

# 鱼和熊掌如何兼顾： 法定债务压力下的融资平台风险治理研究\*

郭玉清 聂嵩 陈创练 汪昊

**内容提要：**融资平台风险治理是社会各界关注的焦点问题，建立防范化解隐性债务风险长效机制、加快推进融资平台改革转型，已在理论和政策层面凝聚共识。本文基于中国财政金融体制下的流动性增信视角，对法定债务压力下融资平台流动性风险和投资效率风险的治理成效展开计量分析。研究表明，两类融资平台风险呈现异质性治理成效，其中流动性风险随法定债务压力增加而下降，投资效率风险随法定债务压力增加而提升，金融机构旨在支持融资平台化债的流动性增信在缓释高债地区流动性风险同时，导致投资效率风险在设定高增长目标、实施强信贷干预的地区集中凸显。本文为治理融资平台双重风险、推进融资平台改革转型，提供了强化绩效考核、改善公司治理、优化营商环境、防范基层风险等政策建议。

**关键词：**法定债务压力 融资平台改革转型 流动性风险 投资效率风险

**作者简介：**郭玉清，南开大学经济学院教授，300073；

聂嵩，南开大学经济学院博士研究生，300073；

陈创练，暨南大学经济学院教授，510632；

汪昊，中央财经大学财政税务学院教授，100081。

中图分类号：F831.4 文献标识码：A 文章编号：1002-8102(2025)08-0040-16

## 一、引言

融资平台风险治理是社会各界关注的焦点问题，也是重大经济金融风险防御攻坚的核心任务。在经济高速增长期，我国各级地方政府通过组建融资平台公司，依托要素成本优势举借了大量表外债务，为破除基础设施瓶颈提供了资金保障。然而，随着经济增速放缓和土地财政退潮，融

\* 基金项目：国家自然科学基金面上项目“新时代下地方政府债务风险的理论审视、量化评估及监管战略体系研究”（71973069）；教育部哲学社会科学实验室专项基金项目“全国地州市财政债务数据库建设研究”（H0124701）；国家社会科学基金重大项目“健全税收制度、优化税制结构的理论和政策创新研究”（24ZDA039）。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。郭玉清电子邮箱：guoyq@nankai.edu.cn。

资平台风险逐步在流动性和结构性层面凸显,威胁财政安全和金融稳定。加强融资平台综合治理,推动融资平台改革转型,已然势在必行。

融资平台风险治理首先需要应对短债长投的“流动性风险”。1994年分税制改革后,我国各级地方政府以财政拨款或注入土地、股权等方式组建大量融资平台公司,举债支持市政基础设施建设。基础设施一般具有“周期长、回报慢”的特征,而银行业金融机构受自身流动性限制,所提供的信用贷款普遍偿债期限较短,这使融资平台公司始终面临“短债长投”的流动性错配压力,需要政府综合利用财政和金融两大政策工具,为融资平台债务执行展期操作或提供增信支持。2015年新《中华人民共和国预算法》(以下简称新《预算法》)生效后,“财政金融协同化债”成为中国秉持底线思维和系统观念防范化解重大经济金融风险的重要战略举措。鉴于债务高压地区背负更为严峻的融资平台偿债压力,中央多次发文要求金融机构通过存量债务展期重组、提供应急流动性贷款、建立债务风险基金等方式,为重点化债地区提供金融支持,其中比较重要的官方文件包括《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》(国办发〔2023〕35号)、《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》([2024]14号)等。尽管金融机构展期融资平台债务能够有效缓解短债长投的流动性风险,但由于低效融资同样可以得到金融机构的增信支持,另一类融资平台风险随之凸显,即“投资效率风险”。在道德风险驱使下,地方政府可能默许融资平台公司投资低效项目谋求数量型政绩,进而将偿债压力推卸给中央政府或金融机构承担。由此,在融资平台改革转型过程中,“流动性风险”和“投资效率风险”就像“鱼”和“熊掌”一样难以兼顾。如何权衡这两类融资平台风险治理,在财政金融协同化债过程中促进融资平台提质增效,成为防范化解地方隐性债务亟须解决的难题。

2015年新《预算法》引领的一揽子治理政策生效实施后,我国开始推进融资平台改革转型。鉴于融资平台风险主要集中在经济和财力基础薄弱的高债地区,图1a~图1b分别绘制了2015—2021年地市级法定债务压力和融资平台短债长投的散点及拟合趋势线。<sup>①</sup>负斜率的拟合趋势线表明,

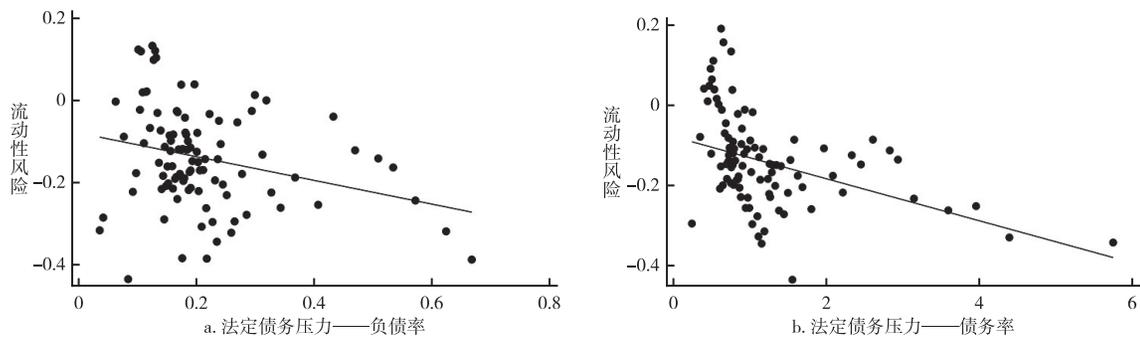


图1 法定债务压力与融资平台流动性风险的散点拟合

注:(1)“法定债务”数据根据历年《地市级政府预算执行报告》和《举债情况说明》等官方文件手工整理而得。(2)流动性风险采用融资平台“短债长投”(流动负债/总负债-流动资产/总资产)指标衡量。图1a中的法定债务压力以“负债率”(法定债务余额/GDP)指标衡量,图1b中的法定债务压力以“债务率”(法定债务余额/地方综合财力)指标衡量。(3)所有观测样本均分为100组,取各组均值绘制散点,并标出散点拟合线。

<sup>①</sup> 本文定义的“法定债务”又称“显性债务”,是指地方政府在国务院确定的限额内,通过发行地方政府债券方式筹集并纳入政府预算管理,需要地方政府承担偿还责任的债务。

无论以“负债率”还是“债务率”指标衡量法定债务压力,融资平台改革转型均优先缓解了债务高压地区的流动性风险。这就需要深入澄清以下疑问:为何法定债务压力越高的地区,融资平台流动性风险越能得到优先缓解?在财政金融协同化债过程中,融资平台公司的流动性风险缓释是否意味着投资效率的同步提升?为推进融资平台改革转型,遏制融资平台流动性风险和投资效率风险,下一步深水区改革应采取哪些有针对性的防范化解措施,才能够实现“鱼”和“熊掌”兼顾?

