

金融纾困的风险效应：来自城商行的经验证据^{*}

曹 婧 管星华

内容提要：从全局高度防范化解系统性金融风险，必须防止发生处置风险的风险。为探究金融纾困对纾困出资方（尤其是中小金融机构）的风险溢出效应，本文使用2014—2021年城商行和上市公司财务数据，以上市公司股权质押纾困计划作为外生冲击，构建强度双重差分模型实证检验股权质押纾困对城商行经营效率的影响。研究发现，城商行通过认购纾困基金和贷款展期降息参与股权质押纾困，会降低自身资产质量和盈利能力，进而造成经营效率下降。提高风险处置的市场化程度和城商行的风险承担能力，有助于缓解股权质押纾困对城商行经营效率的负面影响。为防范金融纾困对中小金融机构的风险冲击，本文建议遵循市场化原则实施金融纾困，强化以市场之手处置金融风险，推进中小金融机构资本补充和盈利改善。

关键词：金融纾困 城商行经营效率 股权质押

作者简介：曹 婧，中国社会科学院金融研究所副研究员，100710；

管星华（通讯作者），北京工商大学经济学院讲师，100037。

中图分类号：F832.5 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2024)12-0056-16

一、引言

金融安全是高质量发展的重要前提，党的二十届三中全会强调，“要统筹好发展和安全，落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措”，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。面对经济金融领域风险相互交织的形势，要提升金融风险防控的前瞻性、全局性和协同性，防止发生处置风险的风险。近年来，金融机构通过加大信贷投放和降低融资成本为市场主体减息让利，积极配合地方政府落实一系列助企纾困政策，精准有效处置上市公司股权质押、房地产“保交楼”、地方政府债务化解等重点领域风险。在推动金融更好支持市场主体纾困解难的同时，金融机构向实体经济持续让利对其净息差和利润率造成一定下行压力，尤其是给中小金融机构稳健经营带来较大负面影响。在此背景下，应重视中小金融机构参与金融助

^{*} 基金项目：国家自然科学基金青年项目“地方政府土地融资模式转变：形成机理与经济效应”（72203228）；中国社会科学院“青启计划”项目“地方政府‘以地谋发展’的风险分析与转型路径”（2024QQJH118）；中国社会科学院学科建设“登峰战略”资助计划优势学科“金融与发展”（DF2023YS28）。感谢匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。管星华电子邮箱：guanxinghua@bnu.edu.cn。

企纾困所引起的经营效率损失和风险溢出效应,防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险。

2018年第四季度启动的上市公司股权质押纾困计划,为研究金融纾困的风险效应提供了一个良好的外生政策冲击。股权质押是指上市公司股东(即出质方)以其持有的股权作为质押品,向商业银行、证券公司等金融机构(即质权方)进行融资的行为,因其具有融资规模大、资金成本低和用途灵活等优点而被上市公司广泛使用。^①股权质押虽然有助于缓解上市公司融资约束,但容易引发系统性金融风险(周颖刚等,2023):股价波动导致高股权质押率的上市公司面临强制平仓和控制权转移风险,商业银行和证券公司在强制平仓过程中低价抛售股票还会加剧股价崩盘风险。为稳妥化解上市公司股权质押风险,中央鼓励省级政府通过自筹资金组建政策性救助基金,综合运用多种手段帮助重点民营企业纾困。2018年10月以来,北京、上海、山东等25个省份政府先后出台了股权质押纾困计划的实施细则,强调遵循市场化、法治化原则,联合商业银行、证券公司、保险公司等金融机构,通过成立纾困基金、加大信贷投放等方式缓解上市公司股权质押风险。

城商行具有本地信息优势,且与地方政府关联紧密,在金融助企纾困中发挥了重要作用。一方面,城商行通过出资认购纾困基金为上市公司提供资金支持;另一方面,城商行通过展期降息、借新还旧等方式缓解上市公司流动性困境。考虑到化解风险需要消耗资本和计提损失,城商行参与金融助企纾困对其资产质量和盈利能力产生负面影响,从而造成经营效率下降。然而,已有研究主要关注股权质押纾困对上市公司治理绩效的影响,对纾困计划引发的次生金融风险(尤其是城商行经营风险)关注不足。为考察金融纾困对中小金融机构的风险溢出效应,本文基于2014—2021年城商行和上市公司财务数据,以上市公司股权质押纾困计划作为外生冲击,构建强度双重差分模型实证分析股权质押纾困对城商行经营效率的影响。研究发现,城商行通过认购纾困基金和贷款展期降息参与股权质押纾困,会降低自身资产质量和盈利能力,从而导致经营效率下降。提高风险处置的市场化程度和城商行的风险承担能力,有助于减轻股权质押纾困对城商行经营效率的负面影响。

本文的边际贡献包括以下两方面。第一,分析金融纾困对纾困出资方的风险溢出效应,拓展了地方政府纾困政策评估的研究视角。已有文献主要关注地方政府纾困政策对纾困对象的救助成效,包括股权质押纾困对上市公司经营绩效、市场价值、股价崩盘风险的影响(谢德仁等,2016;李常青等,2018;毛捷、管星华,2022;周孝华、王诗意,2022;Dou等,2019),以及中小微企业纾困对企业现金流改善、劳动雇佣、产品市场表现的影响(朱武祥等,2020;陈胜蓝等,2023)。多数研究肯定了地方政府纾困政策对缓解企业融资约束、提高企业经营绩效和防范化解区域性金融风险的积极作用,但从更具综合性和全局性的视角出发,评估地方政府纾困政策效果还应考虑纾困计划对纾困出资方的风险溢出效应,防止发生处置风险的风险。本文研究发现,城商行参与股权质押纾困对其经营效率具有负面影响,间接印证了上市公司股权质押风险与中小金融机构风险之间的溢出效应,不但丰富了股权质押纾困经济效应的研究视角,也为防范局部风险演化为系统性金融风险提供了有益启示。

第二,考察地方政府通过纾困基金这一市场化金融工具助企纾困的风险效应,为厘清政府和市场在金融风险处置中的职能定位提供了新的经验证据。地方政府通过财政补贴、税收优惠、国有资本入股、调节股市交易等行政干预方式助企纾困,虽然短期调控效果立竿见影,但容易产生道德风险和价格扭曲问题,从而损害金融市场公平和效率(李志生等,2019;郑志刚等,2020)。纾困基金是由地方政府牵头,引入商业银行、证券公司、保险公司等金融机构以及其他社会资本,为协

