

地方融资平台市场化转型与主动债务置换

——基于持股上市公司的视角

佟 岩, 赵泽与, 李 鑫

[摘要] 建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制,完善全口径地方债务监测监管体系,分类推进地方融资平台转型,是2024年国务院《政府工作报告》提出的总体要求之一。目前,越来越多的融资平台开始通过持有上市公司股份进行市场化转型。本文以2007—2021年融资平台发行的城投债数据为研究样本,探讨了融资平台持股上市公司对其主动债务置换行为的影响。研究发现,融资平台持股上市公司后显著提高了主动债务置换的水平,该结论在经过一系列稳健性检验后依然成立。机制检验发现,融资平台持股上市公司主要通过降低城投债融资成本和改善自身经营治理促进了主动债务置换行为。异质性分析表明,在行政级别较低、到期债务规模较大、投融资期限错配程度较高和高管市场经验较为丰富的融资平台以及基础设施投资较多的地区,融资平台持股上市公司对主动债务置换的影响更加明显。进一步地,本文还发现,融资平台持股上市公司可以有效避免主动债务置换行为加剧违约风险的问题。本文从持股上市公司的角度,为融资平台市场化转型的有效性提供了理论依据,对防范化解地方隐性债务风险也具有一定的参考价值。

[关键词] 地方融资平台; 市场化转型; 债务置换; 持股上市公司

[中图分类号] F124 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1006-480X(2024)05-0020-20

一、引言

20世纪80年代以后,随着中国经济快速发展,地方政府的财政需求日益增加。然而,受1994年“分税制”改革和1995年《中华人民共和国预算法》的影响,地方政府一直面临较大的财政压力,并缺少直接从市场获得资金的方式(曹婧等,2019),这使得地方政府融资平台公司(简称“融资平台”)应运而生。2009年,中国人民银行与原中国银行业监督管理委员会出台《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》(银发[2009]92号),提出要“支持有条件的地

[收稿日期] 2024-01-02

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“企业集团的债券管理模式:影响因素与经济后果”(批准号72072012); 国家社会科学基金一般项目“机构投资者投资偏好与企业ESG绩效提升研究”(批准号22BGL088); 广东省普通高校人文社会科学重点研究基地“智能财务治理与国家经济安全研究基地”(批准号2023WZJD009)。

[作者简介] 佟岩,北京理工大学管理学院教授,博士生导师,管理学博士;赵泽与,北京理工大学管理学院博士研究生;李鑫,西南财经大学会计学院讲师,管理学博士。通讯作者:李鑫,电子邮箱:bitlx2020@yeah.net。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

方政府组建投融资平台,发行企业债、中期票据等融资工具,拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”,融资平台自此蓬勃发展,并在缓解地方财政压力、完善地区基础设施建设以及促进地方经济发展等方面发挥了重要作用。然而,由于融资平台存在管理不规范、运作不透明等问题(龚强等,2011),以融资平台债务为主的地方政府隐性债务风险不断加剧。截至2022年底,融资平台总负债为93.8万亿元,一年内到期的债务占比远高于经营活动现金流量占比,且整体盈利能力弱,面临较高的偿债压力和风险(潘俊等,2018;张路,2020;郁芸君等,2022)(见图1)。^①2017年7月,第五次全国金融工作会议提出,要严控地方政府债务增量。2023年10月,第六次中央金融工作会议指出,要“建立防范化解地方债务风险长效机制,建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制,优化中央和地方政府债务结构”。由此可见,防范化解地方隐性债务风险已成为维护经济社会平稳发展、守住不发生系统性风险底线的关键所在。