本文尝试基于中国财政金融体制下的“流动性增信”视角,为上述经验事实提供一个逻辑自洽的理论解释框架。相对既有文献,本文主要有三点边际贡献。(1)与以往从政策性负担(林毅夫、李志赟,2004)、金融监管体系(钟凯等,2016)等视角分析企业投融资结构的研究不同,本文强调“流动性增信”是融资平台风险治理的核心制度要素。作为承担政府融资职能的特殊地方国有企业,融资平台公司具有迥异于上市公司或其他国有企业的职能定位、融资方式和风险特征。从中国财政金融体制下的“流动性增信”视角展开融资平台风险治理研究,不仅丰富了企业风险治理的研究视角,也为建立地方隐性债务防范化解长效机制、推进融资平台改革转型提供了新的治理思路。(2)本文利用手工整理的地市级政府债务数据,区分融资平台流动性风险和投资效率风险分别展开计量研究,设计了两类融资平台风险的量化测度方式;通过构造时、空双向维度工具变量处理潜在内生性,厘清了法定债务压力对融资平台流动性风险和投资效率风险治理的异质性影响机制。(3)为实现“鱼”和“熊掌”得以兼顾,本文针对两类融资平台风险的异质性治理成效,提供了强化绩效考核、改善公司治理、优化营商环境、防范基层风险的改革政策框架。

## 二、文献述评与研究假说

### (一)简要文献述评

纵观国内外文献,关于融资平台风险治理的研究主要围绕两条主线展开:一是融资平台公司的融资方式选择;二是新《预算法》生效前后金融机构流动性增信的策略目标和制度环境差异。以下分别做简要文献评述。

#### 1. 融资渠道选择与融资平台风险

第一批文献从融资渠道选择视角研究企业流动性风险的影响因素,将企业融资方式分为内源融资、债务融资和股权融资三类。Myers和Majluf(1984)构建的融资优序理论指出,当存在信息不对称且考虑交易成本时,企业一般按照内源融资优于债务融资、债务融资优于权益融资的次序开展融资活动,原因是债务融资需要承担还本付息义务,权益融资则可能削弱企业控制权,产生不利于股东权益的道德风险。国内的一些研究发现,融资优序理论并不适于解释融资平台公司的融资类型结构。地方融资平台公司作为承担政府融资职能的特殊国有企业,地方政府为其植入信用背书,即便债务高企、效益低下,融资平台公司也未必陷入破产境地(沈红波等,2019)。由此,在预算软约束体制环境下,融资平台公司往往更加偏好债务融资,存在多头举债和过度举债倾向,意图在资不抵债时将偿债压力转嫁给政府部门或金融机构。由于融资平台债务主要投向公益性或准公益性基础设施项目,难以快速回笼收益,这种“短债长投”的投融资模式同样导致融资平台公司的债务融资偏好超过内源融资偏好(刘晓光、刘元春,2019)。进一步地,债务融资可分为直接融资(发行城投债)和间接融资(申请银行贷款)两类(Huang

等,2020)。由于发行城投债需要经国家计划主管部门审批,满足相对严苛的资质条件,融资平台公司主要通过银行借贷满足融资需求。由于银行贷款融资门槛较低,且欠缺完善的财务审计和社会监督机制,一些投资效率低下的市县级融资平台公司也能够凭借地方政府信贷干预获得金融机构增信支持,这是我国融资平台流动性风险和投资效率风险持续攀升的重要体制诱因。

## 2. 流动性增信的策略目标和制度环境差异

除融资渠道选择外,第二批文献重点关注金融机构的流动性增信如何影响融资平台风险治理。在中国财政金融体制下,财政和金融两大政策工具体戚与共、不可分割,被形象化地称为“连裆裤”关系。具体表现是,在新《预算法》生效前后,银行业金融机构都为融资平台公司提供了流动性增信支持,但制度背景存在一定区别。新《预算法》生效前,金融机构主要基于隐性契约为融资平台提供流动性增信,旨在支持融资平台举债(邱志刚等,2022)。黄佩华和迪帕克(2003)指出,地方政府凭借同本地金融机构的利益关联,能够以存款权置换贷款权,引导金融机构将信贷资源优先配置给融资平台;金融机构则在人事任命、吸储竞争、政策扶持等方面换取隐性补偿收益,但制度环境缺陷(Ye等,2024)、银行自身流动性压力(Bai和Qiu,2021)等因素削弱了金融机构发放长期贷款的意愿。为尽快回笼资金、规避长期信贷风险,金融机构更倾向于为融资平台提供短期信贷。尽管这有助于降低融资平台公司的举债门槛,但不利于优化其债务期限结构,使融资平台公司难以平滑中长期偿债压力。新《预算法》生效后,为防范化解地方隐性债务风险,“财政金融协同”取代“隐性授信契约”,成为融资平台风险治理的主导战略取向。与隐性授信契约环境下的流动性增信不同,财政金融协同旨在支持融资平台化债,不仅要求地方政府强化风险治理,中央政府也会介入提供框架指导。在中央战略引领下,金融机构的流动性增信力度进一步加大,如为融资平台发放中长期贷款、降低偿债利息成本等,这将对融资平台改革转型和风险治理产生更加复杂的制度影响。

## (二) 理论研究假说

基于国内外文献述评,本文侧重分析法定债务压力对融资平台风险治理的制度影响,提出下述有待检验的研究假说。

### 1. 法定债务压力对融资平台流动性风险治理的影响

正如前文分析,新《预算法》生效后,金融机构流动性增信的制度背景从“隐性授信契约”转向“财政金融协同”,策略目标从支持融资平台举债转向支持融资平台化债。为秉持底线思维和系统观念防范化解地方隐性债务,基于中央政府提供的框架指导,金融机构的流动性增信将优先缓释债务高压地区的流动性风险。在传统激励导向型债务治理模式下,我国地方法定债务风险呈现“两头高、中间低”的“U”型布局(郭玉清等,2022),流动性风险主要集中在财力薄弱、人口外流的东北和西部地区。相对而言,东部沿海省份更有能力通过产业和要素集聚涵养有效税基,逐步消化清零存量债务。基于融资平台风险的“俱乐部分异”布局,金融机构优先为债务高压地区的融资平台公司提供中长期信贷,通过存量债务展期重组推动债务期限结构长期化,避免触发区域性债务风险(钱一蕾等,2023;王珏等,2015;张路,2020;刘贯春等,2022)。基于上述分析,本文提出法定债务压力影响融资平台流动性风险治理的第一项理论假说。

假说1:在财政金融协同战略引领下,法定债务高压地区优先获得金融机构的流动性增信支持,从而推进其债务期限结构长期化,缓释融资平台短债长投的流动性风险。

为缓释融资平台流动性风险,在中央战略引领下,金融机构需要为融资平台公司提供流动性增信,但由于融资平台公司存在资质差别、法定债务类型不一致以及增长目标设定不同,流动性风险缓释效果存在多重异质性。首先,省市级融资平台的信用资质和资产实力显著高于区县级融资平台,在改革转型中能够获得更多增信支持,预期其风险缓释效果强于低层级平台(李昊洋等,2020)。其次,地方法定债务可细分为一般债务和专项债务,其中专项债务更加强调投资的收益属性,致力于实现融资与收益自求平衡。为带动更多社会有效投资,预期专项债务压力更有利于融资平台获得长期信贷支持并缓释其流动性风险。最后,设定高增长目标的地区往往强化金融机构信贷干预,偏好利用融资平台借贷拉动本地数量型增长(毛捷等,2019)。根据以上分析,本文提出异质性治理成效的第二项理论假说。

