

The Crowding-in Effects of Foreign Government Loans in China  
— Institutional Reforms and Financial Innovation in EKPAC Investments

by

Sirong Li

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment  
of the Requirements for the Degree  
Doctor of Business Administration

Approved March 2023 by the  
Graduate Supervisory Committee:

Benjamin Shao, Co-Chair  
Chun Chang, Co-Chair  
Ker-Wei Pei  
Hong Yan

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2023

外国政府在华贷款对地方产业投资的挤入效应——EKPAC 投资中的组织变革与金融创新

李思蓉

全球金融工商管理博士  
学位论文

研究生管理委员会  
于二零二三年三月批准：

邵保民，联席主席  
张春，联席主席  
贝克伟  
严弘

亚利桑那州立大学

二零二三年五月

## ABSTRACT

China's economy is currently facing serious challenges, and many sectors and weak links affected by the COVID-19 pandemic require significant public investment to achieve recovery and development. However, public investment is hindered by the issues of "government failure" and "market failure". In this context, the role of development finance is very important, as it can help define the appropriate boundary between the government and the market and mitigate two failures to provide a sustainable solution for economic recovery.

This dissertation focuses on the core topic of how foreign government loans operate development finance projects in China and is divided into three parts. Firstly, this dissertation defines the characteristics of development finance projects and distinguishes the different characteristics between commercial banks, policy banks, and development finance institutions based on Coase and Hart's respective theories of transaction cost and property right.

Secondly, this dissertation conducts a theoretical analysis of the successful operation and development of foreign government loans in China by EKPAC, focusing on institutional reforms and financial innovations, to develop a sustainable and replicable theoretical model.

Finally, this dissertation conducts empirical analysis to explore the impact of foreign government loans on local industry investment. Based on manually collected

development finance project data from EKPAC, it discovers that foreign government loans have significant crowding-in effects on the fixed asset investment rate of foreign-funded enterprises, showing that an increase of 1% in foreign government loans will lead to a 0.7% increase in foreign enterprise investment levels. Those crowding-in effects are originate in the improvement of the foreign business environment, supporting Hart's theory on contract protection. Lastly, this dissertation further researches that foreign government loans have supportive long-term effects on key industries.

The conclusion and policy suggestions of this dissertation also have broad international applications for development finance.

## 摘要

当前中国经济面临严峻挑战，新冠肺炎疫情的三年对于中国的许多产业造成了非常大的冲击。这些领域和薄弱环节需要大量的公共投资来实现复苏和发展。然而，由于公共投资存在“政府失灵”和“市场失灵”的问题，开发性金融的作用变得异常重要。通过寻找政府和市场的合适边界，并采用良好的组织变革和金融创新来修正两种失灵，开发性金融可以为经济复苏提供重要的可持续解决方案。

本文围绕外国政府贷款在中国运作开发性金融项目这一核心话题展开：首先，本文定义了开发性金融项目的特点，并借助 Coase 和 Hart 的相关理论区分了商业银行、政策性银行和开发性金融机构之间的不同特征。其次，本文采用理论分析的方法，从组织变革、金融创新两个角度，对 EKPAC 在中国的外国政府贷款成功经营发展进行了深入剖析，并找到了背后可持续、可复制的理论模型。最后，本文使用实证分析的方法，基于手动收集的 EKPAC 的开发性金融项目数据，探究外国政府贷款对地方产业的投资的影响，并发现外国政府贷款的使用对当地外资企业的公司的固定资产投资率存在挤入效应，即每增加 1% 的外国政府贷款，会使得当地外企投资水平上升 0.7%。这些挤入效应源于当地营商环境的提升，与 Hart 的合约理论中对合约保护的重视一致。最后，本文进一步研究了外国政府贷款对关键产业的长期影响。

本文所研究的外国政府贷款模式对开发性金融的国际化应用具有广泛的价值。

# 目录

	页码
表格列表 .....	viii
图表列表 .....	ix
章节	
一、导论 .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究内容与结构安排 .....	5
1.3 研究方法 .....	7
1.4 研究意义和贡献 .....	8
二、文献综述 .....	10
2.1 开发性金融的经济学原理 .....	10
2.1.1 市场失灵 .....	10
2.1.2 政府失灵 .....	13
2.1.3 开发性金融的实践 .....	15
2.2 公司治理理论 .....	16
2.3 产权理论 .....	18
2.4 公共投资与挤出效应 .....	22
2.5 外国投资与挤入效应 .....	24
2.5.1 技术溢出 .....	24
2.5.2 营商环境 .....	25

章节	页码
三、开发性金融的边界分析 .....	27
3.1 开发性金融项目的特点 .....	27
3.2 开发性金融机构的类别和定位.....	28
3.3 开发性金融机构的边界分析.....	34
四、理论分析：开发性金融的组织变革和金融创新.....	39
4.1 研究设计 .....	39
4.1.1 研究对象选择 .....	39
4.1.2 理论分析框架.....	40
4.2 EKPAC 在中国运营开发性金融项目 .....	41
4.2.1 中国欠发达地区的项目背景 .....	41
4.2.2 欠发达地区发展模式.....	42
4.2.3 EKPAC 的介绍 .....	43
4.2.4 EKPAC 面临的困境.....	46
4.2.5 传统拓展项目模式.....	47
4.3 EKPAC 的组织变革：承办外国政府贷款推介会模式 .....	48
4.3.1 组织变革的背景：EKPAC 对拍卖理论的运用 .....	50
4.3.2 组织变革的结果：EKPAC 对交易费用理论的运用 .....	52
4.3.3 组织变革关键因素：EKPAC 对权威利用理论的运用.....	53
4.3.4 组织变革的总结.....	55

章节	页码
4.4 EKPAC 的金融创新：对产权理论的应用 .....	56
4.5 国内外开发性金融机构对比——以国开行为例 .....	58
4.5.1 国开行的组织变革——四方合作，多次博弈 .....	59
4.5.2 国开行的金融创新——债+股，增加利润空间 .....	62
4.5.3 EKPAC 与国开行的金融创新的比较 .....	63
五、外国政府在华贷款对地方产业投资的挤入效应的实证分析 .....	66
5.1 引言 .....	66
5.2 研究假设 .....	67
5.3.1 变量构建 .....	68
5.3.2 描述性统计 .....	69
5.4 研究设计 .....	73
5.4.1 基准模型设定 .....	73
5.4.2 中介效应 .....	74
5.5 实证结果 .....	75
5.5.1 基础模型——省份层面回归 .....	75
5.5.2 基础模型——公司层面回归 .....	78
5.5.3 中介效应 .....	80
5.6 稳健性检验 .....	81
5.6.1 替换被解释变量 .....	82

章节	页码
5.6.2 盈利能力调节效应.....	85
5.6.3 企业规模调节效应.....	87
5.6.4 经济周期调节效应.....	89
5.7 进一步分析.....	91
5.7.1 EKPAC 外国政府贷款的长期影响.....	91
5.7.2 外国政府贷款与重点产业.....	92
六、结论与展望.....	95
参考文献.....	97

表格列表

表格	页码
1 金融机构的直观比较.....	28
2 不同主体开展的开发性金融业务 .....	30
3 不同开发性金融机构的资金募集成本 .....	34
4 开发性金融机构的边界界定 .....	35
5 省级层面变量符号和变量定义 .....	70
6 省级层面变量描述性统计 .....	70
7 公司层面变量定义 .....	72
8 公司层面的样本描述性统计 .....	72
9 按产权性质分组统计描述性统计.....	73
10 外国政府贷款规模与工业企业投资额——省级回归 .....	77
11 外国政府贷款与地方企业投资 .....	79
12 外国政府贷款与营商环境中介效应 .....	80
13 更换核心被解释变量后的——省份层面回归 .....	84
14 外国政府贷款对企业投资——加入企业盈利能力的调节效应 .....	86
15 外国政府贷款对企业投资——加入企业规模的调节效应.....	88
16 外国政府贷款对企业投资——加入货币政策的调节效应.....	90
17 EKPAC 外国政府贷款的长期影响 .....	92
18 外国政府贷款与重点产业 .....	93

## 图表列表

图表	页码
1 研究基本框架.....	6
2 央行与国开行的创新融资模式.....	33
3 EKPAC 组织变革与金融创新理论框架.....	40
4 EKPAC 外国政府贷款的投放规模（万美元）与经济发达程度.....	44
5 以色列贷款的申请流程.....	54
6 传统商业银行的项目执行——单次博弈.....	60
7 国开行的组织变革——多次博弈.....	61
8 国开行的金融创新——股权+债权.....	63
9 EKPAC 的金融创新——“债+技术+服务”.....	64
10 外国政府贷款中的限制性设备采购条约.....	65

## 一、导论

### 1.1 研究背景

公共投资在当前的形势下存在着“政府失灵”和“市场失灵”的困境，这个问题尤为严重。但是，开发性金融投资可以通过有效的政策和金融创新来解决这两种失灵的问题。开发性金融机构不仅能够寻找到政府和市场的边界，而且还可以提供非常重要的投资解决方案。

当前，中国经济正处于新冠肺炎疫情的恢复期。由于疫情的影响，许多产业都受到了严重的冲击，需要大量的公共投资来加大对受疫情影响最严重的领域和最薄弱的环节的支持。然而，采用传统的政策性财政手段可能会导致赤字率大幅上升，从而增加政府部门的杠杆率。这与当前“宏观去杠杆”政策背道而驰，问题尤为严重。在这种情况下，开发性金融机构可以成为经济恢复的关键，它不仅可以代替政府为项目提供重建资金，而且还具有逆周期调节、长期盈利、投资规模大、正外部性等特点。因此，开发性金融机构是经济恢复投资的重要来源。

尽管在中国起步较晚，但开发性金融机构的发展迅速。以国开行为代表的开发性金融机构是过去 30 年中国经济高速增长的主要推手。从 21 世纪初期国开行的“芜湖模式”起步，截至 2022 年，国开行总资产规模已经超过全球其他开发性金融机构资产规模的总和，成为全球最大的开发性金融机构。国开行的成功离不开中国特殊的国情，在过去 20 年国开行带领地方政府在公共服务领域扮演主要参与者和推动者。但是政府投资有自己的局限，会导致政府失灵。随着“城投信仰”的打破，传统的投融资平台模式已经不具有可持续性。中国地方政府债务当前已经是一个严峻且无解的问题，它对中国经济和社会的稳定发展构成了巨大的威胁。随着地方政府债务规模不断扩大，债务风险也在不断上升。首先，地方政府的债

务规模已经超出了其偿还能力的范围，随着时间的推移，还本付息的压力将不断加大，地方政府背负的债务最多已经超过当地几百年的财政收入。其次，地方政府债务的成因多样化，其中包括土地财政、融资平台等多种渠道，这些渠道在一定程度上也存在风险和不确定性，这使得地方政府债务的治理变得更加复杂。此外，中国经济的结构转型和去杠杆化政策的推进也对地方政府债务带来了压力。这些因素使得地方政府面临着巨大的压力，需要加强债务管理和风险控制。因此，解决地方政府债务问题是中国经济发展的当务之急。

地方政府债务的风险现状，关键是因为中国不同于其他国家的地方政府，由于土地在中国为国家(集体)所有，土地成为了各级政府充盈财政的重要政策工具，所以地方政府的土地融资行为和公共基础设施投资一起成为驱动中国宏观经济的主要因素。需要强调的是，以地方政府自主主导的公共投资，依赖土地融资，是基于土地出让金以及土地抵押的地方政府债务两方面融资渠道。这一系列融资方式是以土地价格的快速上涨为前提的。当前我国住宅和商服用地价格水平较高，已经超出了土地基本使用价值。如果土地融资不可持续，势必会导致公共资本过度积累以及地方政府债务高企。以 2022 年 12 月 30 日贵州遵义最大的城投公司——“遵义道桥”贷款重组方案为例，他们在展期 20 年且前 10 年仅付息不还本，后 10 年分期还本。事件爆发后，债券的投资人在“友好协商”下“强迫降息”，不得不强制未来数十年的利息差额，地方政府信用严重受损，地方政府所发行的债券刚性兑付也已经“摇摇欲坠”。想要继续发展经济，势必找到更适合公共投资项目的投融资模式。

相比政府投资，市场化的公共品参与者在中國规模较小，原因是市场化机构面临市场失灵的困境(Dewatripont, 1995)。基础设施等长期公共物品具有超前性、公益性、社会性的特征，投资额度大，沉没成本高，这些属于与商业银行的经营目标并不相符合。虽然

商业银行可以选择不参与公共投资，但是中国的公共投资背后拥有巨大的社会需求、国家信用的市场化运用，以及巨额的居民和企业储蓄存款、巨额的外贸顺差和外汇储备等一系列有利因素（陈元，2012），在中国政府部门的行政手段、财政或者货币等政策工具要求下，商业银行也在参与开发性项目的融资。例如2022年，中国人民银行设立政策性开发性金融工具，面向国内所有银行机构和各级人民银行层级传达部署，要求各银行机构积极提供配套融资，配合政策性开发性银行投放基金。截止2022年11月，全国各商业银行为金融工具支持的项目累计授信额度已超3.5万亿元（中国人民银行，2022）。虽然商业银行也在投向开发性领域。但是他们的手段如果没有组织变革和金融创新，本质上是无法克服“市场失灵”，也是难以长久的。

单纯依靠政府或市场都存在固有缺陷，难以在现实经济运行中达到帕累托最优状态，开发性金融正是在长期公共融资同时出现市场失灵和政府失灵的困境下才应运而生。

本文研究的开发性金融正是处于政策性金融与商业化金融之间，为了进一步比较这三种金融模式，本文需要回答政策性金融与商业化金融的边界在哪里？如果这些边界由“政府失灵”和“市场失灵”来决定，本文需要回答“双失灵”的边界在哪里。

哪些失灵的市场需要公共投资支持？需要多大的力度支持？由谁提供公共投资（政策性贷款、开发性金融机构、外资、或接受政府补贴的商业银行或非政府投资主体）？公共投资是否引导更多的民间和企业投资，并提升他们投资的收益率（crowding in），或反之（crowding out）？大量的研究针对市场失灵做了研究。市场失灵的主要原因包括具有信息不对称（Stiglitz 1989；Stiglitz 和 Weiss 1981）、市场的短视主义（Kay 2012，Dewatripont 和 Maskin 1995）、以及外部性。

开发性金融投资可以弥补市场失灵，通过良好的制度设计和金融创新，可以有效寻找到政府和市场的边界。虽然其本身经济回报不够高，但是开发性金融投资包含道路、桥梁等基础设施以及教育、医疗等公共服务，有可能对私人资本形成、劳动力供给以及技术进步等都有重大促进作用，因此可能具有“筑巢引凤”的正挤入效应。

另一方面，如果缺乏良好的制度设计，也会造成政府失灵。如果因政府的政策影响，把大量开发性投资分配到低效率领域，就可能替代私人资本形成，制约劳动力供给，限制技术进步，阻碍全社会资本回报率提高，形成对民间和企业投资有负外溢效应的“挤出效应”。

关于开发性金融机构的类别、资金来源、资金用途以及在实施项目上获得的经验和存在的问题，有关文献已经有所梳理（北大新结构经济学院课题组 2019）。在中国，开发性金融机构的代表——国家开发银行的模式也已有文献予以总结回顾（陈元 2012；Arezki R 等 2016）。但是，关于外资主导的开发性金融投资在中国的实际效果研究还比较少。特别是关于外资对中国的经济发展推动还存在不同的观点。通常来讲，外资对本土企业带来了资金和技术，能够产生正外溢效应，但是也有研究表明，外资企业对同行业的国内企业具有技术抑制作用，会挤出投资（姚洋，1998）。

外资主导的开发性金融投资与由类似于国家开发银行主导的开发性金融或地方政府债务支持的投资相当不同。国家开发银行或地方政府债务可以利用国家和地方信用、政治和政策影响力等本国和本地的有利条件选择和执行项目，可能有效控制一些面临的投资风险。国家开发银行和地方政府债务过去的成功经验以及基于这些经验的学术研究对此有支持。外资主导的开发性金融投资难以利用国家信用、政治和政策影响力等本国或本地有利条件，因此在项目的选择和执行等方面可能面临一些新的投资风险，需要实施相应的组织变革和

金融创新。外资主导的开发性金融投资对本地企业的投资水平产生何种影响？与国家开发银行或地方政府债务主导的开发性金融投资的影响有何不同？外资主导的开发性金融投资如何才能对本地社会经济产生挤入效应？外资开发性金融项目是如何运作的？外资主导开发性金融长周期、低回报的特点是如何通过组织变革和金融创新提升风险控制的？

## 1.2 研究内容与结构安排

本文从边界分析、理论分析、实证分析三个主要内容展开：

第一章为导论部分，介绍了开发性金融的背景、意义、内容与结构安排、研究创新与贡献等内容，为后续章节的研究奠定了基础。

第二章为文献综述，对开发性金融的经济学原理、拍卖理论、产权理论、公司治理理论、公共投资与挤出效应、外国投资等文献进行了综述。为后续章节研究提供了理论和实证支持。

第三章是外国政府贷款在开发性金融中的边界分析，从开发性金融项目的特点出发，首先将开发性金融从投融资项目中定义出来，紧接着分析了外国政府贷款在开发性金融中的定位，与传统的开发性项目的不同和与国开行芜湖模式的不同。其中，在监管、融资、组织、治理、运作区分了四种金融机构，以及 EKPAC 在开发性金融边界中的角色。

第四章为 EKPAC 运用开发性金融的理论分析，以 EKPAC 为例，分析了其在开发性金融项目中的组织变革和金融创新。其中组织变革部分借鉴了拍卖理论、权威借用理论和交易费用理论。金融创新部分借鉴了产权理论。

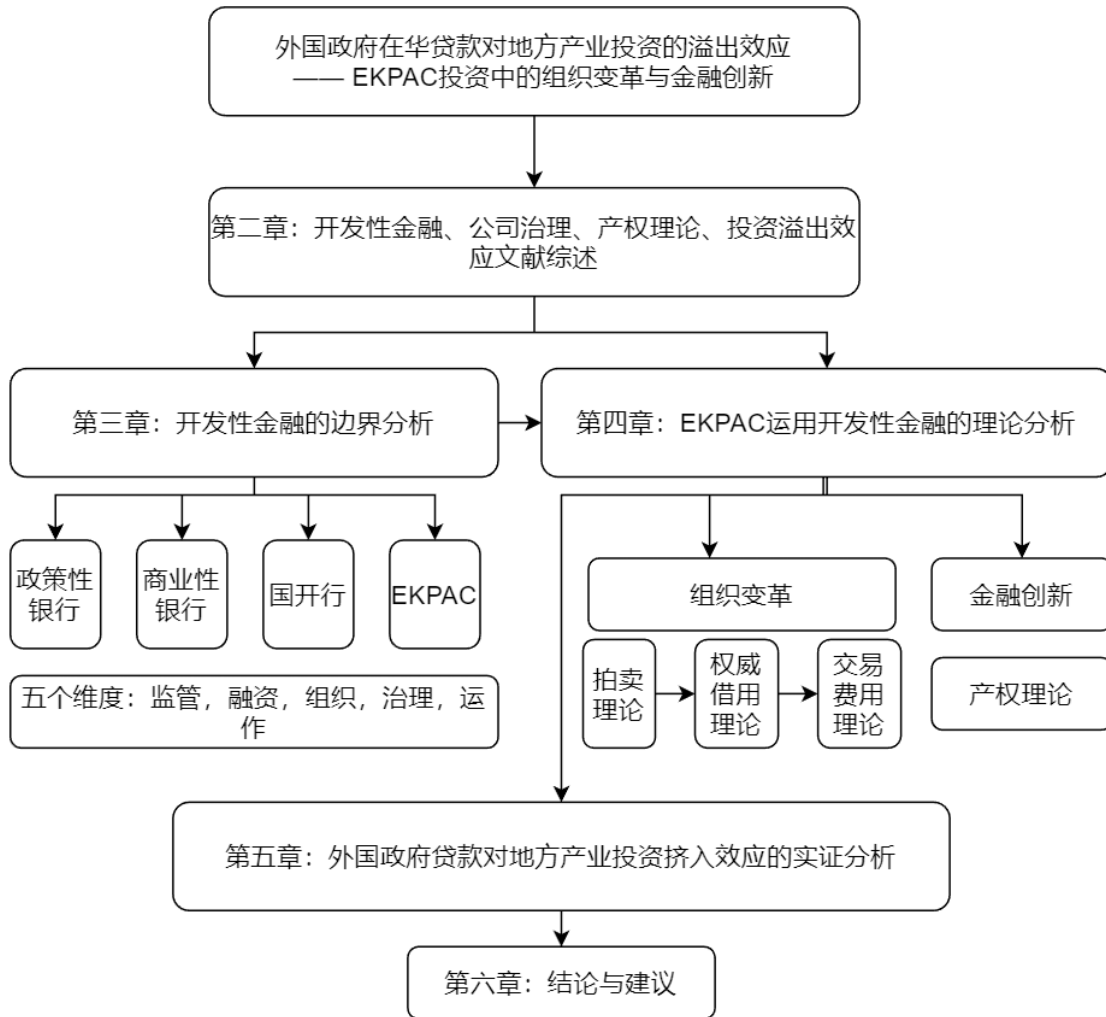
第五章，外国政府贷款影响地方产业投资的实证分析，构建了独特的外国政府贷款余额数据和 EKPAC 的真实项目数据作为解释变量，并对地方企业的产业投资的影响做出了

实证检验。在基准模型设定和中介效应的控制下，通过省份层面回归等方式进行了实证结果分析，并探讨了外国政府贷款对地方产业投资的影响的稳健性和进一步影响。

最后本文进行总结，并对未来可能的研究方向进行了展望。

全文的研究框架如下：

图表 1 研究基本框架



### 1.3 研究方法

本文借鉴、综合和继承了国内外发展经济学、金融学和管理学前沿理论的思路，立足于本国国情，多角度和多层次地研究外国政府贷款与地方企业投资之间的关系。因此，本论文研究中主要采取了下列方法：

(1) 文献搜集法。本文借助于期刊数据库、数据搜集平台和各国财政部相关文件等途径进一步广泛搜集、整理和鉴别与本文研究方向相关的文献和数据资料，重点梳理、比较和分析国内外有关“外国政府贷款”和“开发性金融”的最新研究成果，在搜集和分类整理国内外现有文献的基础上，对相关理论研究、指标构建、模型方法进行归纳和综述。