① 2018年6月,上市公司股权质押规模达到峰值,超过95%的上市公司涉及股权质押业务,质押的股票市值达5.24万亿元,占A股总市值的9.6%。

同化解金融风险而设立的投资基金和资产管理产品,既需遵循市场化原则运作,又兼具政策性调控职能(周孝华、王诗意,2022)。本文研究发现,股权质押纾困对城商行经营效率的负面影响与其实施方式密切相关,若地方政府较少通过定向财政金融支持、控股关系等方式干预城商行金融资源配置和风险定价,风险处置的市场化程度提高有助于减少股权质押纾困造成的城商行经营效率损失,充分论证了遵循市场化原则实施金融纾困和处置金融风险的重要性。

二、政策背景与研究假说

(一)股权质押纾困计划的实施背景

2014年以来,股权质押成为上市公司的重要融资渠道,但随着股票市场波动加剧,股权质押比例过高成为系统性金融风险的重要诱因。一方面,当股价跌至预警线或平仓线时,高股权质押率的上市公司往往无力追加质押物或赎回股权,由此引发的强制平仓和控制权转移风险会增大上市公司流动性压力(王雄元等,2018)。另一方面,商业银行和证券公司因折价抛售质押股权而遭受资产减值损失,可能使其股价同步下跌,并通过金融网络风险传染放大这一负面冲击(周颖刚等,2023)。为及时处置上市公司股权质押风险,2018年10月至2019年9月,北京、上海、山东等25个省份政府先后出台了一系列纾困政策,包括由地方政府和金融机构共同出资成立纾困基金、引导金融机构增加信贷支持力度等,缓解上市公司短期流动性压力。其中,地方政府牵头设立纾困基金是股权质押风险的主要纾困方式,商业银行、证券公司和保险公司通过出资认购纾困基金、成立专项资产管理计划、发行专项金融产品等方式予以支持(郭琳,2019),包括私募股权基金^①和资产管理产品^②两种形式。此外,一些省份通过实施金融纾困激励政策鼓励金融机构对上市公司进行纾困,例如,对参与纾困的金融机构给予财政奖励、运用再贷款和再贴现资金支持地方性金融机构等。表1报告了各省份股权质押纾困计划开展进度以及是否实施金融纾困激励政策,在样本期间内,北京、上海、山东等21个省份于2018年第四季度率先启动实施股权质押纾困计划,其中,天津、河北等7个省份政府实施了金融纾困激励政策;河南、重庆、黑龙江、新疆于2019年实施股权质押纾困计划,其中仅重庆实施了金融纾困激励政策;海南、贵州、云南、甘肃、青海和西藏未出台股权质押纾困计划。

表1 各省份股权质押纾困计划实施情况

实施纾困计划的时间	实施纾困计划的省份
2018年第四季度	北京市、天津市、河北省、山西省、内蒙古自治区、辽宁省、吉林省、上海市、江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、湖北省、湖南省、广东省、广西壮族自治区、四川省、陕西省、宁夏回族自治区
2019年第一季度	河南省、重庆市
2019年第三季度	黑龙江省、新疆维吾尔自治区

注:斜体表示实施金融纾困激励政策的省份。
资料来源:根据各地政府网站发布的相关政策文件整理得到。

① 包括两类:一是地方纾困私募股权基金,由地方政府及地方国资单独或联合金融机构(主要是证券公司)出资成立,地方国资的部分出资金额来自纾困专项债;二是证券公司纾困私募股权基金,由证券公司通过私募投资基金子公司发起设立,其他出资方包括银行、信托、地方国企等。

② 包括证券公司的民企纾困资产管理计划和保险资产管理公司的民企纾困专项产品,吸引银行、地方国企等资金共同投资民企。

城商行长期深耕本地市场,且与地方政府具有紧密的关联,因而成为地方政府实施股权质押纾困计划的重要抓手。一方面,城商行具有本地信息优势,城商行网点获取的上市公司股权质押风险相关信息能够在内部实现有效传递,便于支持区域内的受困上市公司(Berger和Udell,2006)。另一方面,在隐性金融分权体制下,地方政府较易通过控股或参股关系、控制经济资源和人事任免等方式,干预城商行的金融资源配置和风险定价(何德旭、苗文龙,2016),从而为受困上市公司提供低成本资金支持。城商行参与股权质押纾困计划主要有两种方式。一是出资认购纾困基金,缓解上市公司流动性压力。例如,江苏银行苏州分行联合苏州高新资产管理有限公司、苏州资产管理有限公司、东吴创业投资有限公司设立专项纾困基金25亿元,用于支持胜利精密控股股东降低股权质押率。长沙银行与长沙市国有资本投资运营集团有限公司、长沙县星城发展集团有限公司共同出资认购纾困基金,并委托湖南省信托有限责任公司向天舟文化控股股东提供2.84亿元信托贷款。二是通过展期降息、借新还旧等方式,为受困上市公司提供信贷支持。例如,为缓解永泰能源的股权质押风险,包括城商行在内的多家金融机构承诺不抽贷、不压贷、不断贷,到期债务通过调整还款计划、借新还旧、无还本续贷以及展期降息等方式妥善处理。北京市海淀区国资委联合东兴证券设立北京海国东兴支持优质科技企业发展基金100亿元,江苏银行北京分行向海淀区优质科技上市公司提供配套信贷额度200亿元,综合融资成本低于市场水平约1个百分点。

(二)研究假说

地方政府引导城商行向受困上市公司提供低成本的流动性支持,对于化解股权质押风险具有重要作用,但城商行过多承担助企纾困的政策性负担可能造成其资产质量和盈利能力下降,从而降低经营效率。结合上述政策背景,本文基于城商行出资认购纾困基金和增加信贷支持两类纾困方式,探讨金融纾困对城商行经营效率的影响及其作用机制。

其一,城商行通过出资认购纾困基金为上市公司提供流动性支持,可能导致其资产质量下降,从而降低经营效率。在实践中,纾困基金主要包括债权型纾困和股权型纾困两种运作模式。债权型纾困以借款和股权转让的方式化解上市公司流动性风险,即纾困基金向上市公司提供借款用于解除原质押股权,上市公司再将这部分股权转让给纾困基金,或以其他资产向纾困基金质押。债权型纾困的本质是债务重组,在股权转让过程中调整融资利率、期限和质押率,改善上市公司债务结构,缓解流动性压力,并未实质性降低债务规模。股权型纾困是指上市公司股东以协议转让或大宗交易的方式将所持股份转让给纾困基金,股权转让所得资金用于解除原质押股份。股权型纾困有助于上市公司降低资产负债率、优化资本结构,从而切实化解流动性风险。2018—2019年实施的股权质押纾困计划以债权型纾困为主,城商行通过出资认购纾困基金间接为上市公司提供借款,对其资产质量具有负面影响。一方面,纾困基金通常要求上市公司以股权、不动产、固定资产等进行抵质押获得借款,高股权质押风险的上市公司往往难以提供合格抵质押物,导致城商行风险资产比重上升,资本充足率下降(雷光勇、王文,2014)。另一方面,由于存在政府救助预期,高股权质押风险的上市公司容易对纾困基金产生资金依赖,融资约束放松进一步推高企业资产负债率,^①导致债务风险增大和经营绩效下降(郑志刚等,2020)。因此,纾困基金虽然能在短期内缓解上市公司流动性风险,但金融资源过多流向信用风险较高的受困上市公司,挤占了城商行向其他高效率企业提供流动性支持。金融资源非市场化配置造成城商行信贷结构恶化、资产质量下降,从而降低经营效率。