假说2:法定债务压力下的融资平台流动性风险治理成效存在增长目标、行政层级和债务类型等方面的异质性,治理成效集中在高层级平台以及设定高增长目标和专项债务压力更加严峻的地区。

## 2. 流动性增信对融资平台投资效率风险治理的影响

尽管金融支持有利于缓释债务高压地区的融资平台流动性风险,“以时间换空间”推进融资平台改革转型,但从根本上化解融资平台风险,还需要改善融资平台投资效率,提升转型后融资平台公司的财务绩效。接下来分析,流动性增信在制度性缓释融资平台流动性风险的同时,能否同步改善其投资效率?

既有研究表明,企业投资效率受正、反两方面因素的影响。在有利影响因素方面,改善企业内部治理及外部营商环境均有利于提升融资平台投资效率。企业内部治理包括盈利能力和会计信息两方面,其中盈利能力决定企业财务绩效,进而通过会计信息传递给政府和社会,减少决策部门和评级机构同融资平台高管之间的信息不对称,促进提高投资效率。在外部营商环境方面,一个地区的营商环境越优化,越有利于激发民间投资活力,进而通过政府投资和民间投资的互补性提高企业投资效率(刘娟、唐加福,2022;汪琼等,2020)。在不利影响因素方面,金融机构提供流动性增信将软化预算约束,提升融资平台低效投资的道德风险。当融资平台并非通过改善投资效率消化存量债务,而是靠金融机构续贷“输血”生存时,期限越长的流动性增信越有可能强化融资平台的低效投资偏好。基于上述分析,本文进一步提出融资平台投资效率风险治理成效的第三项理论假说。

假说3:在财政金融协同战略引领下,流动性增信一方面缓释了融资平台短债长投的流动性风险;另一方面提升了融资平台低效投资的道德风险。综合治理两类融资平台风险,需要从内部治理和外部环境方面推进融资平台改革转型。

图2刻画了新《预算法》生效前后融资平台风险治理的路径差异。比较两条治理路径可见,尽管金融机构均为融资平台公司提供了流动性增信,但新《预算法》生效前的流动性增信主要是短期信贷,这使融资平台公司始终面临短债长投的流动性压力,被迫拓展非标业务渠道,不断衍生泛化隐性债务。新《预算法》生效后的流动性增信转为提供中长期信贷,推进融资平台债务期限结构长期化,以时间换空间来缓释融资平台流动性风险。但为化解投资效率风险,还需进一步推进融资平台改革转型,促进融资平台提质增效。

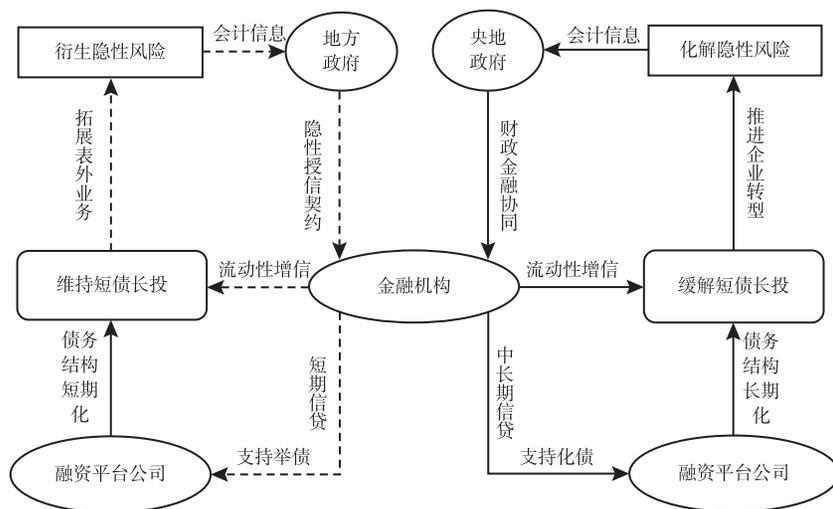


图2 新《预算法》生效前后融资平台风险治理路径比较

注：椭圆代表经济主体，虚线和实线分别刻画新《预算法》生效前后融资平台风险的治理路径。

### 三、实证框架设计

#### (一) 计量模型设定

理论分析表明，中国财政金融体制下的融资平台风险治理致力于优先缓解债务高压地区的融资平台流动性风险，但也可能强化其低效投资的道德风险。为检验法定债务压力对融资平台流动性风险和投资效率风险治理的异质性影响，本文构建如下实证模型展开计量检验：

$$Liquid\_LGFV_{itcj} = \alpha_0 + \alpha_1 DP_{ct} + \sum_{k=1}^{K_1} \chi_k X_{itcj}^k + \sum_{l=1}^{L_1} \theta_l Z_{ct}^l + \gamma_i + \varphi_t + v_c + \delta_j + \varepsilon_{itcj} \quad (1)$$

$$EFF\_LGFV_{itcj} = \alpha_0 + \alpha_1 DP_{ct} + \sum_{k=1}^{K_2} \chi_k X_{itcj}^k + \sum_{l=1}^{L_2} \theta_l Z_{ct}^l + \gamma_i + \varphi_t + v_c + \delta_j + \varepsilon_{itcj} \quad (2)$$

其中，下标  $i, t, c, j$  分别代表融资平台公司、年份、地级市、行业， $\gamma_i, \varphi_t, v_c, \delta_j$  分别是个体、时间、地区、行业固定效应。 $k$  和  $l$  分别代表企业、地区控制变量序列。由于不同行业融资平台在同一年度可能面临相似的外部冲击，且融资平台的财务行为在很大程度上受到行业融资便利度及政策导向的共同影响，因此本文将标准误聚类到行业-年份维度。模型(1)旨在检验法定债务压力对融资平台流动性风险治理的影响，因变量  $Liquid\_LGFV_{itcj}$  是融资平台流动性风险，以企业短债长投的通行公式衡量；核心解释变量  $DP_{ct}$  是地方法定债务压力，借鉴既有文献(吴涛等, 2021; Yu等, 2024; 陈俊华等, 2024)，以“法定负债率”或“法定债务率”指标予以度量； $X_{itcj}$  是企业控制变量，隔离存续期、资产规模、盈利特征、财务绩效等微观因素对融资平台流动性风险的影响； $Z_{ct}$  是地区控制变量，隔离经济、财政、人口等宏观因素对融资平台流动性风险的影响。模型(2)旨在检验法定债务压力对融资平台投资效率风险治理的影响，其中因变量  $EFF\_LGFV_{itcj}$  是融资平台投资效率风险，核心解释变量和控制变量的具体含义与模型(1)一致。