(2) 对比分析法。本文拟采取理论分析的方式，来探讨外国政府贷款发挥作用的原理，以及内部管理效率提升的方法。控制组织变革和金融创新、权威善用这个关键变量，以此说明组织变革和金融创新是如何将原来不能做的项目变为可以做，将原来不可持续的项目变为可持续。以此证明组织变革与金融创新在开发性金融中的重要性，并且为未来的开发性金融项目提供借鉴参考。

(3) 实证分析法。在文献分析的基础之上再基于测度方法和测度结果的分析。依据理论分析和数据测度的结果，本论文构建相应的计量方法进行实证分析。实证分析主要采用的计量方法有：①动态面板的固定效应和随机效应分析，如外国政府贷款的投资对地方产业投资的影响；②中介效应分析法，通过找到外商直接投资的证据，发现外国政府贷款影响投资的渠道；③稳健性检验。

#### 1.4 研究意义和贡献

开发性金融是发展经济学、金融学和管理学的热门话题。尽管外国政府贷款在中国作为开发性金融的应用已相当普遍，但相关的系统研究分析论文却很少。本文采用手动收集的 EKPAC 开发性金融项目数据来检验其在中国的经济影响，是该领域中的开创性研究。

本文采用比较案例和定性及定量数据分析的方法，探讨发展经济学、金融学和管理学的理论模型。同时，应用 Coase 和 Hart 理论，首次以企业组织的边界划分标准，定义了外国政府贷款与其他开发性金融机构的异同。

通过分析 EKPAC 的组织变革、金融创新和权威善用等相关问题，本文发现了中国 EKPAC 成功应用开发性金融原理的背后可持续、可复制的理论模型。EKPAC 通过建立明确的准入标准和公开透明的遴选机制，以及与项目方的持续沟通和辅导，成功解决了外国政府贷款项目中的信息不对称和道德风险问题。这种理论模型为传统的金融投融资理论和管理学提供了新的视角和思路，可以在这个行业中运用新的模式和理念来实现组织变革和业务增长。

本文的理论创新和实战价值相当可观。自 2020 年全球新冠疫情爆发以来，如何找到代替地方政府债务的传统公共投资成为全球研究者关心的重要话题，开发性金融在全球范围内引起了重视。开发性金融机构可以成为经济恢复的关键，不仅在发展经济学、金融学和管理学理论方面探索开发性金融的发展方向，同时也提出可操作性建议，以充分释放各类开发性金融的潜力。对于疫情后大量的恢复性基础建设投资，本文的研究具有重要的应用价值和指导意义。

本文提出的运营开发性金融模式可以更多元、更创新、更融合。可以将我国在外国政府贷款方面的组织变革和金融创新经验复制到全球其他国家，调动各方积极性，充分发挥开发性金融机构在全球复兴发展中的使命，对于推进全球经济发展具有重要的意义。

其次，本文对中国向外输出开发性金融项目也有指导意义，由于外资主导的开发性金融投资没有依赖国家信用补贴、政府政治干预和相关优惠政策，因此本文所研究的开发金融模式对国际化的开发性金融运用有较大应用价值和指导意义，使中国将来有可能为全球经济的发展提供更多的公共产品。可以在组织结构上要积极借鉴国开行的“开发性融资+地方政府+平台企业”的四方模式，以减少项目在外国落地的交易成本；在金融创新上要积极借鉴 EKPAC 的“技术+资金+设备+控制权”的实施模式，尤其是对资产剩余控制权的设计，使其可以获得与项目风险相匹配的收益结构。适度减少国有色彩的央企介入，积极吸纳当地的企业，投入更多资源，将我国外国政府贷款的组织变革和金融创新经验复制到全球其他国家，调动各方积极性，充分发挥开发性金融机构在全球复兴发展的使命。

## 二、文献综述

### 2.1 开发性金融的经济学原理

长期以来，金融资源配置可以分为政府和市场两种类型。如前文的分析，这两种方式单独运用都存在固有的缺陷。在政府配置下，由于政府的官僚机构不具备市场效率和信息透明度，可能导致资源配置效率不高、浪费严重等问题。而在市场配置下，由于市场存在信息不对称、道德风险等问题，可能导致市场失灵。在这种情况下，开发性金融作为一种新的金融资源配置方式，应运而生。开发性金融是指在长期公共融资的情况下，通过市场机制的作用，解决了市场失灵和政府失灵的困境，为创新型企业提供资金支持和技术服务，促进了技术创新和经济增长。因此，开发性金融在金融资源配置中扮演着越来越重要的角色。本小节旨在回顾市场失灵和政府失灵以及在这样的背景下，开发性金融在国际上是如何实践的。

#### 2.1.1 市场失灵

在本文献综述中，我们将探讨长期公共物品投资的特征，以及市场失灵和开发性金融机构在应对这些问题中的作用。长期公共物品，如基础设施等，具有超前性、公益性和社会性三大特征。这意味着它们对整个社会的影响远大于对单个市场参与者的影响，并且需求通常超出了短期内市场能够提供的水平。长期公共物品投资通常涉及大额资金，并伴随着高昂的沉没成本。Dewatripont（1995）指出，这种特征容易导致市场失灵。市场失灵是指市场无法有效地分配资源以满足社会需求，因此成为政府干预金融体系的主要原因。为解决长期公共融资面临的市场失灵问题，许多国家和地区建立了开发性金融机构。市场失灵的主要表现包括信息不对称、正外部性、短视主义和顺周期性。

(1) 信息不对称性。信息不对称性是指交易双方无法获得完全对称的信息，导致市场参与者在做出决策时存在信息差距。由于搜寻准确信息需要付出成本，市场参与者在决策过程中往往无法获取全部相关信息。金融机构在信贷决策过程中也受到信息不对称的干扰，这使得金融机构难以准确衡量借款主体的信用水平和进行差别定价。这种现象可能导致金融机构向信用风险较高的借款人提供贷款，而忽略信用风险较低的借款人。Stiglitz 和 Weiss (1981) 的研究指出，信贷配给现象是信息不对称的一个重要表现。在信贷配给现象中，不同借款人面临不同的利率和贷款条件。这种现象可能导致部分借款人无法获得金融机构的信贷支持，从而影响其经营和发展。信息不对称还可能导致中小企业从事更高风险的业务以获得资金支持。由于金融机构无法准确评估中小企业的信用风险，这些企业可能会被迫承担更高的贷款成本。为了弥补这一成本，中小企业可能会选择从事更高风险的项目，从而增加整个金融市场的风险水平。

(2) 正外部性。正外部性是指一种经济行为所产生的正面影响，这种影响超出了生产者自身的利益范围。由于正外部性的存在，生产者难以通过差别定价回收全部价值，导致市场对长期公共物品投资的支持不足。长期公共物品投资具有价值外溢效应，这意味着其投资收益很大一部分会流向其他市场参与者。Griffith-Jones 和 Ocampo (2018) 的研究分析了正外部性导致生产者难以通过差别定价回收全部价值的问题。由于公共投资项目的收益率普遍较低，这使得这类项目难以满足私人投资者和商业性金融机构的最低回报要求，进而导致信贷偏好不足。开发性金融机构通过市场建设、组织增信和拉长贷款期限等方式提高公共物品项目的可融资性。徐佳君 (2017) 的研究探讨了开发性金融如何将正外部性

效应内部化，以提高公共物品项目的可融资性。通过开发性金融的支持，公共投资项目能够获得更为稳定和长期的融资，从而推动社会福利的提升。

(3) 短视主义。短视主义是指金融市场参与者过分关注短期收益，而忽视长期发展的现象。这种现象导致耐心资本（即用于长期投资的资本）的供需错配，进而影响金融市场的稳定和资源配置效率。Kay（2012）的研究探讨了短视主义导致耐心资本供需错配的问题。由于商业性金融机构资金配置偏好及风险厌恶型信贷偏好，它们难以主动参与中长期项目融资。Aghion（1999）的研究分析了商业性金融机构在公共物品融资上的信贷偏好问题。短视主义和顺周期行为降低了金融资源配置效率。McKinnon（1973）的研究讨论了短视主义对金融资源配置效率的影响。为了改善这一状况，适当的国家资本金融干预有助于推进重点领域的发展和市场化改革。Gurley 和 Shaw（1955）以及陈雨露等（2005）的研究分析了适当金融干预在经济发展中的作用。开发性金融通过发行政策性金融债券为公共物品建设提供中长期资金，缓解长期资本短缺问题。Schclarek（2019）的论文论述了开发性金融在解决长期资本短缺问题中的作用。通过开发性金融机构的支持，长期公共物品投资能够获得更为稳定和长期的融资，从而降低市场失灵风险。

(4) 顺周期性。顺周期性是指金融市场参与者在经济周期的不同阶段，往往会加大或减少信贷规模，从而加剧经济波动和金融市场的的不稳定性。随着经济金融全球化的发展，经济周期波动加剧，商业性金融机构的顺周期性成为普遍现象。Luna-Martínez 等人（2012）的研究探讨了商业性金融在经济周期中的表现及其对经济波动的影响。商业性金融机构通常根据经济周期调整信贷规模，这种做法加剧了经济波动并损害了宏观经济稳定。全球开发性金融机构在克服经济金融危机中发挥了反周期调控作用。陈元（2016）和邱兆祥等

(2020) 的研究论述了开发性金融在经济金融危机中的反周期调控作用。通过逆周期性的政策和措施,开发性金融机构能够为市场提供稳定的资金支持,降低经济波动风险。此外,国有银行与私人银行在应对经济周期波动方面的表现存在差异。Bertay 和 Huizinga(2015) 的研究比较了金融机构所有制形式对经济周期波动的影响,发现国有银行比私人银行更有助于平抑经济周期波动。这表明国有金融机构在保持经济稳定和应对金融风险方面具有更为重要的作用。

### 2.1.2 政府失灵

政府在金融资源配置中的作用、政府部门公共投资的低效运行及调整成本问题以及政府直接投资对经济增长的边际效率递减现象。Barror(1990)指出,在商业性金融信贷偏好度低或配置效率低的领域中,政府可通过政策性银行、国家基金或财政预算进行干预,以提高金融资源配置的可获得性。这种干预对于促进某些行业的发展,特别是那些具有较高风险或较长投资回报周期的行业,具有积极意义。政府的支持可以弥补市场机制的不足,推动经济增长和社会福利提高。然而,Dar&Amirkhalkhali(2002)指出,政府部门的公共投资存在低效运行固有缺陷和大量调整成本。这可能源于政府在决策过程中缺乏竞争和有效的激励机制,导致资源配置不当和项目实施效率低下。此外,政府部门可能受到政治干预和腐败现象的影响,进一步加剧了公共投资的低效运行问题。Guseh(2004)的研究关注政府直接投资对经济增长的拉动作用,并发现存在边际效率递减的现象。这意味着政府直接投资在一定程度上可以促进经济增长,但随着投资规模的扩大,对经济增长的贡献逐渐减弱。过度依赖政府直接投资可能导致政府失灵现象,如 Barror(1990)所指出的,政府在资源配

置中的过度干预可能导致市场机制的失效和资源配置效率降低。政府失灵主要表现在以下三个特点：过度依赖财政补贴、不公平竞争和治理结构失衡。

(1) 过度依赖财政补贴。陈元（2017）的研究指出，发展中国家普遍面临财政收支平衡压力，这使得它们难以为政策性金融机构的运营发展提供持续的巨额补贴支持。在这些国家中，政府的财政资源有限，因此，在为政策性金融机构提供资金支持时需要在各个领域之间进行权衡。由于发展中国家的财政状况普遍较为紧张，这为政策性金融机构的长期发展带来了挑战。Moule（1999）从新自由主义学派的角度对政策性金融进行了批判。新自由主义学者认为，政府试图通过干预市场来纠正市场失灵，但这往往导致的效率损失已经超过了市场失灵本身所造成的损失。在这种观点下，政策性金融通过行政指令方式配置金融资源可能导致的社会损失大于产生的经济效益。这可能表现为市场缺陷、市场混乱、政府债务增加以及社会福利损失。此外，政府财政长期大额的资金补贴具有不稳定性，这会削弱政策性金融机构可持续发展的内生动力。长期依赖政府补贴可能导致政策性金融机构在市场竞争中丧失自主性和灵活性，从而影响其业务拓展和风险管理能力。

(2) 不公平竞争。首先，政策性金融机构的设立初衷是为了弥补商业性金融在长期公共投资上的投资不足。商业性金融机构通常关注短期回报和风险管理，而政策性金融机构则着眼于国家的长远发展和公共利益。政策性金融机构通过提供长期低息贷款、担保、风险投资等方式，支持基础设施建设、环保、科技创新等领域的发展，从而促进社会福祉和经济增长。然而，政策性金融机构在监管要求方面普遍低于商业性金融机构。这可能导致利用政策优势形成不公平竞争。由于政策性金融机构享有政府支持和优惠政策，它们可能会以更低的成本和风险吸引客户。这可能使商业性金融机构在竞争中处于不利地位，甚至可

能导致金融市场的失衡。此外，政策性金融债券较低的发行利率可能会压低商业银行的存款利率。这是因为政策性金融债券通常被视为较为安全的投资产品，吸引了大量资金流入。然而，这种现象可能对商业性金融产生挤出效应，影响私人生产部门的投资活动。由于商业银行的存款利率下降，投资者可能会将资金从银行存款转向政策性金融债券，从而导致商业银行可用于贷款的资金减少，进而影响私人投资和经济增长。

(3) 治理结构失衡。政策性金融机构在外部治理结构和内部治理结构方面存在的失衡现象。关键点包括外部治理失衡、内部治理失衡，以及政策性金融机构缺少内部制衡机制和市场化激励机制等问题。李志辉（2006）认为由于政策性金融机构享有政府补贴、国家担保等支持，这使得它们在金融市场中具有较大的竞争优势。

### 2.1.3 开发性金融的实践

目前有关开发性金融实践的重要论文是 Arezki & Bolton 等人（2018）合作的论文。内容是关于全球储蓄过剩（global savings glut）如何影响基础设施融资的问题。作者指出，全球范围内的储蓄大幅度增加，但有效的投资渠道并没有同步增长，导致了资本过剩和低利率。这种情况下，基础设施融资成为了一个重要的投资渠道，因为它是能够提供长期、相对稳定的投资回报的。不过基础设施资产作为一种投资类别目前遇到的现实是，大多数投资者只愿意持有相对安全的债务工具，对应的项目就是相对安全的“棕色项目”（即已经建成并运营的项目）。很少有投资者冒险进入“绿地项目”（即仍在开发中的项目），这会使他们面临建设、监管和需求风险，并涉及更长的投资回收期。

为了解决这个问题，Arezki & Bolton（2018）提出了一种新的融资方式，即开发性金融（development finance）。文献举例用了“香港地铁模式”和“国开行芜湖模式”这两种方式，

说明创新性的开发性金融可以解决实体企业长期投资回报和项目风险匹配的问题。Arezki & Bolton (2018) 呼吁政府和多边开发银行应帮助提供体制环境，鼓励使用债权配合股权融资来提高市场效率，更有效地分担风险。股权融资相比债权融资也可以吸引更大的长期投资者的兴趣，降低资本成本，以及更高的流动性。同时，股权配合债权的证券化融资创造了可变信用风险的债务工具，以匹配投资者不同的风险偏好。以及他们认为政府是政治、监管和治理风险的天然持有者，是最有能力承担风险的，他们应该为私人部门承担大部分建设风险。这篇文章创新性地将开发性金融引入到基础设施融资的领域中，提出了一种新的思路 and 方案，引入多方政府干预的方式，可以在保证长期稳定投资回报的同时，促进实体经济的发展和市场化改革的进程。这种思路对于解决全球基础设施融资难题具有一定的启示意义。

## 2.2 公司治理理论

公司治理是现代企业管理的一个重要领域，其关注点是如何确保企业管理层在代表股东利益的同时维护企业稳定和可持续发展。在公司治理领域，Grossman and Hart (1988) 对公司治理中的所有权问题和控制权分配的影响进行了深入分析。他们探讨了在存在股份不平等的情况下，一股一票制度如何影响公司的控制权分配和市场竞争。Grossman and Hart (1988) 认为，一股一票制度可能导致公司的控制权过于分散，难以形成有效的管理和控制结构，从而抵抗外部收购等市场竞争行为。此外，该文章还提出了一些解决方法，例如采用“优先股”等权益分级工具，来平衡股权分配和公司治理结构的关系。

随着时间的推移，公司治理研究逐渐从股权结构和控制权分配转向了更为细致和深入的内部治理机制研究。其中，Aghion and Tirole (1997) 从组织机制和制度的角度探讨了

公司内部的权力关系和决策过程。文章认为，公司内部的权力关系不仅与控制权分配有关，还与组织结构、职权分配和激励机制等方面有关。Aghion and Tirole (1997) 探讨了形式权威和实际权威之间的关系，并研究了这种差异对企业绩效的影响。

形式权威指的是企业管理层根据规章制度和职责划分所拥有的权力和职责，这种权力是公司内部规定的，是由法律和条例授权的。实际权威指的是企业管理层在实际运营中所拥有的权力，是通过个人能力、信誉和人际关系等因素获得的。形式权威和实际权威之间的差异可能会导致企业管理层在实际运营中出现不协调或不合理的情况，从而影响企业绩效。Aghion 和 Tirole 在文中提出了一个模型，探讨了形式权威和实际权威之间的关系。该模型认为，实际权威的增加可以增强企业管理层的激励，从而提高企业绩效。但是，如果实际权威增加得过快或过多，会导致企业管理层对形式规则的忽视，从而对企业绩效产生负面影响。因此，企业需要在形式权威和实际权威之间进行平衡。

除了 Aghion 和 Tirole 的文章之外，还有许多其他的文献探讨了公司治理中形式权力和实际权力之间的关系。例如，例如，Eisenhardt 和 Bourgeois (1988) 提出了“权威契约”的概念，指的是企业管理层通过与其他利益相关者达成的协议来确立其权威。Larcker 和 Tayan (2011) 则通过研究公司治理结构和企业绩效的关系，探讨了实际控制人的影响。这些研究表明，形式权威和实际权威是公司治理中不可忽视的因素，需要进行有效的平衡和协调，以实现企业长期的稳定发展。Hillman 和 Dalziel 在 2003 年的一篇文章中研究了董事会成员的实际和形式权力对公司绩效的影响。他们的研究发现，实际权力更重要，但形式权力也对公司绩效有一定的贡献。另外，其他研究者还探讨了公司治理中领导者的形式和实际权力之间的差异，以及公司治理中不同角色之间的权力关系。

Aghion 和 Tirole 的文章对本文的启发是，开发性金融项目由多方组成的合作模式越来越常见，形式权威和实际权威的应用成为了一个重要的问题。本文旨在 Aghion 和 Tirole (1997) 经典文献的启发下探讨开发性金融项目中形式权威和实际权威的应用方式，以及如何有效地利用它们来提高开发性金融项目的成功率和绩效。在开发性金融项目的合作中，实际权威是一个重要因素。实际权威可以指示实施的有效性，提高项目的效率和效益，同时也可以为项目提供可靠的技术、管理和市场等方面的担保和支持。实际权威越大的参与方也可以吸引更多的资源和投资者，为开发性金融项目的实施提供更加可靠的保障。

但是对于开发性金融项目而言只有政府官员有形式权威，参与多方合作的单位并没有形式权威，于是他们可以通过借用政府的形式权威获得实际权威。而实际权威在开发性金融项目中具有重要的作用。一方面，它可以提供项目实施所需的各种法律、政策、管理和监督等方面的支持；另一方面，它可以提高项目的可行性和可信度，从而吸引更多的私人投资者。借用形式权威，多方合作方可以为项目的成功实施提供保障。然而，在开发性金融项目中，形式权威和实际权威之间的协调和平衡也是必不可少的。如果形式权威和实际权威之间出现不一致，会给项目实施带来严重的障碍。因此，在开发性金融项目的实施中，必须重视形式权威和实际权威的协调和平衡，确保项目实施的顺利进行。

### 2.3 产权理论

产权理论是由 Harold Demsetz 于 1967 年提出的，其基本出发点是认为契约的不完全性会导致产生剩余价值，而由于契约未能对剩余价值的分配作明确规定，因此会导致套利和搭便车行为的产生。根据产权理论，通过产权的划分和明确，可以有效地解决契约的不完全性问题，从而避免套利和搭便车行为的产生。产权理论着重分析剩余控制权的影响因素。

产权理论的理论框架由 Grossman 和 Hart (1986)、Hart 和 Moore (1988) 的两篇奠基性论文构成。也就是基于产权的不完全契约模型 (GHM 模型)。该模型认为只要明确规定不同资产的控制权, 就可以明确剩余价值的分配原则。即使契约中没有明确规定所有收益的分配原则, 剩余价值也能得到有效率的分配。GHM 模型认为契约执行过程中, 产生的资产剩余控制权 (Residual rights of control) 应当分配拥有资产控制权的一方。此种分配原则有利于事后再谈判的进行, 并且有利于激励双方进行有效率的投资, 避免投资不足现象的出现。随后, 不完全契约理论逐渐应用到公共部门和私人部门合作问题, GHM 理论模型得到了扩展。

在 GHM 模型的基础上, Hart、Shleifer 和 Vishny(1997)提出了一种公私合作的模型, 称为 HSV 模型, 该模型旨在分析何时政府应该选择私人承包方式, 何时应该选择传统的政府提供公共品方式, 以及这两种选择对产品提供效果的影响。在 HSV 模型中, 政府与私人部门的合作关系被视为一种不完全契约, 其中政府作为委托人, 要求私人部门作为承包商来提供一定的公共服务, 如建设公路、医院等。政府和私人部门在签订合同时存在信息不对称和道德风险, 因此政府需要制定有效的合同条款和监管机制来确保合作的顺利进行。HSV 模型分析了政府选择私人承包方式的两个主要动机: 资产密集型和政治动机。资产密集型是指政府缺乏必要的资源和技术来提供公共服务, 因此选择将服务外包给私人部门。政治动机是指政府可能会因为政治压力或其他原因而选择将某些服务外包给私人部门, 以避免承担服务提供所带来的政治风险。HSV 模型的分析结论是, 如果政府缺乏必要的资源和技术来提供公共服务, 或者政治因素需要政府选择私人承包方式, 那么私人承包方式会比传统的政府提供公共品方式更加有效。但是, 在一些情况下, 政府应该选择传统的政府