^① 目前,已有多家接受纾困基金救助的上市公司出现财务造假或债务违约问题。例如,尔康制药被纾困基金救助后出现虚增收入的问题,永泰能源及其大股东接受纾困基金救助后出现过两次20亿元的债务违约。

其二,城商行通过展期降息、借新还旧等方式减轻上市公司债务负担,可能降低自身盈利能力并引发经营效率损失。在贷款定价方面,地方政府救助预期和信用背书扭曲了城商行信贷风险定价,使信用风险较高的上市公司能以较低成本获得贷款,贷款定价具有明显的纾困政策性倾向,而非追求利润最大化。城商行通常对高风险上市公司的贷款进行展期降息以避免坏账损失,净息差收窄会削弱城商行盈利能力。在贷款门槛方面,为支持上市公司借新还旧,城商行通过放宽抵押品要求、缩短贷款审批周期等方式加大对受困上市公司的信贷投放,潜在信用风险敞口扩大会弱化城商行长期盈利能力。因此,城商行通过展期降息、借新还旧等方式纾困上市公司,导致盈利能力承压和经营效率下降。基于以上分析,本文提出研究假说1。

研究假说1:城商行以认购纾困基金和贷款展期降息的方式参与股权质押纾困,会降低自身资产质量和盈利能力,从而造成经营效率损失。

金融纾困实质上是由地方政府和金融机构共同分担上市公司股权质押风险,考虑到风险处置的市场化程度和城商行的风险承担能力存在差异,股权质押纾困对城商行经营效率具有异质性影响。一方面,地方政府以市场化方式化解上市公司股权质押风险,有利于降低城商行承担的纾困成本。为避免引发道德风险和价格扭曲,纾困计划强调“救急不救穷”和市场化处置原则,根据企业投资价值和发展前景审慎选择优质纾困对象,而非简单以股权质押率高低作为纾困标准。若地方政府实施财政奖励、再贷款、再贴现等金融纾困激励政策,城商行预期地方政府会对纾困成本给予风险补偿,可能为一些不具备救助价值和发展前景的受困上市公司提供流动性支持,这将在一定程度上扭曲金融资源配置和风险定价,从而降低城商行经营效率。另一方面,城商行的风险承担能力越高,越有助于减轻参与股权质押纾困对自身经营效率的拖累。考虑到城商行出资认购纾困基金需要消耗资本,贷款展期降息会加大净息差压力,良好的资本结构和较强的盈利能力有助于城商行应对上市公司股权质押风险对自身稳健经营的负面冲击。根据上述分析,本文提出研究假说2。

研究假说2:风险处置的市场化程度和城商行的风险承担能力越高,参与股权质押纾困对城商行经营效率的负面影响越小。

三、实证策略与变量说明

(一)实证策略

本文借鉴毛捷和管星华(2022)的研究思路,以纾困计划实施前1年各省份上市公司股权质押率的均值作为纾困强度,构建强度双重差分模型实证检验金融纾困对城商行经营效率的影响。

$$y_{ijt} = \alpha + \beta_1 pledge_j \times post_{jt} + \beta_2 post_{jt} + \beta_3 X_{ijt} + \beta_4 P_{jt} + \mu_i + v_t + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中, i 、 j 、 t 分别表示城商行、省份和年份。被解释变量为城商行经营效率,核心解释变量($pledge_j \times post_{jt}$)为各省份股权质押纾困计划的实施力度(以下简称“纾困力度”)。其中, $pledge_j$ 是纾困计划实施前1年各省份上市公司控股股东股权质押率的均值, $post_{jt}$ 为各省份实施纾困计划的年份虚拟变量。上述交互项的含义是,纾困计划实施前某省份上市公司股权质押率越高,股权质押潜在的金融风险越大,地方政府实施纾困计划的政策力度越强。 X_{ijt} 表示城商行层面控制变量,包括银行规模、存贷比、总资产收益率、不良贷款率和股权集中度,用以控制城商行相关特征。 P_{jt} 表示省份层面控制变量,包括人均GDP、金融机构贷款余额占GDP比重,用以控制地区经济金融发展情况。 μ_i 和 v_t 分别为银行固定效应和年份固定效应, ε_{ijt} 为随机扰动项。式(1)主要关注 β_1 的符

号和显著性水平,若参与股权质押纾困降低了城商行经营效率, β_1 应显著为负。

(二)变量说明

被解释变量为城商行经营效率,参考已有文献(Sun等,2013;石绍宾等,2023),采用随机前沿法(Stochastic Frontier Approach)估算城商行经营效率,模型设定如下:

$$\ln\left(\frac{ptp}{p_2 a_1}\right)_{it} = \partial_0 + \sum_m \delta_m \ln\left(\frac{output_m}{a_1}\right)_{it} + \frac{1}{2} \sum_m \sum_n \delta_{mn} \ln\left(\frac{output_m}{a_1}\right)_{it} \ln\left(\frac{output_n}{a_1}\right)_{it} + \beta_1 \ln\left(\frac{p_1}{p_2}\right)_{it} + \frac{1}{2} \beta_2 \ln\left(\frac{p_1}{p_2}\right)_{it} \ln\left(\frac{p_1}{p_2}\right)_{it} + \sum_m \theta_m \ln\left(\frac{output_m}{a_1}\right)_{it} \ln\left(\frac{p_1}{p_2}\right)_{it} + \gamma_i - u_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, ptp 表示城商行税前利润^①,采用盈利性资产(a_1)进行标准化并消除价格(p_2)异质性。 $output_m$ 、 $output_n$ 为不同类别的产出指标, m 、 n 表示产出指标的类别,包括总贷款、总存款、其他盈利性资产和非利息收入,取值分别为1、2、3、4,且 $m \neq n$ 。 p_1 和 p_2 表示投入价格, p_1 为利息支出占总存款的比重, p_2 为非利息支出占固定资产的比重。 γ_i 表示年份虚拟变量, ε_{it} 为随机扰动项。 u_{it} 表示银行的利润效率水平,假定其服从半正态分布 $N(\mu, \sigma_\mu^2)$,则银行的利润效率值等于 $e^{-u_{it}}$ 。