(二)变量选择和数据说明

针对模型(1)的因变量“融资平台流动性风险”,本文以反映企业短债长投的通行公式“短期负债/总负债-短期资产/总资产”予以测度(刘晓光、刘元春,2019)。主要区别是,融资平台债务主要投向周期长、回报慢的市政基础设施,因此其流动性错配程度显著高于其他地方国有企业。此外,本文也考虑其他反映融资平台流动性的财务结构指标(邹静娴等,2022),观察流动性风险治理效应的稳健性,具体包括“债务期限结构”(长期债务/短期债务)、“有息债务率”(有息债务/总资产)、“短期债务率”(短期债务/总资产)、“长期债务率”(长期债务/总资产)、“新增长期投资率”(长期投资/总资产)等。

模型(2)的因变量是“融资平台投资效率风险”,借鉴既有文献(王克敏等,2017;于文超等,2020),本文采用Richardson(2006)设计的企业资本投资支出模型予以测度:

$$Invest\_LGFV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 Cash_{i,t-1} + \beta_5 Age_{i,t-1} + \beta_6 Roa_{i,t-1} + \beta_7 Invest\_LGFV_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中,因变量  $Invest\_LGFV_{it}$  是融资平台公司的新增投资水平。<sup>①</sup>为控制潜在内生性,所有解释变量均滞后一期。具体地,  $Growth_{i,t-1}$  是公司投资机会,以“营业收入增长率”衡量;  $Lev_{i,t-1}$  是资产负债率;  $Cash_{i,t-1}$  是现金及现金等价物总额,以总资产进行标准化;  $Age_{i,t-1}$  是公司存续期;  $Size_{i,t-1}$  是公司规模,以总资产自然对数衡量;  $Roa_{i,t-1}$  是资产收益率。经回归测算,残差项  $\varepsilon_{it}$  大于0代表投资过度,反之代表投资不足。本文对残差取绝对值并做标准化处理,标准化残差绝对值越大,代表融资平台公司的非效率投资越严重,投资效率风险越高。

参考既有文献,在计量模型(1)~(2)中,企业控制变量组包括“企业存续期”(样本年份与融资平台成立年份之差加1的自然对数,年)、“企业规模”(年末总资产的自然对数,百万元)、“固定资产占比”(固定资产/总资产)、“资产收益率”(净利润/总资产)、“流动比率”(流动资产/流动负债);地区控制变量组包括“土地收益依赖度”(土地出让金/一般公共预算收入)、“人均产出”(地区生产总值/年末总人口,万元)、“人口密度”(年末总人口/行政区域面积,万人/公里<sup>2</sup>)。

本文基准样本期设定为2015—2021年,按以下步骤完成基础数据的搜集整理工作。一是通过手工搜集样本期内293个地市级的2051份政府预算执行报告,整理得到法定债务余额等官方权威数据。二是将中债资信、银保监会以及“万得资讯金融终端”提供的融资平台公司名单进行整合去重,剔除上市公司样本,最终确定711家发债融资平台公司。三是结合“国泰君安数据库”(CSMAR)和“万得咨询金融终端”(WFT),匹配企业及地区数据,得到共计4977个观测样本的面板数据集。四是为避免异常值影响,对所有连续变量均进行1%的双边缩尾处理。<sup>②</sup>

#### 四、流动性风险治理的计量结果分析

(一)基准计量结果分析

本文首先基于计量模型(1),检验法定债务压力对融资平台流动性风险治理的影响,结果列示

<sup>①</sup> 借鉴既有文献,“融资平台新增投资水平”的测算公式为“融资平台新增投资水平=(公司购建固定资产和无形资产及其他长期资产所支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产和无形资产及其他长期资产收回的现金净额-处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额)/总资产”。

<sup>②</sup> 限于篇幅,未报告变量描述性统计结果,具体见线上附录一。

于表1第(1)~(3)列。其中,第(1)列报告了不含控制变量的固定效应模型(FE)估计结果,第(2)~(3)列依次纳入企业控制变量和地区控制变量。鉴于地方法定债务和融资平台债务均隶属“公共债务”范畴(吴涛等,2021),新《预算法》生效后,中央政府多次通过存量隐性债务置换政策,将融资平台债务置换为地方法定债务,因此除法定债务压力外,融资平台风险治理还可能受到隐性债务压力的影响。鉴于此,本文将法定负债率指标替换为宽口径负债率[(法定债务余额+融资平台有息债务)/地区生产总值](马光荣等,2024),统筹考虑地方法定债务和融资平台有息债务。将“宽口径负债率”指标纳入基准回归模型后,计量结果如表1第(4)~(6)列所示。

表1 流动性风险治理的基准计量结果

因变量	流动性风险	流动性风险	流动性风险	流动性风险	流动性风险	流动性风险
模型排序	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
法定负债率	-0.117*** (0.043)	-0.213*** (0.036)	-0.168*** (0.040)			
宽口径负债率				-0.069*** (0.013)	-0.064*** (0.010)	-0.057*** (0.009)
企业控制变量	否	是	是	否	是	是
地区控制变量	否	否	是	否	否	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
有效样本数	4977	4977	4977	4977	4977	4977
R <sup>2</sup>	0.836	0.888	0.889	0.838	0.889	0.889

注:\*\*\*、\*\*和\*分别代表1%、5%和10%的显著性水平,回归系数下方括号内数据是稳健标准误。下同。

控制变量的回归系数表明,<sup>①</sup>融资平台存续期越长、资产规模越大,越有利于缓释短债长投的流动性风险。原因是长存续期反映企业可持续盈利能力稳固,资产规模大有利于降低财务杠杆率,这两项指标均有利于融资平台公司获得金融机构的中长期信贷支持。“流动比率”反映融资平台流动资产变现偿还流动负债的能力,计量结果显示,流动资产变现能力越强,越有利于融资平台缓解流动性风险,上述结论同相关理论预期基本一致。

在核心解释变量“法定债务压力”方面,地方法定负债率的提升显著缓解了融资平台流动性风险。统筹考虑地方政府的法定债务和隐性债务压力后,宽口径债务压力依然显著缓释了融资平台流动性风险。这说明新《预算法》生效后,为秉持底线思维和系统观念推进财政金融协同化债,法定债务高压地区的融资平台公司优先获得金融机构的流动性增信支持,相对低债地区优先推进了债务结构长期化。这一基准计量结论印证了前文提出的理论假说1,同时也呼应了图1的经验观察。

## (二)稳健性检验

为观察基准计量结果的稳健性,本文分别替换核心解释变量和因变量,执行以下稳健性检验。<sup>②</sup>首先,本文分别将“法定债务率”(法定债务余额/综合可用财力)以及“宽口径债务率”[(法定债务余额+融资平台有息债务)/综合可用财力]指标作为法定债务压力的代理变量引入基准计量模