提供公共品方式，例如当政府对服务的需求非常高时，或者当政府需要在公共服务提供方面具有更大的控制权时。虽然 HSV 模型对于政府与私人部门的合作关系进行了深入的分析，但该模型并没有像 GHM 模型那样对公共部门和私人部门合作时剩余价值如何分配作出解释。

Besley 和 Ghatak (2001) 的研究在 GHM 模型的基础上进一步分析了公私合作共同提供公用品时的控制权分配问题。BG 模型认为，在政府部门和私人部门共同提供公共品的情况下，控制权应当由合作双方对项目的评价水平来决定，对项目评价水平越高的一方应拥有更多的控制权。这一观点与 GHM 模型认为控制权应由投资重要性来决定的观点是不同的，但是这并不是因为 GHM 模型只考虑私人部门和私人部门之间的合作，而是因为两个模型的分析对象和研究问题不同。具体来说，GHM 模型分析的是一个私人部门与另一个私人部门之间的契约问题，即如何在契约中明确规定不同资产的控制权来明确剩余价值的分配原则。在该模型中，产权的配置应该由投资的重要性来决定，即控制权应当分配给那些对资产进行最重要投资的一方。而 BG 模型分析的则是政府部门和私人部门共同提供公共品的情况下，控制权的分配问题。在该模型中，BG 认为政府应该掌握较高的控制权，以便监督私人部门的行为并避免潜在的套牢问题，但是私人部门也应该有一定程度的控制权，以便激励其进行投资并提高社会总剩余。因此，BG 模型认为，控制权应该由政府 and 私人部门的相对投资重要性、信息获取成本和监督成本等因素共同决定，而不是仅仅由项目评价水平来决定。在该模型中，政府和私人部门应该根据具体情况灵活地调整各自的控制权，以达到最优化的投资和分配效果。

BG 模型仅考虑了纯公共品的情况，但在实际情况中，公私合作通常涉及准公共品，因此需要对模型进行进一步拓展。为此，Francesconi 和 Muthoo（2011）提出了 FM 模型，该模型考虑了 PPP 模式中涉及准公共品时的控制权分配问题。与 BG 模型不同，FM 模型认为控制权的分配应考虑三个因素，即投资重要性、双方对产品价值的评价以及产品的公共化程度。当产品的公共化程度较高时，控制权应全部分配给对产品评价较高的一方，这与 BG 模型的结论一致。但当产品的公共化程度较低时，控制权应全部分配给主要的投资者，这与 GHM 理论一致。需要注意的是，即使产品的公共化程度比较高，有些情况下仍应该将控制权完全分配给投资重要的一方。另外，当双方的投资同等重要时，当产品公共化程度较低时，应该在双方之间进行控制权的分配，且对产品评价较低的一方应该获得较大份额的控制权；而当产品公共化程度处于中等水平时，控制权应全部分配给对产品评价较低的一方。需要强调的是，这些结论都需要依据具体情况进行具体分析，而不能一概而论。

除了基于剩余控制权的产权理论，产权理论还有一个分支是交易成本理论。Coase 在 1937 年最早提出了交易成本的概念，即“为了进行市场交易，有必要发现谁希望进行交易，有必要告诉人们交易的愿望和方式，以及通过讨价还价的谈判缔结契约，督促契约条款的严格履行等”。他认为市场交易成本包括发现和通知交易者的费用、谈判费用、签订合同以及保证合同条件的履行而进行必要的检查的费用等。并使用交易成本的概念解释了企业的性质以及企业出现的原因。

交易成本理论是从交易成本的角度来研究经济组织的，其研究主题是：任何一种经济组织方式或治理机制，都可以从交易成本的角度进行考虑。即合理有效的组织方式和治理

机制，是出于降低交易成本的目的。而正是由于交易成本的存在，导致了契约的不完全性。因此，交易成本理论是从降低交易成本的角度出发，分析如何通过组织方式和治理机制来减少契约的不完全性。

Williamson 发挥了 Coase 的这一思想，并吸取其他理论的某些成分，建立起了交易成本理论，认为经济组织的主要目的和效果是节约交易费用。Williamson (1979) 强调企业属于治理机构的性质，指出企业本身不仅是一种生产函数，也是一种治理结构，交易成本理论认为，由于人的有限理论、机会主义以及资产专有性的存在，契约大多是不完全的，契约的漏洞往往是不可避免的。不完全契约在一定程度上扩大了交易成本，增加了交易风险。交易成本理论重视治理机制，认为合适的治理机制能够减少交易成本，从而减少契约的不完全性。不同的交易类型应当与不同的治理结构相匹配。换句话说，最优的治理结构能够最大程度的节约事前和事后交易成本。

## 2.4 公共投资与挤出效应

还有两篇文献与本文的研究紧密相关，他们分别利用地方融资平台和国开行贷款的数据研究了开发性金融投资与实业的影响。

其中，Huang et al.(2020) 回答了地方政府债务是否挤出了私人投资，也就是 crowd-out effect。他们将有关地方政府债务的城市级信息与涵盖 350,000 多家制造企业的全国代表性调查相结合，他们做了两组检验。

地方政府债务对全国所有企业的影响。他们发现民营制造业企业的投资率与地方政府债务呈负相关，而国有和外资制造业企业的投资率则没有受到地方政府债务的影响。

地方政府债务对需要更多资金的行业是否有特别影响。他们发现地方政府债务与需要外部金融资源的内资私营制造企业的投资减少有关，但与国有和外资制造企业的投资无关。这样也可以验证挤出效应的机制——占用信贷资源，使得民营企业受到信贷紧缺的影响。

Huang et al.(2020)就公共投资带来经济后果这个问题得出了“crowd-out effect”的结论。他们基于的假设是中国信贷市场存在利率上限，且中国信贷市场是有地理分割的。他们发现由于开发性金融投资增加了公共债务投资需求，本地银行需要收紧对当地私营部门的信贷供应。因此，地方融资平台需要银行资金越多时，银行政治关联度最低的客户——即民营企业而不是国有企业就越受到打击。

另一篇文献则是回答了国内政策性银行运作的基础，为什么国开行做开发性金融的违约率相比会低很多。Gao et al.(2021)利用国开行的数据和商业银行贷款的数据，发现商业银行 90 天逾期比例为 1.42%，而国开行仅为 0.25%，表明政府在能够识别债权人时会选择性违约。他们发现中国地方政府会选择对政治权力较弱的银行违约。银行相对于其他银行的政治权力减少会增加地方政府选择性违约的可能性。这种选择性违约是由银行对政治家的晋升影响所驱动的。当地方政治家的排名等级较高或与国家领导人有关时，他们会更少参与选择性违约，因为他们的晋升不受银行贷款违约的影响。他们的研究表明，政治-金融联系可以限制政府的违约行为。但现实中，Gao et al.(2021)所提到的政治联系，只是国开行进行开发性金融的一部分，他们强调的是政策性银行的贷款增加了债务人的违约风险（地方官员如敢违约就会失去晋升机会），实际上，国开行通过中央与地方省政府、市政府、地方企业四方合作平台，长期多次博弈的激励让地方政府不愿意违约也是国开行能做到违约率较低的成功原因。同时，文献忽略了国开债和商业银行债务本质差别，商业银

行是单独的债权融资，看重的是抵押品和现金流，国开行依赖股权+债权，把项目收益的上限扩大了（地方融资平台同时经营房地产业务，通过土地开发增值来赚钱），也使得地方政府能有钱来换国开行的贷款。所以文献只回答了为什么开发性金融违约较低的一个理由，本文之后的研究会进一步深入研究国内、国际的开发性金融做了什么组织变革和金融创新，让项目收益能匹配项目风险。

相比之下，本文的研究的外国政府贷款投资和地方融资平台发起的投资除了数据不同，还有一些本质的不同。

其一、资金来源。外国政府贷款属于外债，不占用地方银行的储蓄，项目的投资并不会影响当地其他财政规划。

其二、行业选择。外国政府贷款投资的行业和地区都是欠发达地区和落后产业，公益性较强，投资之初的目的并不是为了拉动当地 GDP（相反当地官员有动机拉动地方债务来影响当地 GDP，从而影响自己晋升）。

其三、项目管理。外国政府贷款投资由 EKPAC 完全按市场化运营，并严格执行外国政府反腐败等合规政策，与地方政府的合作关系不同。

## 2.5 外国投资与挤入效应

### 2.5.1 技术溢出

外国政府贷款有可能通过外资的技术溢出带来挤入效应。MacDougall（1960）提出，通常情况下跨国公司在技术和原材料供应上是比较优势的，跨国公司进行投资的过程中会产生企业领先技术的转移，对于东道国企业产生了有益的效应，但是对于跨国公司而言这一正效益无法被企业自身内部化，跨国企业在这一过程中无法得到任何回报。因

此这一效应对于跨国公司而言是外在的，是一种挤入效应。与 MacDougall（1960）的讨论不同，本文研究的外国政府贷款并不是直接投资，也不是被动非自愿地传递给东道国，外国政府贷款的行为更具有公益性和帮助性，外部性应该更加明显。

### 2.5.2 营商环境

外国政府贷款的规模相比传统银行贷款来讲非常小，指望其直接拉动当地的建设投资、乃至宏观经济是不现实的。相比特斯拉、苹果公司在中国带动了上下游产业链，从而影响本地企业的发展，外国政府贷款的影响机制可能不是简单的技术溢出，而是一种基于信号理论的声誉效应。增强了外商对中国地方政府的了解，从而外商有机会进行后续投资。

本文研究受到信号理论的启发，信号理论认为，在这些行为者的基本质量或性质不完全清楚的情况下，行为者通过信号提供关于自己的信息。以本文研究的对象为例，地方政府引入外国政府贷款，就是向其余外国投资者发出的一个积极的信号，即一个地区被"投资"到国际体系、全球社会和更大的全球政治经济中，从而让这个地区被全球的开发性金融机构所认识，也间接地降低各国在这个地区投资的风险。

相关研究成果都表明，发展中国家的营商环境优化能够降低制度性交易成本，为企业营造法制化和便利化的生产和经营环境，并取代要素优势和政策红利，发挥出积极的引资及引技作用。（刘军和王长春，2020）针对发展中国家的营商环境优化影响外资企业 FDI 动机的研究发现，东道国的营商环境优化导致内资企业的竞争力增强和外资企业的特惠资源取消，进而减弱了外资企业的市场寻求型 FDI 动机。另外一些营商环境优化影响内资企业创新的文献发现发展中国家的营商环境优化能够增强市场竞争程度和税收管理。比如 Wu（2019）基于母国视角对中国跨国企业的考察发现，国内市场的成熟度、知识产权保护和

与东道国之间的文化差异能够提高跨国企业的创新绩效，且自身较强的吸收能力增强了其在发达国家市场上从事生产和经营活动的创新绩效。

### 三、开发性金融的边界分析

#### 3.1 开发性金融项目的特点

开发性金融的起源可以追溯到 20 世纪初的欧洲，当时欧洲国家正在经历工业化进程，需要大量的长期资金来支持工业化和基础设施建设。传统的商业银行和股票市场无法满足这种需求，因此一些政府和私人机构开始提供专门的开发性金融服务，为工业化和基础设施建设提供长期资金。这些开发性金融机构通常由政府或私人资本家出资设立，以低廉的利率提供长期贷款，并且对借款人的项目进行审查和监督，以确保资金用途的合法性和效益性。随着时间的推移，开发性金融机构逐渐发展壮大，并且在全球范围内得到了广泛应用，成为支持经济发展和社会进步的重要工具。

中国经济在过去 40 年的发展实践中发现，基础设施等长期公共融资项目具有周期长、资金需求量大、风险高、回报低、正外部性等特点，其所带来的正外部性难以通过收费机制回收全部的投资价值。商业性金融机构通常偏向于追求短期利润回报，无法满足公共物品的长期投资收益特征。以下图为例，传统市场化银行在选择投资项目时，往往会面临资金成本和信贷风险控制的限制，因此偏向于选择具有较高抵押率的商业性房地产等项目。然而，开发性金融机构在投资领域有更多的选择余地，如果没有人愿意对抵押标准不足的项目进行投资，市场将失去活力。

下图是一个开发性金融机构和传统金融机构和政策性金融机构的直观对比：

表格 1 金融机构的直观比较

分类	代表机构	投资方式	融资方式	项目特征
商业机构	工行、中行	商业贷款	吸收存款， 发行债券， 市场化融资	利息高、要求抵押担保，低风险高回报
政策性机构	农业发展银行	政策补贴	依靠政府拨款，发债	利息低、不要求抵押担保、高风险低回报
开发性金融机构	国家开发银行、 EKPAC（项目运营）	开发性金融 + 商业化运作 + 政府支持	外国政府贷款及政府支持下的市场化融资	项目风险高、回报低、周期长，商业银行不能做、政策性银行做不大

上表描述了商业银行、政策性银行和开发性金融机构的不同特征。商业银行主要通过吸收存款、发行债券和市场化融资的方式进行商业贷款投资，要求抵押担保，收益较高但风险较低。政策性银行主要通过政府拨款和发行债券等方式进行融资，收益较低但风险也相应较低，不要求抵押担保。而开发性金融机构则通过政府支持下的市场化融资和外国政府贷款等方式进行开发性金融的商业化运作，面向高风险、低回报和周期长的项目。商业银行和政策性银行在这些项目上的投资存在限制，因此开发性金融机构在这方面有独特的优势。

### 3.2 开发性金融机构的类别和定位

本文将列举出可以开展开发性金融业务的不同类型的四种金融机构，包括纯政策性银行、商业银行的开发性金融业务、国家开发银行以及外国政府贷款等。他们的定位和作用有所不同。

纯政策性银行是由政府设立的金融机构，主要职能是通过向具有发展潜力但缺乏资金的行业和企业提供融资支持，促进经济发展和社会福利水平提高。商业银行的开发性金融业务则是通过发放贷款来支持特定领域的经济发展，例如农业、小微企业等。商业银行的开发性金融业务通常是在政府的引导和政策扶持下实施，其目标是缓解市场失灵的问题。国家开发银行是一种国有的开发性金融机构，其主要职责是通过发放贷款和投资项目来促进经济发展和产业升级。外国政府贷款则是一种非营利性金融机构，其目的是为了支持发展中国的经济和社会发展。具体项目举例如下表所示：

表格 2 不同主体开展的开发性金融业务

分类	项目举例
纯政策性 银行	<p>1. 中国农业发展银行：作为中国政府唯一的农业金融专业性发展性金融机构，中国农业发展银行的主要业务包括农村基础设施建设、农产品产业化、乡村旅游等领域的融资支持。</p> <p>2. 中国进出口银行：作为中国政府出口信贷机构，中国进出口银行的主要业务包括支持中国企业开展国际贸易、实施“一带一路”倡议、支持国内企业进行海外投资等方面的融资支持。</p>
商业银行 的 开发性 金融业务	<p>1. 中国银行：中国银行设立了产融结合业务中心，主要负责拓展基础设施、城市建设、能源化工等领域的融资业务。</p> <p>2. 中国建设银行：中国建设银行拥有开发性金融专业机构中国建设投资公司，主要业务包括基础设施、城市化、产业升级等领域的融资支持。</p> <p>3. 中国邮政储蓄银行：中国邮政储蓄银行的开发性金融业务主要聚焦于支持“三农”发展、精准扶贫、可持续发展等领域的融资支持。</p>
国家开发 银行	扶持“一带一路”倡议、长江经济带建设、京津冀协同发展、长三角一体化发展等项目
外国政府 贷款	EKPAC作为外国政府大家的项目运营机构，向中国国内引入美国进出口银行、北欧投资银行、以色列政府贷款、德国促进贷款、法国开发署贷款等外国政府贷款。

由上面例子可以看出，外国政府贷款在开发性金融中的定位是一种公益性质较强的贷款，旨在支持发展中国家的落后地区或薄弱环节的项目，并协助当地政府和公司处理民生问题。与商业贷款不同的是，外国政府贷款以公益为首要目标，注重投贷项目的公益性质和社会贡献。在贷款审批环节，评审员会在确保项目风险控制的同时，倾向于选择当地薄弱产业的项目，并且注重项目的地域性，更加倾向于选择欠发达地区的项目。

与传统的商业贷款相比，外国政府贷款的贷后管理更为复杂，需要涉及高科技产品、技术、经验以及运营理念的输出。因此，输出资金仅仅是一个开始，后续的产品和服务的输出

是更为持久的任务内容。同时，在贷款审批和项目管理方面，外国政府贷款也更为复杂，需要进行更加严格的审批和核查，以确保项目的公益性质和社会贡献，同时保证放贷国的本金安全。因此，外国政府贷款虽然具有开发性金融的属性，但其注重的公益性质和对当地民生问题的协助使其与其他开发性金融有所不同。

另外，外国政府贷款还涉及到主权债务的问题，因为贷款的返还往往涉及到两国政府之间的债务关系。这也就意味着，外国政府贷款的利用和管理需要更为谨慎和周详。同时，外国政府贷款在开发性金融中的定位也与国际金融组织的贷款有所不同。国际金融组织的贷款往往涉及到更多的政策性和改革性要求，旨在帮助借款国实现经济转型和改革，而外国政府贷款则更注重在项目的公益性和社会贡献上。此外，外国政府贷款还可以作为一种政治工具，用于加强与借款国之间的政治联系和影响力。因此，外国政府贷款在开发性金融中具有其独特的定位和作用。

从资金募集成本的角度来看，四种金融机构之间存在着显著的差异，这一差异也是可以用来区分它们的一个重要边界。

中国的传统商业银行执行开发性金融项目的资金成本相对较高，在 3.68%左右。商业银行为了获得资金，商业银行需要通过负债业务来募集资金。在募集资金的过程中，商业银行需要支付一定的成本来进行中介交易，这是其首要的成本之一。除了中介交易成本，商业银行还需要支付其他成本，例如资本成本、运营成本、信用风险成本等。这些成本的大小取决于商业银行的经营规模、资本结构、风险水平等因素。一般来说，商业银行的资金成本越高，其贷款利率就会相应提高，从而对借款人产生一定的影响。商业银行的资金成本在不同的国家和地区可能会有所不同，其大小取决于市场竞争情况、货币政策等因素。根

据国际金融市场的情况来看，商业银行的资金成本通常比较低，一般在 2%到 5%之间，但也有可能高于这个范围，具体取决于市场情况和银行自身的风险水平。在中国，商业银行的资金成本相对较高。根据中国人民银行发布的数据显示，2019 年末，商业银行的平均负债成本为 3.68%，而在同期的同业存单市场上，短期融资成本为 1.5%左右。这说明商业银行的资金成本比同业存单市场要高出约 2 个百分点。商业银行的资金成本在中国相对较高的原因之一是由于中国的存款利率市场化进程尚未完全实现，银行的存款利率受到一定程度的管制，导致资金成本难以降低。此外，商业银行在中国的经营成本也较高，银行间同业拆借市场不够发达，从而导致商业银行在资金募集上的成本也相应提高。

政策性银行获得的资金成本相对商业银行要低，约为 2.9%。因为政策性银行具有国家背书的信用背景和政策性质，这使得政策性银行获得融资的成本更低。政策性银行的资本金一般是国家财政直接注资，这种筹资方式获得的资金成本相对最低，风险最小，但一般获得的资金量比较小，资金的投向也完全由国家的政策目标来导向；政策性银行另外一个募资手段是其向中央银行申请贷款：再贴现、抵押贷款、信用放款；政策性银行一般能以低于商业银行再贷款的利率从央行获得资金支持。例如，央行可对三家政策性银行发放抵押补充贷款(PSL)，用于支持棚户区改造贷款、重大水利工程贷款、人民币走出去项目贷款等。根据中国农业发展银行 2020 年的年报，其获得的平均融资成本为 2.94%左右，而其发放的贷款利率一般在 5%至 6%之间，这使得其能够以相对较低的资金成本支持国家的开发战略和政策目标。

国家开发银行（国开行）的融资成本约为 3%，但是不是财政补助。与其他政策性银行不同，国开行已逐步转变为积极发债，寻求多元化的融资渠道。此举有助于扩大开发性融

资的规模，并且降低了融资成本。在其成立之初，国开行主要依赖财政资金作为资金来源。然而，财政资金有限且存在很多限制，因此国开行积极探索其他融资渠道，与中国人民银行合作建立了创新的融资方式。这种方式是通过人民银行的货币政策手段来获得低成本资金的。具体来说，人民银行设定了商业银行缴存的存款准备金率，这是货币政策的一种调节手段。商业银行缴存的存款准备金可以获得 0.99% 左右的利息。人民银行可以运用这部分资金购买国开行的债券，以获得更高的利息。国开行发行长期债券，以 3% 左右的较低利率募集资金，其中很大一部分债券由人民银行购买并持有，这有助于国开行获得长期稳定的资金来源。这种融资方式不仅让人民银行有了一种安全、稳定的收益方式，同时也让国开行的融资成本降低了。具体而言，国开行支付的利息率较传统商业银行设立网点吸收存款的 5% 左右的成本要低，从而降低了开发性融资的成本。这些手段可以有效地降低国开行作为开发性银行的资金募集成本。

图表 2 央行与国开行的创新融资模式



外国政府贷款在募资方面具有更为独特的优势，来源为主权发达国家的财政预算内的资金和主权财富基金的资金，成本不到 1.5%。这些贷款一般分为两类，即硬贷款和软贷款。硬贷款是指外国政府基金通过贷款的方式向公共设施项目投资借出资金，而软贷款则是通过股权投资的方式参股或控股公共项目。软贷款一般来自贷款国政府财政预算内的资金，而出口信贷部分则是贷款国设立的信贷金融资金。相对来说，这些贷款由发达国家政府提

