

地方债务化解与地区经济增长: 来自融资平台转型的证据^{*}

周博 梁蕴佳 赵绍阳

内容提要:推动融资平台改革转型既是防范化解地方债务风险的内在要求,又是新一轮财税体制改革的关键内容。本文利用多套微观数据从经营绩效、资源配置、经济增长的视角考察了融资平台改革转型的化债效果及其经济效应。研究发现:(1)融资平台改革转型显著降低了自身的负债和资产规模,同时提高了其盈利能力;(2)在机制上,改革转型的融资平台一方面通过偿还存量债务使其负债和资产规模下降,另一方面通过开展更多的经营性业务来实现自身盈利能力的提升;(3)融资平台改革转型在地区层面使低效率企业的信贷融资与投资水平显著减少,而高效率企业的信贷融资与投资水平明显增加,从而改善了地区层面的资源配置效率,促进了地区经济增长。本文的研究结论为当前统筹高质量发展与高水平安全背景下如何有效化解地方债务风险提供了重要参考。

关键词:剥离融资职能 市场化主体 溢出效应 资源配置效率

一、引言

党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》明确提出“加快地方融资平台改革转型”。2024年11月8日,第十四届全国人大常委会第十二次会议审议的《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》,同意新增6万亿元的债务限额,叠加4万亿元专门用于化债的地方政府专项债券,从而直接增加地方化债资源10万亿元。10万亿元巨大规模的债务置换政策虽然能暂缓地方政府偿债压力,但要从根本上防范化解隐性债务风险必须坚决推动地方融资平台改革转型(毛捷和徐军伟,2021;郁芸君等,2022)。可见,推进融资平台改革转型,剥离融资平台政府融资职能,是正确处理政府和市场关系、从源头上防范地方政府隐性债务风险的重要举措。

融资平台凭借金融势能在金融市场上具有明显的信用优势,使其占据了庞大的金融资源,并持续吸引资金以满足其融资需求(徐军伟等,2020)。地方融资平台过去承担着为地方政府提供投融资服务的职能,虽然在新建基础设施等方面发挥了重要作用,但也积累了大量债务并增加了地方隐性债务风险(范剑勇和莫家伟,2014;Song & Xiong, 2018; Chen et al., 2020;毛捷等,2024)。以融资平台债务为主体的地方隐性债务的持续增长对企业部门的信贷融资、投资雇佣、资源配置效率等生产活动造成了一系列负面后果(刘畅等,2020;Huang et al., 2020;吴敏等,2022;刘潘和张子尧,2023;周博和梁蕴佳,2024),进而可能引发系统性经济金融风险(高然等,2022;熊琛等,2022;赵旭霞和田国强,2024)。为缓解债务规模不断上涨可能引发系统性风险进而影响整个宏观经济正常运行的担忧,中央政府要求防范化解地方债务风险。由于融资平台过去一直扮演着为地方政府公益性或非经营性项目融资的职能,其市场化经营业务占比低,自主盈利能力较

* 周博,西南财经大学经济学院,邮政编码:611130,电子信箱:sczhoubo@pku.edu.cn;梁蕴佳(通讯作者)、赵绍阳,四川大学经济学院,邮政编码:610065,电子信箱:yunjia_liang@163.com,zhaoshaoyang@scu.edu.cn。作者感谢北京大学经济学院刘冲、匿名审稿专家的宝贵建议。当然,文责自负。

弱,现金流较差,自身偿债能力弱(Zhang & Xiong, 2020),需要依靠地方政府财政资金偿还债务(兰小欢,2021)。而随着近年来土地价格下降、地方财政收紧等外部环境的变化(周佳音和陆毅,2024),为了实现有效化解地方债务存量的要求,高度依赖地方政府财政支持的融资平台必须改革转型为自负盈亏的市场化经营主体,在发展中有效化解隐性债务规模。因此,融资平台改革转型既是防范化解地方债务风险的现实要求,又是融资平台谋求可持续发展的必然选择(严亦斌和罗志恒,2024)。

2014年,《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)要求“剥离融资平台公司政府融资职能,融资平台公司不得新增政府债务”“对地方政府性债务存量进行甄别”“妥善偿还存量债务”,释放了推动融资平台改革转型的信号,以切实化解地方债务规模防范财政金融风险。随后,各部门也出台了一系列推进地方融资平台有序转型的相关举措。2016年,财政部在回应政府债务热点问题时进一步明确了融资平台改革转型的方向和总思路,即在妥善处理融资平台存量债务的基础上,推动融资平台转型为自主经营、自担风险、自负盈亏的市场化主体。可见,融资平台改革转型的关键目标有两点:一是剥离融资平台政府融资职能,有效化解存量债务规模;二是转型成为自主经营、自担风险、自负盈亏的市场化主体。2014年以来,全国有1000余家融资平台公司陆续开启改革转型之路。部分学者从理论层面探讨了融资平台改革转型的目标、可能面临的难题以及实现路径等问题(徐鹏程,2017;毛捷和徐军伟,2021)。而少数研究则从实证层面发现以国发〔2014〕43号文引领的融资平台改革转型缓解了融资平台的中长期偿债压力,改善了融资平台流动负债的偿付能力(郭玉清等,2021)。佟岩等(2024)以持股上市公司作为融资平台改革转型的具体路径,关注到融资平台持股上市公司提高了主动债务置换的水平。但已有文献针对融资平台改革转型的化债效果及其对整个地区经济活动的溢出效应等方面的讨论较少,本文尝试对此进行回答。

本文综合使用2007—2019年全国税收调查企业数据、融资平台财务报表数据、银行信贷数据等多套微观数据考察了融资平台改革转型的化债效果及其对所在地区资源配置和经济增长的影响。本文的研究结论为统筹高质量发展和高水平安全的背景下如何有效化解地方政府隐性债务提供了重要的参考思路。

本文主要有以下三个方面的发现:第一,融资平台改革转型显著降低了自身的负债和资产规模,同时其单位资产利润总额和单位资产净利润得到显著提升。机制分析表明:一方面,改革转型的融资平台通过偿还存量债务化解债务规模,进而使其负债和资产规模下降;另一方面,改革转型的融资平台改变了过去以公益性业务为主的模式,更多地开展经营性较强、现金流较好的业务,不断培育自身的“造血”能力,因此其盈利能力得到明显提高。这些结论说明,融资平台改革转型实现了有效化解隐性债务规模的目标。

第二,融资平台改革转型对所在地区的其他企业产生了正向溢出效应。融资平台改革转型使得所在地区生产效率更高的民营企业和中小企业获得的银行信贷总额和固定资产投资显著增加,进而提高了整个地区的资源配置效率。具体地,融资平台负债规模和资产规模的降低表明其在改革转型后释放出了一部分资源,而市场机制将这部分资源重新配置给了所在地区生产效率更高的中小民营企业。因此,融资平台改革转型有效改善了转型前的资源错配现象,即资源过度集中于融资平台并挤出了其他生产效率较高的民营企业和中小企业可获得的资源支持。

第三,融资平台改革转型显著促进了所在地区的经济增长。融资平台改革转型实现的资源在不同企业之间的重新配置过程对地区经济增长具有显著的正向拉动效果。本文的这一发现同Hsieh & Song(2015)的研究结论是相呼应的。Hsieh & Song(2015)指出在1998—2007年间,中国的经济高速增长是由民营企业的成长和资源脱离国有企业的重新配置所驱动的:从20世纪90年代末