① 限于篇幅,未报告基准计量结果中的控制变量回归系数,具体见线上附录二。

② 限于篇幅,未报告稳健性计量结果,具体见线上附录三。

型。其次,参考邱穆青和白云霞(2019),以“(长期资产-长期负债-股东权益)/长期资产”指标反映融资平台流动性风险。这项指标值越大,说明短期融资支持的长期资产占比越高,融资平台公司的资产负债期限错配越严重。最后,本文采用“长期债务/短期债务”指标反映“债务期限结构”,反向测度融资平台流动性风险。该值越大,说明融资平台长期债务占比越高,期限错配程度越低。经上述检验后,本文基准结论仍然稳健成立。

(三)基于债务期限结构的治理机制分析

理论分析表明,中国财政金融体制下的流动性增信优先缓解了法定债务高压地区的融资平台流动性风险,但尚不清楚流动性风险缓释的具体治理机制。理论上,如果融资平台公司的短期负债和长期负债均有所提升,但长期负债增速高于短期负债增速,同样可以观察到流动性风险缓释的计量结果。这就需要基于债务期限结构视角展开进一步计量分析,厘清流动性风险缓释的具体治理机制。

具体地,本文以“ $\ln(\text{筹资活动现金流入}+1)$ ”反映融资平台公司获得的“流动性增信”,以“有息负债比率”(有息债务/总资产)、“短期负债比率”(短期债务/总资产)、“长期负债比率”(长期债务/总资产)、“新增长期投资率”(新增长期投资/总资产)等指标反映各类债务和投资规模,分别作为因变量引入计量模型(1),计量结果列示于表2。其中,第(1)列计量结果报告了法定债务压力对融资平台流动性增信的影响。正向显著的回归系数证实,法定债务高压地区获得金融机构更多流动性增信支持,显著提升了其筹资活动现金流。由于长期贷款相对短期贷款的信贷规模扩张,因此第(2)列以“有息负债比率”作为因变量的计量结果显示,债务结构长期化同步提升了高债地区融资平台公司的还本付息压力。进一步比较第(3)~(4)列的计量结果,可见法定高债地区的流动性风险缓释源于长期负债对短期负债的结构替代。实证结果显示,法定债务压力对融资平台长期负债比率和短期负债比率的回归系数一正一负。这说明,财政金融协同化债引领的流动性增信一方面提升了高债地区融资平台公司的长期信贷,另一方面压缩了其短期信贷,长短期信贷的置换重组是高债地区流动性风险缓释的制度主因。第(5)列计量结果显示,法定高债地区显著提升了融资平台公司的新增长期投资率,原因是长期信贷注入使高债地区融资平台可以投资更多长期基建项目。由此进一步证实,法定债务压力下的融资平台流动性风险治理主要是通过长短期信贷置换重组的方式实现的。

表2 流动性风险治理机制计量结果

因变量	流动性增信	有息负债比率	短期负债比率	长期负债比率	新增长期投资率
模型排序	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
法定负债率	0.738** (0.303)	0.183** (0.080)	-0.099*** (0.022)	0.057** (0.023)	0.039*** (0.011)
企业控制变量	是	是	是	是	是
地区控制变量	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是
有效样本数	4977	4977	4977	4977	4977
R <sup>2</sup>	0.865	0.913	0.858	0.785	0.574

(四)内生性处理

尽管本文核心解释变量“法定债务压力”源于纳入预算管理的地方法定债务,而融资平台流动性风险游离于预算收支表外,属于地方隐性债务风险范畴,但融资平台流动性风险也可能反向跨表影响法定债务压力,导致基准计量结果存在内生性偏误。(1)在新《预算法》生效后的置换窗口期内(2015—2018年),各地区法定债务主要从融资平台存量债务甄别置换而来;(2)为防范隐性债务风险,置换窗口期内的法定新增债务同样置换了部分融资平台隐性债务。为处理融资平台债务和地方法定债务跨表置换导致的潜在内生性,本文选择“Bartik加权债务压力”和“债务压力空间偏离度”两项指标(毛捷等,2019),分别从时、空两个维度构造“法定债务压力”的工具变量:<sup>①</sup>

$$DP\_dev_{pct} = DP_{pct} - \sum_{m \neq c} DP_{pmt} / (Q_{pt} - 1), DP\_Bartik_{pct} = \frac{\sum_{t=2015}^{2021} DP_{pct} / DP_{pt}}{T} \times DP_{pt} \quad (4)$$

其中,  $DP\_dev_{pct}$  是“债务压力空间偏离度”,  $DP\_Bartik_{pct}$  是“Bartik加权债务压力”,  $p$  代表省份,  $Q_{pt}$  代表地级市  $c$  所在省份包含的地级市数目,  $T$  代表样本期。两阶段最小二乘法(2SLS)计量结果显示,第一阶段回归系数统计显著,说明内生变量与工具变量高度相关;到了第二阶段,无论采用空间工具变量还是时间工具变量,法定高债地区的融资平台流动性风险均得到优先缓释。因此,基准回归结论并不依赖于核心解释变量的潜在内生性。为进一步检验时、空工具变量的排他性,本文将工具变量和核心解释变量同时纳入模型(1),执行固定效应模型估计(欧阳伊玲等,2024)。计量结果表明,两项工具变量均不显著,而核心解释变量均为显著负值,证实两类工具变量并不直接影响融资平台流动性风险,而是通过本地法定负债率施以间接影响,满足排他性要求。

(五)异质性分析

为进一步观察融资平台改革转型中的流动性风险治理成效,本文分别基于增长目标、行政层级、债务类型等视角进行分组异质性检验。<sup>②</sup>一是基于样本中位数将地级市分成“高增长目标”和“低增长目标”两组,<sup>③</sup>观察增长目标设定如何影响流动性风险治理;二是按照万得资讯提供的统计口径,将区县级融资平台定义为低层级平台,区县以上融资平台定义为高层级平台,观察流动性风险的治理成效是否因行政层级而异;三是将法定负债率分为一般负债率和专项负债率,观察两类法定债务压力的影响效应差异。异质性计量结果形成三点分析结论。(1)融资平台流动性风险缓释主要集中在高增长目标地区,原因是设定高增长目标的地级市更加强化金融机构信贷干预,从而利用融资平台举债拉动本地数量型增长(吴海军等,2023;张军等,2007),而非仅补充流动性。(2)融资平台流动性风险缓释主要集中在区县以上高层级平台,原因是高层级平台的信用资质和资产实力显著高于低层级平台,在改革转型中能够获得更多流动性增信支持。(3)专项债务压力的影响系数显著高于一般债务压力,原因是专项债主要投向属地化基础设施项目,为承接专项债项目投资,融资平台公司相应获得更多长期信贷。上述结论从不同视角为理论假说2提供了经验证据支持。

① 限于篇幅,未报告两项工具变量的选择理由及内生性计量结果,具体见线上附录四。

② 限于篇幅,未报告异质性计量结果,具体见线上附录五。

③ 本文地市级“经济增长目标”的测算公式是“经济增长目标=(本年度设定增长率-上年度实际增长率)/上年度实际增长率”。相对本年度设定增长率指标(吴敏等,2022),这项指标通过测算设定目标与实际增长率的差异,使地市级政府之间的增长目标更具可比性,也能够更准确地捕捉各个地级市的数量型增长偏好。