供，作为使用这些贷款的总包商机构，不需要刻意去募集资金，而是根据每年各国政府贷款在不同地区的额度预算，来获取放贷资金。

综上，资金筹集成本上划分出外国政府贷款和其他机构的边界。具体总结如下表：

表格 3 不同开发性金融机构的资金募集成本

分类	资金募集成本
纯政策性银行	成本相对最低，风险最小，获得的资金量小，2.94%左右
商业银行的开发性金融业务	开设网点，项目的资金成本相对较高，5%左右
国家开发银行	有央行的紧密联系，长期稳定的资金来源，3%左右
外国政府贷款	贷款国政府财政预算内的资金，几乎没有债权成本

### 3.3 开发性金融机构的边界分析

本部分旨在深入总结四种金融机构的五个关键领域，以揭示这些开发性金融机构在企业层面的运作及其内在机制。通过关注监管研究、公司融资、组织管理、公司治理和公司运营这五个经典的学术领域，本文可以全面了解企业在运作过程中所面临的各种挑战与机遇。

为了深入剖析这五个维度的独特特点和相互关联，本文将对四个不同类型的开发性金融机构进行详细的边界分析。这一分析将涵盖 20 个独立的分析单元，每个单元特征均与相邻单元有所区别。这种多角度的分析方法有助于本文深入了解开发性金融机构的多样性与复杂性。

通过对四种金融机构的边界分析研究，本文旨在揭示它们在监管研究、公司融资、组织管理、公司治理和公司运营等各个方面的优势与挑战。这种对比研究方法将有助于本文更好地理解不同类型的开发性金融机构在应对市场挑战和抓住发展机遇方面的策略和特点，也帮助本文得到关于开发性金融机构运作的更清晰、更具深度的理解。

表格 4 开发性金融机构的边界界定

政策性银行	国开行	EKPAC	商业银行
	国家开发性金融机构	国际开发性金融机构 (特许经营权合作机构)	
监管	财政部及相应 监管机构	有关政府部门及监管机构	商业银行监 管机构
融资	国家出资，财 政部	国家信用，市场发行 不能吸纳存款，但是贷款 创造发债。发债不纳入国 家赤字，不需要人大批准	市场吸纳存 款 贷款创造发 债
组织	单次或者多次 性贷款	项目融资 平台公司 债+股	项目融资 特许经营权代理公司 无平台公司 债+股 单次或者多 次性贷款， 依靠质押
治理	政府权威	政府权威 平台合作	公开透明的遴选机制 借用政府权威 债权质押
运作	重在搜寻 低息补贴，项 目很难拿，需 要参与投标	平台公司全流程管理 股+债	无平台公司下的全流程 管理 股+债 重在搜寻 商业银行自 己的风险管 理模式

(1) 监管层面的边界界定：

监管在金融领域中占据着举足轻重的地位，不同类型的开发性金融机构受到的监管体系和要求各异，这对于维护金融稳定和防范金融风险具有重大意义。不同开发性金融机构的监管机构、监管内容和监管方式均存在差异。对监管的研究可以从多个层面展开，例如

监管视角、监管效果和监管制度等，从而深入探讨监管对金融机构的影响以及金融稳定的作用。

政策性银行的监管机构为出资人所代表的政府部门。在资金方面，政策性银行的资金主要由财政部补贴出资。因此，财政部作为监管部门对政策性银行进行监管。

商业银行的监管机构为国家相应的监管部门。在我国，金融监管机构即将成立的金管局负责对商业银行进行监管。

国开行这类特殊金融机构，其监管并非由财政部或金管局负责，而是受到国务院直属领导的监督。在我国，国开行作为一种政策性金融机构，其监管依据金融机构的相关法规进行。

EKPAC 作为一家国际性的开发性金融机构，在中国境内运营时，其同样属于金融机构监管范畴，受到我国金融监管部门的监督。

## （2）融资层面的边界界定：

融资作为金融机构的核心业务之一，具有多个维度，包括融资成本、融资规模和融资结构等。不同类型的金融机构在融资特点上存在差异，这些特点对金融市场产生各种影响。开发性金融机构在融资方面也具有独特的优势和特性。

政策性银行的资金主要来自国家出资和财政部拨款，其融资行为往往体现为财政手段。

商业银行则主要依靠市场吸纳存款，通过发放贷款和发行债券来实现融资。

国开行具有独特的融资特点。它利用国家信用在市场发行债券，尽管自身不吸纳存款，但仍可以通过贷款实现融资。此外，国开行发行的债券不需要纳入国家赤字，也无需经过全国人大批准。

EKPAC 作为一家国际性的开发性金融机构，其融资主要来源于发达国家政府的跨国贷款。

### （3）组织层面的边界界定：

开发性金融机构的组织结构和运营模式对其业务效率和竞争力具有重要影响。组织研究可以从机构性质、组织形式和组织文化等方面展开，以深入探讨不同类型金融机构的组织特点及其对业务效率和竞争力的影响。

政策性银行的贷款模式主要包括单笔贷款和多次贷款。例如，根据客户等级和战略地位，政策性银行可能为某些客户提供多次贷款，而对于普通客户则先提供单次贷款。

商业银行的贷款模式与政策性银行类似，主要依赖于抵押品的质量和流动性。合格的抵押品和良好的流动性是商业银行放款的关键因素，无论是单次还是多次贷款。

国开行的融资模式则与前两者有所不同，主要依据具体项目来进行融资。在确定一个项目后，国开行会围绕该项目建立一个四方合作的平台公司，并通过平台公司将债权和股权利益捆绑在一起。

EKPAC 的融资模式在某种程度上与国开行相似，同样依靠具体项目进行融资。然而，EKPAC 的本质是一个特许经营权代理公司，其在华贷款项目并非基于平台公司。EKPAC 通过债权和类股权将各方利益长期捆绑在一起，实现多次博弈，而非仅限于单次博弈。

### （4）治理层面的边界界定：

从治理结构层面对金融机构的边界进行界定：开发性金融机构的治理结构对其稳健经营具有重要保障作用。治理研究通常涉及公司治理结构、内部控制和风险管理等方面，旨在探讨不同类型金融机构的治理结构及其对经营效果的影响。

政策性银行的治理结构依赖于上级单位和政府的权威。如果治理不善，可能会导致免职或法律追究。

商业银行的治理结构主要通过抵押品管理来实现，确保资产安全和风险可控。国开行的治理结构既依赖于政府权威，也依赖于平台合作。

国开行所具备的政府权威等级高于普通商业银行。此外，国开行与四方政府共同成立合资平台公司，各方持有股份并共享投票权，实现共同治理。

**EKPAC** 的治理方式包括两个方面：一是通过平台合作共同治理，例如五方合作的 **EPKAC** 项目推荐会模式；二是借用政府权威进行治理。

#### （5）运作层面的边界界定：

开发性金融机构的运作方式直接关系到其经营效果和竞争力。运作模式的学术研究通常从流程管理、风险控制和市场开发等方面展开，以探讨不同类型金融机构的运作特点及其对经营效果的影响。

政策性银行主要通过搜寻潜在客户进行运作，但需要国家提供低息补贴才能确保其良好运作。

商业银行根据自身风险管理模式，通过搜寻符合要求的客户进行运作。

国开行的运作依赖于平台公司的全流程管理，实现全流程管理的核心是股权与债权的利益捆绑模式。通过股权参与，国开行可以在项目的长期运作中拥有话语权。

**EKPAC** 的运作方式与国开行类似，也依靠债权与股权的全流程管理。唯一的区别在于，**EKPAC** 在没有依赖平台公司的情况下，实现了这一复杂的运作手段。

#### 四、理论分析：开发性金融的组织变革和金融创新

开发性金融的项目落地是一个理论结合实际过程，本研究通过理论分析开发性金融在中国落地应用的案例，探讨 EKPAC 运用开发性金融背后的原理。本研究后续采用了拍卖理论、权威借用理论、交易成本理论和产权理论等多角度的视角，力求全面地揭示 EKPAC 在外国政府贷款项目中进行组织变革和金融创新的理论分析模型。最后本研究对比了国内外开发性金融机构，也揭示了国开行组织变革和金融创新的理论分析模型。

##### 4.1 研究设计

###### 4.1.1 研究对象选择

本文在兼顾案例的数据典型性、可获取性和研究便利性这 3 个因素的基础上，最终选择 EKPAC 中国有限公司（以下简称“EKPAC”）作为案例研究样本。EKPAC 是具备特许经营权的外国政府贷款合作机构，占有中国外国政府贷款业务 80% 的市场份额，是最有代表性的国际开发性金融机构。

1978 年 12 月，中国重新恢复外资，这标志着中国迈向开放和改革的历史时期。EKPAC 成为了中国最早注册的外企之一，为中国援建事业做出了贡献。早期，EKPAC 引进了许多先进的设备，但由于当时中国政府缺乏购买这些设备的资金，EKPAC 开始积极协调外国政府贷款并于 1986 开始了第一单外国政府贷款业务——杭州三堡码头项目。

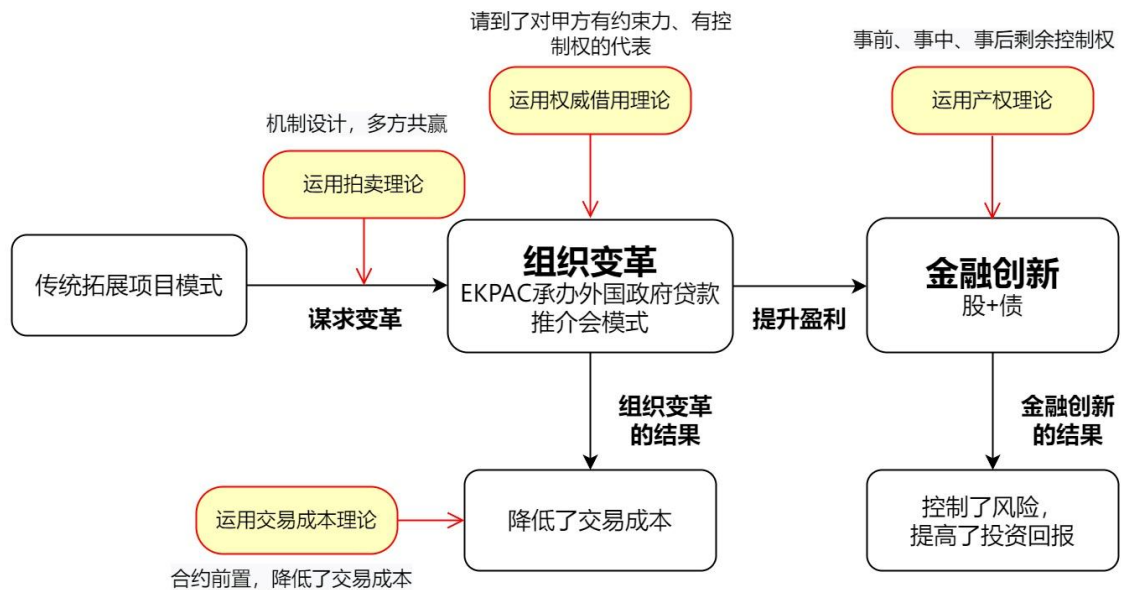
截止 2021 年，EKPAC 作为跨国开发性金融机构，在中国欠发达地区的发展援建里程碑上创下了五个之最。

- (1) 历史最久的具备特许经营权的外国政府贷款合作机构；
- (2) 业务覆盖区域最广，外国政府贷款项目涉及全国 28 个省、自治区和直辖市；

- (3) 在内地成功运作的外国贷款项目数量最多,已达到 192 单,共计 16.87 亿美元;
- (4) 成功运作的国别最多,涉及 12 个国别的贷款项目,项目的贷款来源包括北欧投资银行、美国、以色列、瑞典、德国、波兰、芬兰、日本等;
- (5) 贷款项目领域最广,目前已经涉及 20 个行业,包括医疗、农业、广播电视、民航航空、教育、环保、新能源、传统能源、交通、食品/屠宰、冷库、印刷、供热、工业等。

#### 4.1.2 理论分析框架

图表 3 EKPAC 组织变革与金融创新理论框架



上面图 3 展示了本章节后续理论分析的框架。

首先, EKPAC 最初采用传统推介项目模式, 但在实践中遭遇诸多困境。为寻求组织变革, EKPAC 决定运用拍卖理论来承办外国政府贷款推介会模式。

为构建可复制的模式，本文首先探讨了外国政府贷款推介会模式为何能够成功实施。其中一个关键因素在于 EKPAC 运用权威借用理论，邀请对甲方具有约束力和控制权的代表，从而借用他们的权威。

接着，本文对组织变革的成果进行了理论分析。研究发现，组织变革导致了交易成本的降低。在这一过程中，合约前置模型在一定程度上为降低交易成本提供了支持。

最后，本文对 EKPAC 的金融创新进行了理论探讨。EKPAC 主要创立了一种“股+债”的模式，并运用产权理论来获取项目的剩余控制权。这一控制权涵盖了事前筛选、事中控制和事后监督的各个环节。因此，EKPAC 的模式在控制风险的同时，也提高了投资回报。4.2

## EKPAC 在中国运营开发性金融项目

### 4.2.1 中国欠发达地区的项目背景

中国的欠发达地区在发展水平上较为落后，与美国历史上西部地区的发展状况有一定程度的相似性。在美国的西部拓荒时期，当地资源丰富但基础设施不完善，人口稀少且教育水平有限，这使得投资者需要面临诸多挑战。同样地，在中国的欠发达地区，尽管资源丰富，但营商环境和基础设施尚待完善。

外来企业想投资中国的欠发达地区，会面临诸如以下几个方面的挑战：政策法规不够完善，地方政府对于外来投资的支持和保障力度有限；基础设施落后，交通、通讯、能源等方面的配套设施不足，给企业的生产和运营带来不便；人力资源短缺，高素质的劳动力和专业人才难以满足企业的需求；金融环境不健全，融资渠道有限且融资成本较高。当地缺乏的资源主要包括：先进的技术资源，如科研、创新能力；高素质的劳动力和专业人才；完善的供应链和产业配套设施；以及健全的金融体系和市场机制。

在现代经济中，欠发达地区为了应对在追赶发达地区方面面临的这些挑战，一方面采取了自我发展的努力，另一方面也积极吸引外部投资。然而，这些努力似乎并没有取得预期的成果，这可能是由于欠发达地区陷入了贫穷陷阱，无法通过简单的投资刺激经济增长来改善经济状况的情况。就算欠发达地区有了足够的资金投入，没有先进的技术生产力作为支撑也很难改变落后的局面。

近些年来，我国中央政府为了支持欠发达地区的发展，积极投入大量资金。然而，仅仅通过资金的投入是无法解决欠发达地区的贫困问题的。地方政府投资效率有限，支撑欠发达地区经济长期稳定增长的支柱产业没有得到很好的发展，而由于发展基础薄弱，欠发达地区大多仍以工业和农业为主来带动其发展，没有足够转化为可持续生产力的能力。

虽然存在诸多挑战，但是为欠发达地区提供发展建设投资是一项长期、必要且高外部性的事情：这种开发性金融的投资会带来包括交通、通讯、能源等方面的改善；带给欠发达地区教育和培训资源、农业工业的产业转型和升级。

#### 4.2.2 欠发达地区发展模式

在 EKPAC 出现前，欠发达地区为了引入投资，采用了混合所有制、国企入股和 PPP 等多种策略。这些方法有助于促进地区经济发展，改善基础设施建设，提高民生水平，并为当地人民创造更多就业机会。但是欠发达地区传统发展模式在项目事前、事中和事后仍存在一定的失控，比如在混合所有制模式中，决策权仍然掌握在国有企业领导手中，这导致企业改革和发展缺乏民间资本的活力和创新。国企入股的模式中，国有企业可能会产生挤出效应。由于国企具有贷款优势，它们可能会吸收信贷市场上的大部分资金，从而扮演贷款中介的角色。PPP 模式则存在明股实债的问题，即政府和社会资本合作中，政府通过股权

投资形式承担项目的债务风险。这种模式在短期内可能会带来一定的投资效果，但长期来看，其可持续性存在较大的隐患。

所以为了提高资金来源的多样性，降低对信贷市场的依赖，此时有必要吸引外资进入市场，同时构建更为可持续的投资模式，降低欠发达地区政府承担的风险。

EKPAC 的出现正好帮助中国欠发达地区实现这一目标，通过全球资源整合，推动欠发达地区的经济发展和社会进步。

#### 4.2.3 EKPAC 的介绍

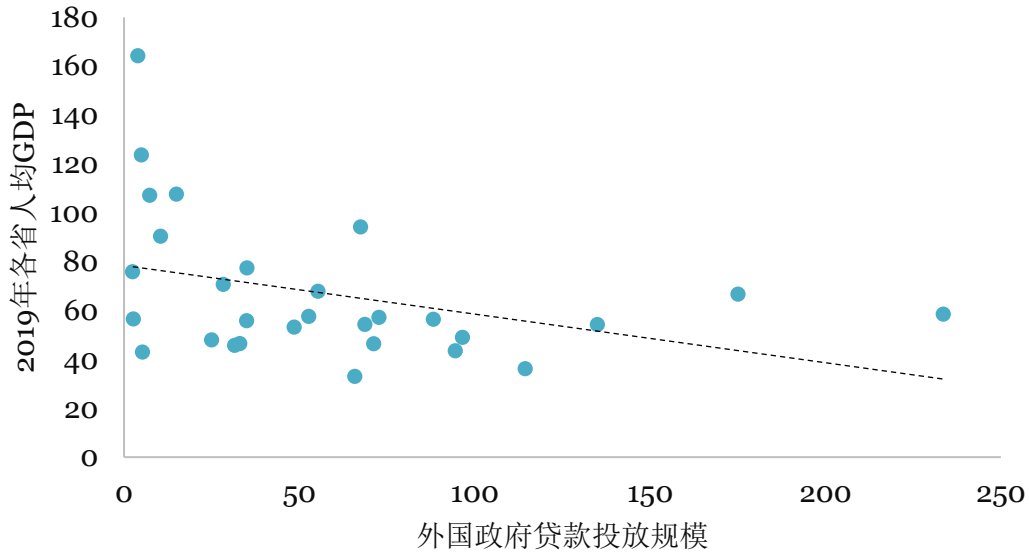
EKPAC 是一家具备特许经营权的外国政府贷款合作机构。其代表了北欧投资银行、美国、以色列、瑞典、德国、波兰、芬兰、日本等国家的外国政府贷款项目。作为一个国际开发性金融机构，EKPAC 代表这些国家的政府参与到中国欠发达地区的开发性金融项目，促进当地经济的发展，以实现其对发展中国家的援助和支持。

同时，EKPAC 在这一过程中扮演了连接外国政府和中国政府之间的桥梁。由于中国的欠发达地区当地经济基础薄弱，很难吸引资本的投入，属于投资项目里面无人问津的“沙漠地区”，EKPAC 在这种艰难的背景情况下，为欠发达地区引入外国政府贷款服务，支持当地经济的发展，也为外企在中国欠发达地区开展业务提供了更为广阔的空间，同时也有利于加强中国与这些国家之间的经贸合作。其在连接政府和企业之间的角色，以及在促进不同国家之间的交流合作方面，也具有重要的意义。

如图 4 所示，该省 2019 年人均 GDP 作为纵坐标，该省利用的外国政府贷款规模作为横坐标。从图中可以看出，外国政府贷款的规模与每个省的经济发展水平呈负相关关系，

这表明外国政府贷款的投放是基于落后省份的经济发展需求而进行的。事实上，外国政府贷款也成为了中国地理较为偏远、经济较为落后的地区和省份引入产品和技术的主要方式。

图表 4 EKPAC 外国政府贷款的投放规模（万美元）与经济发达程度



外国政府贷款在金融属性上有着优于其他商业性和政策性贷款的显著优势，对中国欠发达地区的民生项目和薄弱产业具有重要支持作用。主要包括：

- (1) 利率较低：与商业银行贷款相比，外国政府贷款具有较低的利率，有助于缓解中国欠发达地区薄弱产业和欠发达地区的资金压力。
- (2) 期限较长：外国政府贷款强调长期公益性质和社会效益，相较于国内商业贷款的短期性，其期限通常在十年以上，更适合长期项目。
- (3) 减免进口税费：符合一定条件的外国政府贷款项目，进口设备可享受关税和增值税的减免，以支持国内薄弱产业和欠发达地区的发展。
- (4) 贷款金额较大：外国政府贷款项目的获批金额较大，有助于项目方在较长时间内专注于产出，节省时间和人力成本。

(5) 三级财政担保：中国三级政府财政担保降低了外国政府贷款的违约风险，也是外国政府贷款可以维持低息的一个重要原因。

外国政府的贷款对我国欠发达地区的在技术和管理经验领域也带来了良好的效果。例如，在农业产业的发展方面，我国仍然存在着资金、技术和经验的缺陷。以色列政府的贷款正好可以被用于填补这一空白，特别是在规模化农业生产方面。尽管以色列的国土面积不大，但是在一个地理环境相对恶劣的环境下，以色列成功利用高端的农业技术和设备实现了农业的跨越式发展。

下面“甘肃省借助以色列贷款项目修建灌溉渠道”案例可以说明我国欠发达地区如果通过外国政府贷款从以色列的农业经验中获益，并借助以色列政府的贷款填补该地区在农业技术和设备方面的空白，并帮助该地区实现规模化的农业生产。

#### 案例：甘肃省借助以色列贷款项目修建灌溉渠道项目

在以色列贷款实施的甘肃省，其自然条件较严酷，生态环境脆弱，水资源更为严重缺乏。全省人均水资源占有量 1077 立方米，为全国平均水平的 1/2，耕地亩均水资源占有量 404 立方米，为全国平均水平的 1/4，水资源短缺成为制约该省经济社会发展的主要因素。同时还存在水利基础设施建设滞后，喷灌和滴灌等高效节水灌溉技术应用范围小，技术推广专业人才欠缺、体制不完善和经营管理水平低等问题。采用以色列政府贷款实施农田水利建设项目极大地缓解省财政压力，还弥补了甘肃省节水灌溉投入不足，加快完善水利设施，对改变了传统耕作模式，促进了农业经济发展方式转变。

在甘肃省该项目建成后灌溉渠道利用系数已提高至 0.9，总节水量 1983 万立方米，年新增粮食和经济作物 263.1 万公斤、果品 2908.5 万公斤、蔬菜 886.1 万公斤。该项目使得经济内部增长收益率 11.98%，经济净现值 9223 万元，经济效益费用比 1: 2。