开始的国有企业改革通过关闭亏损的国有企业释放了资源,这些资源被市场重新配置给了效率更高的民营企业并获得了更多的利润,从而实现了经济的快速增长。

与已有文献相比,本文主要有以下两个方面的贡献:第一,较全面地评估了融资平台改革转型的效果。近年来,融资平台债务余额从2009年的6万亿元增加至2021年的45万亿元(毛捷等,2024),而推进融资平台改革转型已成为防范化解地方政府债务风险的关键一环。部分文献针对融资平台改革转型的目标及实施路径分别从理论层面(徐鹏程,2017;毛捷和徐军伟,2021;贾君怡等,2023)和实证层面(佟岩等,2024)进行了探讨,但现有文献针对地方融资平台改革转型的化债效果及其对整个地区经济发展的影响等方面的讨论还比较欠缺。而本文基于经营绩效、资源配置、经济增长等多方位的视角,综合考察了融资平台改革转型的化债效果及其经济效应,发现融资平台改革转型不仅有效化解了债务规模且增强了自身“造血”能力,还对地区层面的资源配置效率和经济增长产生了显著的正向溢出效应。

第二,为如何有效防范化解地方隐性债务提供了可行的化债思路。大量文献指出,以融资平台债务为主体的地方政府隐性债务的持续增长对民营企业的信贷、投资和雇佣以及全要素生产率等造成了负面影响(刘畅等,2020;Huang et al.,2020;余明桂和王空,2022;吴敏等,2022),并可能进一步引发系统性风险(熊琛等,2022)。然而,鲜有文献针对如何化解地方隐性债务的问题进行全面有效的回答。部分文献讨论了2015年地方政府性债务管理体制改革(梁若冰和王群群,2021;李志生等,2024)和2018年地方政府债务穿透式监管(王彦超等,2023)等债务管理政策的实施效果。但必须指出的是,由于融资平台债务规模庞大、举债方式多样且隐蔽性较强等特点,近年来中央层面制定的各种监管政策往往被地方政府所规避,使得政策实施效果被弱化,融资平台债务规模仍然持续增长(毛捷等,2024;周博和梁蕴佳,2024)。因此,要有效遏制隐性债务增量,稳妥化解隐性债务存量,就必须加强融资平台治理,坚决推动融资平台改革转型。本文研究发现,改革转型后融资平台自身的负债和资产规模显著下降,这表明融资平台改革转型实现了有效化解隐性债务规模的效果,并为地方融资平台改革转型并实施切实可行的化债方案提供了相应的经验证据。

二、政策背景与理论分析

(一)政策背景

融资平台改革转型的相关政策文件可追溯至2014年发布的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)。在党的十八届三中全会提出“处理好政府和市场的关系,使市场在资源配置中起决定性作用”的时代背景下,国发〔2014〕43号文要求“剥离融资平台公司政府融资职能,融资平台公司不得新增政府债务”,释放了推动融资平台改革转型的信号,要求建立地方债务规模控制的长效机制,以切实行解地方债务规模防范财政金融风险。随后,各部门也出台了一系列推进地方融资平台有序转型的相关举措。2015年《国务院关于规范地方政府债务管理工作情况的报告》强调推进融资平台公司市场化转型和融资。在妥善处理融资平台公司政府存量债务的基础上,关闭空壳类公司,推动实体类公司转型为自我约束、自我发展的市场主体;由融资平台公司转型的企业按照市场化原则融资和偿债,消除政府隐性担保,实现风险内部化,其举借的债务不纳入政府债务。2016年,财政部在回应政府债务热点问题时进一步明确了融资平台改革转型的方向和总思路,即在妥善处理融资平台存量债务的基础上,推动融资平台转型为自主经营、自担风险、自负盈亏的市场化主体。

根据上述政策文件的要求,融资平台改革转型的核心是剥离融资平台的政府融资职能。在实践中,融资平台有两种向市场公开声明其不再承担政府融资职能的方式,标志该融资平台开始改革转

型,也是本文对于融资平台改革转型冲击时点的界定方式。一是融资平台在其发债说明中公开承诺“发行人不属于地方政府融资平台,不再承担政府融资职能”。例如,广州开发区控股集团有限公司2015年1月1日公开声明“公司不属于地方政府融资平台,不再承担政府融资职能,自2015年1月1日起新增债务依法不属于地方政府债务”。二是政府部门发布公告声明“为深入贯彻落实中央、省关于地方政府性债务管理要求,进一步厘清政府与企业边界,推动融资平台公司改革转型,防范和化解债务风险,部分融资公司退出政府融资平台”。例如,南通市经济技术开发区管理委员会于2023年1月4日在南通市经济开发区官网发布《关于南通综保区发展有限公司等退出政府融资平台的公告》,声明“为深入贯彻落实中央、省关于地方政府性债务管理要求,进一步厘清政府与企业边界,推动融资平台公司市场化转型,防范和化解债务风险,南通综保区发展有限公司、南通综保区物流中心有限公司现转型为市场化运行主体,自公告之日起退出政府融资平台,不再承担政府融资职能。以上公司转型后依法开展市场化经营、自负盈亏,后续举借的债务,南通市经济技术开发区管委会不承担任何偿债责任。”企业预警通数据库收集了上述两种融资平台声明改革转型的名单,本文则基于该名单整理得到各融资平台开始改革转型的具体年份。其中,自国发〔2014〕43号文释放融资平台改革转型的信号后,全国各地方政府融资平台逐渐开始剥离其政府融资职能进行改革转型,2015年约有800家融资平台改革转型,改革转型的融资平台数量达到高峰,随后2016—2023年间累计约有600家融资平台陆续改革转型。^①

(二)理论分析

融资平台金融势能理论认为融资平台存在来自地方政府的资产延伸和风险联保,导致其资产规模扩张与实际风险产生不对称(资产增长快而实际风险低),进而拥有相对于一般市场企业的金融势能优势(徐军伟等,2020)。融资平台凭借这种金融势能在金融市场上具有明显的信用优势,使其占据了庞大的金融资源。然而,以融资平台债务为主体的地方隐性债务的持续增长对企业部门的信贷融资、投资雇佣、资源配置效率等活动造成了一系列负面后果(刘畅等,2020; Huang et al., 2020; 吴敏等,2022; 刘潘和张子尧,2023),并可能引发系统性经济金融风险(高然等,2022; 熊琛等,2022; 赵旭霞和田国强,2024)。为缓解债务规模不断上涨可能引发系统性金融风险进而影响整个宏观经济的正常运行,中央政府明确提出要从根本上化解隐性债务,必须坚决推动融资平台改革转型。融资平台改革转型的关键就是要剥离融资平台政府融资职能,消除政府隐性担保,从而打破融资平台不合理的金融势能优势,推动融资平台转型成为自主经营、自担风险、自负盈亏的市场化经营主体,以实现债务规模的有效化解。为此,本文基于融资平台金融势能理论考察了融资平台改革转型的化债效果及其经济效应,为该理论提供了来自融资平台改革转型的实证支持,并拓展了该理论在实证层面的应用边界。