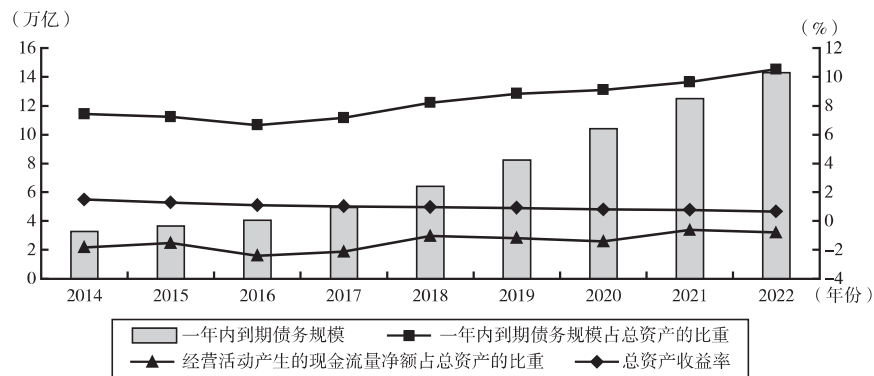


图1 融资平台到期债务压力的时间趋势

目前,推进地方融资平台有序转型逐渐被视为防范化解地方隐性债务风险的关键一环(徐忠,2018;徐军伟等,2020)。政府部门也相应出台了一系列重要举措,旨在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(沈红波等,2018)。2023年2月,财政部明确提出要“加强地方政府融资平台公司治理,逐步剥离政府融资功能,推动分类转型发展”。2024年的《政府工作报告》明确提出“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制,完善全口径地方债务监测监管体系,分类推进地方融资平台转型”。在此背景下,越来越多的地方融资平台开始尝试通过完善管理制度、增加经营性业务、整合重组等途径实现转型(严宝玉等,2020;贾君怡等,2023;王秋石等,2024)。与此同时,由于上市公司是较为优质的产业经营实体,一部分融资平台开始通过持有上市公司股份的方式拓展自身业务范围、增强盈利能力和改善经营状况。例如,主营市区棚户区改造项目的徐州市新盛投资控股集团有限公司(简称“新盛集团”)入主从事饮料制造业的上市公司维维股份(600300),持股比例30.91%。2022年新盛集团营业收入构成中,维维股份业务收入为416411.63万元,占比31.69%,排名第一,超过了棚户区改造的业务收入(410709.56万元)^②。

与此同时,许多融资平台还通过主动债务置换(通过发行新的城投债来偿还银行贷款的行为)

① 参考郁芸君等(2022)的做法,本文使用融资平台一年内到期债务规模占总资产的比重衡量其到期债务压力,其中一年内到期债务规模是短期借款、应付短期债券和一年内到期的非流动负债的总和。

② 数据来源:iFinD同花顺金融数据终端。

来缓解自身的偿债压力(沈红波等,2018)。长期以来,融资平台的投资项目回收期较长、现金流较弱,而以往“土地财政+平台贷款”的地方政府融资模式又使得融资平台严重依赖中短期银行贷款,导致其面临严重的投融资期限错配问题(龚强等,2011;沈红波等,2018;徐忠,2018)。随着市场化不断推进,融资平台更加具备现代化企业的经营理念,对融资成本重视度提升,也更加关注投融资期限匹配程度的问题。因此,当城投债的融资成本较低时,融资平台通过发行城投债的方式减少对银行贷款的依赖,从而降低债务成本、缓解偿债压力。然而,已有研究也发现债务置换并不能从根本上解决债务风险问题(郁芸君等,2022),因而在融资平台进行债务置换的过程中,市场化转型能否发挥关键作用同样是需要关注的问题。鉴于此,本文从融资平台持股上市公司这一具体路径出发,探讨融资平台市场化转型能否提高其主动债务置换的水平,以及在债务置换后市场化转型能否帮助融资平台有效规避债务风险。

具体地,本文以2007—2021年融资平台发行的城投债数据为样本进行实证检验,研究发现融资平台持股上市公司显著提高了主动债务置换水平。该结论在进行外生冲击检验、Heckman两阶段模型、安慰剂检验和替换变量测度方式等一系列稳健性测试后依然成立。本文还从降低城投债融资成本和改善公司经营治理两个方面检验了潜在的影响机制。异质性检验发现,当融资平台行政级别较低、到期债务规模较大、投融资期限错配程度较高、高管市场经验较为丰富以及地区基础设施投资较多时,持股上市公司对主动债务置换的促进作用更加明显。经济后果检验发现,融资平台持股上市公司可以有效避免主动债务置换引起违约风险加剧的问题。

本文的边际贡献体现在:①基于持股上市公司的基本事实,拓展了融资平台市场化转型经济效应的相关研究。推进融资平台实现市场化转型已成为有效防范化解地方隐性债务风险的重要举措之一(徐军伟等,2020;钟宁桦等,2021;邱志刚等,2022)。目前关于融资平台市场化转型的文献大多基于理论分析层面,对市场化转型的界定、目标、风险和可行性路径进行了初步探讨(毛捷和徐军伟,2021;贾君怡等,2023),而实证层面的研究相对较少,并且仅关注到融资平台增加经营性业务、整合重组等转型方式(严宝玉等,2020;王秋石等,2024)。本文研究发现,融资平台持股上市公司这一转型途径可以通过发挥“融资成本效应”和“经营治理效应”来促使其采取主动债务置换,这不仅丰富了融资平台市场化转型的研究视角,也为融资平台采取合理措施来降低融资成本、缓解债务压力提供了新的思路。②从融资平台市场化转型层面丰富了对债务置换影响因素的探讨。站在融资平台的角度,现有研究更多集中在“被动”置换层面(梁琪和郝毅,2019;李林巍等,2022;邱志刚等,2022;李志生等,2024),即2014年国务院发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号,简称“43号文”)提出“对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务,各地区可申请发行地方政府债券置换”,这一过程更多是由地方政府主导,通过发行地方政府债券将融资平台等主体发行的“表外”债务转换为“表内”债务,推动了地方政府债务结构优化。本文则关注融资平台“主动”的债务置换行为,即融资平台自主通过发行新的城投债来偿还银行贷款,更多是一种资产负债表“内部”的债务转换行为,与融资平台对融资成本的敏感度密切相关。沈红波等(2018)从银行这一外部主体出发,发现银行授信额度越高,融资平台主动债务置换行为越明显,而本文基于融资平台内部视角,研究其通过持股上市公司进行转型的过程如何影响其主动债务置换行为,相关结论不仅有助于进一步理解融资平台采取主动债务置换的内在原因,也为融资平台有效缓解投融资期限错配,实现自主经营、自负盈亏提供了决策依据。③本文还在一定程度上深化了国有企业分类改革的相关研究。现有文献针对国有企业分类改革形成了一系列丰富的研究成果,例如理论逻辑、分类依据和发展措施等内容(杨瑞龙,1995;黄群慧,