据中国进出口银行介绍，“以色列政府贷款是目前我行转贷外国政府贷款最活跃的国别之一，也是项目单位最愿意选择的国别贷款之一。”截至 2016 年 9 月，全国共转贷以政府项目 83 个，涉及协议金额约 8.69 亿美元，贷款余额约 3.89 亿美元。以色列驻华大使马腾表示，以色列政府一直致力于促进中以经贸发展，希望在中以企业之间搭建合作桥梁。

#### 4.2.4 EKPAC 面临的困境

EKPAC 作为具有特许经营权的外国政府贷款合作伙伴，面临的困境主要是由于其代表外国政府在中国开发性金融项目，需要与地方政府打交道以落地项目，同时还需要帮助项

目单位方通过层层审批，包括获得三级财政担保。EKPAC 的这种局面和乙方面对强势甲方的局面类似，都存在信息不对称、审批流程的复杂性等方面的困境。

信息不对称方面，EKPAC 这类持有外国政府牌照的外企在进入中国欠发达地区进行商业活动时，由于这些地区的政策法规与国外有很大差异，外企需要花费大量时间和精力来适应新环境。同时，文化差异也会对外企的管理和运营产生影响，可能导致沟通不畅和误解。此外，基础设施方面的不足也会对外企的项目实施造成很大困扰，比如交通、通讯和能源等方面的问题。

审批流程的复杂性方面，在落地项目的过程中，EKPAC 经常面临着繁琐复杂的程序、不透明的流程以及责任人不清晰的问题。这些问题给项目实施带来了许多挑战。EKPAC 与项目单位往往无法确定应该与哪些人员联系以获得必要的支持和决策权。例如，当外国政府贷款合作机构去中国地方政府寻求开发建设医院的项目时，很难找到联系当地发改委、财政部门或医院等相关人员的途径，并且对项目的透明度和责任人很难把握。这样的情况使得项目的推进变得困难重重。

#### 4.2.5 传统拓展项目模式

过去 EKPAC 为解决上述困境，采取的方法是中介机构或项目代理商合作的拓展项目模式，借助各个地区项目代理商的资源和经验来获取每年申报的项目单位。然而，这种模式面临着与政府对话不对等的博弈，存在一些成本和负担。

首先，在这种模式下，项目的准备时间长，筹备和推进过程往往需要长达 2-3 年的时间，这对于 EKPAC 的资金周转来说是一项巨大的成本和负担。其次，申请政府贷款时，项目需要获得三级政府（中央、省、市）的担保，这不仅增加了项目的复杂性，还可能因为政

府间的协调问题导致项目进展缓慢。此外，为了使项目得以实施，还需经过财政部和发改委的审批，这意味着项目单位需要投入大量时间和精力应对繁琐的审批流程，以便获得立项批准。此外，作为一家持有外国政府牌照的外企，EKPAC 需要确保其项目符合国际采购标准，这可能会增加项目的成本和执行难度。此外，客户需要主动提供相应的厂商设备清单，作为甲方的客户几乎不可能主动提供设备清单，这也可能增加项目的执行难度。最后，在获得贷款之前，项目还需要经过贷款国的审核，这进一步延长了项目的执行时间，降低了效率。

传统模式面临的问题其实是 Hart 的合约理论提到的合同不完整性的问题。Hart 的理论认为，在合同中，双方的目标是最大化总体收益，但是由于信息的不完全性，双方的交易关系存在不确定性。因此，在合同中应该尽可能考虑到各种可能情况，以便在出现不确定性时能够尽可能地保护各方的利益。EKPAC 有必要在传统的基础上对公司内部进行组织结构的改革来加强公司外部合作伙伴的沟通和协调，以及改变与客户和政府部门筛选项目的方式。

#### 4.3 EKPAC 的组织变革：承办外国政府贷款推介会模式

在论文中，我们将深入探讨 EKPAC 所采纳的一种创新组织变革策略：承办外国政府贷款推介会模式。此模式旨在解决外国政府贷款合约中存在的完整性和局限性问题。EKPAC 通过实施此变革，成功地创建了外国政府贷款推介会模式。

在此模式下，EKPAC 邀请地方政府、中央相关部门以及多家项目需求方参加推介会。通过遴选项目并促成资金与多家项目需求方之间的对接，该模式实现了一种类似于“比武招亲”的效果。此外，关键参与者包括外国政府贷款国代表、中国政府审批机构、EKPAC、借

款项目单位以及国内外采购设备厂家。他们的参与对于推动外国政府贷款项目的进展和成功发挥了不可替代的作用。

推介会模式在解决外国政府贷款项目的落地中的诸多问题上取得了显著成效，例如公对私问题、被动变主动、利用平台资源、多方共赢、提高效率与效益等。此外，引入“比武招亲”机制使得被动转化为主动，充分利用拍卖模式降低交易成本，提高项目成功率。

通过外国政府贷款推介会模式和“比武招亲”机制，EKPAC 成功地解决了一系列问题，如政府在资金项目审批程序流程中的困难、项目后期控制权问题，以及地方政府审批手续问题。这些问题过去常常导致项目进展缓慢。如今，借助外国政府贷款推介会模式和“比武招亲”机制，这些问题得到了妥善解决，同时地方政府的项目审批时间也得以缩短。

接下来本文会从 EKPAC 承办外国政府贷款推介会模式的背景、结果、关键因素来理论分析 EKPAC 的组织变革。

#### 4.3.1 组织变革的背景：EKPAC 对拍卖理论的运用

EKPAC 组织变革成功的背景离不开 EKPAC 对拍卖理论的运用，下面我们构建一个基于拍卖理论的开发性金融理论分析模型。

拍卖理论表明，拍卖的设计和机制对买卖双方的利益分配和市场效率具有重要影响（Vickrey, 1962; Wilson 1977, 1985; Milgrom 1981; Milgrom and Weber, 1982）。Myerson 的最优拍卖理论（Myerson and Satterthwaite, 1983）为 EKPAC 提供了一种在资源有限的环境下视角，来诠释组织变革成功的背景，即成功举办推介会的条件。拍卖的成功关键在于其背后的机制设计，以及在“僧多粥少”的背景下引导竞争者进行竞标。

首先，拍卖环境中存在两个关键的信息不对称因素：资金有限性和申请成功率的不确定性。在这种情况下，资金池对于每个省的分配是有限的，客户需要竞争以争取更多的资金。由于贷款申请者众多，申请成功率成为一个未知变量。因此，客户面临着如何在有限的资金中获得贷款的问题，同时也要应对成功率的不确定性。

其次，客户在这一过程中既是资金需求方，也是审批方的申请者。客户与担保方（政府）之间存在信息不对称，形成了隐形合约。在过去，客户通常会直接参与竞标外国政府贷款项目，以期获得资金。然而，由于信息不对称，竞争规则实际上是隐形的。EKPAC 通过推介会将这种隐形的竞争规则公开化，从而提高了竞争的透明度。

在 EKPAC 的外国政府贷款推介会上，客户能够更清楚地了解自己的竞争地位和获得资金的可能性。这种前置合约使得原本隐形的竞争规则变得公开，有助于客户对未知合约的了解。这种了解促使 EKPAC 设计了一种参与机制，运用拍卖模式来处理“僧多粥少”的局面。在推介会上，参与者能够直观地感受到竞争的激烈程度，从而更加积极地参与竞争。

举例来说，一位甲方医院院长为了投标一个外国政府贷款项目，在推介会现场发现有数十位来自不同省份的院长与他竞争。这种情况使他意识到，尽管流程变得透明且成功率的认知有所提高，但他作为参与方的竞争压力也相应增加了。他原本认为成功概率较大，但现在面临的成功概率却降低了。因此，他会更积极地参与竞争，使得 **EKPAC** 能够成功组织拍卖模式的推介会。

拍卖理论为 **EKPAC** 提供了一种高效且透明的方式来解决“僧多粥少”问题，以便在推介会上为各个竞争者提供公平的竞争环境。通过公开化隐形合约，**EKPAC** 增强了竞争者之间的信息对称，降低了不确定性，并促使他们更积极地参与竞争。在这种基于拍卖理论的推介会模式下，参与者能够更好地了解自己的竞争地位和资金获取的可能性。这有助于推动竞争者在有限资源的环境下更有效地争取资金，从而提高整体的资源配置效率。

#### 4.3.2 组织变革的结果：EKPAC 对交易费用理论的运用

在本文中，我们将探讨 EKPAC 组织变革如何通过降低交易费用以及减少合约不完整性，促进开发性金融机构更高效地解决市场失灵问题。交易费用理论（Coase, 1937）指出，企业的存在是为了降低市场交易成本。对于开发性金融机构而言，其主要目的是解决市场失灵问题，同时也需要应对诸如信息不对称和合约不完全等各种交易成本。

EKPAC 的组织变革之所以能降低交易费用，关键在于其采用了外国政府贷款推介会模式，将合约置前。在这种模式下，EKPAC 和项目单位可以在中标前与潜在客户进行合同谈判。这种机制使得国际招投标过程中的所有相关人士都能出席推介会，从而实现合约置前。通过拍卖模型的组织变革，EKPAC 提高了项目落地的成功率，降低了交易费用，同时让其在推介会上签订的项目合同完整性尽量充分。

降低交易费用的主要方面包括设备采购成本和时间成本。

首先，设备采购成本得以降低，因为项目单位在拿到设备清单之前就能与厂家进行谈判。这意味着项目单位可以提前进入谈判流程，提前了解并确定设备的底价，从而实现利润最大化。

其次，时间成本也得以显著降低。在 EKPAC 组织变革之前，申请一个项目通常需要 2 至 3 年的时间，主要用于审核项目真实性、项目清单以及设备的国际合规性。然而，推介会模式使得这些流程得以加速，从而大幅减少了时间成本。

有了这两点交易费用降低的激励，客户愿意参与推介会与 EKPAC 在合同签订前参与制定合同，让 EKPAC 面临合约不完整性得以缓解。在传统甲乙双方合同模式中，乙方通常只能接受甲方拟定的合同。通过实现合约前置，EKPAC 组织变革使得合同各方在签约前就

能充分了解合同条款，从而降低不确定性和风险。这种机制最终导致了 EKPAC 合约完整性的增加，有助于提高合同的执行效率，降低交易成本，实现更高效的资源配置。

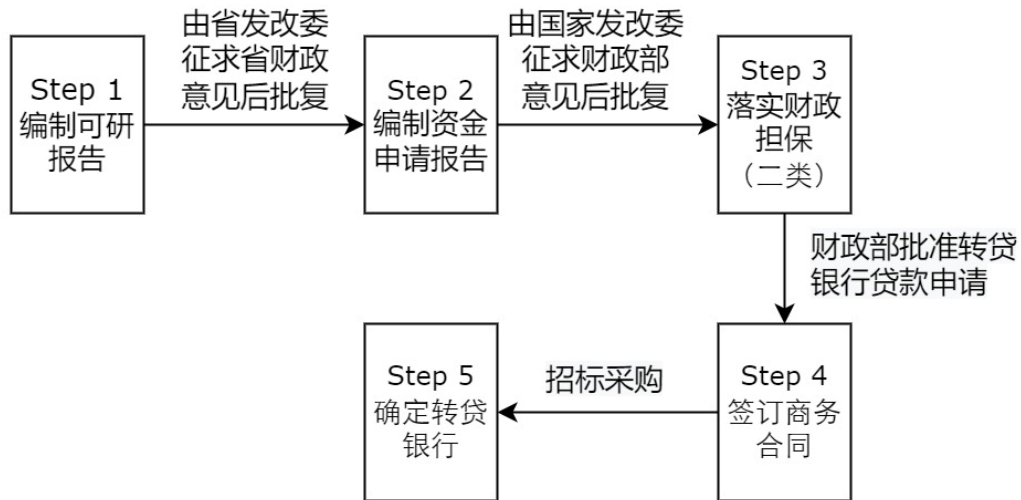
#### 4.3.3 组织变革关键因素：EKPAC 对权威利用理论的运用

在本研究中，我们关注 EKPAC 如何采用权威借用理论来实现与甲方的有效沟通与合作，进而促使甲方参与推介会项目并签署置前合约。权威借用理论强调在与甲方的交流中，EKPAC 需要引入对甲方具有约束力和控制权的代表以提高自身的权威地位。

权威利用的概念来源于 Aghion 和 Tirole(1997)提到的名义与实际控制权，他们认为公司财务理论应该在名义与实际的控制权之间划出清晰的界限。他们强调指出了经理人在决策中的信息优势。因此股东虽然对一些决策拥有名义的控制权，而经理人却拥有实际的控制权。

在开发性金融中，控制权也就是名义权威通常是政府部门，而外国政府贷款天生就和权威部门有紧密联系。所以外国政府贷款的谈判都是在两国政府或代理机构之间进行。例如，中国 25 个发达国家达成了双边贷款友好协议，针对不同国家政府贷款的管理规则和审核模式形成了一国一策的管理体系。因此，任何单位申请外国政府贷款，需要直接和两国政府权威打交道。下图是 EKPAC 帮客户申请以色列贷款的流程。

图表 5 以色列贷款的申请流程



从上图中可以看出，申请外国政府贷款的资金需求方需要经过省政府、省财政部、国家发改委、国家财政部、商务部等一系列权威部门的批准，以获得外国政府贷款公司的指导和支持。这样的流程设计有利于确保贷款的合法性和合规性，保障了外国政府贷款的顺利实施。但是，由于申请流程繁琐，外国政府贷款合作机构在项目实施时需要逐一申请、盖章和批准各个文件，因此会带来额外的时间和成本压力。

为了解决 EKPAC 与项目单位和政府部门打交道中的被动地位，EKPAC 承办外国政府贷款推介会模式时采用了权威借用的方式，具体而言：

首先，EKPAC 在推介会中邀请了对甲方具有约束力和控制权的代表，以确保与甲方的对等地位。在这种情况下，三方之间的关系都是公对公，有助于确保公平公正的沟通与合作。其次，EKPAC 引导甲方参与外国政府贷款推介会当中。当甲方代表进入会场时，他们会意识到自己在推介会里面的地位，从而调整自己的行为与态度。这有助于 EKPAC 与甲方达成共识，并在权威借用的基础上签署置前合约。

通过建立推介会桥梁，EKPAC 的身份已经从一个外国政府贷款合作机构转变成为一个系统化的平台，代表了一系列的规则和制度，以确保政府和制造商等客户在平台内运作。在这个平台上，每一个环节都是不可或缺的，包括资金提供方（外国政府、中央财政）、资金责任方与需求方（地方政府）、资金使用方（受援助公司单位），以及组织者 EKPAC。这个系统的建立受到了 Aghion 和 Tirole(1997)提出的名义权威理论的启发。在这个理论中，两国政府是名义权威的拥有者，而 EKPAC 则是实际权威的拥有者。因此，EKPAC 得以依托更高的权威来拥有客户覆盖度和项目选择权。

综上所述，EKPAC 通过运用权威借用理论，巧妙地平衡了与甲方之间的关系，并成功地促使甲方参与推介会项目并签署置前合约。这种策略不仅体现了公平公正的原则，而且有效地提高了合作双方的互动质量。

#### 4.3.4 组织变革的总结

总之，EKPAC 的组织变革在以下三个方面取得了显著成果，使得 EKPAC 在推介会结束后的几年内在外国政府贷款领域保持领先地位：

单次博弈转化为长期合作：首先，通过举办推介会，EKPAC 吸引了外国政府贷款代表以及中国中央、省政府、市级政府等政府代表的出席交流，从而扩大了与政府的合作范围。在推介会之后，EKPAC 持续地有新项目进入筛选后的长名单和短名单，实现了地方政府合作的长期化和可持续性，从而将原先的一次性交易转化为长期合作。其次，这种多方合作模式促进了 EKPAC 业务质量的拓展和提升，使其能够吸引更多的项目参与，实现资源的共享和优化。

保持关键要素控制的唯一性：作为发起推介会的主体，EKPAC 邀请各国外国政府贷款代表以及中国中央、省政府、市级政府等政府代表出席交流。通过此举，EKPAC 成功地将自身定位为合约中的重要部分，成为战略联盟中不可或缺的一环。EKPAC 的唯一性控制权使其能够有效地掌控整个供应链流程，确保每一步得到监管和管理，从而保证产品质量和稳定性。此外，EKPAC 在行政控制和组织设计方面掌握着整个外国政府贷款流程，从而在合作中占据有利地位。在组织设计方面，EKPAC 通过在推介会之前绑定客户的方式，确保特许经营权的可持续性，从而在项目开展过程中保持唯一性控制权。

合约前置，事前组织设计：与普通商业银行贷款不同，外国政府贷款由于每年向中国提供的额度有限，无法满足所有开发性金融项目的需求，导致供不应求局面。因此，客户争取外国政府贷款呈现出“僧多粥少”的现象。EKPAC 在贷款事前和事后对合约不完整性进行补充。

#### 4.4 EKPAC 的金融创新：对产权理论的应用

Hart(1995)的产权理论侧重于研究在非完全合约条件下，控制权关键因素的形成。该理论认为企业并非仅仅是协调交易的平台，而是一系列资产的组合。企业边界的核心问题在于寻求对这些资产组合剩余控制权的有效分配，以将效率损失降至最低。开发性金融机构本质上也是一系列资产的组合，同样面临着剩余控制权有效分配的问题。因此，剩余控制权在资产所有权中的重要性不容忽视。

在本章节中，我们将探讨金融创新如何应用于 EKPAC 的项目。当项目单位中标后，EKPAC 采购设备的过程以及如何项目的前期、中期和后期控制剩余控制权将成为关键。

EKPAC 的金融创新之处在于其作为项目的全额垫资方。这使得 EKPAC 能够控制剩余价值，提高利润空间，并降低项目风险。这是因为外国政府贷款垫资采用的是贷款方式，我 EKPAC 实际上是通过上下游的形式获得资金分配权。垫资环节至关重要，没有垫资，EKPAC 将无法获得资金分配权，也就无法成为真正的出资方。

事实上，外国政府贷款并未直接将资金投入项目中，而是将资金提供给了中国财政部。EKPAC 将资金用于向设备厂家支付费用，设备厂家则将设备提供给项目单位。项目单位实际上是看不到资金的，这使得后期监管成为可能。因此，核心问题在于控制剩余价值。产权理论的核心就是控制剩余价值，要控制剩余价值，EKPAC 必须成为出资方。

垫资后，EKPAC 完成了几项重要工作。首先，由于资金由 EKPAC 出资，EKPAC 获得了设备采购权。其次，EKPAC 获得了项目施工权。这两项权利均为利润来源。另外，政府奖励也是一种利润来源。政府奖励的概念是指，例如 EKPAC 在以色列政府贷款项目中，对农业滴灌项目取得了显著成果，政府为 EKPAC 提供了 10 万亩土地。这种挤入效应不在项目内部，而是在项目之外，为 EKPAC 带来额外的收益。总体而言，设备采购的总包方、项目施工的总包方和政府奖励共同构成了 EKPAC 的利润来源。

通过以上分析，我们发现 EKPAC 通过金融创新，扮演项目的全额垫资方，实现了剩余价值的可控性，从而提高了利润空间并降低了项目风险。这一创新模式展示了产权理论在实际应用中的有效性，并为未来的金融创新提供了有益的启示。

为了提高可控性，EKPAC 通过多种激励措施为项目单位提供支持。首先，作为外国政府贷款项目的集成商，EKPAC 享有国家免税政策，因此免去了进口产品的关税和增值税。其次，EKPAC 的项目能够获得国家财政提供的信用担保，无需参与者提供固定资产或资金

抵押，从而降低了项目风险和初始资本投入。此外，作为第一总包商，EKPAC 与 20 多个国家的外国政府贷款机构进行谈判，利用其市场地位获取更低成本的资金，并以低于市场价的贷款产品提供给客户。最后，EKPAC 在贷款之外还提供额外的培训和服务作为奖励。这些激励措施共同提高了 EKPAC 在项目中的可控性。

为缓解垫资压力，EKPAC 引入了无垫资采购策略。与汇丰保理等保理机构合作，免去全额垫资采购设备的需求，从而避免了时间周期过长、资金压力过大和项目数量受限的问题。这使得 EKPAC 能够更好地抢占市场，推进项目的实施和发展。

EKPAC 之所以能在事前、事中、事后进行有效监控，原因如下：

- (1) 事前：作为独家特许经营权的合作机构，EKPAC 持有相关许可证，这意味着不是任何人都能参与申请项目。
- (2) 事中：EKPAC 作为项目出资方参与项目运作，确保外国政府贷款用于购买本国设备。
- (3) 事后：EKPAC 全面掌握设备，并由其提供后续技术支持与服务。

综上所述，EKPAC 通过运用产权理论成功地实现了对剩余控制权的有效控制，降低了项目风险。这一金融创新为其他开发性金融机构的项目提供了有益的借鉴。

#### 4.5 国内外开发性金融机构对比——以国开行为例

国开行成立之初，主要执行政府下达的政策性任务，国开行自身的造血能力非常有限，难以应对不断发展壮大的融资需求。

1998年，国开行意识到了组织变革的重要性，开始进行积极探索。在安徽省芜湖市，国开行发起了一种创新的基础设施融资方式，即所谓的“芜湖模式”。具体来说，在国开行的

指导下，芜湖市政府成立了一家名为“芜湖建设投资有限公司”（以下简称“芜湖建投”）的实体。芜湖建投以地方政府控制的资产为抵押，向国开行申请贷款，贷款担保和还款来源采用芜湖市财政预算内、外安排建立的偿还资金。为确保还款，芜湖市政府承诺全面兜底偿还，并得到了省一级政府的担保支持。

组织变革和金融创新的成功使芜湖模式在短时间内取得了显著成果。国开行的业务得以迅速拓展，短短数年时间便成为全球最大的开发银行。可以说，芜湖模式的组织变革和金融创新有效地解决了过去开发性融资的难题。这一模式改变了地方政府以及其他相关主体过分依赖要政府支持的思维定势，同时也改变了开发性金融机构依赖政府补贴的传统观念。

通过芜湖模式，国开行实现了业务创新和组织变革的有机结合，为中国经济发展提供了强大动力。此外，这一模式还对其他金融机构产生了示范效应，为金融领域的整体创新和发展提供了有益借鉴。