从改革转型的目标看,一方面,改革转型的融资平台需要偿还存量债务以化解债务规模。在改革转型的融资平台对存量债务进行甄别归类后,政府对被甄别为非政府责任的企业债务不承担任何偿债责任,需由融资平台以自有资金进行偿还,切实做到风险自担(郭玉清等,2021)。因此,本文预期改革转型的融资平台通过偿还存量债务以实现负债规模下降的化债效果。另一方面,转型为自负盈亏的市场化经营主体意味着融资平台的主营业务必须改变过去以基础设施建设、土地开发整理等传统公益性业务为主的模式,需要通过增加其他经营性较强、现金流较好的业务来提高经营收入,进而改善自身的“造血”能力和经营效率,成为能够自负盈亏的市场化经营主体。所以,预期改革转型的融资平台会通过开展更多的经营性业务实现自身盈利能力提高。

^① 因篇幅所限,改革转型的融资平台数量在各年份上的变化趋势图未在正文展示,详见本刊网站登载的附录1。

进一步地,本文试图考察融资平台改革转型在更宏观的地区层面所产生的经济效应。融资平台金融势能理论指出,融资平台凭借金融势能优势在金融市场上占据了庞大的金融资源(徐军伟等,2020)。从审计署官方数据可以看到,融资平台数量虽不多但债务规模巨大。2011年,审计署针对全国地方政府性债务审计结果的公告显示,6576家融资平台的总债务规模高达49710亿元,占全国地方政府性债务总规模的46.38%。2013年,全国地方政府性债务审计结果也显示,7170家融资平台的总债务规模达69704亿元,占全国地方政府性债务总规模的38.96%。而融资平台借助金融势能优势形成的庞大债务规模在地区层面产生了负向溢出效应。刘畅等(2020)指出融资平台挤出了地区层面的信贷资源,降低了国有商业银行发放给中小企业的贷款进而恶化了资源配置效率。刘潘和张子尧(2023)发现融资平台债务增长显著降低了地区层面的资源配置效率,不利于宏观全要素生产率的提升。本文尝试沿着这一研究思路进一步探讨融资平台改革转型对所在地区层面的影响,即融资平台改革转型可以打破融资平台不合理的金融势能优势并释放出大量的金融资源进而在地区层面产生较大影响。具体地,若改革转型的融资平台实现了债务规模降低,意味着融资平台改革转型后会释放出其原来占有的资源,进而市场会将这部分资源重新配置给该地区的其他企业。Hsieh & Song(2015)发现中国20世纪90年代末开始的国有企业改革通过关闭亏损的国有企业释放了资源,而这些资源被市场重新配置给了效率更高的民营企业并驱动了中国经济的高速增长。那么融资平台改革转型实现的资源在不同企业之间的重新配置过程则可能缓解已有研究发现的融资平台债务在地区层面的一系列不利影响,如挤出中小企业信贷资源、降低资源配置效率等,进而对地区经济增长产生正向拉动力作用(Brandt et al., 2025)。

综上所述,本文拟重点回答两个关键问题:融资平台改革转型的化债效果如何?其产生的经济效应怎样?本文深入考察融资平台改革转型的化债效果及其经济效应对当前统筹高质量发展与高水平安全的背景下如何有效化解地方债务风险具有重要意义。

三、数据介绍与模型设定

(一)数据介绍

本文综合使用了五套微观数据。公开数据包含以下三类:(1)融资平台改革转型名单,数据来源于企业预警通。该数据收集了两类融资平台声明改革转型名单,一是融资平台在其发债说明中公开承诺“发行人不属于地方政府融资平台,不再承担政府融资职能”;二是地方政府发布公告声明“为深入贯彻落实中央、省关于地方政府性债务管理要求,进一步厘清政府与企业边界,推动融资平台公司改革转型,防范和化解债务风险,部分融资公司退出政府融资平台”。本文基于该名单整理各融资平台开始改革转型的具体年份,并定义为该融资平台改革转型冲击的年份。具体地,在本文的样本期内(2007—2020年)共有1032家融资平台进行改革转型。(2)2007—2020年公开发行过债券的融资平台财务报表数据,数据来源于Wind数据库。该数据与融资平台改革转型名单进行匹配后,可用于考察融资平台改革转型前后自身经营状况的变化。(3)2007—2022年城市层面GDP增长率,数据来源于中国研究数据服务平台(CNRDS)。

非公开数据包含以下两类:(1)2007—2019年全国税收调查企业数据,其中2007—2016年每年约70万家企业,2017—2019年每年约45万家企业(崔小勇等,2024)。全国税收调查企业数据是由财政部和国家税务总局按照分层随机抽样方法选取企业填报(高培勇和毛捷,2013),该数据时间跨度长,覆盖了大部分融资平台改革转型的时间区间。此外,全国税收调查企业数据样本数量丰富,涵盖了全部大类行业,包含了大量中小规模企业,且详细记录了企业的基本信息、资产负债表、利润表、现金流量表和税收缴纳情况等,为本文研究融资平台改革转型对所在地区其他企业的溢出效应

提供了数据基础。(2)微观信贷数据,来自我国某省级银行监管部门。该数据集包含了6个城市220余家银行、104227家企业在2009—2016年间的全样本信贷交易数据,变量记录了详细的贷款层面特征、企业特征和贷款银行特征。该数据由省级银行监管部门提供,数据真实可靠,且该数据所覆盖的6个城市为该省的随机抽样,其中包括了经济发达、中等、较差的地级市样本,在地理位置、企业类型、银行类型等方面具有较好的代表性(尹志超等,2015)。为本文检验融资平台改革转型对地区信贷资源配置的影响提供了重要的微观信贷数据基础。^①

(二)基准模型设定

参考已有文献广泛使用个体或企业层面发生的事件作为冲击构建双重差分模型的做法(Chen et al., 2020; 黄炜等, 2023; 蔡宏波和韩金鎔, 2024; Jensen & Zhang, 2024),本文采用融资平台改革转型作为冲击,利用多时点双重差分模型研究融资平台改革转型对其自身的影响,具体的模型设定如(1)式所示:

$$Y_{ict} = \alpha Treat_{ict} + \lambda_i + Age_{ict} + \gamma_t + \epsilon_{ict} \quad (1)$$

其中, Y_{ict} 表示位于城市 c 的融资平台 i 在年份 t 时的一系列结果变量,包括负债规模、资产规模、单位资产利润总额和单位资产净利润等变量。 $Treat_{ict}$ 代表融资平台 i 在年份 t 时是否进行改革转型,取 1 代表进行改革转型即为处理组,取 0 则代表没有进行改革转型即为对照组。 α 是本文关注的核心系数,衡量了改革转型冲击对融资平台负债、资产、盈利能力的平均处理效应。参照 Jensen & Zhang(2024)的做法,本文还控制了企业固定效应 λ_i 、企业年龄固定效应 Age_{ict} 与年份固定效应 γ_t 。 ϵ_{ict} 是误差项,采用在企业 i 层面进行聚类的标准误。本部分使用的财务报表数据来源于 Wind 数据库中发行过债券的融资平台样本。此外,最新的文献指出,多时点双重差分模型在传统的双向固定效应(TWFE)模型估计下可能存在偏误(刘冲等,2022),因此,还参考 Sun & Abraham(2021)的做法对可能的异质性处理效应问题进行了修正。