2022)。作为一类特殊的国有企业,融资平台在业务模式、目标函数、政府关系、风险特征等方面与一般地方国有企业均存在明显差异(毛捷和徐军伟,2021),因此,有必要在国有企业分类改革的理论框架下,对融资平台转型这一问题进行单独讨论。本文以融资平台持股上市公司作为研究市场化转型的切入点,讨论其对主动债务置换行为的影响,相关结论有助于进一步丰富国有企业分类改革的研究内容,同时也对融资平台根据自身实际情况制定市场化转型路线图具有一定的参考价值。

二、文献综述与理论分析

1. 文献综述

地方政府债务一直是学术界研究的热点。从地方政府债务扩张动因看,现有文献从财政体制、金融体制以及土地制度等角度给出了多种解释。首先,基于财政体制因素,陈宝东和邓晓兰(2017)、Chen et al.(2020)指出财政分权和软预算约束引起的地方政府财力减少与支出扩张是地方政府债务增长的重要原因。李永友和张帆(2019)研究发现,中国垂直财政的不平衡会导致地方政府在预算约束外利用融资平台进行举债,并且这一影响在经济欠发达地区更为明显。其次,基于金融体制因素,陈宝东和邓晓兰(2017)、毛捷等(2019)认为在金融分权隐性化的背景下,地方政府通过培育地方性金融机构、干预信贷资源分配来满足融资平台和基础设施建设的需要,由此导致地方债务迅速增长。此外,从土地制度因素看,张莉等(2018)发现在“土地融资”模式下,土地出让收入增加会提高地方政府对未来偿债能力的预期,继而促进城投债的发行。关于地方政府债务扩张可能带来的经济后果,从宏观层面看,地方政府债务规模上升不仅可以在短期内提振经济增长,而且在长期内仍然具有显著的促进效应(林毅夫等,2023)。然而,地方政府债务的过度扩张也可能造成系统性风险,不利于宏观经济发展(毛锐等,2018;熊琛和金昊,2018;梁上坤等,2024)。从微观层面看,地方政府债务的急剧扩张会造成企业信贷困难(Huang et al., 2020;刘畅等,2020),提高企业融资成本,加剧杠杆操纵程度(饶品贵等,2022),甚至会阻碍企业投资和创新活动(Croce et al., 2019;余海跃和康书隆,2020)。因此,地方政府应将债务水平控制在合理范围内(Eberhardt and Presbitero, 2015)。关于地方政府债务问题的治理途径,已有研究从加强宏观经济政策协调(马勇和章洪铭,2023)、硬化地方政府的软预算约束(王永钦等,2016)、完善干部考核评价机制(曹婧等,2019)等诸多方面提出了针对性建议。

目前,越来越多的学者认为推进融资平台有序转型是防范化解地方政府债务风险、实现融资平台健康发展的关键(徐鹏程,2017;毛捷和徐军伟,2021)。根据公司治理结构,融资平台属于国有企业的范畴,因此,融资平台市场化转型与国有企业改革理论密切相关。现有研究对国有企业改革的目标、原则和路径进行了广泛讨论,尤其是基于“分类改革”形成了一系列重要的研究成果,具体包括分类改革的理论逻辑、分类原则和实施路径等内容(杨瑞龙,1995;黄群慧,2022)。与作为一般市场主体的地方国有企业不同,融资平台的特殊性主要体现在:一是政府与企业的关系不同,地方政府往往会直接干预或者调配融资平台的各类资源,因此,存在较为严重的政企不分、职责不清等问题;对于一般国有企业,地方政府主要是履行出资人职责,对其日常经营活动的干预较少。二是企业目标函数不同,融资平台以完成地方政府投融资任务为目标,而一般地方国有企业则以利润最大化或者股东利益最大化为目标(毛捷和徐军伟,2021)。三是企业风险特征不同,融资平台的风险与当地信用密切相关,而一般地方国有企业风险更多体现为企业自身的风险。因此,有必要专门