核心解释变量为交互项 $pledge_j \times post_{jt}$,即各省份纾困力度^②。参考胡聪慧等(2020),在稳健性检验中将控股股东股权质押率替换为前十大股东股权质押率,或中国证券登记结算有限责任公司统计的上市公司所有股东的股权质押率(以下简称“中登股权质押率”)。 $post_{jt}$ 表示是否纾困,在各省份纾困计划实施期间取值为1,否则为0。

参考祝继高等(2020),银行层面控制变量包括:(1)银行规模,用银行总资产(取对数)衡量;(2)存贷比,即银行贷款总额与存款总额的比值;(3)总资产收益率,即银行净利润与资产总额的比值;(4)不良贷款率,即银行不良贷款额占贷款总额的比重;(5)股权集中度,用银行第一大股东持股比例衡量。此外,还控制了各省份人均GDP(取对数)和金融机构贷款余额占GDP比重。

(三)数据来源

本文基于2014—2021年130家城商行面板数据进行实证分析。城商行财务数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS数据库),各省份股权质押纾困计划的发布时间通过查阅省级政府官网或官方媒体报道手工整理,上市公司控股股东股权质押率来自Choice数据库,省份层面控制变量来自各省份统计年鉴。考虑到城商行主要在本地开展业务并参与本省纾困计划,本文根据城商行注册地所在省份,将城商行财务数据与地方政府纾困信息进行匹配。为避免异常值对实证结果的干扰,对连续变量在1%和99%分位数上进行缩尾处理。表2报告了主要变量的描述性统计。

表2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
城商行经营效率	814	0.608	0.359	0.193	0.524	2.989
控股股东股权质押率	814	0.274	0.064	0.119	0.263	0.532
前十大股东股权质押率	814	0.162	0.034	0.065	0.152	0.298

① 为保证方程中对数形式的有效性,将税前利润为负值的样本替换为1。

② 为构建纾困力度变量,本文使用各省份上市公司股权质押率而非城商行参与纾困情况,原因如下。一是以城商行是否参与纾困和纾困金额构建纾困力度,与城商行经营效率可能存在双向因果关系。二是在实施纾困计划的省份,某一城商行即使没有直接为上市公司进行纾困,也会由于省内城商行之间业务关联而间接参与纾困。考虑到潜在的溢出效应,使用城商行是否参与纾困度量纾困力度会产生估计偏误。

续表 2

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
中登股权质押率	814	0.183	0.039	0.067	0.181	0.381
是否纾困	814	0.448	0.498	0.000	0.000	1.000
银行规模	814	9.765	0.979	7.447	9.689	12.476
存贷比	814	0.657	0.122	0.301	0.666	0.944
总资产收益率	814	0.712	0.328	0.011	0.702	1.894
不良贷款率	814	0.016	0.008	0.000	0.016	0.047
股权集中度	814	0.177	0.121	0.000	0.168	0.771
ln(人均GDP)	814	10.895	0.353	10.003	10.858	12.009
金融机构贷款余额占GDP比重	814	1.481	0.389	0.779	1.430	2.515
资本充足率	814	13.101	2.414	0.000	12.890	24.180
净息差	814	3.170	1.309	-0.098	3.153	7.264
成本收入比	814	0.611	0.144	0.244	0.608	0.984

四、实证结果及分析

(一)基准回归结果

实证结果见表3。第(1)列仅控制城商行层面控制变量,第(2)列进一步加入省份层面控制变量,并聚类至城商行层面,回归结果显示,纾困力度与城商行经营效率显著负相关。考虑到核心解释变量为省份层面变量,第(3)列和第(4)列改用省份层面的聚类标准误进行回归,纾困力度的回归系数依然显著为负。以上结果说明,参与股权质押纾困显著降低了城商行经营效率,即上市公司股权质押会对纾困出资方产生风险溢出效应,研究假说1得到验证。以第(4)列结果为基准,纾困力度每提高1个百分点,纾困计划实施后城商行经营效率平均降低0.934个百分点。其经济含义为,对于控股股东股权质押率为27.4%的省份而言,实施纾困计划后该省份城商行经营效率降低约42.1%^①。

表 3 基准回归结果

变量	城商行经营效率			
	(1)	(2)	(3)	(4)
纾困力度	-0.926*** (0.346)	-0.934*** (0.334)	-0.926*** (0.287)	-0.934*** (0.258)
是否纾困	0.191 (0.137)	0.203 (0.132)	0.191 (0.113)	0.203* (0.104)
城商行层面控制变量	是	是	是	是
省份层面控制变量	否	是	否	是
银行固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	814	814	814	814
R ²	0.613	0.614	0.613	0.614
聚类	银行	银行	省份	省份

注: *、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著,括号内是聚类至银行或省份的标准误。下同。

① 估计系数经济含义的计算如下:纾困计划实施前各省份上市公司控股股东股权质押率均值为27.4%,纾困计划实施后城商行经营效率平均降低27.4%×0.934=0.256,相当于城商行经营效率均值的0.256÷0.608=42.1%。

(二)稳健性检验

1. 平行趋势检验和动态效应分析

使用双重差分法分析政策效应的前提是在纾困计划实施之前,处理组和对照组的城商行经营效率变动趋势相同或不存在系统性差异,即满足平行趋势假设。同时还需分析政策的动态效应,以证明政策效应是在实施纾困计划之时或之后才出现,否则可能是其他因素影响城商行经营效率。参考 Jacobson 等(1993),本文以纾困计划实施前1年作为基期,采用事件分析法进行平行趋势检验和动态效应分析,模型设定如下:

$$y_{ijt} = \alpha + \sum_{k=-5}^{k=3} \theta_k pledge_j \times Yr_D_{jt}^k + \sum_{k=-5}^{k=3} \varphi_k Yr_D_{jt}^k + \beta_3 X_{ijt} + \beta_4 P_{jt} + \mu_i + v_t + \varepsilon_{ijt} \quad (3)$$

式(3)中, $Yr_D_{jt}^k$ 是一个新增的年份虚拟变量,表示第 k 年是城商行所在省份实施纾困计划的前 k 年、当年或后 k 年。图1直观展示了式(3)的估计结果,纾困计划实施前,控股股东股权质押率与各年份虚拟变量交互项的系数均不显著,表明处理组和对照组的城商行经营效率没有显著差异,符合平行趋势假设。纾困计划对实施当年和下一年的城商行经营效率具有显著负向影响,这一效应并未持续至实施后2~3年,原因是2019—2020年股权质押风险显著降低^①,城商行随之减少对纾困计划的参与度。