四、融资平台改革转型的化债效果

(一)基准回归结果

融资平台改革转型的目标是化解存量债务规模并转型成为自负盈亏的市场化经营主体,因此,本部分考察了改革转型冲击对融资平台负债、资产和盈利的影响。一方面,融资平台化债效果如表 1 的 Panel A 所示,基于双向固定效应(TWFE)方法和 Sun & Abraham(2021)方法的修正结果均表明,改革转型冲击使融资平台的负债规模和资产规模均显著下降。Sun & Abraham(2021)方法的修正结果显示,处理组相较于对照组在改革转型后其负债规模和资产规模分别降低了 10.40% 和 6.68%,说明融资平台改革转型实现了有效化解隐性债务规模的目标。

表 1 改革转型冲击对融资平台资产负债和盈利能力的影响

Panel A: 改革转型冲击对融资平台资产负债的影响				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	负债规模		资产规模	
方法	TWFE	SA(2021)	TWFE	SA(2021)
改革转型冲击	-0.0638** (0.0290)	-0.1040*** (0.0314)	-0.0512*** (0.0198)	-0.0668*** (0.0218)
观测值	17471	17471	17471	17471
R ²	0.8957	0.8972	0.9250	0.9256

^① 因篇幅所限,主要变量的描述性统计结果未在正文展示,详见本刊网站登载的附录 1。

续表1

Panel B: 改革转型冲击对融资平台盈利能力的影响				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	单位资产的利润总额		单位资产的净利润	
方法	TWFE	SA(2021)	TWFE	SA(2021)
改革转型冲击	0.0011** (0.0005)	0.0016*** (0.0005)	0.0011*** (0.0004)	0.0016*** (0.0005)
观测值	17471	17471	17471	17471
R ²	0.5728	0.5745	0.5889	0.5907

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下同。该表均控制了企业固定效应、企业年龄固定效应和年份固定效应。

另一方面,融资平台转型效果如表1的Panel B所示。本文使用单位资产利润总额和单位资产净利润两个指标衡量融资平台运用资产获得利润的能力。基于TWFE和Sun & Abraham(2021)方法的结果均表明,改革转型后融资平台的盈利能力显著提升。Sun & Abraham(2021)方法的修正结果显示,处理组相较于对照组在改革转型后其单位资产利润总额和单位资产净利润分别提高了0.0016个单位。这说明融资平台改革转型后不断提升自我“造血”的能力,实现了自身盈利能力的提高,并转型成为能够自主经营、自负盈亏的市场化主体。

图1的平行趋势分析表明处理组和对照组的负债规模、资产规模和盈利能力在事前各期均没有显著性差异,即满足双重差分模型事前平行的假设条件。

(二)稳健性检验

本文进一步从新增控制变量、PSM-DID、工具变量估计以及构造三重差分模型四个方面进行稳健性检验,以验证本文基准回归结果的可靠性和稳健性。^①

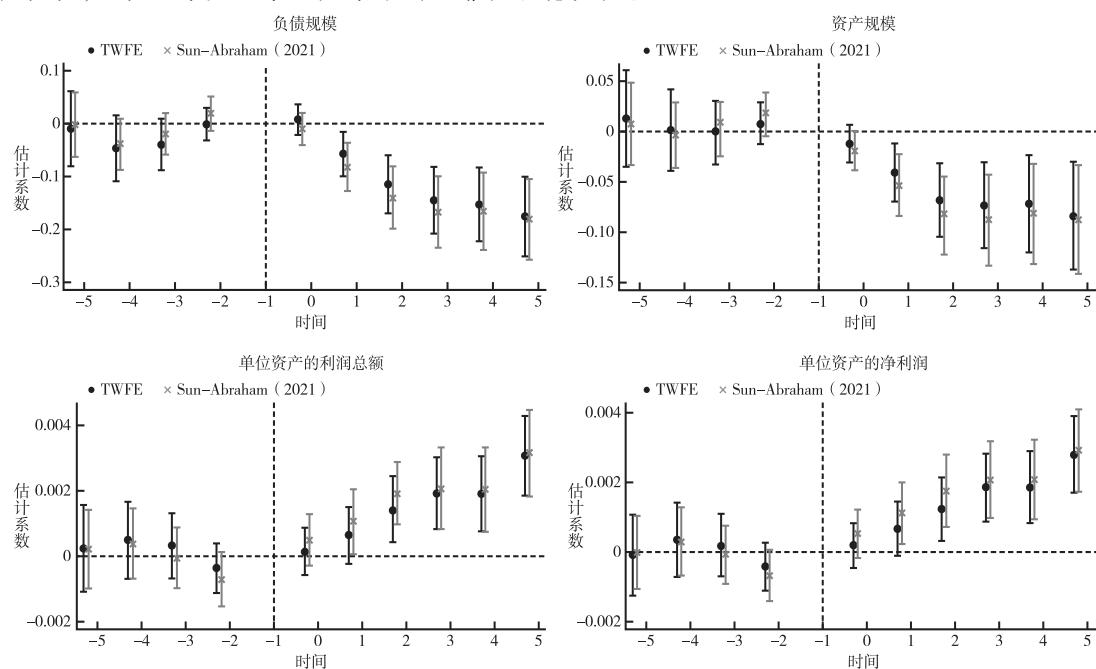


图1 平行趋势分析

注:图中置信区间为95%。

① 因篇幅所限,稳健性检验的具体分析和回归结果未在正文展示,详见本刊网站登载的附录2。

(三)机制分析

融资平台改革转型的目标是化解存量债务规模并转型成为自负盈亏的市场化经营主体,本文基准回归结果表明融资平台改革转型实现了化债和转型的双重目标。本部分将进一步考察融资平台实现这两方面改革转型目标的具体机制。

1. 偿还存量债务

从改革转型的目标出发,改革转型的融资平台需偿还存量债务,以实现债务规模的有效化解。表2 Panel A显示融资平台改革转型后偿还债务支付的现金流显著增加。进一步地,表2 Panel B利用银行披露的前十大贷款客户及其贷款占比数据(来源于CNRDS数据库)得到的回归结果有两点发现:一是给定融资平台改革转型后仍属于银行前十大贷款客户的情况,其贷款占比有所下降但不显著(如Panel B列(1)、(2)所示)。这可能是由于改革转型后仍属于银行前十大客户的融资平台样本并不多,参与回归的样本仅154个,导致回归系数不具有显著性。二是融资平台改革转型后仍属于银行前十大贷款客户的概率显著下降(如Panel B列(3)、(4)所示),即融资平台改革转型后其在银行的贷款存量显著降低,说明改革转型的融资平台对银行借款债务进行了偿还。表2的回归结果表明改革转型的融资平台通过偿还存量债务使其负债和资产规模显著下降。

表2 融资平台化债效果的形成机制:偿还存量债务

Panel A: 改革转型冲击对融资平台偿还债务的现金流的影响			
变量	(1)	(2)	
	偿还债务支付的现金流		
方法	TWFE		SA(2021)
改革转型冲击	0.0539*** (0.0130)	0.0744*** (0.0125)	
控制变量	控制		控制
观测值	16709		16709
R ²	0.7637		0.7679

Panel B: 改革转型冲击对融资平台银行贷款的影响				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	银行贷款占比		是否属于前十大客户	
方法	TWFE	SA(2021)	TWFE	SA(2021)
改革转型冲击	-0.2172 (0.2190)	-0.2251 (0.2347)	-0.0562** (0.0224)	-0.0529** (0.0217)
观测值	154	154	6019	6019
R ²	0.8629	0.8630	0.0716	0.0729