对融资平台市场化转型展开研究。

目前,部分学者针对融资平台转型路径的经济效果进行了实证研究,并得出了不同结论。郭玉清等(2021)发现“43号文”所引领的融资平台战略转型能够缓解融资平台的中长期偿债压力,并改善融资平台对流动负债的偿付能力。严宝玉等(2020)则认为地方政府过于关注提高平台公司短期内的再融资能力,忽视了提高其市场竞争力和化解债务风险的能力,使得当前融资平台市场化转型并没有达到预期的效果。王秋石等(2024)发现融资平台通过整合重组(将股权划转至上级政府控股)实现转型,可以在一定程度上降低违约风险。然而,现有研究对融资平台这类特殊国有企业如何通过持股上市公司实现转型发展的理论探讨和实证检验较为薄弱。

此外,关于债务置换的研究主要集中于2015年前后中国开始对地方政府债务进行置换所产生的经济后果的探讨。2014年,“43号文”中提出对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务,各地区可申请发行地方政府债券置换。2015年,经第十二届全国人大常委会第十六次会议审议批准,共下达6000亿元新增地方政府债券和3.2万亿元置换债券额度。学者们探讨了地方政府债务置换对宏观经济、企业融资等方面的影响,如梁琪和郝毅(2019)研究发现地方政府通过债务置换可以延长债务期限结构、降低债务负担,从而缓解了宏观经济风险。李林巍等(2022)认为地方政府债务置换会促使银行调整贷款对象,增加了实体企业的融资规模,但债务置换同时也压缩了银行的利润空间,进一步推高了实体企业的融资成本。邱志刚等(2022)聚焦地方政府债务置换对城投债发行规模和定价的影响,发现债务置换通过增强地方政府的隐性担保能力,降低了城投债的发行价差,但同时也缩减了募集资金用于借新还旧和补充流动资金的城投债发行规模。已有文献更多关注由地方政府主导的“被动”债务置换,但是对融资平台“主动”用新债置换旧债的讨论较为薄弱。沈红波等(2018)研究发现融资平台获得的银行授信额度越高,使用城投债置换银行贷款的倾向越强、规模越大。郁芸君等(2022)认为到期债务规模越大的融资平台越有可能进行“借新还旧”,然而这一举措仅能暂缓其偿债压力,要从根本上防范化解债务风险还需推动融资平台自身的市场化转型。近年来,融资平台市场化转型正在不断深入,却鲜有文献关注融资平台市场化转型是否会对主动债务置换行为产生影响。鉴于此,本文试图探讨融资平台持股上市公司这一市场化转型途径对主动债务置换的经济效应。

2. 理论分析

一直以来,融资平台主要承担城市建设、资源开发等公益性业务,具有回收期较长、现金流较弱、收益率较低的特点,致使平台公司自我“造血”能力较差,违约风险较高(潘俊等,2018;邱志刚等,2022)。目前,“债务置换”被视为化解债务风险的主要手段之一,被广泛应用于实践,其作用能否得到充分发挥则取决于两个前提条件:一是新的债务融资成本要明显低于旧的债务融资成本,沈红波等(2018)研究发现融资平台发行城投债的成本要明显低于银行贷款的成本;二是新的债务融资期限明显长于旧的债务融资期限,陈志勇等(2015)指出中国融资平台银行贷款平均期限为5年,而城投债平均期限为5—7年。因此,采用城投债置换银行贷款的“主动债务置换”行为可以有效降低融资平台的债务融资成本、缓解投融资期限错配问题,并且随着融资平台市场化转型的推进,上述影响会更为显著(沈红波等,2018)。就融资平台持股上市公司这一具体转型途径而言,其对主动债务置换的影响主要体现在以下两个方面:

一方面,融资平台持股上市公司能够降低城投债融资成本。首先,融资平台通过持股上市公司不仅可以获取投资收益、改善自身盈利状况,也能够借助上市公司各类资源拓展自身的经营性业务范围,强化自我造血功能,从而有助于缓解对地方政府隐性支持的依赖,提振债券投资者对城投债

的信心。其次,上市公司股权有高流动性的优势,融资平台在持有上市公司股权后,可以在面临偿付危机时将其持有的股权资产进行质押或变现,在一定程度上缓解了流动性约束,从而有益于改善投资者对城投债的风险预期。最后,以往融资平台的行政色彩较为浓厚,缺乏完善的信息披露制度和有效的监督反馈机制(龚强等,2011;韩鹏飞和胡奕明,2015;潘俊等,2018),存在信息披露不及时、虚假项目融资、财务造假等诸多问题(潘俊等,2018),使得投资者很难掌握平台公司的真实情况。地方融资平台在持股上市公司后会受到资本市场、监管部门和媒体的关注与监督,在一定程度上能够弥补以往平台公司信息披露的缺陷,有助于缓解投资者面临的信息不对称,继而降低风险补偿要求。综合看,上述因素均有利于降低融资平台发行城投债的成本,最终促使融资平台具有更强烈的债务置换动机。