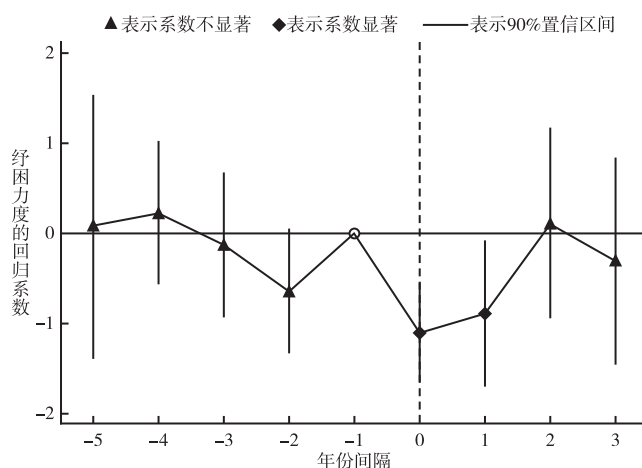


图1 平行趋势检验和动态效应分析

2. 改变城商行经营效率计算方法

考虑到随机前沿法对城商行经营效率的估计依赖生产函数设定和分布假设,参考杨望等(2020),本文改用非参数法计算城商行经营效率,以避免生产函数设定偏误造成的估算偏差。具体而言,以银行固定资产和员工人数作为投入指标,以贷款总额和税前利润作为产出指标,使用 DEA-Malmquist 模型估算城商行全要素生产率,作为城商行经营效率的代理变量。表4第(1)列报告的估计结果显示,参与股权质押纾困显著降低了城商行经营效率,本文实证结论保持稳健。

3. 改变纾困力度衡量方式

一方面,为综合考虑上市公司其他股东的股权质押风险,用前十大股东股权质押率、中登股权

① 根据中国人民银行发布的《中国金融稳定报告(2021)》,2019—2020年,A股上市公司股权质押规模连续两年呈现下降趋势,地方政府纾困政策取得良好成效。

质押率替换控股股东股权质押率衡量纾困力度。另一方面,基准回归中根据上市公司注册地计算所在省份的纾困力度,考虑到上市公司跨省经营会加大经营所在地的股权质押风险,改用上市公司第一大主营业务所在地计算纾困力度。^①上述估计结果见表4第(2)~(4)列,纾困力度的回归系数均显著为负,与基准回归结果保持一致。

表4 稳健性检验:替换变量衡量方式

变量	城商行经营效率			
	非参数法	前十大股东股权质押率	中登股权质押率	上市公司第一大主营业务所在地
	(1)	(2)	(3)	(4)
纾困力度	-1.277* (0.630)	-1.274** (0.491)	-1.543*** (0.516)	-0.956** (0.425)
是否纾困	0.285 (0.200)	0.151 (0.113)	0.228* (0.118)	0.123 (0.114)
控制变量	是	是	是	是
银行固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	792	814	814	814
R ²	0.683	0.613	0.615	0.613

4. 变换样本

其一,跨省经营的城商行不只受到本地股权质押风险的影响,且经营绩效与本地城商行往往存在系统性差异(王擎等,2012),因此剔除跨省经营的城商行进行稳健性检验。其二,考虑到直辖市的金融机构较多,城商行对股权质押纾困计划的参与度可能下降,因此剔除注册地为直辖市的城商行进行稳健性检验。其三,为排除新冠疫情冲击对实证分析的干扰,仅保留2014—2019年回归样本进行稳健性检验。表5第(1)~(3)列报告的估计结果显示,排除上述干扰因素后,纾困力度的回归系数仍显著为负,表明变换样本不影响基准回归结果。

表5 稳健性检验:变换样本

变量	城商行经营效率			
	剔除跨省经营的城商行	剔除注册地为直辖市的城商行	保留2014—2019年回归样本	剔除2019年实施纾困的省份
	(1)	(2)	(3)	(4)
纾困力度	-0.916* (0.467)	-0.953*** (0.324)	-0.984*** (0.152)	-0.992*** (0.282)
是否纾困	0.232 (0.163)	0.203* (0.118)	0.188** (0.086)	0.152 (0.122)
控制变量	是	是	是	是
银行固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	516	776	622	730
R ²	0.653	0.614	0.704	0.612

① 若上市公司第一大主营业务所在地没有明确到某个区域(例如,“国外”、“国内”或“中国大陆”等),将其视为业务区域分散程度较高,剔除上述经营区域分散的样本后计算纾困力度。

5. 考虑多时点双重差分模型的异质性处理效应

由于各省份纾困计划的实施时间不同(即存在异质性处理效应),基准回归中使用传统双向固定效应估计多时点双重差分模型会产生潜在偏误,本文采用两种方法进行稳健性检验。其一,考虑到多数省份(25个省份中有21个省份)自2018年起实施股权质押纾困计划,剔除2019年实施纾困计划的省份样本后,改用单时点双重差分模型进行回归分析。表5第(4)列报告的估计结果显示,纾困力度与城商行经营效率依然显著负相关。其二,使用Sun和Abraham(2021)提出的“异质性-稳健”估计方法,重新估计多时点双重差分模型。^①回归结果显示,平行趋势假设依然成立,在纾困计划实施当年和后1年,城商行经营效率出现显著下降。综上所述,异质性处理效应不会干扰本文研究结论。

6. 安慰剂检验

为排除遗漏变量导致的估计结果偏误,参考Wang等(2021),分别按省份、省份-年份、银行、银行-年份4种方法对纾困力度随机赋值,重复500次上述随机过程进行回归分析。图2报告了安慰剂检验回归系数的累积概率密度函数,发现无论采用何种方式进行随机赋值,安慰剂检验得到的回归系数均集中分布在0附近,且明显偏离基准回归结果(-0.934)。这表明城商行经营效率下降确由股权质押纾困计划所致,并未受到遗漏变量的干扰。