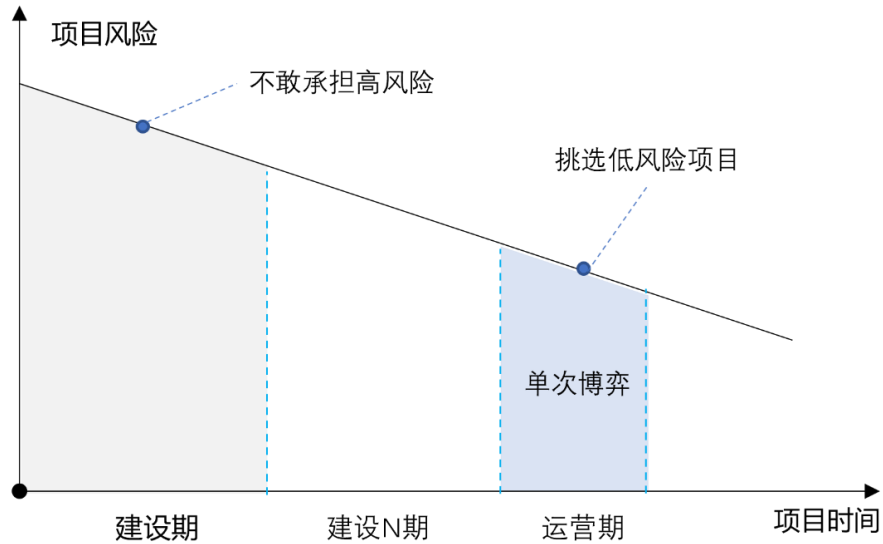
#### 4.5.1 国开行的组织变革——四方合作，多次博弈

国开行在芜湖模式中取得的成功，可以归因于其在组织变革过程中引入了平台模式。该平台模式强调四方合作共赢，将原本的单次博弈转变为多次博弈，从而获得了更多的可操作项目资源。

传统商业银行在开发性金融项目中是单次博弈，这意味着它们在每次放贷时都面临一次决策，而这个决策只考虑了当前的情况。由于短期交易的本质，商业银行通常倾向于选择那些风险较小、回报较普通的项目。如果风险太高，商业银行可能会选择不参与该项目，

这会导致商业银行错失未来潜在高回报的机会。如下图所示，传统商业银行不敢挑选“绿地项目”，而是挑选“棕地项目”：

图表 6 传统商业银行的项目执行——单次博弈

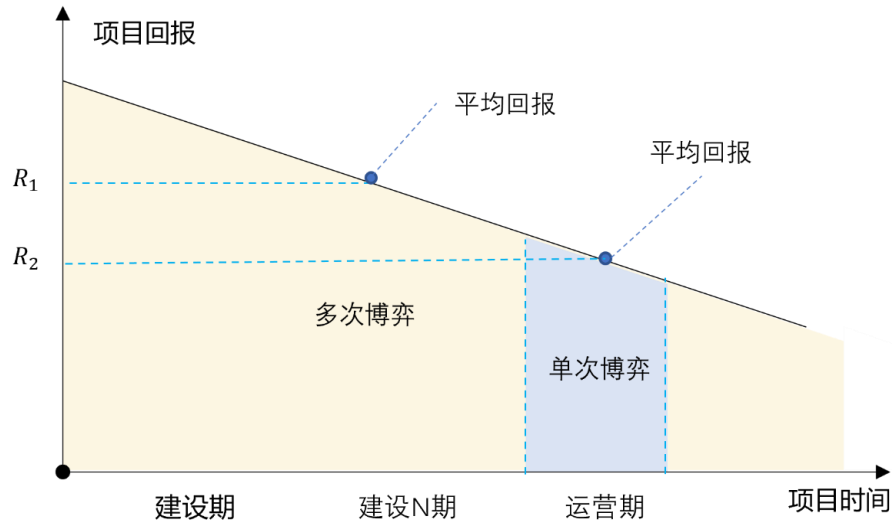


与商业银行相比，国开行在其基础上进行了组织变革，得到了沿用至今的地方投融资平台模式——“芜湖模式”。

“芜湖模式”的创新之处在于将传统的一次性交易模式转变为长期合作模式，将买卖双方的关系从零散的交易变成了稳定的合作关系，不再仅仅关注短期的风险和回报，而是注重长期的合作和发展。该模式已经在芜湖市得到了成功的应用，并获得省政府的认可，通过推广到其他城市可以扩大应用范围。该模式的成功也得益于银行与政府等各方的长期视角，他们不再关注单个项目短期内的成败，而是关注整个区域的长期发展和稳定性，短期的项目运营亏损可以通过长期稳健的经济发展得以弥补，从而把原来不可能实施的项目纳入进来，极大的扩展了项目可以实施的边界。通过长期博弈将各方的利益进行绑定，通过复制项目，建立了长期稳定、可持续、可复制的合作模式。最终，长期合作的最大作用在于削减

了可变成本，使得项目方只需付出一次固定成本，日后的可变成本都能够通过长期合作分摊，这样“芜湖模式”在高风险、长周期、低回报的开发性金融项目中也能够长期成功地运转下去。

图表 7 国开行的组织变革——多次博弈



同时，“芜湖模式”另外一个亮点是建立了四方合作机制。“芜湖模式”通过建立四方合作机制，即地方政府、国开行、投资公司、省政府的合作关系，创新了基础设施融资的方式和方法，实现了共赢。在这种合作模式下，各方的利益和诉求在项目中得到了保证和体现，博弈变成了合作。此外，该模式也成功减少了两大交易成本：信用溢价和博弈成本。

对于信用溢价，传统的单一项目的借贷双方博弈变成了四方合作（平台、银行、市政府、省政府），增加了上级政府的增信，各方的利益和诉求在项目中都得到了体现和保证。通过四方合作机制，银行得到了市政府的资产抵押和省政府的担保，资金安全性得到保证；平台作为项目实施主体，负责具体项目建设和资金调配；市政府获得资金投入，能够通过项目拉动地方 GDP、税收和就业；省政府作为保人，确保双方合作顺利，给市政府增信，同

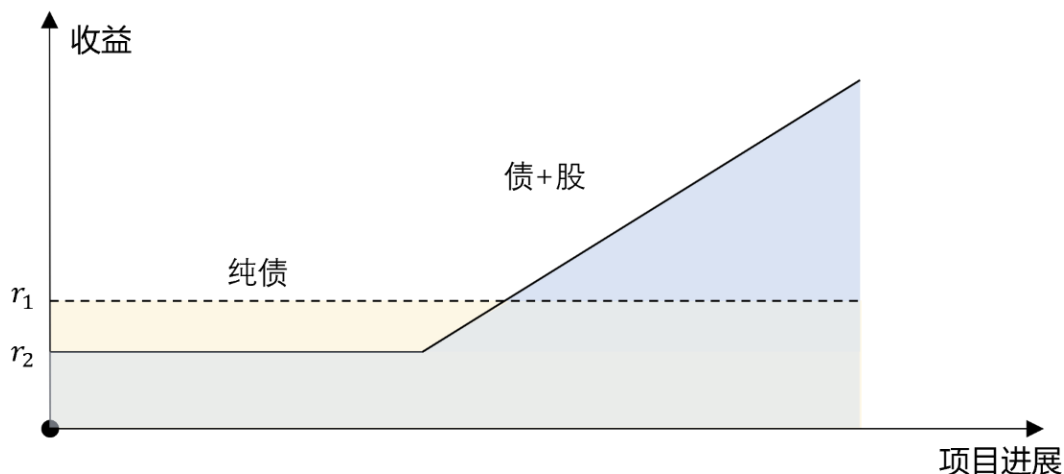
时还可以为未来推荐其他市政府合作奠定基础。这样的多级政府合作，有效减少了信用溢价的成本，提高了项目的可信度和可持续性。

对于博弈成本，传统的借贷双方的利益存在对立，项目方想从银行圈钱，银行担心项目方的风险，双方的博弈造成项目无法顺利实施。而新的四方合作机制下，各方通过协商达成合作关系，平台作为项目实施主体，市政府、省政府提供资金和担保，银行提供贷款，形成了共同合作的利益格局，成功解决了博弈成本的问题。综上所述，“芜湖模式”成功地实现了多级政府合作，通过多方合作的方式，共同降低了交易成本，增加了项目的可持续性和可信度，提高了项目的实施效率和成功率。

#### 4.5.2 国开行的金融创新——债+股，增加利润空间

在“芜湖模式”下，政策性银行通过持有项目股权，获得决策权，加强对项目的管理控制，降低了运营风险和项目失败的概率。“芜湖模式”从原来只提供贷款转变为“投贷联动、股债结合”的金融服务模式。传统贷款模式存在着被动承担风险的问题，即项目成功时，获得的收益有限，最高收益仅为贷款利息；而如果项目失败，则贷款将变成坏账，难以收回。因此，国开行通过金融创新，持有部分项目的股权。如果项目成功，国开行可以获得除贷款利息之外的额外回报，从而弥补项目潜在的风险。通过持有股权，国开行还可以强化对项目的管理控制，进而加强对运营风险的把控，减少项目失败的概率。如下图所示，如果只追求纯债权，则项目的风险和收益是不匹配的，再高的利率也没法覆盖项目失败的损失，但是如果加上了股权，就可以以更低的利率为项目融资，也可以匹配到更高风险更高收益的项目。

图表 8 国开行的金融创新——股权+债权



国开行的金融创新是充分借鉴的香港地铁的运营模式。从全世界范围来看，运营地铁等基础设施通常是亏损的，因为建造和运营成本较高，票价也受到管制。然而，香港地铁却是少有的盈利公司，主要得益于持有地铁线上物业的股权。随着地铁的运营，沿线物业升值，香港地铁持有这部分股权，就能获得更好的回报，以弥补运营地铁本身的亏损。这就是通过股权+债权的模式，捕捉到基础设施建设的正外部性，同时获得可持续发展的经典案例，和剩余价值理论是吻合的。

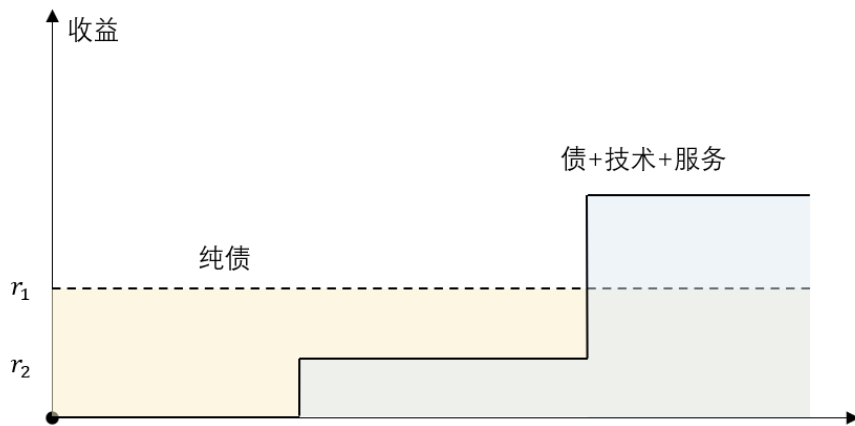
#### 4.5.3 EKPAC 与国开行的金融创新的比较

EKPAC 与国开行的金融创新不同，其收益结构不是简单的债权，也不是“芜湖模式”那种“股权+债权”内含看涨期权的收益。极低利率的债权只是保证其不会违约，例如外国政府贷款其赠与成分一般在 35%以上，贷款利率一般为 0.2%~3%，个别贷款无息。贷款偿还期限一般为 10~40 年，并含有 2~15 年的宽限期。

EKPAC 不仅提供外国政府贷款，同时还与外国的设备技术服务商保持着密切的联系。在外国政府贷款的业务中，限制性采购条款是常见的合同条款，EKPAC 通过和上下游合作，

可以在设备技术服务商一端获取类似股权收益的可观利润。例如美国政府贷款项目之一的北大荒集团购置飞机和农用机械项目。必须要求采购美国生产的先进农用飞机和农用机械。通过引入技术和设备，强化资金可能被滥用和挪用的控制权，强化了资金的合理用途，同时也减少项目实施的道德风险。通过“债+技术+服务”来提供贷后管理运营，也可以带来丰厚回报。下图显示，外国政府贷款的债券部分回报率是 $r_2$ ，天然比商业银行贷款的 $r_1$ 要低，并且前几年还有免息期没有利息收入，但是到了项目建成后期，EKPAC 通过设备和技术服务可以获得类似股权的回报，远比普通债权回报要多，可以覆盖前期的优惠期。

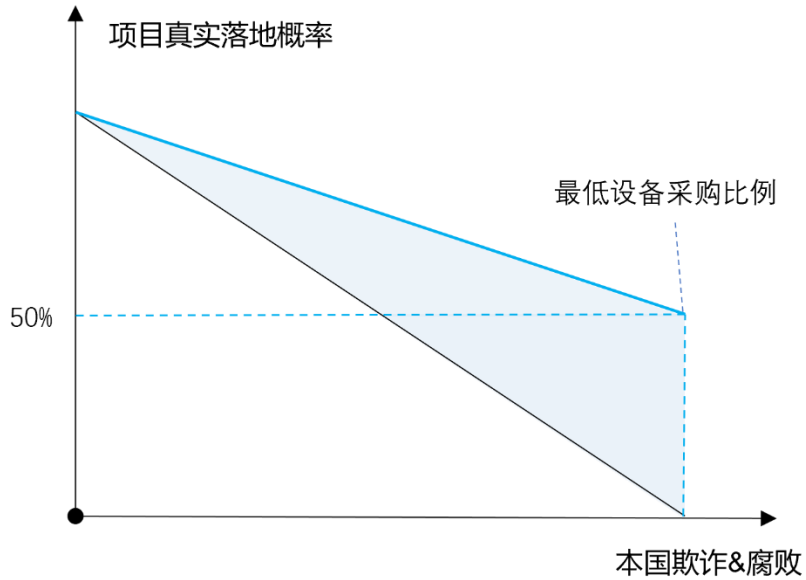
图表 9 EKPAC 的金融创新——“债+技术+服务”



除此之外，外国政府贷款完全意识到合约完整性的问题，通常会透过或有条款对设备采购的限制，例如要求借款人从指定的供应商采购设备，或要求设备符合特定的标准和规格。大部分外国政府贷款条款中，第三国采购比例为 15%~50%，即贷款总额的 50%~85% 用于购买贷款国的设备和技术。这些限制和政策有两个好处，一个是可以有效地减少合约不完整性的风险，保护借款人和出借人的利益，确保项目能够得到顺利实施，从而降低还款风险，防止本国贪污。如下图所示，最低 50%~85% 购买贷款国的设备和技术条款可以保证这些项目资金由自己控制，是监督借款人的很重要的工具。外国政府贷款的限制性

设备采购条约是对 Hart 产权理论对剩余控制权控制的最好实践，有效地透过合约的或有条款对信贷方的行为有所约束，也让自己拥有了额外的回报索取权。

图表 10 外国政府贷款中的限制性设备采购条约



另一个好处是，另一个好处是为外国政府贷款项目提供额外的收益来源。提高了外国政府贷款机构的收益上限，让其围绕贷款增加了“债权+股权+产业链”的收益。

## 五、外国政府在华贷款对地方产业投资的挤入效应的实证分析

### 5.1 引言

前文理论分析部分中，我们建立了 EKPAC 如何在欠发达地区成功运行可持续化的开发性金融项目的理论分析模型。我们在现实中观察到，通过 EKPAC 投资项目，逐步在建立起一个可持续的发展生态。随着该地区发展生态的壮大，更多的资本开始关注并投资于这些欠发达地区，可能存在经济学里面的挤入效应。

于是，本章的实证分析部分将重点关注项目完成之后，EKPAC 所投资项目与当地产业投资的关联。我们旨在证明挤入效应的形成与 EKPAC 项目密切相关。EKPAC 通过在不被人们青睐的地区成功推行项目，并在未来吸引了更多的产业资本的关注和投资。

本章进行了外国政府贷款对地方产业投资挤入效应在中国的实证分析，主要参考了 Yi Huang, M Pagano, U Panizza 的《Local crowding-out in China》。该文研究的论题是政府投资在中国的挤出效应。Huang (2020) 的研究使用了 2002-2008 年中国省级面板数据，考察了政府投资与私人投资之间的相互作用，以及政府投资对民间投资的挤出效应。具体地，他们使用了以下变量作为研究对象：被解释变量民间投资（指工业、建筑业和房地产业的投资总额）、解释变量（政府投资、政府收入、当地 GDP、当地人口、固定资产投资、对外贸易、利率、价格指数、通货膨胀、产业结构等）。

本文借鉴了 Huang (2020) 的研究框架，但本文的研究对象是挤入效应。本文的研究问题是外国政府贷款对中国地方产业投资的影响是否存在挤入效应。本文采用的宏观部分的控制变量与 Huang (2020) 类似，额外加入了外企会影响企业投资行为的特有的多个方面，比如城市对外开放程度、市场化水平等、营商环境指标等。同时，本文还加入了一些

EKPAC 外国政府贷款独有的控制变量，如项目属性、项目金额、开始时间、项目进行时间、项目地点（具体到城市）、项目资金来源、贷款利率、合同属性等。本文相信加入这些控制变量能够更好地剔除其他可能对研究结果产生影响的因素，进一步提高研究的准确性和可靠性。

## 5.2 研究假设

根据前文第三章的边界分析，本文所研究的外国政府贷款与国有背景的开发性金融在融资渠道方面和投资渠道均有本质不同，并且具有以下几个特点：

首先，外国政府贷款的资金来源独立于当地银行的资金来源，不会挤占当地的储蓄资源，因此外国政府贷款的资金流入不会抑制当地企业的投资动力。

其次，外国政府贷款可以相对独立客观地投向公益性项目，公正地选择欠发达地区和落后产业进行投资。相较之下，国有背景的开发性金融投资的负责人和履行 GDP 目标并承担晋升压力的官员保持紧密联系，并为政府官员的政治和经济目标提供重要支持。因此，国有开发性金融的负责人的投资决策可能受到政治和经济利益的影响。相比之下，外国政府贷款的负责人可能不会面临类似的压力和影响，因为他们的决策可能更加独立和自主。这种差异可能导致外国政府贷款的资金流入方式与国有背景的开发性金融投资不同，可能会产生挤入效应。

另外，外国政府贷款的项目执行完全按市场化运营，并严格遵守外国政府反腐败等合规政策，与地方政府的合作关系也有所不同。这些特点都将对当地企业的投资行为产生影响，并在外国政府贷款在外资合作和外资直接投资方面有更为明显的效果。因此，根据以上分析，本文提出以下研究假设：

**H1:** 外国政府贷款的使用会给当地城市企业的投资水平带来挤入效应。

事实上，外国政府贷款对工业企业挤入效应的机制是未来为当地带来更多外资，作用渠道是改善当地的营商环境。本文提出以下假设来研究外国政府贷款的使用对外商直接投资引入的影响，并分析其是否为中间机制。

**H2:** 使用外国政府贷款的城市会显著改善当地外商营商环境，并且当地外商营商环境是影响当地外企投资的主要因素。

### 5.3 数据样本和描述性统计

#### 5.3.1 变量构建

本文的被解释变量是“地方产业的投资”（Invest），使用 CSMAR 数据库里面每个省份工业企业投资与资产的比值来衡量。将这些数据与省级外国政府贷款数据合并后，得到了一个涵盖 2000 年至 2016 年 29 个省份的数据集。核心解释变量是“外国政府贷款”（FGL），代表该省使用外国政府贷款项目规模，这些数据来源于手动整理的 EKPAC 项目数据库，其中包括 2000-2019 年在中国已经规划的全部外国政府贷款项目库。这个数据集还包含了一些外国政府贷款特有的控制变量，例如：项目属性、项目金额、开始时间、项目进行时间、项目地点（具体到城市）、项目资金来源、贷款利率、合同属性等。

此外，本文包括的影响企业投资行为的控制变量如下：

- a) 产业结构（Secondary）。产业结构不同会影响企业的投资行为，因此本文控制了第二产业的比重。

- b) 财政支出 (Spending)。政府提供公共品服务有助于企业的投资。本文用公共财政预算内支出、公共财政预算内收入、科学事业费支出、教育事业费支出之和衡量城市政府收支情况，数据来自历年《中国城市统计年鉴》。
- c) 城市对外开放程度 (Trade)。具有更高外向度的城市可以通过出口等方式利用外部市场提高企业绩效并分散风险。本文以进出口贸易总额衡量城市的对外开放程度。
- d) 城市的住房价格 (HPrice)。住房价格会影响城市商务成本，并对城市创业以及企业投资决策产生影响 (余泳泽和李启航, 2020)。
- e) 城市环境规制力度 (PPV)。城市环境规制力度的高低会影响企业运营成本，进而影响企业生存。本文用陈强远等 (2018) 的方法测度城市环境规制力度。其中，单位工业增加值的污染排放 (PPV) 用工业废水、二氧化硫、工业烟尘、工业粉尘和工业固体废物五种污染物排放指标加权平均得出。
- f) 市场化水平 (Market)。市场化程度反映的是政府对市场的干涉程度。市场处于宽松的政府干预之下，企业能从市场中获得更多的资源支持，有助于企业资本的积累 (逯东和朱丽, 2018)；反之，则会阻碍企业的成长。本文用政府与市场关系的评分衡量城市的市场化程度，数据源自樊纲和王小鲁编制的《中国市场化指数》；房价数据源自 CEIC 中国经济数据库。其他数据若无特别说明，皆来源于历年《中国城市统计年鉴》。

### 5.3.2 描述性统计

本研究用到的省级层面变量的定义和测度见下表：

表格 5 省级层面变量符号和变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
Invest	工业投资占比	城市内工业企业投资与资产比值
FGL	外国政府贷款	城市使用外国政府贷款的规模（百万美元）
Secondary	产业结构	第二产业产值占 GDP 比重
Trade	对外开放	进出口贸易总额的对数
Market	市场化程度	省份层面的市场化指数
Revenue	财政收入	地方财政预算内收入的对数
Spending	财政支出	地方财政预算内支出的对数
HPrice	房价	房价（元/平方米）的对数
PPV	环境	环境规制指标
GDP	国内生产总值	国内生产总值（万元）的对数