另一方面,持股上市公司还可以在在一定程度上改善融资平台的经营治理。早期的融资平台是政府职能公司化运作的产物(韩鹏飞和胡奕明,2015),融资平台的高管大多由政府职能部门负责人调任或兼任,在管理、运行等方面存在浓厚的行政色彩(韩鹏飞和胡奕明,2015;沈红波等,2018;郭玉清等,2021),这使得董事会、监事会等现代企业制度较为薄弱。同时,许多融资平台只是通过简单整合政府相关部门的工作人员后组建,因此,还相对缺乏战略、投资、风控等相关职能以及金融、会计、管理、法律、风控等专业技术人才(徐鹏程,2017;贾君怡等,2023),这使得公司管理层对资本市场的运作和产品缺乏全面、深入的认识,对银行贷款依赖带来较高的融资成本也未能给予足够的关注,难以选择出最佳的债务融资工具和融资时机(罗党论和王文睿,2017;沈红波等,2018),进而导致融资平台容易出现投融资期限错配的问题。持股上市公司后,融资平台作为上市公司的大股东可能会向其委派董事等高级管理人员,参与上市公司的日常经营管理。根据社会学习理论,个人可以通过关注、观察和模仿其他环境中的行为表现和工作方法,学习到新的知识和技能(Bandura, 1977),并将从外部获取的知识或信息指导自身学习工作(宋元宵和向纯洁,2020),模仿和应用到自己的工作场所(范恒和周祖城,2018)。因此,除实现对上市公司的一定控制外,在融资平台市场化转型的背景下,委派到上市公司的融资平台高管也可以在上市公司中学习到更多先进的现代企业管理和资本市场融资的工作经验,最终将新学习的知识应用到融资平台的管理决策中,重视可能存在的投融资期限错配等问题,因此,更有可能推进融资平台的主动债务置换。综合上述理论分析,本文认为融资平台持股上市公司会提高其主动债务置换的水平。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文以2007—2021年在交易所债券市场和银行间债券市场挂牌交易的城投债为初始样本,并按照相关研究对上述样本进行筛选(沈红波等,2018;刘晓蕾等,2021):①删除浮动利率和累进利率债券样本;②删除信用评级缺失的债券样本;③删除发债企业财务数据缺失的债券样本,最后获得2159家融资平台发行的9422个城投债样本。关于数据来源,融资平台持股上市公司的数据首先按照国泰安数据库中的上市公司股东研究数据库“十大股东文件”统计出各融资平台的持股数据,然后按照股东名称与城投债发行人信息进行匹配。融资平台公司财务数据、城投债发行数据均来自于东方财富金融终端,地区经济数据来源于国家统计局。为消除极端值干扰,本文对所有连续变量在前后两端进行1%的缩尾处理。

2. 模型设计

本文构建如下模型来检验融资平台持股上市公司与主动债务置换之间的关系：

$$PR_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 ShareList_{i,t-1} + \sum Controls + \sum Year + \sum Industry + \sum Province + \sum RatingAgency + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中, i 为发行人, j 为城投债, t 为年份。 PR 表示融资平台主动债务置换的水平, $ShareList$ 表示融资平台持股上市公司, $Controls$ 表示一系列控制变量, $Year$ 、 $Industry$ 、 $Province$ 和 $RatingAgency$ 分别表示时间、行业、地区和信用评级机构固定效应, ε_{ijt} 为随机扰动项。^①

3. 变量定义

(1)主动债务置换。参考沈红波等(2018)的方法,本文对城投债募集说明书中的募集资金是否涉及偿还银行贷款和具体的偿还金额进行手工整理,并以募集说明书中明确用于偿还银行贷款的金额除以城投债发行前一年的总资产来度量融资平台主动债务置换水平(PR)。

(2)融资平台持股上市公司。本文构建以下三个测度指标:①融资平台是否持股上市公司($ShareList_D$),当融资平台持有上市公司股份时 $ShareList_D$ 取值为1,否则为0;②融资平台持股的上市公司数量($ShareList_N$);③融资平台持有上市公司股份比例的平均数($ShareList_R$)。

(3)控制变量。借鉴已有研究(沈红波等,2018;朱莹和王健,2018;郁芸君等,2022),本文在基准模型中尽可能控制影响融资平台主动债务置换的关键变量:①债券特征变量,包括债券规模、债券期限和债券信用评级;②融资平台特征变量,包括公司规模、偿债能力、盈利能力和营业收入增长率;③地区特征变量,包括省份层面的经济发展水平、财政收入增长率、财政赤字与GDP比值、房地产投资与GDP比值和人口增长率。^②

