合肥和马鞍山边界壁垒最大。这在一定程度上表明,不包含安徽省的原长三角地区城市已有了很好的融合发展。此外,相对周边城市尤其是省外城市,上海、南京、杭州等金融中心(或次金融中心)城市的金融优势相对明显。

第四,同一城市省际和市际省际边界壁垒的比较。同一城市的平均市际行政边界壁垒比平均省际行政边界壁垒要小得多,而且每个城市都是如此。由此可知,长三角地区金融市场协调工作、打破市场行政壁垒的重点还是在于省际层面。

2. 研究启示

随着世界各城市群国际竞争的不断加剧、上海全球城市的建设以及长三角经济一体化进程的不断推进,都迫切要求金融市场的协调发展,并提升长三角地区金融与经济的综合竞争力,这就需要各省市及央行应进一步从市场层面加强相邻城市间金融市场一体化发展的激励和支持。

(1) 加强城市层面金融市场一体化的协调推进

长三角地区各省市可以充分协调并放权各个城市的金融发展,尤其是上海、南京、杭州等金融中心或金融次中心的周边城市,鼓励这些周边城市运用各种经济、人才、信息技术等政策充分对接中心城市,尽力提升自身金融发展水平,缩小金融市场差距,扩大一体化协调发展优势。加强省级层面金融

协调工作,并更加关注重点城市的协调。

(2)充分利用长三角一体化示范区的制度设计优势,通过加强跨区域金融机构的建设,逐步突破金融市场的行政边界壁垒

①鼓励更多金融机构分支机构落户示范区,加强金融业务“无界”经营的示范性制度,以示范区为突破口降低长三角金融市场的行政边界壁垒,并以金融发展支持一体化示范区的建设。②加快完善长三角信用信息共享平台和机制,并尝试建立跨区域的金融机构,从而加快资金跨区域的自由流动和资金配置效率的提高,逐渐实现长三角金融市场的一体化。③加大外资银行引入力度。相比国内商业银行,外资银行在跨区域经营方面具备更有利的条件,通过加大外资银行的进入,如支持外资银行在长三角范围内设立分行和子行、支持外资银行在长三角内发起设立不设外资持股比例上限的金融资产投资公司和理财公司等,逐步突破行政边界壁垒。

(3)强调金融一体化协调制度的评估和落实

除建立对应的长三角金融市场一体化办公室,进行规划、政策、产品、人才、信息等方面的统一协调对接外,还可尝试以企业的平均债务融资成本作为监测指标,构建城市企业样本库,建立城市间金融市场一体化的动态监测体系,保障金融协调工作的有效推进,有效评估地区间金融市场行政边界壁垒的变动程度。

参考文献:

- [1] 陈建军.长三角区域经济一体化研究:问题与分析框架的构建[J]. 经济理论与经济管理, 2008(5) :56-60.
- [2] GUEVARA J F D, MAUDOS J, PEREZ F. Integration and competition in the European financial markets [J]. Journal of International Money & Finance, 2007, 26(1) : 26-45.
- [3] 刘江会,朱敏.地理因素会影响中国企业 IPO 的成本吗?——基于“软信息不对称”的视角[J]. 经济管理, 2015(10) :31-41.
- [4] 罗伟,吕越.金融市场分割、信贷失衡与中国制造业出口——基于效率和融资能力双重异质性视角的研究 [J]. 经济研究, 2015(10) :49-63.
- [5] 李方.长三角经济一体化与金融资源配置优化 [J]. 社会科学, 2006(8) :48-51.
- [6] 魏清.长三角金融一体化的现状——基于银行存贷款关系的分析 [J]. 工业技术经济, 2010, 29(1) :151-154.

- [7] 高杰英,游蕊.长三角和京津冀区域金融一体化分析:信贷的扩散与极化 [J]. 经济与管理研究, 2015, 36(7) :60-67.
- [8] ADAM K, JAPPELLI T, MENICHINI A, et al. Analyse, compare and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union [R]. Report to the European Commission, 2002.
- [9] 中国人民银行货币政策分析小组.中国区域金融运行报告(2017) [R]. 北京:中国人民银行, 2017.
- [10] SANDER H, KLEIMIER S. Convergence in Euro-Zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration [J]. Journal of International Money & Finance, 2004, 23(3) :461-492.
- [11] HUANG R R. Evaluating the real effect of bank branching deregulation: comparing contiguous counties across US state borders [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 87(3) :678-705.
- [12] 李广子,刘力.债务融资成本与民营信贷歧视 [J]. 金融研究, 2009(12) :137-150.
- [13] 陈海强,韩乾,吴锴.融资约束抑制技术效率提升吗?——基于制造业微观数据的实证研究 [J]. 金融研究, 2015(10) :148-162.
- [14] 郑荣年.中国城市商业银行的股权结构与政府控制 [J]. 金融经济研究, 2013(3) :119-128.
- [15] 尹威,刘晓星.地方政府行为与城市商业银行风险承担 [J]. 管理科学, 2017, 30(6) :79-91.

(责任编辑:高虹)