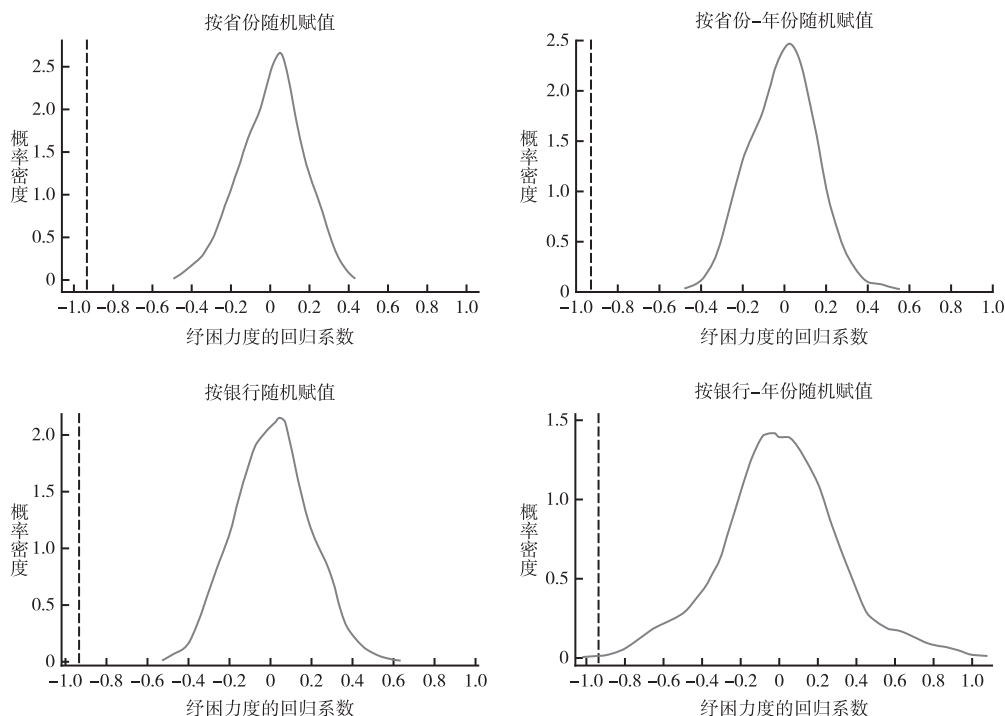


图2 安慰剂检验

注:竖虚线为纾困力度的真实回归系数[取自表3第(4)列]。

^① 限于篇幅,未报告“异质性-稳健”估计结果,留存备案。

7. 考虑意向性处理效应

基准回归以纾困计划实施省份划分处理组和对照组,隐含的假设是处于该省份的城商行均参与股权质押纾困,因此识别的是意向性处理(Intent-To-Treat,ITT)效应。参考毛捷和管星华(2022),本文以纾困力度作为城商行是否参与纾困的工具变量,使用两阶段最小二乘法估计局部平均处理效应(Local Average Treatment Effects,LATE)进行稳健性检验,模型设定如下:

$$Z_{ijt} = \alpha + \beta_1 pledge_j \times post_{jt} + \beta_2 post_{jt} + \beta_3 X_{ijt} + \beta_4 P_{jt} + \mu_i + v_t + \varepsilon_{ijt} \quad (4)$$

$$y_{ijt} = \alpha + \theta_1 \widehat{Z}_{ijt} + \theta_2 X_{ijt} + \theta_3 P_{jt} + \mu_i + v_t + \varepsilon_{ijt} \quad (5)$$

其中, Z_{ijt} 表示城商行是否参与纾困的虚拟变量,若城商行认购纾困基金或为受困上市公司提供贷款则取值为1,否则为0。 \widehat{Z}_{ijt} 为第一阶段回归的拟合值。表6报告的估计结果显示,各省份上市公司控股股东股权质押率显著提高了城商行参与纾困的概率,从而对城商行经营效率产生负向影响,证实了本文研究结论的稳健性。

表6 稳健性检验:工具变量法

变量	城商行是否参与纾困	城商行经营效率
	第一阶段回归	第二阶段回归
	(1)	(2)
纾困力度	0.984** (0.473)	
城商行是否参与纾困		-0.098* (0.058)
控制变量	是	是
银行固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
观测值	814	814

(三)异质性分析

本文从风险处置的市场化程度和城商行的风险承担能力两个维度,分析参与股权质押纾困对城商行经营效率的异质性影响,以检验研究假说2。

1. 风险处置的市场化程度

地方政府以市场化方式处置上市公司股权质押风险,有助于减少城商行参与纾困带来的经营效率损失。本文使用地方政府对纾困计划的干预程度衡量风险处置的市场化程度,包括地方政府是否实施金融纾困激励政策和城商行国有股权持股比例两方面。其一,地方政府实施财政奖励、再贷款、再贴现等金融纾困激励政策,虽然有助于引导城商行加大对受困上市公司的流动性支持,但定向财政补贴和投放流动性可能扭曲金融资源的市场化定价,从而增加城商行经营效率损失。为此,在式(1)中引入纾困力度与城商行所在省份是否实施金融纾困激励政策虚拟变量的交互项。表7第(1)列报告的估计结果显示,地方政府实施金融纾困激励政策后,参与股权质押纾困对城商行经营效率的负向影响更大。

其二,地方政府通过控股或参股城商行干预金融资源配置,倾向于救助“大而不倒”的僵尸企业以稳定就业(蔡宏波等,2020),金融资源错配会降低城商行经营效率。本文使用国有股权持股比例衡量地方政府对城商行的行政干预,在式(1)中引入纾困力度与城商行国有股权控股虚拟变量的交互项,其中,当城商行国有股权持股比例高于30%时,国有股权控股虚拟变量取值为1,否则为0^①。表7第(2)列报告的估计结果显示,参与股权质押纾困给国有股权控股的城商行带来更大的经营效率损失。

2. 城商行的风险承担能力

城商行的风险承担能力越强,越能有效应对参与股权质押纾困对自身经营效率的负面冲击。一方面,与非上市城商行相比,上市城商行通常保持较高的资本充足率和合理的盈利水平,抵御风险能力较强。为检验股权质押纾困对上市和非上市城商行经营效率的异质性影响,在式(1)中引入纾困力度与是否为上市城商行虚拟变量的交互项。表7第(3)列报告的估计结果显示,对于具有较高风险承担能力的上市城商行而言,参与股权质押纾困对其造成的经营效率损失更小。

另一方面,提供股权质押贷款业务的城商行本身具有较高的风险承担能力^②,且实施纾困计划有利于减少城商行作为质权方的资产减值损失。为此,在式(1)中引入纾困力度与城商行是否为质权方虚拟变量的交互项,其中,若纾困计划实施前城商行为同省上市公司提供的股权质押贷款余额不为0,则城商行是否为质权方虚拟变量取值为1,否则为0。表7第(4)列报告的估计结果显示,参与股权质押纾困对质权方城商行经营效率的负向影响较小,间接印证了金融纾困有助于缓解上市公司股权质押对质权方城商行的风险溢出效应。