4. 描述性统计^③

主动债务置换(PR)均值为0.331%,最小值(最大值)为0%(6.642%),说明不同融资平台的债务置换水平存在明显差异。 $ShareList_D$ 的均值为0.129,表明样本中约有12.9%的城投债是由持股上市公司的融资平台发行的,而 $ShareList_N$ 和 $ShareList_R$ 的最大值分别为5和0.451,表明样本内融资平台最多持股5家上市公司,平均持股比例最高为45.1%。此外,控制变量的描述性统计结果与已有研究较为接近(朱莹和王健,2018;郁芸君等,2022)。

四、实证结果与分析

1. 融资平台持股上市公司对主动债务置换的影响

表1报告了基准模型的回归结果。第(1)列结果发现 $ShareList_D$ 的系数在5%的水平上显著为正,表明相较于未持有上市公司股份的融资平台,持有上市公司股份的融资平台进行主动债务置换的水平会提高近9.87%。第(2)列结果发现 $ShareList_N$ 的系数在1%的水平上显著为正,表明 $ShareList_N$ 每增加1个单位,融资平台进行主动债务置换的水平将增加近5.12%。第(3)列结果发现 $ShareList_R$ 的系数在5%的水平上显著为正,表明 $ShareList_R$ 每增加1个单位,融资平台进行主

① 为缓解反向因果所引起的内生性问题,本文解释变量、发行人层面控制变量、地区层面控制变量均使用城投债发行前一年的数据进行计算。

② 具体变量定义参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

③ 具体变量描述性统计结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

动债务置换的水平将增加 38.36%，由此证明了融资平台持股上市公司会显著提高主动债务置换的水平。

表 1 融资平台持股上市公司与主动债务置换的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>
<i>ShareList_D</i>	0.0987** (2.0153)		
<i>ShareList_N</i>		0.0512*** (2.8504)	
<i>ShareList_R</i>			0.3836** (2.1275)
控制变量	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
地区固定效应	是	是	是
评级机构固定效应	是	是	是
观测值	9442	9442	9442
Adj. R ²	0.1164	0.1168	0.1164

注：括号内为 t 统计量，***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平，标准误均在融资平台层面进行聚类调整。以下各表同。

2. 稳健性检验

(1) 外生冲击检验。为缓解可能存在的内生性问题，本文在剔除样本期间内持股上市公司又转让股权的融资平台样本后，基于持股事件开始年份使用倾向得分匹配—多期双重差分法 (PSM-DID) 检验。本文首先构建企业分组变量 (*Treat*)，对于样本期间内持股上市公司的融资平台取值为 1，一直未持股上市公司的融资平台取值为 0；其次，构建时间分组变量 (*Post*)，当融资平台持股上市公司当年及后续年份取值为 1，否则为 0；最后，构建 *Treat* 和 *Post* 的交乘项 *Treat*×*Post*，其系数表示融资平台持股上市公司带来的政策净效应。在此基础上，本文选取融资平台的公司规模、偿债能力、盈利能力和营业收入增长率，地区的经济发展水平、财政收入增长率、财政赤字与 GDP 比值、房地产投资与 GDP 比值和人口增长率作为协变量，同时控制时间、行业 and 地区层面的固定效应，采用近邻匹配法将持股上市公司的融资平台与未持股上市公司的融资平台进行 1:1 无放回匹配。表 2 列示了 PSM-DID 的回归结果，可以看到 *Treat*×*Post* 的系数在 5% 的水平上显著为正，说明融资平台持股上市公司后，其主动债务置换水平显著提升。此外，图 2 展示了平行趋势检验的结果，可以看到，融资平台持股上市公司之前的回归系数均不显著，说明处理组和控制组之间的主动债务置换水平在持股之前不存在显著差异，满足“平行趋势假设”，而持股当期及之后年份的回归系数均显著为正，表明融资平台持股上市公司对主动债务置换的正向作用具有一定的持续性。^①

① PSM 的平衡性测试结果及其他稳健性检验的详细说明参见《中国工业经济》网站 (ciejournal.ajcass.com) 附件。

表 2 PSM-DID 的回归结果

变量	(1)
	<i>PR</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.1958** (1.9634)
<i>Treat</i>	0.0225 (0.2782)
时间固定效应	是
行业固定效应	是
地区固定效应	是
评级机构固定效应	是
观测值	2864
Adj. R ²	0.1469