省级层面变量的描述性统计如下：

表格 6 省级层面变量描述性统计

变量符号	变量数	平均值	标准差	最小值	最大值
Invest	493	0.470	0.19	0.00	0.79
FGL	192	10.72	12.62	0.00	86.00
Secondary	493	48.51	10.45	15.70	89.70
Trade	493	17.16	1.72	11.98	21.12
Market	493	5.89	0.66	2.80	8.13
Revenue	493	12.83	1.47	7.85	17.53
Spending	493	13.57	1.34	8.88	17.63
HPrice	493	7.85	0.66	5.93	10.12
PPV	493	0.24	0.17	0.00	1.00
GDP	493	15.81	1.10	12.67	19.19

根据省级变量的描述性统计，本文可以发现城市内工业企业投资与资产比值 (*Invest*) 的平均值为 0.47，标准差为 0.19，最大值为 0.79。这意味着省份内工业企业投资与资产比值这个变量在各个省份之间的差异较大。外国政府贷款变量 (*FGL*) 的平均值为 10.72 百万美元，标准差为 12.62 百万美元，最小值为 0，最大值为 86 百万美元。这表明外国政府贷款的额度在各个城市之间的差异较大，标准差很大，说明这个变量的数据存在一定的离散性，在个别省份有较为不同的值。第二产业产值占 GDP 比重 (*Secondary*) 变量的平均值为 48.51，标准差为 10.45，这意味着各个省份制造业规模的差异也比较大。进出口贸易总额 (*Trade*) 平均值为 17.16，标准差为 1.72，这表明进出口贸易总额的对数在各个城市之间的差异不是很大。

与省级的层面的计算相比，本文接下来在企业层面进行异质性的分析。企业层面的数据来自 2005-2013 的工业企业数据库。中国工业企业数据库包括国有企业、私营企业、其他内资企业和外商投资企业。这些企业的统计变量包括基本情况、财务情况和生产销售投资情况。财务情况包括企业总资产、总负债、净资产、营业收入、利润总额、税金总额等信息；生产销售情况包括产品名称、销售收入、成本、利润等信息。本文采取投资/总资产的比例作为核心被解释变量投资占比 ( $Invest_{i,ct}$ )，虽然年份跨度减少了，但是这样做的好处在于它允许同一省份内不同地方的其他相同工业企业投资对外国政府贷款的反应，而不是简单的省级关系的反应。

公司层面的样本定义如下：

表格 7 公司层面变量定义

变量	变量名称	变量定义
Invest	投资占比	工业企业每年投资占总资产的比重
CapitalRatio	流动资产	工业企业流动资产占总资产的比重
FGL	外国政府贷款	所在城市使用外国政府贷款的规模（百万美元）
Size	公司规模	年末总资产的自然对数
ROA	总资产收益率	净利润/总资产
MB	市账比	年末个股总市值/所有者权益
TOP1	第一大股东	第一大股东的持股比例
PPE	固定资产比率	年末固定资产净值/总资产存货比率
GDP	国内生产总值	国内生产总值（万元）的对数

公司层面描述统计如下：

表格 8 公司层面的样本描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Invest	19272	0.49	0.23	0.06	0.49	1.47
CapitalRatio	19272	0.08	0.07	0.00	0.06	0.58
FGL	192	10.72	12.62	0.00	35.91	86.00
Size	19272	22.01	1.36	18.81	21.87	26.05
ROA	19272	0.03	0.06	-0.27	0.03	0.21
MB	19272	4.05	4.79	-3.62	2.79	35.42
TOP1	19272	0.36	0.15	0.09	0.34	0.77
PPE	19272	0.24	0.18	0.00	0.21	0.76

控制变量的描述性统计中，资产规模（Size）的平均数和中位数分别为 22.01 和 21.87；

衡量盈利能力的 ROA 平均数和中位数均为 0.03；市账比（MB）的平均数和中位数分别为

4.05 和 2.79；第一大股东持股比例（Top1）平均数和中位数分别为 36%和 34%，股权较为集中；衡量企业资产抵押能力的固定资产占比（PPE）平均数和中位数分别为 0.24 和 0.21。

按照企业产权属性来分类，描述性统计如下：

表格 9 按产权性质分组统计描述性统计

变量	非外资企业		外资企业		差异
	样本量	平均值	样本量	平均值	
Invest	19041	0.445	231	0.529	-0.084***
Size	19041	21.604	231	22.342	-0.738***
ROA	19041	0.038	231	0.028	0.009***
MB	19041	4.692	231	3.517	1.176***
TOP1	19041	0.321	231	0.390	-0.069***
PPE	19041	0.202	231	0.280	-0.078***

注：\*、\*\*、\*\*\*分别代表 10%、5%和 1%的显著性水平。

## 5.4 研究设计

### 5.4.1 基准模型设定

为检验外国政府贷款对地方产业投资的影响，本文参照 Huang et al.(2020) 的设定，本文构建了如下省份级别的计量模型（1）

$$Invest_{c,t} = \alpha + \beta_1 FGL_{c,t-1} + \beta_2 Controls_{c,t-1} + \mu_c + year_t + \varepsilon_{c,t} \quad (1)$$

其中， $Invest_{c,t}$ 为地方产业投资的衡量指标，代表  $c$  省份在  $t$  年地方产业投资水平（该省制造业企业投资与资产比值的加权平均值）。

解释变量  $FGL_{c,t-1}$  表示  $c$  省份在  $t-1$  年利用外国政府贷款的规模，为了缓解由于反向因果所带来的内生性问题，关键解释变量相比于被解释变量滞后一期。

$Controls_{c,t-1}$ 是省份层面的控制变量， $\mu_c$ 和 $year_t$ 代表省份和年份固定效应，以此控制不随时间变化的个体因素以及随时间变化的共同因素（如宏观经济风险、政策变化等）对使用外国政府贷款的影响， $\varepsilon_{c,t}$ 为扰动项。

同时，为了更好地控制省份之间和省份内的企业异质性，本文企业层面的数据并估计企业层面的投资水平是如何受到该省外国政府贷款的影响的，构建如下企业级别的计量模型。

$$Invest_{i,c,t} = \alpha + \beta_1 FGL_{c,t-1} + \beta_2 Controls_{i,c,t-1} + \gamma_i + \mu_c + year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中， $I_{i,c,t}$ 为公司层面投资的衡量指标，代表位于  $c$  省份的  $i$  公司在  $t$  年的投资水平（该省制造业企业投资与资产比值的加权平均值）。解释变量  $FGL_{c,t-1}$  表示  $c$  省份在  $t-1$  年利用外国政府贷款的规模，控制变量  $Controls_{c,t-1}$  是公司层面的控制变量，包括企业规模、盈利能力、成长性、资产抵押能力和股权集中度， $\gamma_i$ 、 $\mu_c$  和  $year_t$  代表公司、省份和年份固定效应。

借鉴 Petersen (2009)，本文还对回归系数的标准误在公司层面进行了聚类调整，以修正公司在不同年份之间的聚类相关对结论的影响。

#### 5.4.2 中介效应

由于外国政府贷款的规模占比传统银行贷款非常小，外国政府贷款对地方产业投资挤入效应的影响机制可能不是简单的技术溢出，而是一种基于信号理论的声誉效应，外国政府贷款的引入改善了营商环境，增强了外商对中国地方政府的了解，从而让外商有机会进行后续投资。于是本文决定纳入营商环境  $M_{c,t}$  进行检验，变量的构建如下：

采取刘军和王长春（2020）根据世界银行企业调查数据构建的微观层面营商环境指数。

具体形式为：

$$M_c = \sum_{i=1}^{15} (5 - \omega_i \times e_{i,c})$$

其中， $\omega_i$ 代表外资企业面临的营商环境类别； $e_{i,c}$ 代表某一类别的营商环境对外资企业生产和经营的阻碍，其为类别变量，范围是0~4，分别代表严重阻碍、较小阻碍、中等阻碍、较大阻碍和严重阻碍。本文的样本数据中给出了外资企业面临的15类营商环境类别，涉及市场环境、要素环境、政策环境、制度环境和基础设施环境等五个方面。 $M_c$ 值越大，代表外资企业在当地面临的营商环境越好。

中介效应检验模型（3）（4）如下：

$$M_{c,t} = \alpha + \beta_1 FGL_{c,t-1} + \beta_2 Controls_{i,c,t-1} + \gamma_i + \mu_c + year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Invest_{i,c,t} = \alpha' + \beta'_1 FGL_{c,t-1} + \beta'_2 M_{c,t} + \beta_2 Controls_{i,c,t-1} + \gamma_i + \mu_c + year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中， $M_{c,t}$ 为中介变量营商环境，代表t年份c省份的营商环境，中介效应的具体检验步骤如下，首先，检验模型（3）中的 $\beta_1$ 是否显著不等于0，如果显著则继续检验，否则将退出中介效应检验；其次，检验模型（3）和模型（4）中的系数 $\beta_1$ 和系数 $\beta'_2$ 是否显著不等于0，如果两者都显著，则表明 $M_{j,t}$ 起到了中介效应。此时，如果 $\beta'_1$ 显著不等于0，则表明 $M_{c,t}$ 起到了部分中介效应，如果 $\beta'_1$ 显著等于0，则表明 $M_{j,t}$ 起到了完全中介效应。

## 5.5 实证结果

### 5.5.1 基础模型——省份层面回归

表10是模型（1）中工业企业所在地的外国政府贷款规模与工业企业投资额的回归统计。表10中，被解释变量为该省制造业企业投资与资产比值的加权平均值（*Invest*）。根据

第(1)列,在控制了城市、行业和年份固定效应后,外国政府贷款(FGL)的系数为0.301,并不显著,表示使用外国政府贷款的省份会无法增加当地省份的固定资产投资率。但是,在区分产权性质后,在第(2)列的外资企业组回归中,外国政府贷款(FGL)的系数为0.722,且在5%水平上显著。这表明,外国政府贷款规模仅对当地外资企业的公司的固定资产投资率存在正挤入效应。第(3)列不包含外资企业的结果组里面,并没有发现外国政府贷款规模对工业企业投资额的显著影响。第(4)(5)(6)列将EKPAAC的样本替换成财政部外国政府贷款备选项目样本,以消除样本遗漏的影响,同样也发现外国政府贷款规模仅对当地外资企业的公司的固定资产投资率存在正挤入效应的结果。

表格 10 外国政府贷款规模与工业企业投资额——省级回归

	EK PAC 项目			财政部外国政府贷款备选项目		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本	外资企业	不含外资	全样本	外资企业	不含外资
	Invest	Invest	Invest	Invest	Invest	Invest
FGL	0.301 (0.06)	0.722* (2.52)	0.650 (1.65)	0.223 (0.13)	0.361* (1.76)	0.136 (0.61)
Secondary	0.338** (2.21)	0.435* (1.92)	0.257** (2.65)	0.210* (1.94)	0.240* (2.07)	0.155* (1.99)
Trade	0.069* (2.01)	0.081* (1.85)	0.059* (2.13)	0.042* (1.89)	0.028* (1.31)	0.049* (2.19)
Market	-0.015 (-1.10)	-0.012 (-0.38)	-0.019 (-1.69)	-0.016 (-1.37)	-0.014 (-0.08)	-0.018* (-2.03)
Revenue	0.031** (2.16)	0.033 (0.97)	0.025 (1.25)	0.000 (0.72)	0.013* (2.19)	0.010 (1.23)
Spending	0.027* (1.69)	0.025 (1.51)	0.028 (1.23)	0.020 (1.66)	0.167 (1.70)	0.256 (1.65)
HPrice	-0.092** (-2.35)	-0.075***** (-3.01)	-0.063** (-2.59)	-0.026** (-2.50)	-0.035** (-2.08)	-0.023** (-2.03)
PPV	-0.287 (-1.12)	-0.212* (-1.86)	-0.353 (-0.95)	-0.026 (-1.10)	-0.031 (-1.13)	-0.023 (-1.28)
GDP	0.082 (0.73)	0.086 (1.12)	0.063 (1.25)	0.036** (2.35)	0.039 (1.27)	0.026 (1.28)
City FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R2	0.211	0.194	0.273	0.256	0.217	0.297
N	493	493	493	493	493	493

### 5.5.2 基础模型——公司层面回归

下表 11 是外国政府贷款的使用对地方企业投资占资产的比重的回归统计结果，回归的被解释变量为地方企业的投资占资产的比重。回归控制了公司和年份的固定效应，FGL 的系数表示在剔除公司层面不随时间变化的特征影响后，外国政府贷款的使用规模对地方企业投资占资产的比重的净影响。在第（1）列的全样本回归中，FGL 的系数不显著；在第（2）列对外资公司的回归中，FGL 的系数为 0.702，并在 10%水平上显著；在第（3）列对外资企业的回归中，FGL 的系数为 0.005，系数不显著。这表明，不同产权性质公司，外国政府贷款的使用对公司投资资产比存在显著的异质性。具体而言，当某省份开始使用外国政府贷款，当地外资企业的投资得到增加；但是当地非外资的投资并没有显著变化。其他控制变量的回归系数说明，上市公司的规模、成长性、资产抵押能力与投资水平显著相关，公司的盈利能力和股权集中程度与投资水平同样显著正相关。

表格 11 外国政府贷款与地方企业投资

	EKPAC 项目			财政部外国政府贷款备选项目		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
	全样本 Invest	外资企业 Invest	不含外资 Invest	全样本 Invest	外资企业 Invest	不含外资 Invest
FGL	0.421 (0.40)	0.702** (2.15)	0.005 (0.22)	0.491 (0.69)	2.57** (2.55)	0.474 (0.96)
Size	0.003 (0.84)	0.066*** (13.81)	0.002 (0.41)	0.066*** (6.92)	0.003 (0.56)	0.068*** (8.42)
ROA	0.139*** (3.75)	1.579*** (21.23)	0.235*** (4.05)	1.935*** (3.62)	0.037 (0.85)	1.346*** (17.19)
MB	0.001 (0.87)	0.009*** (9.11)	0.001 (1.07)	0.010*** (3.58)	0.000 (0.11)	0.008*** (5.88)
TOP1	0.036 (1.40)	0.068** (2.19)	0.068* (1.91)	0.003 (0.02)	0.009 (0.26)	0.080** (2.24)
PPE	0.006 (0.26)	0.064** (2.04)	0.028 (0.81)	0.000 (0.00)	0.051 (1.58)	0.116** (2.41)
GDP	0.034*** (8.47)	0.020 (1.36)	0.038*** (6.28)	0.048 (0.54)	0.033*** (6.14)	0.017 (1.46)
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
City FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R2	0.161	0.019	0.166	0.163	0.166	0.175
N	19272	231	19041	19272	231	19041

### 5.5.3 中介效应

表格 12 外国政府贷款与营商环境中介效应

	(1)	(2)	(3)	(4)
	营商环境	营商环境	外资企业投资	外资企业投资
	M	M	Invest	Invest
FGL	0.458*	0.632*	0.510*	0.571**
	(1.86)	(1.97)	(2.21)	(2.52)
M			0.329*	0.226**
			(1.83)	(2.55)
Size		0.023		0.007
		(1.31)		(0.75)
ROA		0.073		0.017
		(1.11)		(0.52)
MB		0.021		0.001
		(1.75)		(1.60)
TOP1		0.004*		0.032*
		(1.89)		(2.01)
PPE		0.063		0.022
		(1.73)		(0.97)
GDP		0.018*		0.03**
		(2.25)		(2.68)
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
City FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R2	0.161	0.019	0.166	0.363.
N	231	231	231	231

表 12 的中介效应检验结果表明，外资营商环境好的城市，其工业企业中外资企业的投资更高。而外国政府贷款的规模与外资企业在下一期的投资水平呈显著正相关关系，这表明外商营商环境在外国政府贷款的使用与外资企业投资水平之间起到部分中介效应。具体而言，在列（1）和列（2）中，外国政府贷款（FGL）与营商环境（M）之前的系数全部为正，并且在 10%统计水平下显著。列（3）（4）的回归中，外国政府贷款（FGL）与营商环境（M）之前的系数全部显著为正，回归系数显著，即回归结果表明，营商环境的中介效应效果存在。

## 5.6 稳健性检验

尽管得出外国政府贷款的采用会对地方产业投资有挤入效应，本文仍然要进行稳健性检验，分为以下 2 个方面来进行检验

1) 更换被解释变量。原公司投资/总资产比值作为解释变量可能存在局限性，因为它仅仅考虑了公司的资产规模，而未考虑公司在利用这些资产上的效率，也未考虑公司的生存状况。因此，本文提出使用资本回报率和企业生存率作为替代变量。资本回报率反映了公司在使用资本（如资产、股本等）进行投资和运营活动中所获得的收益率。通过引入资本回报率作为解释变量，可以更准确地衡量公司的投资效率。一般而言，高资本回报率意味着公司能够更有效地利用其资本来创造价值，因此更有可能获得更好的投资回报。相反，低资本回报率则可能表明公司存在投资效率低下的问题，可能需要进行优化调整。企业生存率是指企业在经历了一定的时间后仍能够保持经营活动的能力。引入企业生存率作为解释变量，可以进一步了解公司的风险承受能力和稳定性。相比之下，较高的企业生存率意味着公司在经营活动中面临的风险较小，更可能具有持续稳定的经营表现。这两个被解释变

量能够更全面、准确地反映公司的投资效率、风险承受能力和经营表现，相较于公司投资/总资产比值更具有代表性和解释力。

2) 加入调节效应。加入调节效应是为了更全面地分析研究对象的投资行为，以考虑可能存在的干扰因素对研究结果的影响。本文选择加入三个调节变量，以探讨它们对工业企业投资行为起到的调节作用。

首先，加入盈利能力的调节效应的原因是经营状况更好的公司往往有更多机会进行投资。而盈利能力可以作为反映公司经营状况的指标之一，因此将  $\text{Profit} \times \text{FGL}$  作为调节变量，以考虑盈利能力对投资行为的影响。当公司的盈利能力较好时，其有可能有更多的资金用于投资，反之则可能投资能力受到限制。

其次，加入企业规模的调节效应是因为企业规模也是影响投资行为的重要维度。规模越大的公司往往有更多的资源用于进行投资，同时也更有可能进行外源性投资。因此，将  $\text{Size} \times \text{FGL}$  作为调节变量，以探讨企业规模对投资行为的调节作用。

最后，加入货币政策的调节效应是因为货币政策的变化也可能影响企业的投资行为。例如，在经济环境不佳的时期，货币政策紧缩可能导致企业融资成本上升，从而可能影响企业的投资决策。因此，将  $\text{Monetary} \times \text{FGL}$  作为调节变量，以考虑货币政策对投资行为的影响。加入货币政策的调节效应可以帮助本文更全面地了解货币政策对投资行为的影响。

### 5.6.1 替换被解释变量

为了保证外国政府贷款的使用对地方产业投资影响的稳健性，本文依次将方程 (1) 中的被解释变量设定为加权平均资本回报率、企业生存率，并补充构建以下模型：

$$ROC_{c,t} = \alpha + \beta_1 FGL_{c,t-1} + \beta_2 Controls_{c,t-1} + \mu_c + year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$Survive_{c,t} = \alpha + \beta_1 FGL_{c,t-1} + \beta_2 Controls_{c,t-1} + \mu_c + year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

得到的回归结果如下表 13，将企业投资（Invest）替换成加权平均资本回报率（ROC）和企业生存率（Survive）后，外国政府贷款对外资企业的 ROC 系数仍然是显著的，但是对生存率并不显著，基本上与模型 2 结论吻合。

表格 13 更换核心被解释变量后的——省份层面回归

	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
	全样本	外资企业	不含外资	全样本	外资企业	不含外资
	ROC	ROC	ROC	Survive	Survive	Survive
FGL	0.333 (0.96)	1.452** (2.06)	-0.096 (-0.49)	0.335 (0.96)	1.447 (1.05)	-0.089 (-0.46)
Secondary	0.031** (2.55)	0.026 (1.34)	0.030** (2.01)	-0.003 (-0.26)	-0.010 (-0.54)	0.007 (0.45)
Trade	0.001 (0.59)	0.002 (0.81)	-0.001 (-0.45)	0.000 (0.14)	-0.001 (-0.31)	0.002 (0.62)
Market	-0.827*** (-17.40)	-1.143*** (-14.05)	-0.618*** (-11.09)	0.826*** (17.29)	1.159*** (14.12)	0.598*** (10.89)
Revenue	0.001 (0.90)	0.001 (0.39)	0.001 (1.05)	0.000 (0.10)	-0.000 (-0.06)	0.000 (0.09)
Spending	-0.013 (-1.07)	-0.027 (-1.57)	-0.019 (-1.12)	0.022* (1.73)	0.037** (2.16)	0.021 (1.28)
HPrice	0.052*** (3.10)	0.034 (1.33)	0.069*** (3.18)	-0.057*** (-3.49)	-0.043* (-1.70)	-0.072*** (-3.51)
PPV	-0.093*** (-6.04)	-0.101*** (-3.93)	-0.083*** (-4.58)	0.100*** (6.33)	0.123*** (4.74)	0.077*** (4.09)
GDP	0.001 (0.31)	0.005 (0.90)	0.001 (0.38)	0.003 (1.02)	0.007 (1.22)	0.000 (0.10)
City FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R2	0.166	0.177	0.161	0.097	0.132	0.080
N	493	493	493	493	493	493

### 5.6.2 盈利能力调节效应

加入企业盈利能力的调节水平，依据公司当年的 *ROA* 对全样本、外资和非外资公司样本分别进行分组。具体而言，当公司当年的 *ROA* 大于或等于组内中位数时，*Profit* 取 1；反之，当公司当年的 *ROA* 小于组内中位数时，*Profit* 取 0。然后将 *Profit* 和 *Profit*×*FGL* 同时放入模型（7）中进行回归，以此验证是否是外国政府贷款的投入使得该城市外资企业的利润增加，从而让其投资增加。

$$\begin{aligned} Invest_{i,c,t} = & \alpha + \beta_1 Profit_{i,c,t-1} + \beta_2 Profit_{i,c,t-1} \times FGL_{c,t-1} + Controls_{i,c,t-1} \\ & + \gamma_i + \mu_c + year_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