## 五、基于双重风险治理视角的融资平台改革转型路径分析

### (一) 融资平台双重风险的异质性治理成效

前文分析表明,新《预算法》生效后,中国财政金融体制下的流动性增信目标从支持融资平台举债转向支持融资平台化债,使法定债务高压地区的融资平台流动性风险得到优先缓释。鉴于融资平台风险包括流动性风险和投资效率风险两类,接下来的问题是,在融资平台流动性风险得到优先缓释的同时,高债地区融资平台公司的投资效率是否得以同步提升?如果流动性风险和投资效率风险均取得绩优治理成效,则高债地区的融资平台公司能够以时间换空间逐步消化存量债务;否则财政金融协同化债仅缓释了流动性偿债压力,而未有效遏制低效投资的道德风险,隐性债务仍有可能在债务高压地区扩张滚续。

为观察法定债务压力下的融资平台流动性风险和投资效率风险是否取得异质性治理成效,本文基于模型(2)执行全样本计量检验。表3第(1)列提供的基准计量结果表明,法定债务高压地区的融资平台投资效率风险并未取得类似流动性风险的治理成效,其投资效率风险显著高于低债地区,从中长期看,这将持续提升债务滚续治理难度。原因可能在于,债务高压地区薄弱的经济和财力基础决定其不容易挖掘预期收益能够覆盖投资成本的绩优项目,在争取到金融机构中长期信贷后,一方面需要推进债务结构长期化;另一方面其新增投资只能通过放宽财务审核标准支持低效投资项目。为观察法定债务高压地区是否秉持政绩投资冲动,延续前文分组方法,本文将全部样本按“经济增长目标”执行分组计量检验。表3第(2)~(3)列计量结果表明,法定债务压力对融资平台投资效率风险的影响在低增长目标组相对模糊,影响效应主要集中在高增长目标组。进一步地,鉴于高增长目标组存在信贷干预能力的显著差异,本文继续按照“信贷干预能力”对高增长目标组进行样本细分,分组标准是地市政府是否为本地城商行的第一大股东。若地市政府是本地城商行第一大股东,则将对样本归入“强信贷干预”组;若本地未设立城商行或地市政府不是本地城商行第一大股东,则将对样本归入“弱信贷干预组”。按此标准进行样本分组的理由是,地方政府作为第一大股东,对本地城商行的信贷决策具有主导权和控制权,更有利于强化信贷干预能力。表3第(4)~(5)列计量结果表明,法定债务压力对融资平台投资效率风险的影响集中在“高增长目标”组中的“强信贷干预”样本,这说明地方政府设定的增长目标越高、信贷干预能力越强,法定债务压力下的融资平台投资效率越低。针对债务高压地区融资平台隐性债务高企、投资效率低下的严峻形势,2023年国务院办公厅发文敦促12个重点化债省份暂停政府新增项目,对融资平台存量债务化解给予金融支持。<sup>①</sup>本文从双重风险治理视角展开的分组计量分析既证实了理论假说3,同时也为这项治理政策提供了对应经验证据。

表3 投资效率风险治理的基准计量结果

样本分组	全样本	低增长目标	高增长目标		
			全样本	弱信贷干预	强信贷干预
因变量	投资效率风险	投资效率风险	投资效率风险	投资效率风险	投资效率风险
模型排序	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
法定负债率	0.094** (0.042)	0.031 (0.059)	0.148** (0.062)	0.044 (0.094)	0.216*** (0.070)

<sup>①</sup> 详见《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》(国办发〔2023〕35号)。

续表 3

样本分组	全样本	低增长目标	高增长目标		
			全样本	弱信贷干预	强信贷干预
因变量	投资效率风险	投资效率风险	投资效率风险	投资效率风险	投资效率风险
模型排序	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
企业控制变量	是	是	是	是	是
地区控制变量	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是
有效样本数	4977	2498	2479	902	1577
R <sup>2</sup>	0.482	0.576	0.559	0.573	0.560

(二)鱼和熊掌如何兼顾:融资平台改革转型路径分析

根据前文分析,在财政金融协同化债过程中,法定债务压力下的融资平台流动性风险和投资效率风险取得异质性治理成效,双重风险治理就像鱼和熊掌一样难以兼顾。尽管中央针对债务高压地区的新增债务投资采取了以“堵”为主的防范策略,但本文更关注的问题是,如何通过融资平台改革转型化“堵”为“疏”,一方面推进债务结构长期化,另一方面引导融资平台公司提质增效,实现鱼和熊掌兼顾?

因循既有文献的思路,本文从内部治理和外部环境两方面分析融资平台公司的改革转型路径。其中,公司内部治理考察盈利能力和会计信息,盈利能力强的融资平台公司更加具备自我造血能力,能够在改革转型中寻找合适的发展定位,通过拓展多元化投资渠道和优化投资项目组合降低投资效率风险。本文采用滞后一期“净现比”(经营活动现金流量净额与净利润的比值)衡量融资平台盈利能力。真实可靠的会计信息有助于克服契约不完全性,强化债权人监督控制权(袁振超、饶品贵,2018)。本文在现金流量琼斯模型(Dechow和Dichev,2002)和非线性琼斯模型(Ball和Shivakumar,2006)的基础上计算融资平台公司的“操纵应计利润”,以这项指标反向测度会计信息质量。具体测算程序为:

$$\frac{TA_{ijt}}{A_{ij,t-1}} = \beta_0 \frac{1}{A_{ij,t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{ijt}}{A_{ij,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{ijt}}{A_{ij,t-1}} + \beta_3 \frac{CFO_{ijt}}{A_{ij,t-1}} + \beta_4 \frac{DCFO_{ijt}}{A_{ij,t-1}} + \beta_5 \frac{CFO_{ijt} \times DCFO_{ijt}}{A_{ij,t-1}} + \varepsilon_{ijt} \quad (5)$$

$$NDA_{ijt} = \hat{\beta}_0 \frac{1}{A_{ij,t-1}} + \hat{\beta}_1 \frac{\Delta REV_{ijt}}{A_{ij,t-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{PPE_{ijt}}{A_{ij,t-1}} + \hat{\beta}_3 \frac{CFO_{ijt}}{A_{ij,t-1}} + \hat{\beta}_4 \frac{DCFO_{ijt}}{A_{ij,t-1}} + \hat{\beta}_5 \frac{CFO_{ijt} \times DCFO_{ijt}}{A_{ij,t-1}} \quad (6)$$

$$DA_{ijt} = \frac{TA_{ijt}}{A_{ij,t-1}} - NDA_{ijt} \quad (7)$$

其中,  $TA_{ijt}$ 、 $REV_{ijt}$ 、 $PPE_{ijt}$ 、 $CFO_{ijt}$ 、 $A_{ijt}$  分别表示融资平台公司的“总应计利润”“营业收入增加额”“固定资产”“经营活动净现金流量净额”“总资产”;  $DCFO_{ijt}$  是  $CFO_{ijt}$  的虚拟变量,当  $CFO_{ijt}$  为负值时赋值0,反之赋值1。首先,本文根据证监会2012年版《上市公司行业分类指引》划分的行业,基于模型(5)进行融资平台“资产化总应计利润”分行业和分年度回归,得到各解释变量系数拟合值;其次,将各解释变量的估计系数代入式(6),计算融资平台“非操纵应计利润” $NDA_{ijt}$ ;最后,基于式(7)计算融资平台“资产化总应计利润”与“非操纵应计利润”的差额,得到“操纵应计利润” $DA_{ijt}$ 。这项