(2) Heckman 两阶段模型。本文结论可能受到样本自选择偏差的影响,即持股上市公司的融资平台本身就与未持股上市公司的融资平台在某些特征上存在一定差异,从而导致其存在不同水平的主动债务置换,对此采用 Heckman 两阶段模型进行检验。具体地,本文使用融资平台是否持股上市公司 (*ShareList_D*) 作为第一阶段的被解释变量,以同年度同地区其他融资平台持股上市公司的平均水平和模型(1)的控制变量作为解释变量,同时控制年度、行业、省份和信用评级机构固定效应,在 Probit 回归后计算得到逆米

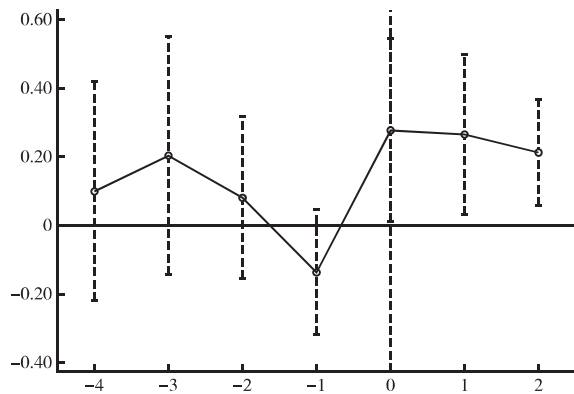


图 2 平行趋势检验

尔斯比率 (*IMR*),并将其作为控制变量加入基准模型中重新进行回归。结果发现,*IMR*的系数仅当解释变量为 *ShareList_N* 时显著,表明本文的自选择偏差问题并不严重。同时,在修正该问题后,融资平台持股上市公司变量的系数依然显著为正,进一步证明了基本结论的稳健性。

(3) 安慰剂检验。为证明本文的基准回归结果不是由于某些偶然因素所驱动,本文通过随机构造虚拟融资平台持股上市公司事件进行安慰剂检验。具体地,本文分别将核心解释变量 *ShareList_D*、*ShareList_N*、*ShareList_R* 随机赋值到任意债券一年度样本上并重复进行 1000 次回归,生成相应被解释变量 (*PR*) 下虚拟解释变量 *t* 值的核密度图。结果发现,*t* 值均集中分布于 0 附近,只有极少数的 *t* 值大于真实的 *t* 值,说明在 1000 次回归中解释变量的回归系数几乎都是不显著的。该结果表明,融资平台持股上市公司对主动债务置换的促进作用不是随机偶然因素导致的,进一步证明了本文结论的可靠性。

(4) 替换被解释变量的测度方式。首先,本文使用城投债募集说明书中用于偿还银行贷款的总金额的自然对数衡量主动债务置换规模。其次,本文根据城投债募集说明书对募集资金用途的描述构建主动债务置换的虚拟变量,当发行城投债用于置换银行贷款时取值为 1,否则为 0,并使用

Probit模型进行回归。上述稳健性检验结果均表明基准结论不变。

(5)城投债票面利率与银行贷款利率差值的分组比较。本文基本结论成立的前提之一是融资平台持股上市公司后其发行城投债的成本能够低于银行贷款的成本。参考沈红波等(2018)的方法,本文将样本内融资平台发行城投债的票面利率减去发债年份中国人民银行的中长期银行贷款的利率^①,并对这一差值进行分组检验。结果显示,在持股上市公司的融资平台样本中,城投债票面利率与中长期银行贷款利率的差值为-0.770,且在1%的水平上显著,而在未持股上市公司的融资平台样本中,城投债票面利率与中长期银行贷款利率的差值为0.332,同样在1%的水平上显著。同时,持股上市公司组与未持股上市公司组的差值为-1.102,且在1%的水平上显著。该结果表明,融资平台持股上市公司后发行城投债的利率要低于银行贷款利率,从而促使其进行主动债务置换。

(6)剔除融资平台无偿划转获得上市公司股权的样本。实践中,为了解决融资平台面临的经营不善、财务困境等问题,地方政府可能会将效益较好的国有企业股权无偿划转给融资平台,以提高融资平台的债务偿还能力,但这可能不属于市场化转型,而是一种地方政府“左手倒右手”的化债手段,例如云南省“白药化债”、贵州省“茅台化债”等。基于此,本文将融资平台无偿划转获得上市公司股权的样本剔除后重新对基准模型进行检验。结果发现,融资平台持股上市公司变量的系数均显著为正,这说明“无偿划转”现象的存在并未影响本文结论。^②

五、进一步分析

1. 影响机制分析

前文的检验结果均支持了融资平台持股上市公司对主动债务置换的促进作用,本部分进一步从“融资成本效应”和“经营治理效应”两个方面检验其中的影响机制,并构建如下模型:

$$Mediator_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 ShareList_{i,t-1} + \sum Controls + \sum Year + \sum Industry + \sum Province + \sum RatingAgency + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