表格 14 外国政府贷款对企业投资——加入企业盈利能力的调节效应

	(1)	(2)	(3)
	全部企业	外资企业	非外资企业
	Invest	Invest	Invest
FGL	0.005 (0.22)	0.057** (2.55)	0.147 (0.61)
Profit	0.042*** (7.89)	0.028*** (4.31)	0.049*** (6.19)
Profit×FGL	0.010 (0.54)	-0.140** (-5.07)	0.055 (1.99)
Size	0.024*** (5.36)	0.048*** (8.75)	0.027*** (3.90)
ROA	0.000 (0.65)	0.004*** (4.89)	0.001 (0.61)
MB	0.203*** (11.27)	0.157*** (7.73)	0.278*** (8.92)
TOP1	0.161*** (6.60)	0.183*** (6.07)	0.092*** (2.65)
PPE	0.015 (1.08)	0.018 (1.28)	0.042 (1.60)
GDP	0.005 (0.22)	0.057** (2.55)	0.147*** (3.61)
Firm FE	Yes	Yes	Yes
City FE	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
Adj R2	0.670	0.741	0.662
N	19272	231	19041

回归结果显示，在全样本和非外资公司组中， $\text{Profit} \times \text{FGL}$  的系数不显著，而在外资公司组中， $\text{FGL}$  的系数显著为正， $\text{Profit} \times \text{FGL}$  的系数显著为负，这说明外国政府贷款增加时，那些最受益的企业是原本没有在当地盈利的外国公司。

### 5.6.3 企业规模调节效应

接着本文加入企业规模的调节效应，依据公司规模  $\text{DSize}$  对全样本、外资和非外资公司样本分别进行分组。具体而言，当公司规模  $\text{DSize}$  大于或等于组内中位数时， $\text{DSize}$  取 1；反之，当公司当年的规模  $\text{DSize}$  小于组内中位数时， $\text{DSize}$  取 0。本文将  $\text{DSize}$  和  $\text{DSize} \times \text{FGL}$  同时放入模型 8 中进行回归：

$$\begin{aligned} \text{Invest}_{i,c,t} = & \alpha + \beta_1 \text{DSize}_{i,c,t-1} + \beta_2 \text{DSize}_{i,c,t-1} \times \text{FGL}_{c,t-1} + \text{Controls}_{i,c,t-1} \\ & + \gamma_i + \mu_c + \text{year}_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (8)$$

回归结果如下：

表格 15 外国政府贷款对企业投资——加入企业规模的调节效应

	(1)	(2)	(3)
	全部企业	外资企业	非外资企业
	Invest	Invest	Invest
FGL	0.055 (0.51)	0.033*** (5.32)	0.001 (0.20)
DSize	0.022*** (3.75)	0.046** (2.73)	0.022** (2.48)
DSize×FGL	0.090 (0.38)	0.217*** (3.70)	0.160 (0.04)
MB	-0.000 (-0.60)	0.003*** (3.47)	0.001* (1.73)
TOP1	0.196*** (11.01)	0.148*** (7.19)	0.276*** (9.05)
PPE	0.148*** (5.97)	0.153*** (4.95)	0.083** (2.28)
GDP	0.009 (0.66)	0.014 (0.98)	0.028 (1.08)
Firm FE	Yes	Yes	Yes
City FE	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
Adj R2	0.658	0.725	0.656
N	19272	231	19041

结果表明，当地方采用外国政府贷款规模增加的时候，大规模的外资企业更容易受到挤入效应的影响，小规模的企业可能很难把握住投资机会。这与本文的理解相符合，经验显示，规模大的公司，由于内外部信息不对称程度更低，投资其他企业也相对较为容易，因此

当公司面临信贷增加导致的投资难度上升时,更可能继续投资。而规模小的公司内源资金较少,会面临项目选择难题,面临更高的股权和债务融资成本,可能会放弃相关的投资机会。

#### 5.6.4 经济周期调节效应

最后本文加入宏观经济政策因子,作为调节效应之一,因为中国的银行系统通常在宏观经济向微观经济主体之间传递的过程中扮演着重要角色。信贷渠道是一种重要的货币政策传导机制,作为信贷资金的主要提供者,银行在货币政策传导过程中发挥着重要作用。尤其是政策性银行,截至 2017 年末,国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行等三家政策性银行的贷款余额分别为 11.04 万亿元、2.75 万亿元、4.66 万亿元,占银行业金融机构各项贷款余额 129 万亿的 14.30%。所以他们的贷款发放本质上是政策执行的另一种方式,本文采用年度广义货币发行量(M2)的增长率度量当年的货币政策情况,如果当年的 M2 增长率高于或等于 2006-2013 年的中位数,则定义为货币政策宽松年份,Monetary 取 1;如果当年的 M2 增长率小于 2006-2013 年的中位数,则定义为货币政策紧缩年份,Monetary 取 0。

$$Invest_{i,c,t} = \alpha + \beta_1 Monetary_{c,t-1} + \beta_1 Monetary_{c,t-1} \times FGL_{c,t-1} + Controls_{i,c,t-1} + \gamma_i + \mu_c + year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

回归结果如下:

表格 16 外国政府贷款对企业投资——加入货币政策的调节效应

	(1)	(2)	(3)
	全部企业	外资企业	非外资企业
	Invest	Invest	Invest
FGL	0.008	0.043**	0.119
	(0.43)	(2.23)	(0.51)
Monetary	-0.008	0.041	-0.048
	(-0.44)	(1.16)	(-0.69)
Monetary×FGL	0.009	0.035**	0.055**
	(0.78)	(2.50)	(2.45)
Size	0.032***	0.052***	0.040***
	(7.54)	(9.67)	(6.26)
MB	0.000	0.004***	0.000
	(0.76)	(4.93)	(0.46)
TOP1	0.205***	0.156***	0.292***
	(11.32)	(7.64)	(9.31)
PPE	0.171***	0.185***	0.114***
	(6.95)	(6.13)	(3.23)
GDP	0.018	0.029*	0.030
	(1.31)	(2.00)	(1.15)
Firm FE	Yes	Yes	Yes
City FE	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
Adj R2	0.658	0.725	0.656
N	19272	231	19041

结果展示在表 16 中。在第 (2) 列, **Monetary** 的系数不显著, **FGL** 的系数显著为正且 **Monetary×FGL** 的系数显著为; 在第 (3) 列, **Monetary** 的系数不显著, **FGL** 的系数显著为正, 并且 **Monetary×FGL** 的系数显著为正。这说明在货币政策宽松时期, 外国政府贷款对当地企业产业投资的挤入效应的影响和对当地外资企业的挤入效应的影响都较弱, 原因可能是他们自己有较多融资渠道, 也有较多投资机会, 货币政策宽松环境可能不太依赖于外国政府贷款; 在货币政策紧缩时期, 外国政府贷款对地方产业投资的挤入效应较强。

## 5.7 进一步分析

### 5.7.1 EKPAC 外国政府贷款的长期影响

由于外国政府贷款对各产业信贷支持多为中长期贷款, 从而保障各行业健康、稳定、持续发展, 发挥的作用可能并不是那么积极, 因此其对各行业发展的影响应该存在长期效应, 为更深入分析和认识外国政府贷款在产业升级和经济结构调整中所起到长期作用, 本文在模型 1 的基础上, 分析当前一期的外国政府贷款对往后 3-5 年的产业新增固定资产的影响。模型构建如下

$$Invest_{c,t+k} = \alpha + \beta_1 FGL_{c,t-1} + \beta_2 Controls_{c,t-1} + \mu_c + year_t + \varepsilon_{c,t} \quad (1)$$

其中,  $Invest_{c,t+k}$  为地方产业投资的衡量指标, 代表  $c$  省份在  $t+k$  年地方产业投资水平 (该省制造业企业投资与资产比值的加权平均值), 其中  $k$  的取值为 3,4,5, 代表后续几年的投资水平。解释变量  $FL_{c,t-1}$  表示  $i$  省份在  $t-1$  年利用外国政府贷款的规模与当地 GDP 的比值。回归结果如下所示:

表格 17 EKPAC 外国政府贷款的长期影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全样本			只含外资		
	滞后3年	滞后4年	滞后5年	滞后3年	滞后4年	滞后5年
	Invest	Invest	Invest	Invest	Invest	Invest
FGL	0.009	0.017	0.017	0.068**	0.128*	0.180**
	(0.61)	(0.71)	(0.71)	(2.19)	(1.91)	(2.24)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
City FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整后的R2	0.161	0.019	0.166	0.163.	0.166	0.175
样本量	406	377	348	406	377	348

由上面可以得出结论，长期来看，外国政府贷款占全样本的规模太小，还不足以对地方的工业投资造成影响，但是根据列（4）（5）（6），对于当地的外资企业，长期影响是存在的。

### 5.7.2 外国政府贷款与重点产业

为验证外国政府贷款对基础产业、支柱产业和重点行业等的信贷支持是否促进此类行业的发展，本文以 EKPAC 涉足的医疗、农业、新能源、交通等四大产业作为研究对象，以工业企业数据库中这四大产业年度新增固定投资占比为被解释变量，以外国政府贷款的使用为解释变量，实证分析外国政府贷款的使用对各省上述产业投资的影响。

表格 18 外国政府贷款与重点产业

	(1)	(2)	(3)	(4)
	医疗	农业	新能源	交通
	Invest	Invest	Invest	Invest
FGL	0.024 (0.63)	0.567*** (2.64)	0.845** (1.97)	0.028 (0.74)
Secondary	-0.015 (-0.66)	0.061*** (3.61)	0.067** (2.49)	0.061*** (2.84)
Trade	0.005 (1.25)	-0.004 (-1.53)	-0.003 (-0.73)	-0.005 (-1.35)
Market	-1.438*** (-15.97)	1.619*** (21.54)	1.940*** (15.04)	1.420*** (16.16)
Revenue	0.006*** (3.52)	-0.004*** (-2.77)	-0.003 (-1.06)	-0.005*** (-3.08)
Spending	0.042 (1.54)	0.031* (1.76)	0.086*** (3.46)	-0.031 (-1.16)
HPrice	0.096*** (2.63)	-0.062** (-2.36)	-0.012 (-0.33)	-0.094*** (-2.62)
PPV	-0.059* (-1.79)	0.067** (2.48)	0.081* (1.86)	0.044 (1.31)
GDP	0.000 (0.05)	0.001 (0.20)	0.000 (0.02)	0.001 (0.28)
City FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjust R2	0.187	0.124	0.138	0.130
N	493	493	493	493

表 18 为回归结果，结果说明外国政府贷款的使用对该省的农业和新能源发展起到促进作用。外国政府提供的信贷支持能够有效增加农业和新能源新增投资的趋势，因此能够进一步为地方产业升级和经济结构调整起到促进效果，从而为地方经济高质量增长起到关键作用。另外一种可能的解释是这种关系更像是相关关系，外国政府投资的领域恰好也是地方政府鼓励的领域。

## 六、结论与展望

中国经济正处于新冠肺炎疫情的恢复期，需要大量公共投资支持受影响的产业。然而，传统的政策性财政手段可能会导致政府失灵，并且会让政府部门杠杆率上升。同时，庞大的存量地方政府债务如何偿还已经成为问题，对经济和社会的稳定发展构成一定威胁。随着地方政府债务规模不断扩大，债务风险也在不断上升。在这种情况下，开发性金融机构可以成为经济恢复的关键，不仅可以代替政府为项目提供重建资金，而且还具有逆周期调节、长期盈利、投资规模大、正外部性等特点，是经济恢复投资的重要来源。因此，研究和发​​展开发性金融机构具有重要意义，它们可以解决当前的财政和债务问题，并为中国经济的可持续发展注入动力。

本文首先采用边界分析的方法，定义了开发性金融项目的特点，并探讨了外国政府贷款与传统的开发性项目的不同和与国开行芜湖模式的不同，明确了外国政府贷款在开发性金融中的定位。在分析了运行开发性金融项目的不同类型金融机构之后，本文运用剩余控制权理论和基于交易费用理论作为工具，探讨了外国政府贷款在开发性金融边界中的角色。同时，本文基于 Coase 和 Hart 的理论，对外国政府贷款的边界进行了更为详细的划分，并找到开发性金融组织边界的理论框架。本文的贡献在定义开发性金融机构边界层面提供了组织制度层面的理论支持。

然后，本文从组织变革、金融创新两个角度，分析了中国的 EKPAC 如何成功运用开发性金融原理，并找到了背后可持续、可复制的理论模型。EKPAC 通过建立明确的准入标准和公开透明的遴选机制，以及与项目方的持续沟通和辅导，成功解决了外国政府贷款项目中的信息不对称和道德风险问题。此外，多方合作模式和行政控制中的唯一性控制权也

是 EKPAC 成功的关键因素。这种理论模型为传统的金融投融资理论和管理学提供了新的视角和思路，可以在这个行业中运用新的模式和理念来实现组织变革和业务增长。

最后，本文使用实证分析的方法，基于手动收集的 EKPAC 的开发性金融项目数据，探究外国政府贷款对地方产业的投资的影响，并发现外国政府贷款的使用对当地外资企业的公司的固定资产投资率存在挤入效应，即每增加 1% 的外国政府贷款，会使得当地外企投资水平上升 0.702%。此外，本文还发现，当地营商环境的提升是正挤入效应的主要来源，这支持了 Hart 的合约理论中对合约保护的重视。最后，本文进一步研究表明外国政府贷款具备一定的长期影响和重点行业带动效应。

本文根据 EKPAC 为例，深入探讨了边界设定、组织变革、金融创新和权威借用等问题，其理论贡献是首开先例的，具有广泛适用价值，为国际上开发性金融的实践提供了指导意义。本研究不仅对开发性金融学术领域的创新，还对发展经济学、金融学和管理学等领域具有创新和综合价值，为中国开发性金融机构的从业者提供了思考的框架。由于外资主导的开发性金融投资不依赖国家信用补贴、政府政治干预和相关优惠政策，因此本文所研究的开发金融模式对于疫情后大量的恢复性基础建设投资有着重要的应用价值和指导意义。

因此，未来的开发性金融应该介于市场和政府之间，介于传统商业银行和政策性金融机构之间，模式应更多元、更创新、更融合。将我国在外国政府贷款方面的组织变革和金融创新经验复制到全球其他国家，调动各方积极性，充分发挥开发性金融机构在全球复兴发展中的使命，对于推进全球经济发展具有重要的意义。

## 参考文献

- Aghion P, Caroli E, Garcia-Penalosa C. Inequality and economic growth: the perspective of the new growth theories[J]. *Journal of Economic literature*, 1999, 37(4): 1615-1660.
- Aghion P, Tirole J. Formal and real authority in organizations[J]. *Journal of political economy*, 1997, 105(1): 1-29.
- Arezki R, Bolton P, Peters S, et al. From Global Savings Glut to Financing Infrastructure: The Advent of Investment Platforms[J]. *IMF Working Papers*, 2016, 16(18): 1
- Barror R J. International Perspective of Tax Incentives and Economic Growth Discussion Paper Series No. 9804[J]. United Nation, 1990, 10.
- Bertay A C, Demirgüç-Kunt A, Huizinga H. Bank ownership and credit over the business cycle: Is lending by state banks less procyclical?[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2015, 50: 326-339.
- Besley T, Ghatak M. Government versus private ownership of public goods[J]. *The Quarterly journal of economics*, 2001, 116(4): 1343-1372.
- Brickley, James A., and Frederick H. Dark. "The choice of organizational form: The case of franchising." *Franchising*. Routledge, 2014. 60-80.
- Chang C. Contractual models of the firm: a financial theory[M]. Northwestern University, 1987.
- Coase, R.H.1937. The nature of the firm. *Economica N.S*, 4: 386-405.
- De Luna-Martínez J, Vicente C L. Global survey of development banks[J]. *World Bank Policy Research Working Paper*, 2012 (5969).
- Dewatripont M, Maskin E. Credit and efficiency in centralized and decentralized economies[J]. *The Review of Economic Studies*, 1995, 62(4): 541-555.
- Eisenhardt K M, Bourgeois III L J. Politics of strategic decision making in high-velocity environments: Toward a midrange theory[J]. *Academy of management journal*, 1988, 31(4): 737-770.

- Fishkin J, Keniston K, McKinnon C. Moral reasoning and political ideology[J]. *Journal of Personality and social Psychology*, 1973, 27(1): 109.
- Francesconi M, Muthoo A. Control rights in complex partnerships[J]. *Journal of the European Economic Association*, 2011, 9(3): 551-589.
- Gao H, Ru H, Tang D Y. Subnational Debt of China: The Politics-Finance Nexus[J]. *Journal of Financial Economics*, 2021.
- Garrouste P, Saussier S. Looking for a theory of the firm: future challenges[J]. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2005, 58(2): 178-199.
- Griffith-Jones, Stephany, and José Antonio Ocampo, eds. *The future of national development banks*. Oxford University Press, 2018.
- Grossman S J , Hart O D . One Share/One Vote and the Market for Corporate Control[J]. *Journal of Financial Economics*, 1987, 20.
- Gurley J G, Shaw E S. Financial aspects of economic development[J]. *The American economic review*, 1955, 45(4): 515-538.
- Guseh J S. Government Size, Political Freedom, and Economic Growth in Liberia: A Comparison of Three Presidential Regimes [J]. *Liberian Studies Journal*, 2004, 29(2): 59-71.
- Hart O, Bengt holmstrom contract theory[M]//*The Committee for the Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. The Royal Swedish Academy of Sciences*, 2016.
- Hart O, Moore J. Incomplete contracts and renegotiation[J]. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1988: 755-785.
- Hart O, Shleifer A, Vishny R W. The proper scope of government: theory and an application to prisons[J]. *The quarterly journal of economics*, 1997, 112(4): 1127-1161.
- Hillman A J, Dalziel T. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives[J]. *Academy of Management review*, 2003, 28(3): 383-396.

- Jmu A, Ar B, Mfc D, et al. Human capital and entrepreneurial success: A meta-analytical review - Science Direct[J]. *Journal of Business Venturing*, 2011, 26( 3): 341-358.
- Kay J. The Kay review of UK equity markets and long-term decision making[J]. *Final Report*, 2012, 9: 112.
- Larcker D F, Tayan B. Seven myths of corporate governance[J]. *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance No. CGRP-16*, 2011.
- Milgrom P R. Economic theories of the firm: past, present, and future[J]. *Canadian Journal of Economics*, 1988: 444-458.
- Milgrom P R. Rational expectations, information acquisition, and competitive bidding[J]. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1981: 921-943.
- Milgrom P R, Weber R J. A theory of auctions and competitive bidding[J]. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1982: 1089-1122.
- Macdougall G D A. The Benefits and Costs of Private Investment From Abroad: A Theoretical Approach [J]. 1960.
- Mitchell, A, Petersen. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches[J]. *Review of Financial Studies*, 2009.
- Myerson R B, Satterthwaite M A. Efficient mechanisms for bilateral trading[J]. *Journal of economic theory*, 1983, 29(2): 265-281.
- Nangpiire C, Rodrigues R G, Adam I O. Ease of Doing Business and Foreign Direct Investment Inflow among Sub-Sahara African Countries[J]. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 2018, 10(3): 289~303.
- Petersen M A. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches[J]. *The Review of financial studies*, 2009, 22(1): 435-480.
- Schclarek Mulinari L. The spectrum of repression: Swedish Muslims' experiences of anti-terrorism measures[J]. *Critical criminology*, 2019, 27(3): 451-466.
- Stiglitz, Joseph E. *Financial Markets and Development*. *Oxford Review of Economic Policy* 5, no.4 (1989a): 55-68.

- Stiglitz, Joseph E., and Andrew Weiss. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review* 71, no.3 (1981): 393-410.
- Vickrey W. One economist's view of philanthropy[M]//Philanthropy and public policy. NBER, 1962: 31-56.
- Williamson O E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations[J]. *The journal of Law and Economics*, 1979, 22(2): 233-261.
- Williamson O E. The theory of the firm as governance structure: from choice to contract[J]. *Journal of economic perspectives*, 2002, 16(3): 171-195.
- Wilson C. A model of insurance markets with incomplete information[J]. *Journal of Economic theory*, 1977, 16(2): 167-207.
- Wilson R. Incentive efficiency of double auctions[J]. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1985: 1101-1115.
- Wu J, Ma Z, Liu Z, et al. A Contingent View of Institutional Environment, Firm Capability, and Innovation Performance of Emerging Multinational Enterprises[J]. *Industrial Marketing Management*, 2019, 82: 148~157
- Yi Huang, Pagano M, Panizza U. Local Crowding-Out in China[J]. *The Journal of Finance*, 2020, 75(6):2855-2898.
- 陈强远, 李晓萍, 曹晖. 地区环境规制政策为何趋异?——来自省际贸易成本的新解释[J]. *中南财经政法大学学报*, 2018(1):11.
- 陈雨露, 王芳, 杨明. 作为国家竞争战略的货币国际化: 美元的经验证据[J]. *经济研究*, 2005, 2: 35-44.
- 陈元. 改革的十年 发展的十年——开发性金融实践与理论的思考[J]. *求是*, 2004 (13): 40-42.
- 陈元. 开发性金融与逆经济周期调节[J]. *财贸经济*, 2010 (12): 13-19.
- 陈元. 开发性金融与中国经济社会发展[J]. *经济科学*, 2009 (4): 5-14.
- 陈元. 开发性金融与中国城市化发展[J]. *经济研究*, 2010 (7): 4-14.

陈元. 政府与市场之间[M]. 中信出版社, 2012.

李志辉, 刘胜会. 我国商业银行利率风险的度量研究——以同业拆借市场为例[J]. 南开经济研究, 2006 (3): 27-41.

刘军, 王长春. 优化营商环境与外资企业 FDI 动机——市场寻求抑或效率寻求[J]. 财贸经济, 2020, 41(01):65-79.

全球开发性金融机构全景概览[M]. 北京大学新结构经济学院, 2019.

邱兆祥, 曹宇, 刘永元. 现代金融体系与构建“双循环”新发展格局[J]. 金融论坛, 2020, 11: 11-16.

徐佳君. 政府与市场之间: 新结构经济学视角下重思开发性金融机构的定位[J]. 开发性金融研究, 2017 (4): 8-14.

姚洋. “非国有经济成分与我国工业企业的技术效率”, 《经济研究》, 第 12 期, 第 29-35 页, 1998.

余泳泽, 王岳龙, 李启航. 财政自主权, 财政支出结构与全要素生产率——来自 230 个地级市的检验[J]. 金融研究, 2020(1):19.