注:“偿还债务支付的现金流”变量来自Wind数据库中融资平台财务年报中的企业现金流量表,指企业偿还借款或债券的本金所支付的现金。控制变量包括融资平台层面是否退出银监会信贷监管名单、城市层面PPP投资规模和省份层面债务置换规模,下同。该表Panel A控制了企业固定效应、企业年龄固定效应和年份固定效应,Panel B控制了银行固定效应和年份固定效应。

2. 开展经营性业务

转型为自负盈亏的市场化经营主体要求融资平台必须改变以往以基础设施建设、土地开发整理等传统公益性业务为主的模式,拓展更多具有较强经营性和良好现金流的业务。表3 Panel A的结果显示,融资平台改革转型后平台公司现金流量表中收到的经营活动现金流显著增加,尤其是销售商品和服务这类经营活动产生的现金流有所上升,表明融资平台改革转型后明显增加了自身

经营活动。进一步地,根据融资平台主营业务收入的前五大业务构成,参考严亦斌和罗志恒(2024)的做法,把业务构成中的保障房建设、基础设施建设、土地开发整理、公用事业、交通建设运营定义为非经营性业务,而其余业务如房地产、加工制造业、商品销售等则定义为经营性业务,得到如表3 Panel B 的回归结果。其中,列(1)的结果显示改革转型后融资平台前五大业务占其整个主营业务收入的比重没有显著变化,而列(2)的结果则表明融资平台改革转型后,其非经营性业务占主营业务收入的比重显著下降,经营性业务占比显著上升。表3的回归结果表明改革转型的融资平台通过开展更多经营性业务提高了自身的盈利能力。

表3 融资平台转型效果的形成机制:开展经营性业务

Panel A: 改革转型冲击对融资平台经营性现金流的影响				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	收到经营活动的现金流		收到销售商品和服务的现金流	
方法	TWFE	SA(2021)	TWFE	SA(2021)
改革转型冲击	0.0097 (0.0138)	0.0387*** (0.0138)	0.0053 (0.0083)	0.0181** (0.0078)
控制变量	控制	控制	控制	控制
观测值	17083	17083	16924	16924
R ²	0.7571	0.7587	0.7677	0.7689

Panel B: 改革转型冲击对融资平台经营性业务占比的影响		
变量	(1)	(2)
	不同业务收入占主营业务收入比重	
改革转型冲击	0.0075 (0.0109)	-0.0837** (0.0348)
改革转型冲击×经营性业务		0.1073*** (0.0371)
控制变量	控制	控制
业务类型固定效应	控制	控制
观测值	7030	7030
R ²	0.7447	0.7467

注:该表均控制了企业固定效应、企业年龄固定效应和年份固定效应。

五、地方债务化解的经济效应

已有文献指出地方政府融资平台债务增长挤出了其他私人企业的贷款、投资、雇佣、生产效率等,并影响地区资源配置效率进而对经济增长产生了负面影响(刘畅等,2020; Huang et al., 2020; 余明桂和王空,2022; 吴敏等,2022; 刘潘和张子尧,2023)。基于此,下文将沿着这一思路考察融资平台改革转型降低其负债和资产规模后对该地区其他企业投资、信贷资源配置以及经济增长的影响,即检验融资平台改革转型对所在地区的经济效应。

首先,为了厘清融资平台改革转型对所在地区内其他企业的投资和信贷融资的影响,本文设定了如(2)式所示的模型:

$$Y'_{ict} = \beta Treat_{ct} + \lambda_i + Age_{ict} + \gamma_t + \epsilon'_{ict} \quad (2)$$

其中, Y'_{ict} 表示城市 c 的企业 i 在年份 t 时的固定资产投资和银行信贷总额。参考刘畅等(2020)的设定,本文利用城市层面融资平台开始改革转型作为地区层面的冲击研究融资平台改革转型对该地区其他企业的影响。具体地,当城市 c 在年份 t 存在融资平台改革转型,则 $Treat_{ct}$ 取值为 1, 否则取值为 0。(2)式还控制了企业固定效应 λ_i 、企业年龄固定效应 Age_{ict} 和年份固定效应 γ_t , 并且为了与冲击的维度保持一致, 标准误在城市层面进行聚类。该部分使用了全国税收调查企业数据和微观信贷数据。

其次,为了评估融资平台改革转型对地区经济活动的影响,本文设定了如下的模型:

$$Y_{ct} = \theta Treat_{ct} + \delta_c + \gamma_t + \epsilon_{ct} \quad (3)$$

其中, Y_{ct} 表示地区层面的资源配置效率和地区经济增长速度。 $Treat_{ct}$ 的含义同(2)式一致, 同时控制了城市固定效应 δ_c 和年份固定效应 γ_t , 并且标准误也在城市层面进行聚类。这部分使用的数据包括基于全国税收调查企业数据构建的城市—行业—年份层面的地区资源配置效率和 CNRDS 数据库的地区 GDP 增长率。

(一) 融资平台改革转型对地区其他企业的影响

刘潘和张子尧(2023)指出融资平台在金融市场和产品市场上挤占了大量资源, 扭曲了资源在企业间的有效配置。本文发现融资平台改革转型后其负债规模和资产规模均显著下降, 表明其占用的资源相对以前明显减少, 即融资平台改革转型后释放了部分资源。那么市场机制可能会将这部分资源重新配置给该地区的其他企业。

本文参考 Bau & Matray(2023)的做法, 使用企业的边际投资产出价值衡量企业的生产效率, 并在(2)式基础上加入改革转型冲击与企业边际投资产出价值的交乘项, 考察融资平台改革转型冲击对不同生产效率企业的异质性影响。表 4 列(1)的回归结果表明融资平台改革转型显著提高了所在地区边际投资产出价值更高企业的固定资产投资, 即高生产效率企业的投资水平显著上升, 而该地区低生产效率企业的固定资产投资则显著降低。

表 4 不同企业固定资产投资和银行信贷融资的异质性影响

变量	(1)	(2)	(3)
	固定资产投资	银行信贷总额	银行信贷总额
改革转型冲击	-0.0743*** (0.0121)	-0.0479*** (0.0184)	-0.0123* (0.0069)
改革转型冲击×企业边际投资产出价值	0.1212*** (0.0149)		
改革转型冲击×民营企业		0.0705*** (0.0184)	
改革转型冲击×中小规模企业			0.0374*** (0.0070)
观测值	2198222	1319928	1319928
R ²	0.9259	0.8805	0.8805

注:为避免内生性问题,交乘项中的分类变量都是以改革转型冲击之前的 -1 期的状态进行构造的。其中,“银行信贷总额”表示每家企业在年度层面获得的银行信贷总金额。信贷数据中只包含 6 个城市的样本,聚类数过少,因此列(2)、(3)采用稳健标准误。该表控制了企业固定效应、企业年龄固定效应和年份固定效应。