指标绝对值越大,说明融资平台公司的盈余管理操作空间越充裕,会计信息质量越低。本文以  $DA_{ijt}$  取绝对值反向测度融资平台会计信息质量,该指标值越低反映会计信息质量越高。除加强企业内部治理外,投资效率风险治理还取决于外部营商环境。优越的地区营商环境有利于融资平台挖掘本地绩优项目,带动民间投资涵养财源税基。借鉴既有文献思路,本文采用王小鲁等(2021)构建的省级“市场化指数”衡量地区营商环境。将三项内部治理和外部环境指标分别作为调节变量引入计量模型(2),表4报告了融资平台投资效率风险治理的计量结果,可见无论是否纳入企业控制变量和地区控制变量,调节效应的估计结果均非常稳健。这说明,从提升企业盈利能力和改善会计信息质量着手加强公司内部治理,辅以优化地区营商环境的制度举措,均有利于对冲法定债务压力对融资平台投资效率风险的负面影响。换言之,将金融机构提供流动性增信和三方面的改革转型措施结合起来,有利于在推进债务结构长期化的过程中促进融资平台提质增效,实现鱼和熊掌的兼顾。

表4 投资效率风险治理的调节效应计量结果

调节变量	公司盈利能力			会计信息质量			地区营商环境		
因变量	投资效率风险			投资效率风险			投资效率风险		
模型排序	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
法定负债率	0.095** (0.036)	0.091** (0.036)	0.098** (0.045)	0.082*** (0.025)	0.079*** (0.027)	0.079** (0.033)	0.041 (0.037)	0.053 (0.038)	0.041 (0.042)
公司盈利能力	0.002* (0.001)	0.002 (0.001)	0.002 (0.001)						
法定负债率 × 公司盈利能力	-0.011** (0.005)	-0.013** (0.006)	-0.014** (0.006)						
会计信息质量				0.404*** (0.110)	0.305** (0.117)	0.290** (0.117)			
法定负债率 × 会计信息质量				1.450*** (0.528)	1.341*** (0.498)	1.469*** (0.483)			
地区营商环境							-0.001 (0.004)	0.000 (0.003)	-0.001 (0.003)
法定负债率 × 地区营商环境							-0.257*** (0.091)	-0.182* (0.098)	-0.234** (0.100)
企业控制变量	否	是	是	否	是	是	否	是	是
地区控制变量	否	否	是	否	否	是	否	否	是
固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是
有效样本数	4977	4977	4977	4977	4977	4977	4977	4977	4977
R <sup>2</sup>	0.466	0.482	0.483	0.468	0.483	0.484	0.466	0.482	0.483

## 六、结论及启示

中国经济从高速增长转为高质量发展后,融资平台风险在债务高压地区逐步凸显,建立防范

化解隐性债务风险长效机制、加快推进融资平台改革转型,已在理论和政策层面凝聚共识。<sup>①</sup>在中国财政金融体制下,我国银行业金融机构旨在支持融资平台化债的流动性增信有利于推进债务结构长期化,缓释融资平台流动性风险,但由于低效投资项目同样可以获得金融信贷支持,融资平台投资效率风险在道德风险驱使下随之提升,使高债地区隐性债务得以扩张滚续。由此,在融资平台改革转型过程中,“流动性风险”治理和“投资效率风险”治理就像鱼和熊掌一样难以兼顾。

本文基于中国财政金融体制下的流动性增信视角,利用手工整理的地方政府法定债务和融资平台公司财务数据,对融资平台流动性风险和投资效率风险的治理成效展开计量分析。本文研究表明,法定债务压力下的融资平台流动性风险和投资效率风险呈现异质性治理成效,其中流动性风险随法定债务压力增加而下降,投资效率风险随法定债务压力增加而提升,上述结论在替换代理变量、处理潜在内生性以及执行分组样本回归后依然保持稳健。机制分析表明,融资平台流动性风险缓释源于在财政金融协同战略引领下,金融机构优先为法定债务高压地区提供中长期信贷,制度性缓解了短债长投的资产负债期限错配;但流动性增信也强化了法定债务高压地区的低效投资偏好,导致融资平台投资效率风险在设定高增长目标、实施强信贷干预的地区集中凸显。调节效应计量表明,改善公司内部治理和优化地区营商环境的制度举措有利于推进融资平台改革转型,在缓释融资平台流动性风险的同时降低投资效率风险。

基于上述结论,第一,在财政金融协同化债过程中,为融资平台公司提供中长期信贷支持,“以时间换空间”推进债务结构长期化固然重要,也不能忽视债务高压地区以中长期信贷支持低效投资项目的道德风险。地方政府应加强融资平台投资绩效考核,遏制政绩投资冲动,将投资效率、资产负债率、盈利能力、偿债率等指标纳入综合考核体系。

第二,财政金融协同推进债务置换重组并非化解融资平台风险的根本之道,为能够实现鱼和熊掌兼顾,下一步改革重点是助力融资平台公司“卸下包袱、轻装上阵”,通过降低融资成本、改善会计质量、提升盈利能力等改革转型举措,引导融资平台提升自我“造血”能力。

第三,除改善公司内部治理外,地方政府应树立和践行高质量发展的新型政绩观,为各类经营主体营造优质营商环境,减少银行信贷行政干预,促进融资平台公司转型成为自主经营、自我约束的企业法人实体。对于提供流动性增信后仍无法通过改革转型切实提升盈利能力并虚报企业财务信息的融资平台公司,要依法予以破产重整或清算,避免融资平台低效投资继续衍生泛化隐性债务。

第四,在推进财政金融协同化债过程中,金融信贷资源主要流向信用资质和资产实力强的高行政层级平台公司,相对弱化了区县级平台公司的风险缓释效果。以中央推进新一轮存量隐性债务置换为契机,应进一步扩容建制区县隐性债务化解试点,推进区县级融资平台兼并重组,防范区县级融资平台债务触发区域性风险。

循着上述路径进一步思考,如何在提供流动性增信和硬化企业预算约束之间进行战略权衡、改善融资平台公司现金流业务、通过融资平台改革转型激发市场活力等问题,都是下一步有意义的深入研究方向。

参考文献:

1. 陈俊华、刘娜、吴莹:《地方政府偿债压力、企业异地投资与资本要素市场一体化》,《中国工业经济》2024年第7期。
2. 郭玉清、张妍、薛琪琪:《地方政府债务风险的量化识别与防范策略》,《中国人民大学学报》2022年第6期。

<sup>①</sup> 详见《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》(2024年7月18日)。