表7 异质性分析

变量	城商行经营效率			
	(1)	(2)	(3)	(4)
纾困力度×是否实施金融纾困激励政策	-0.314** (0.134)			
纾困力度×城商行是否国有股权控股		-0.507*** (0.158)		
纾困力度×是否为上市城商行			0.250** (0.091)	
纾困力度×城商行是否为质权方				0.533*** (0.146)
纾困力度	-0.844*** (0.246)	-0.927*** (0.265)	-0.991*** (0.225)	-1.423*** (0.246)
是否纾困	0.199* (0.100)	0.213* (0.106)	0.199* (0.100)	0.232** (0.097)

① 根据《股份有限公司国有股权管理暂行办法》(国资企发[1994]81号),国有股权控股分为绝对控股和相对控股。绝对控股是指国有股权持股比例占50%以上(不含50%);相对控股是指国有股权持股比例高于30%低于50%,但因股权分散,国家对股份公司具有控制性影响。

② 参与股权质押贷款业务对商业银行的资本充足率等监管指标具有较高要求,参见《证券公司股票质押贷款管理办法》(银发[2004]256号)。

续表 7

变量	城商行经营效率			
	(1)	(2)	(3)	(4)
控制变量	是	是	是	是
银行固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	814	814	814	814
R ²	0.617	0.616	0.616	0.621

(四)机制分析

本文从城商行资产质量和盈利能力两方面,探究股权质押纾困降低城商行经营效率的作用机制。首先,参考马勇和姚驰(2021),使用资本充足率(即银行资本总额占风险加权资产的比重)衡量城商行资产质量。表8第(1)列报告的估计结果显示,纾困力度与城商行资本充足率显著负相关,表明参与股权质押纾困导致城商行资产质量下降。已有研究发现,资本充足率越高,银行风险抵御能力和盈利能力越强,意味着资本充足率与银行经营效率具有正相关性(郭晔等,2020)。因此,城商行参与股权质押纾困通过降低资产质量,进而增加经营效率损失。

其次,参考已有研究(熊启跃等,2016;彭建刚等,2016),分别使用净息差(即银行利息净收入与生息资产之比)和成本收入比(即银行营业费用占利息收入的比重)衡量城商行盈利能力,城商行净息差越大、成本收入比越低,意味着盈利能力越高。表8第(2)列和第(3)列报告的估计结果显示,纾困力度与城商行净息差显著负相关,而与成本收入比显著正相关,说明参与股权质押纾困导致城商行盈利能力下降。考虑到城商行信贷投向和营业收入结构相对单一,利息净收入是主要利润来源,净息差和成本收入比成为影响城商行经营效率的重要因素(朱宁等,2023)。因此,城商行参与股权质押纾困导致自身盈利能力弱化,经营效率下降。

表 8

机制分析

变量	资本充足率	净息差	成本收入比
	(1)	(2)	(3)
纾困力度	-4.922* (2.877)	-2.315* (1.161)	0.334** (0.141)
是否纾困	1.279 (1.025)	0.577 (0.464)	-0.087* (0.050)
控制变量	是	是	是
银行固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
观测值	814	814	814
R ²	0.501	0.666	0.683

五、结论与启示

为研究金融纾困对中小金融机构的风险溢出效应,本文利用2014—2021年城商行和上市公司财务数据,以地方政府实施股权质押纾困计划作为外生冲击,构建强度双重差分模型分析股权质押纾困对辖区内城商行经营效率的影响及其作用机制。研究发现,城商行以认购纾困基金和贷款展期降息等方式参与股权质押纾困,会通过降低资产质量和盈利能力造成经营效率下降,说明参与金融纾困对纾困出资方(尤其是中小金融机构)产生了一定的风险溢出效应。异质性分析表明,地方政府对纾困计划的行政干预程度越高、城商行的风险承担能力越弱,股权质押纾困对城商行经营效率的降低作用越明显。这意味着提高风险处置的市场化程度和城商行的风险防控能力,有助于缓解金融纾困对城商行经营效率的负面影响。

本文研究结论为提升金融助企纾困质效、强化以市场之手化解金融风险提供了政策启示。第一,防范金融纾困对中小金融机构的风险溢出效应,避免发生处置风险的风险。近年来,借助以纾困基金为代表的金融纾困模式,有效化解了上市公司股权质押风险和房地产流动性困境,但需警惕中小金融机构参与金融纾困对其经营效率的负面冲击。地方政府和金融机构对受困企业的过度救助,短期内看似维护了金融稳定,长期来看则通过恶化金融机构资产负债表埋下了更大的风险隐患。防范化解重大经济金融风险需要增强大局意识、系统观念和统筹能力,兼顾维护金融稳定和防范道德风险的目标,防止单一风险或局部风险向金融体系过度转移和积累,最终演化为系统性金融风险。

第二,遵循市场化原则实施金融纾困和处置金融风险,避免政府过度干预造成市场扭曲。金融纾困要实现经济效率最大化和处置成本最小化,关键在于处理好政府与市场的关系。一方面,金融风险处置应充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,推动金融资源有序流动和高效配置,将纾困资金精准对接具有救助价值和发展前景的受困企业,防止资金流向与政府利益高度关联但没有救助价值的僵尸企业。另一方面,更好发挥政府在金融纾困中的引导和监管作用,减少对金融资源配置和风险定价的行政干预,依法依规推进金融风险处置。

第三,提升城商行的资产质量和盈利能力,有效抵御金融纾困对金融体系的风险冲击。本文研究发现,资产质量和盈利能力下降是金融纾困降低城商行经营效率的作用机制,提高城商行的风险承担能力有助于缓解金融纾困对城商行经营效率的负面影响。因此,城商行维持稳健经营、防范金融风险,需保持充足的资本金准备和合理的净息差水平。综合运用优先股、可转债、地方政府专项债等渠道补充中小银行资本金,引入社保基金、企业年金、寿险资金等长期投资者参与中小银行增资扩股,持续优化资产负债结构缓解净息差下行压力。

参考文献:

1. 蔡宏波、宋研霏、马红旗:《城市商业银行设立与僵尸企业的形成》,《中国工业经济》2020年第9期。
2. 陈胜蓝、王鹏程、马慧、刘晓玲:《〈中小企业促进法〉的纾困效应:产品市场表现视角》,《世界经济》2023年第9期。
3. 郭琳:《民营企业纾困:由来、实践与进路》,《经济研究参考》2019年第15期。
4. 郭晔、黄振、姚若琪:《战略投资者选择与银行效率——来自城商行的经验证据》,《经济研究》2020年第1期。
5. 何德旭、苗文龙:《财政分权是否影响金融分权——基于省际分权数据空间效应的比较分析》,《经济研究》2016年第2期。
6. 胡聪慧、朱菲菲、邱卉敏:《股权质押、风险管理与大股东增持》,《金融研究》2020年第9期。
7. 雷光勇、王文:《政府治理、风险承担与商业银行经营业绩》,《金融研究》2014年第1期。
8. 李常青、李宇坤、李茂良:《控股股东股权质押与企业创新投入》,《金融研究》2018年第7期。