这一异质性效应可能的原因是融资平台改革转型前该地区的信贷资源过度集中于融资平台等生产效率较低的大型地方国有企业(刘畅等,2020),而改革转型后融资平台偿还了存量债务并且不再承担地方政府投融资活动,其占有的信贷资源减少,银行则将这部分信贷资源配置给了相对缺乏资金但生产效率更高的民营企业和中小企业。对此,本文进一步使用我国某省6个城市2009—2016年期间的全样本信贷交易数据来检验融资平台改革转型对地区信贷资源配置的影响。该银行信贷数据中缺乏企业层面的具体变量信息,无法计算企业的边际投资产出价值,退而求其次使用企业的所有制类型和规模来构造交乘项。回归结果如表4列(2)(3)所示,融资平台改革转型显著增加了民营企业和中小企业获得的银行信贷总额。这表明融资平台改革转型后释放出来的信贷资源被重新配置给了所在地区的民营企业和中小企业,使得这些生产效率更高的民营企业和中小企业获得了更多的资金支持从而促进了其投资活动,优化了信贷资源的配置效率。

表4的回归结果说明,融资平台改革转型实现了地区层面资源的重新配置。具体地,融资平台在改革转型前挤占了大量资源但其经营效率并不高、盈利能力也较弱(张路,2020;郁芸君等,2022),这使得低效率企业持续扩张,高效率企业不断收缩,进而造成资源错配和扭曲、恶化了资源配置效率(钟宁桦等,2021;刘潘和张子尧,2023)。而本文的分析结果则显示融资平台进行改革转型后将这部分资源释放出来,并且市场将其重新配置给了生产效率更高的民营企业和中小企业,可以预期这将有利于改善地区资源配置的效率。接下来本文将进一步检验融资平台改革转型所实现的资源在不同企业间的重新配置是否促进了地区层面整体资源配置效率的提高。

同样地,参考Bau & Matray(2023)的做法,使用地区—行业—年份层面的企业边际投资产出价值的离散程度衡量地区层面的资源错配程度,并基于(3)式的模型设定考察融资平台改革转型对地区层面资源配置效率的影响。表5基于TWFE和Sun & Abraham(2021)方法的回归结果均表明融资平台改革转型显著改善了所在地区的资源错配程度,Sun & Abraham(2021)方法的修正结果显示,融资平台改革转型使所在地区的资源错配程度显著下降了11.86%,即融资平台改革转型对所在地区的资源配置效率产生了显著的正向溢出效应。

表5 融资平台改革转型与资源配置效率

变量	(1)	(2)
	资源错配程度	
方法	TWFE	SA(2021)
改革转型冲击	-0.1358*** (0.0313)	-0.1186*** (0.0317)
城市固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
观测值	198771	198771
R ²	0.0852	0.0854

(二)融资平台改革转型对地区经济增长的影响

前文重点探讨了融资平台改革转型对所在地区的企业投资水平和信贷资源配置的影响,并发现融资平台改革转型实现了资源在不同企业之间的重新配置。本文更关心这一资源重

新配置过程所产生的经济增长效应的大小。理论上,融资平台改革转型带来的资源配置效率提升会进一步驱动宏观地区层面的经济增长,因此,本部分基于(3)式研究了融资平台改革转型带来的经济增长效应。表6基于TWFE和Sun & Abraham(2021)的回归结果均表明,融资平台改革转型显著促进了所在地区的经济增长,Sun & Abraham(2021)的修正结果显示,融资平台改革转型使所在地区的GDP增长显著提高了0.89个百分点。这表明融资平台改革转型对地区经济增长有明显的促进效果。Hsieh & Song(2015)指出中国从20世纪90年代末开始的国有企业改革通过关闭亏损的国有企业释放了资源,而这些资源被市场重新配置给了效率更高的民营企业并驱动了中国经济的高速增长。本文的发现同Hsieh & Song(2015)的逻辑是一致的。

表6 融资平台改革转型与经济增长

变量	(1)	(2)
	GDP增长率	
方法	TWFE	SA(2021)
改革转型冲击	0.0071** (0.0028)	0.0089*** (0.0027)
城市固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
观测值	4637	4637
R ²	0.3422	0.3444

六、结论与政策建议

2024年《政府工作报告》提到“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制,完善全口径地方政府债务监测监管体系,分类推进地方融资平台转型”。2025年《政府工作报告》再次强调“加快剥离地方融资平台政府融资功能,推动市场化转型和债务风险化解。”加快推动融资平台改革转型是统筹好地方债务风险化解和稳定发展,妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险的重要举措。为此,本文使用多套微观数据从经营绩效、资源配置、经济增长等视角较全面地考察了融资平台改革转型的化债效果及其经济效应,为新发展阶段如何切实防范化解地方债务风险提供了来自融资平台改革转型的经验证据。

本文研究发现,融资平台改革转型显著降低了自身的负债和资产规模,同时其单位资产利润总额和单位资产净利润显著提高。机制分析的结果表明:一方面改革转型的融资平台通过偿还存量债务使其负债和资产规模下降,说明融资平台改革转型实现了有效化解隐性债务规模的目标。另一方面,改革转型的融资平台改变了过去以公益性业务为主的模式,更多地开展具有较强经营性和良好现金流的业务,不断培育自身的“造血”能力,因此其盈利能力明显上升。进一步地,融资平台改革转型对所在地区的其他企业产生了正向溢出效应并促进了地区经济增长。具体地,融资平台负债规模和资产规模的降低表明其在改革转型后释放出一部分资源,而市场机制将这部分资源重新配置给了生产效率更高的民营企业和中小企业,从而提高了整个地区的资源配置效率。并且,融资平台改革转型所带来的资源在不同企业之间的重新配置对所在地区的经济增长产生了显著的正向拉动作用。

本文的研究表明,地方融资平台改革转型不仅有助于化解其自身债务负担,还在地区层面带来了资源配置优化、企业活力增强和经济增长提升等多重正面效应。基于此,本文对于在当前宏观背景下如何稳妥推进隐性债务治理、防范系统性金融风险、促进实体经济高质量发展提出以下三点政策建议:

第一,分类施策、因地制宜推进融资平台改革转型。《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出“完善政府债务管理制度,建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制,加快地方融资平台改革转型”。可见融资平台改革转型是降低地方隐性债务规模的长效机制,也是推动源头治理、标本兼治、有效防范化解地方债风险的措施之一。2024年《政府工作报告》强调“分类推进地方融资平台转型”。由于不同地区的融资平台所承担的功能定位存在差异,每家融资平台的债务风险水平、资产质量状况以及经营能力都有所不同,因此,应坚持“分类施策、稳妥推进”的原则,对融资平台公司改革转型路径加以差异化、精准化的引导。具体地说,健全融资平台分类管理制度,通过建立“资产—负债—功能”三维评估体系,对融资平台的资产结构、负债来源、承担职能以及盈利能力等进行全面评估,为其制定差异化、精准化的改革转型方案提供依据。可以将融资平台改革转型路径划分为市场化转型、功能调整型与风险出清型三类。具体应按照以下分类原则有序推进融资平台改革转型:(1)对于具备一定经营能力、可市场化运行的融资平台应选择市场化转型的改革路径,支持其剥离政府融资职能,加快处置非经营性资产与不良债务,并引导其建立现代企业制度明确市场化经营目标。快速向产业投资、城市更新、公用服务等方向转型,聚焦自身主营业务,提高资产运营效率和可持续经营能力,逐步实现自负盈亏。(2)对于以往承担大量公益性项目、缺乏自我“造血”能力的融资平台公司应选择功能调整型的转型路径,采用“公益业务预算化+经营业务企业化”双轨并行方式。一方面,地方政府应将平台公司承担的公共事务职能纳入财政预算并进行绩效评价。另一方面,平台公司经营性业务部分可借助混合所有制改革、委托运营或引入职业经理人制度等方式,实现效率提升与责任分离。(3)对于长期亏损、资不抵债、缺乏转型前景的“僵尸平台”应进行风险出清型的改革,即在风险隔离的前提下,建立“政府托底+多方协同”的出清机制。一方面,通过兼并重组、清算退出等方式加快处置,降低其风险敞口,防止债务风险长期累积。另一方面,引导地方资产管理公司、商业银行等金融机构依法依规参与风险出清过程,形成协调联动机制,防止债务风险传染和蔓延。