3. 黄佩华、迪帕克等:《中国:国家发展与地方财政》,吴素萍等译,中信出版社2003年版。
4. 李昊洋、程小可、李馨子:《财政补贴、法律监督与地方投融资平台代理成本》,《管理评论》2020年第4期。
5. 林毅夫、李志赟:《政策性负担、道德风险与预算软约束》,《经济研究》2004年第2期。
6. 刘贯春、程飞阳、姚守宇、张军:《地方政府债务治理与企业投融资期限错配改善》,《管理世界》2022年第11期。
7. 刘娟、唐加福:《营商环境、投资承载力与企业投资效率——基于我国上市公司的实证研究》,《管理科学学报》2022年第4期。
8. 刘晓光、刘元春:《杠杆率、短债长用与企业表现》,《经济研究》2019年第7期。
9. 马光荣、窦艺、聂卓、胡赟之:《到期债务压力与融资平台举债期限——兼论地方债务的流动性风险》,《管理世界》2024年第12期。
10. 毛捷、刘潘、吕冰洋:《地方公共债务增长的制度基础——兼顾财政和金融的视角》,《中国社会科学》2019年第9期。
11. 欧阳伊玲、王愉靖、李平、高昊宇:《数据要素与城投债定价:基于公共数据开放的准自然实验》,《世界经济》2024年第2期。
12. 钱一蕾、陈姗姗、钟宁桦、解咪:《地方政府债券对城投债发行规模与定价的影响》,《财贸经济》2023年第7期。
13. 邱穆青、白云霞:《官员访问与企业投融资期限错配》,《财经研究》2019年第10期。
14. 邱志刚、王子悦、王卓:《地方政府债务置换与新增隐性债务——基于城投债发行规模与定价的分析》,《中国工业经济》2022年第4期。
15. 沈红波、华凌昊、郎宁:《地方国有企业的投融资期限错配:成因与治理》,《财贸经济》2019年第1期。
16. 汪琼、李栋栋、王克敏:《营商“硬环境”与公司现金持有:基于市场竞争和投资机会的研究》,《会计研究》2020年第4期。
17. 王珏、骆力前、郭琦:《地方政府干预是否损害信贷配置效率?》,《金融研究》2015年第4期。
18. 王克敏、刘静、李晓溪:《产业政策、政府支持与公司投资效率研究》,《管理世界》2017年第3期。
19. 王小鲁、胡李鹏、樊纲:《中国分省份市场化指数报告(2021)》,社会科学文献出版社2021年版。
20. 吴海军、杨其静、阳镇:《增长压力、商住用地出让与融资平台债务扩张》,《金融研究》2023年第11期。
21. 吴敏、曹婧、毛捷:《地方公共债务与企业全要素生产率:效应与机制》,《经济研究》2022年第1期。
22. 吴涛、彭宇亭、杨渝镜:《地方政府债务风险压力对地方国企并购行为的影响——来自A股市场的证据》,《会计研究》2021年第9期。
23. 于文超、梁平汉、高楠:《公开能带来效率吗?——政府信息公开影响企业投资效率的经验研究》,《经济学(季刊)》2020年第3期。
24. 袁振超、饶品贵:《会计信息可比性与投资效率》,《会计研究》2018年第6期。
25. 张军、高远、傅勇、张弘:《中国为什么拥有了良好的基础设施?》,《经济研究》2007年第3期。
26. 张路:《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》2020年第2期。
27. 钟凯、程小可、张伟华:《货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜》,《管理世界》2016年第3期。
28. 邹静娴、申广军、刘超:《减税政策对小微企业债务期限结构的影响》,《金融研究》2022年第6期。
29. Bai, Y., & Qiu, M., Official Visit, Bank Credit and Maturity Mismatch: Evidence from Chinese Listed Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 57, No. 15, 2021, pp. 4361-4379.
30. Ball, R., & Shivakumar, L., The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition. *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 2, 2006, pp. 207-242.
31. Dechow, P., & Dichev, I., The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, Vol. 77, No. s-1, 2002, pp. 35-59.
32. Huang, Y., Pagano, M., & Panizza, U., Local Crowding-out in China. *The Journal of Finance*, Vol. 75, No. 6, 2020, pp. 2855-2898.
33. Myers, S., & Majluf, N., Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, 1984, pp. 187-221.
34. Richardson, S., Over-investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, Vol. 11, 2006, pp. 159-189.
35. Ye, Y., Yun, F., & Zhang, L., Public Enforcement and Corporate Maturity Mismatch. *Managerial and Decision Economics*, Vol. 46, No. 6, 2024, pp. 3818-3833.
36. Yu, L., Lyu, Z., & Duan, H., Plugging the Gap: Debt Pressure and the Rise of Forfeiture Revenues in Local Governments. *Finance Research Letters*, No.61, 2024, 105015.

## How to have the cake and eat it? Risk Governance of Local Government Financing Vehicle under Legal Debt Pressure

GUO Yuqing, NIE Song (Nankai University, 300073)

CHEN Chuanglian (Jinan University, 510632)

WANG Hao (Central University of Finance and Economics, 100081)

**Summary:** Risk governance of Local Government Financing Vehicles (LGFVs) is the focal point of concern across society. Establishing a long-term mechanism to alleviate implicit debt risks and accelerate the LGFVs reform and transition has gathered consensus at the theoretical and policy levels. Unlike conventional studies, this paper emphasizes that liquidity credit enhancement is a core institutional element in the LGFVs' risk governance. In the process of LGFV reform and transition, there is often a trade-off between mitigating liquidity risk and improving investment efficiency. Effectively balancing these two dimensions of risk governance is a pressing challenge in addressing the issue of implicit local government debt.

Based on the severe situation of local government debt governance, this paper tries to strengthen the risk governance of LGFVs and promotes the market-oriented reform and transition to provide a new perspective for risk governance. Based on the perspective of liquidity credit enhancement under the Chinese-style fiscal and financial system, this paper conducts econometric analyses on the governance effectiveness of liquidity risk and investment efficiency risk of LGFVs under the legal debt pressure. The results show that two types of LGFVs' risks exhibit heterogeneous governance effectiveness. The legal debt pressure significantly reduces the liquidity risk but increases investment efficiency risk. Although the medium- and long-term credits provided by financial institutions for debt reduction in LGFVs have successfully alleviated liquidity risk in high-debt regions, this action has also contributed to the accumulation and coalescence of investment efficiency risk in regions with high growth targets and strong credit interventions.

This paper makes three contributions. First, studying LGFVs' risk governance from the perspective of "liquidity credit enhancement" under the Chinese fiscal and financial system not only enriches the study of corporate risk governance, but also provides a new governance idea for alleviating local hidden debt risks and promoting the reform and transformation of LGFVs. Secondly, utilizing the authoritative data of local government debt, this paper distinguishes the local financing vehicle liquidity risk and investment efficiency risk to carry out measurement research, which has efficiently improved the research credibility. Thirdly, to have the cake and eat it, this paper provides a policy framework for strengthening performance assessment, improving corporate governance, optimizing the business environment, and preventing grass-roots risks, thus governing the double risks of LGFVs and promoting the reform and transition.

**Keywords:** Legal Debt Pressure, the Reform and Transition of Local Financing Vehicle, Liquidity Risk, Investment Efficiency Risk

**JEL:** H63, H81

责任编辑:馨 兰