- 9.李志生、金凌、张知宸:《危机时期政府直接干预与尾部系统风险——来自2015年股灾期间“国家队”持股的证据》,《经济研究》2019年第4期。
- 10.马勇、姚驰:《双支柱下的货币政策与宏观审慎政策效应——基于银行风险承担的视角》,《管理世界》2021年第6期。
- 11.毛捷、管星华:《地方政府纾困政策的效应研究:来自上市公司的证据》,《经济研究》2022年第9期。
- 12.彭建刚、王舒军、关天宇:《利率市场化导致商业银行利差缩窄吗?——来自中国银行业的经验证据》,《金融研究》2016年第7期。
- 13.石绍宾、毛捷、管星华:《融资平台债务与城商行绩效》,《财贸经济》2023年第3期。
- 14.王擎、吴玮、黄娟:《城市商业银行跨区域经营:信贷扩张、风险水平及银行绩效》,《金融研究》2012年第1期。
- 15.王雄元、欧阳才越、史震阳:《股权质押、控制权转移风险与税收规避》,《经济研究》2018年第1期。
- 16.谢德仁、郑登津、崔宸瑜:《控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究》,《管理世界》2016年第5期。
- 17.熊启跃、赵阳、廖泽州:《国际化会影响银行的净息差水平么?——来自全球大型银行的经验证据》,《金融研究》2016年第7期。
- 18.杨望、徐慧琳、谭小芬、薛翔宇:《金融科技与商业银行效率——基于DEA-Malmquist模型的实证研究》,《国际金融研究》2020年第7期。
- 19.郑志刚、牟天琦、黄继承:《存在退市风险公司的救助困境与资本市场的“预算软约束”》,《世界经济》2020年第3期。
- 20.周孝华、王诗意:《纾困基金是否具有“造血”扶持之效?——基于民营企业价值的视角》,《财经研究》2022年第3期。
- 21.周颖刚、陈嘉欣、程欣:《股权质押是否加剧了股市的系统性风险?——基于协偏度、协峰度和溢出网络的研究》,《中山大学学报(社会科学版)》2023年第3期。
- 22.朱宁、曾恒煜、于之情:《中国商业银行运营效率研究——基于多阶段合作型网络DEA的实证分析》,《金融研究》2023年第8期。
- 23.朱武祥、张平、李鹏飞、王子阳:《疫情冲击下中小微企业困境与政策效率提升——基于两次全国问卷调查的分析》,《管理世界》2020年第4期。
- 24.祝继高、岳衡、饶品贵:《地方政府财政压力与银行信贷资源配置效率——基于我国城市商业银行的研究证据》,《金融研究》2020年第1期。
- 25.Berger, A. N., & Udell, G. F., A More Complete Conceptual Framework for SME Finance. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, No. 11, 2006, pp. 2945–2966.
- 26.Dou, Y., Masulis, R. W., & Zein, J., Shareholder Wealth Consequences of Insider Pledging of Company Stock as Collateral for Personal Loans. *Review of Financial Studies*, Vol. 32, No. 12, 2019, pp. 4810–4854.
- 27.Jacobson, L. S., LaLonde, R. J., & Sullivan, D. G., Earnings Losses of Displaced Workers. *American Economic Review*, Vol. 83, No. 4, 1993, pp. 685–709.
- 28.Sun, J., Harimaya, K., & Yamori, N., Regional Economic Development, Strategic Investors, and Efficiency of Chinese City Commercial Banks. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, No. 5, 2013, pp. 1602–1611.
- 29.Sun, L., & Abraham, S., Estimating Dynamic Treatment Effects in Event Studies with Heterogeneous Treatment Effects. *Journal of Econometrics*, Vol. 225, No. 2, 2021, pp. 175–199.
- 30.Wang, J., Shen, G., & Tang, D., Does Tax Deduction Relax Financing Constraints? Evidence from China's Value-Added Tax Reform. *China Economic Review*, Vol. 67, 2021, 101619.

Risk Effect of Financial Relief Policies: Empirical Evidence from City Commercial Banks

CAO Jing (Chinese Academy of Social Sciences, 100710)

GUAN Xinghua (Beijing Technology and Business University, 100037)

Summary: In recent years, local governments have implemented financial relief policies aimed at assisting

enterprises in need. Increased credit support and lower interest rates from financial institutions can reduce their net interest margins and profits, conducive to the stable operations of small and medium-sized financial institutions. Therefore, it is essential to monitor the decline in efficiency of these institutions resulting from their participation in financial relief policies, to prevent the emergence of derivative financial risks.

The equity pledge relief policies for listed companies launched in 2018 provide a good exogenous policy shock to study the risk spillover effects of financial relief on fund provider. City commercial banks, thanks to their local information advantage and close connections with local governments, play an important role in financial relief. Using financial data from city commercial banks and listed companies between 2014 and 2021, this paper constructs an intensity difference-in-differences model to empirically test the impact of equity pledge relief on the efficiency of city commercial banks. The findings indicate that the city commercial banks' involvement in equity pledge relief through subscribing to relief funds and lowering interest rates can lower their asset quality and profitability, ultimately leading to declined operational efficiency. Improving the marketisation level of risk disposal and strengthening the risk-bearing capacity of city commercial banks can help mitigate these negative impacts.

This paper contributes to the existing literature in two main ways. First, it analyzes the risk spillover effects of financial relief from the perspective of fund providers, enriching the understanding of the economic effects of equity pledge relief and offering insights to prevent local risks from escalating into systemic financial risks. Second, it examines the effects of financial relief through the market-based relief funds, highlighting that the negative impact on the efficiency of city commercial banks depends on its implementation method, demonstrating the necessity of adhering to market-based principle in financial risk disposal.

The research provides policy insights for improving the financial relief efficiency and strengthening the market mechanism to resolve financial risks. First, the risk spillover effects of financial relief on small and medium-sized financial institutions should be prevented, so as to avoid the emergence of derivative financial risks. Second, it is essential to follow the market-based principle in implementing financial relief, so as to reduce distortions caused by government intervention. Third, it is important to promote capital replenishment and profit improvement among small and medium-sized financial institutions, and effectively counteract risk shocks of financial relief on the financial system. Future studies will explore the effectiveness and risk spillover effects of addressing local government debt risks through the financial system, which is vital for coordinating the resolution of local government debt risks and financial risks.

Keywords: Financial Relief, Efficiency of City Commercial Banks, Equity Pledge

JEL: D53, G18, G21

责任编辑:诗 华