第二,推动平台公司建立现代化企业管理制度,完善平台公司治理结构和市场经营机制。2025年《政府工作报告》提出,“稳妥化解地方政府债务风险。坚持在发展中化债、在化债中发展,完善和落实一揽子化债方案”“加快剥离地方融资平台政府融资功能,推动市场化转型和债务风险化解”。改革转型的融资平台必须建立现代化企业管理制度,使其成为真正的市场化经营主体,在市场经济中独立稳健地健康发展,才能实现在发展中化债、在化债中发展的目标。因此,融资平台要实现从政府附属部门向独立市场主体的真正转变,必须着力完善其法人治理和市场经营机制。具体可采取如下措施:(1)剥离隐性担保机制,坚决杜绝“政府兜底”预期,落实“谁举债、谁负责”的原则。一方面防止融资平台继续依赖政府信用进行举债,另一方面避免地方政府违规赋予转型后平台公司或其他国有企业政府融资角色。具体地,为遏制平台公司背后地方政府隐性担保行为带来的债务风险,必须进一步压实信息披露责任,健全全周期债务管理体系。一是推动平台公司信息公开与债务透明,强化对平台公司财务数据、债务结构的监管,平台公司必须定期向社会公布其债务结构、资金来源、融资成本以及是否存在政府支持文件等信息,避免“借壳融资”“变相兜底”等违规举债行为导致隐性债务无序扩张。二是强化财政、发改与审计等部门的协同监管机制。平台公司必须接受财政、发改与审计等监管部门的常态化监督,增强外部监督和市场约束力。三是落实地方政府债务问责制度,细化债务终身追责的责任边界和启动条件。(2)推动公司治理体系优化,建立制度化、标

准化、流程化的企业管理体系,组建财务、人力、资产、风控四大中心,强化刚性约束,提高治理透明度和经营效率。鼓励平台公司董事会规范化运行,引入具有专业背景的外部董事、设立审计和风险管理委员会,强化重大投资决策前的独立性和问责机制。(3)健全市场化激励约束机制,推动平台公司建立与经营绩效挂钩的薪酬制度和考核体系,提升管理层专业化水平。完善职业经理人制度和专业运营团队建设,统一建立职业经理人选拔机制,推行契约化管理与任期考核,实现管理层由行政型向专业型转变。

第三,优化金融资源配置机制,支持民营企业高效发展,释放改革转型外部效应。2013年11月12日,党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确指出:“经济体制改革是全面深化改革的重点,核心问题是处理好政府和市场的关系,使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。”在这一时代背景下,2014年9月21日,《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》释放了推动融资平台改革转型的信号,要求剥离融资平台公司的政府融资职能。本文的研究表明,融资平台改革转型在剥离政府融资职能的同时,释放出庞大资源,为民营企业和中小企业带来了更多的融资与投资机会,从而促进了资源配置效率的提升。基于此,融资平台改革转型不仅降低了地方债务规模和政府债务风险,还对地方整体金融资源配置效率的提升以及实体经济发展产生了显著的促进作用。因此,融资平台改革转型的正向溢出效应需要更完善的制度保障和政策引导,以优化区域内金融生态结构,拓宽高效企业的融资渠道,激发实体经济的活力与创新能力。具体可采取的措施如下:(1)强化金融体系对高效率企业的支持能力,推动银行等金融机构健全基于企业效率、创新能力、财务稳健度等指标的信贷评估体系,建立优质企业“白名单”机制,对符合产业导向和信用标准的高效民营企业予以优先支持,降低其融资成本,从而避免出现对大规模低效率企业主体倾斜信贷资源的资源错配现象。(2)鼓励地方政府出台民营企业发展专项支持政策,如设立产业引导基金、降低融资门槛、简化行政审批程序等,为中小企业发展营造良好环境。(3)建立融资平台改革转型与地方产业发展之间的联动机制,确保融资平台释放的资源与地方产业政策协同配套,形成良性循环。(4)鼓励融资平台与中小民营企业共建共享产业发展空间,鼓励改革转型的融资平台参与共建新兴产业园区、创新产业基地等孵化空间,为民营企业和中小企业成长提供载体和支撑。地方政府可引导平台公司通过股权合作、联合投资、项目孵化等方式,与区域内具有技术优势和发展潜力的民营企业和中小企业形成互利共生关系,实现资源互补、风险共担。例如,平台公司可设立区域产业引导基金,以“政府引导+市场运作”的方式,支持战略性新兴产业和专精特新企业发展,同时推动地方产业结构优化升级。(5)注重融资平台改革转型的引导效应和制度化推广。对融资平台改革转型带动地区营商环境改善、促进民营企业投资和创新活跃度提升的典型案例进行经验总结,通过省级推广与国家层面制度转化,使融资平台改革转型与优化资源配置在更大范围内形成良性循环。

参考文献

- 蔡宏波、韩金鎔,2024:《数字技术应用与企业出口表现——以中关村国家自主创新示范区企业为例》,《管理世界》第5期。
- 崔小勇、卢国军、翟颖佳,2024:《促就业与稳增长:养老保险缴费率的视角》,《经济研究》第1期。
- 范剑勇、莫家伟,2014:《地方债务、土地市场与地区工业增长》,《经济研究》第1期。
- 高培勇、毛捷,2013:《间接税税收优惠的规模、结构和效益:来自全国税收调查的经验证据》,《中国工业经济》第12期。
- 高然、祝梓翔、陈忱,2022:《地方债与中国经济波动:金融加速器机制的分析》,《经济研究》第6期。
- 郭玉清、刘俊现、姜晓妮,2021:《转型视域下的融资平台风险治理:政策评估与战略取向》,《财政研究》第6期。
- 黄炜、任昶宇、周羿,2023:《退休制度、劳动供给与收入消费动态》,《经济研究》第1期。
- 贾君怡、詹加佳、陈经伟,2023:《分类推进地方融资平台改革转型:标准界定与模式选择》,《经济管理》第12期。

- 兰小欢,2021:《置身事内:中国政府与经济发展》,上海人民出版社。
- 李志生、汪颖栋、金凌,2024:《地方政府债务置换与企业杠杆率分化——兼论优化地方债务结构》,《经济研究》第2期。
- 梁若冰、王群群,2021:《地方债管理体制改革与企业融资困境缓解》,《经济研究》第4期。
- 刘畅、曹光宇、马光荣,2020:《地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗?》,《经济研究》第3期。
- 刘冲、沙学康、张妍,2022:《交错双重差分:处理效应异质性与估计方法选择》,《数量经济技术经济研究》第9期。
- 刘潘、张子尧,2023:《地方公共债务与资源配置效率:企业间全要素生产率分布差异的视角》,《经济研究》第10期。
- 毛捷、韩瑞雪、刘冲,2024:《融资平台债务增长的新机理研究:担保网络的视角》,《经济研究》第1期。
- 毛捷、徐军伟,2021:《地方融资平台公司的改革转型研究——制度溯源、个性刻画与实现路径》,《财贸经济》第3期。
- 佟岩、赵泽与、李鑫,2024:《地方融资平台改革转型与主动债务置换——基于持股上市公司的视角》,《中国工业经济》第5期。
- 王彦超、吴雨珊、刘芷蕙、白璐,2023:《宏观审慎、地方政府隐性债务监管与系统性风险防范——基于微观企业风险的网络传导机制研究》,《中国工业经济》第8期。
- 吴敏、曹婧、毛捷,2022:《地方公共债务与企业全要素生产率:效应与机制》,《经济研究》第1期。
- 熊琛、周颖刚、金昊,2022:《地方政府隐性债务的区域间效应:银行网络关联视角》,《经济研究》第7期。
- 徐军伟、毛捷、管星华,2020:《地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角》,《管理世界》第9期。
- 徐鹏程,2017:《新常态下地方投融资平台转型发展及对策建议》,《管理世界》第8期。
- 严亦斌、罗志恒,2024:《城投转型向何处去:基于财政可持续性和国资国企高质量发展的视角》,人民出版社。
- 尹志超、钱龙、吴雨,2015:《银企关系、银行业竞争与中小企业借贷成本》,《金融研究》第1期。
- 余明桂、王空,2022:《地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇佣》,《经济研究》第2期。
- 郁芸君、张一林、陈卓、蒲明,2022:《缓兵之计? 地方债务展期与隐性违约风险——来自地方融资平台“借新还旧”的经验证据》,《经济学(季刊)》第3期。
- 张路,2020:《地方债务扩张的政府策略——来自融资平台“城投债”发行的证据》,《中国工业经济》第2期。
- 赵旭霞、田国强,2024:《地方政府债务扩张、杠杆率监管压力与影子银行》,《经济研究》第2期。
- 钟宁桦、陈姗姗、马惠娴、王姝晶,2021:《地方融资平台债务风险的演化——基于对“隐性担保”预期的测度》,《中国工业经济》第4期。
- 周博、梁蕴佳,2024:《融资平台债务扩张对中小企业信贷融资与资源配置的影响》,《财贸经济》第1期。
- 周佳音、陆毅,2024:《土地市场降温与地方政府债务风险:来自区县级数据的证据》,《数量经济技术经济研究》第7期。
- Bau, N., and A. Matray, 2023, "Misallocation and Capital Market Integration: Evidence from India", *Econometrica*, 91 (1), 67—106.
- Brandt, L., G. Kambourov, and K. Storesletten, 2025, "Barriers to Entry and Regional Economic Growth in China", *Review of Economic Studies*, Forthcoming.
- Chen, S., X. Yan, and B. Yang, 2020, "Move to Success? Headquarters Relocation Political Favoritism and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, 64, 101698.
- Chen, Z., Z. He, and C. Liu, 2020, "The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Waves and Shadow Banking Waxes", *Journal of Financial Economics*, 137(1), 42—71.
- Hsieh, C. T., and Z. M. Song, 2015, "Grasp the Large, Let Go of the Small: The Transformation of the State Sector in China", *Brookings Papers on Economic Activity*, 295—366.
- Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza, 2020, "Local Crowding Out in China", *Journal of Finance*, 75(6), 2855—2898.
- Jensen, M. F., and N. Zhang, 2024, "Effects of Parental Death on Labor Market Outcomes and Gender Inequalities", IZA Working Paper, 17127.
- Song, Z., and W. Xiong, 2018, "Risks in China's Financial System", *Annual Review of Financial Economics*, 10, 261—286.
- Sun, L., and S. Abraham, 2021, "Estimating Dynamic Treatment Effects in Event Studies with Heterogeneous Treatment Effects", *Journal of Econometrics*, 225(2), 175—199.
- Zhang, Z., and Y. Xiong, 2020, "Infrastructure Financing", in: Amstad, M., G. Sun, and W. Xiong (eds.), *Handbook of China's Financial System*, Princeton University Press, 208—226.

Local Debt Resolution and Regional Economic Growth: Evidence from the Transformation of Financing Vehicles

ZHOU Bo^a, LIANG Yunjia^b and ZHAO Shaoyang^b

(a: School of Economics, Southwestern University of Finance and Economics;

b: School of Economics, Sichuan University)

Summary: Local government financing vehicles (LGFVs) have long provided financing and investment services to local governments. While they have played an important role in building infrastructure, they have also taken on large amounts of debt and increased the risk of implicit local government debt. To reduce the potential systematic risks from this growing debt, which could threaten overall economic stability, the central government has called for accelerated reform and transformation of LGFVs. The goal is to separate LGFVs from their government financing roles and turn them into market-based business entities, helping to address related debt risks more effectively.

Using multiple sets of micro-level data, this paper examines how the transformation of LGFVs affects debt resolution, regional resource allocation, and economic growth. There are three main findings. First, the transformation of LGFVs significantly reduces both debt and asset scales while improving their profitability. Second, the mechanism analysis reveals that LGFVs reduce their debt and asset levels by repaying existing liabilities and enhance profitability by expanding commercially viable business operations. Third, the transformation leads to a reallocation of resources from low-efficiency to high-efficiency firms, thereby improving regional resource allocation efficiency and supporting regional economic growth.

This paper has two academic contributions. First, it provides one of the first comprehensive empirical evaluations of the reform and transformation of LGFVs. While existing literature has explored the objectives and implementation paths of the transformation from both theoretical and empirical perspectives, there is still limited evidence on its impact on debt resolution and broader economic effects. This study fills that gap by examining the impacts of transformation from multiple perspectives, including firm performance, resource allocation, and regional growth. Second, it offers a practical approach to addressing implicit local government debt. Although many studies have documented the adverse effects of rising implicit debt—mainly from LGFVs' liabilities—on private firms' credit access, investment, employment, and total factor productivity, few have offered clear and effective solutions. Because LGFVs' debt is large, diverse, and opaque, many recent regulations of the central government have been bypassed by local governments, weakening policy impact and allowing debt to grow. This study argues that to manage both existing and new implicit debt, stronger governance and a determined push for LGFVs transformation are essential.

This paper offers three practical policy suggestions to manage implicit local government debt, prevent systematic financial risks, and promote high-quality regional economic development. First, tailored and region-specific transformation strategies should be adopted to guide the transformation of LGFVs. Transformation paths should be differentiated and precisely designed based on each LGFVs asset structure, debt sources, functional roles, and profitability. Second, it is essential to promote the establishment of modern corporate governance systems within LGFVs and improve their governance structures and market-oriented operational mechanisms. For LGFVs to truly shift from government-affiliated entities to independent market players, they need stronger corporate governance and greater operational autonomy. Third, it is necessary to optimize the allocation of financial resources and support the growth of efficient private firms to fully realize the positive externalities of LGFVs transformation. The financial system should better serve high-efficiency firms by encouraging banks to develop credit assessment systems based on indicators such as operational efficiency, innovation capacity, and financial health. This would help prioritize support for high-efficiency private firms and reduce their financing costs.

Keywords: Divestment of Financing Functions; Market-oriented Entity; Spillover Effect; Resource Allocation Efficiency
JEL Classification: D24, H63, O23

(责任编辑:刘莹)(校对:曹帅)