其中, $Mediator$ 代表机制变量,包括“城投债融资成本”和“融资平台经营治理”两个变量,其余变量定义与模型(1)保持一致。

(1)城投债融资成本。发行城投债的融资成本是影响融资平台进行主动债务置换的关键因素之一(沈红波等,2018),如果融资平台能够以较低的成本发行城投债,那么就更有动机利用城投债去置换利率较高的银行贷款。而融资平台持股上市公司之所以可以降低城投债的融资成本,一个重要原因就在于持股上市公司不仅能够拓展融资平台的经营性业务,还可以通过利润分配获得投资收益,从而改善了经营绩效,强化了自我造血能力,这有助于降低债券投资者的风险补偿要求,使得城投债融资成本有所降低。因此,本文首先对持股上市公司改善融资平台经营绩效的作用进行检验,并利用融资平台的净资产收益率(ROE)作为其经营绩效的代理变量。表3第(1)一(3)列报告了相应的结果,可以看到融资平台持股上市公司变量的系数至少在5%的水平上显著为正,说明持股上市公司可以在一定程度上改善融资平台的经营绩效、增强了造血能力。

在此基础上,本文利用模型(2)进一步检验融资平台持股上市公司对城投债融资成本的影响,

^① 由于融资平台的借贷周期普遍较长,本文使用中国人民银行五年以上的中长期贷款利率进行检验。

^② 感谢匿名评审专家提出的宝贵意见。

*Mediator*为城投债融资成本,采用城投债发行时的信用利差(*CS*)衡量,即城投债发行时的到期收益率与同期限国债到期收益率之间的差额(沈红波等,2018;邱志刚等,2022;梁上坤等,2024)。表3第(4)—(6)列报告了基于城投债融资成本的机制检验结果,融资平台持股上市公司变量的系数至少在10%的水平上显著为负,说明融资平台持股上市公司确实显著降低了城投债的发行利差,从而提高了主动债务置换的水平。

表3 影响机制检验:城投债融资成本

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>ROE</i>	<i>ROE</i>	<i>ROE</i>	<i>CS</i>	<i>CS</i>	<i>CS</i>
<i>ShareList_D</i>	0.7488*** (2.7034)			-0.1399*** (-3.6156)		
<i>ShareList_N</i>		0.5711*** (3.4161)			-0.0528*** (-3.5666)	
<i>ShareList_R</i>			2.1904** (2.1835)			-0.2684* (-1.9442)
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是
评级机构固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	9415	9415	9415	9442	9442	9442
Adj. R ²	0.0971	0.1118	0.0946	0.6508	0.6506	0.6499

(2)融资平台经营治理。一直以来,融资平台管理层大多由地方政府官员兼任,他们在现代企业管理和金融市场方面的工作经验相对不足(韩鹏飞和胡奕明,2015)。持股上市公司后,融资平台作为上市公司的大股东可能向其委派董事等高级管理人员,参与上市公司的日常经营管理。根据社会学习理论,委派到上市公司的融资平台高管可以学习到更多市场工作经验,并将其应用到融资平台的管理中,这会使其逐渐重视可能存在的投融资期限错配等问题,同时积极改善自身的经营绩效水平,从而更有可能推进融资平台的主动债务置换。基于此,本文利用模型(2)检验融资平台持股上市公司对委派高管的影响,*Mediator*为融资平台是否向上市公司委派高管的虚拟变量(*Gov*),当融资平台高管同时在持股的上市公司担任高级管理人员时取值为1,否则为0,该数据基于国泰安数据库中的上市公司高管简历数据和城投债募集说明书中的融资平台高管简历数据手工整理所得,本部分采用Probit模型进行回归。表4第(1)、(2)列的结果表明,融资平台持股上市公司变量的系数均在1%的水平上显著为正,说明持股上市公司后融资平台更有可能向上市公司委派高管。在此基础上,本文进一步验证向上市公司委派高管对融资平台自身经营绩效的“治理效应”,其中,融资平台经营绩效采用净资产收益率(*ROE*)度量,核心解释变量为融资平台是否向上市公司委派高管(*Gov*),控制变量包括模型(1)中除盈利能力之外的所有变量,同时加入年度、行业、省份和信用评级机构固定效应,回归结果如第(3)列所示。可以看到,*Gov*的系数在1%的水平上显著为正,说明向上市公司委派高管的确有助于改善融资平台自身的经营绩效。综上所述,融资平台高管在进入上市公司后,随着其市场化管理经验增加,能够显著提高平台公司经营治理水平,继而促进了主动债务置换行为的发生。

表 4 影响机制检验:融资平台经营治理

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Gov</i>	<i>Gov</i>	<i>ROE</i>
<i>ShareList_N</i>	0.4309*** (3.7565)		
<i>ShareList_R</i>		2.9912*** (3.0969)	
<i>Gov</i>			1.1245*** (3.1239)
控制变量	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
地区固定效应	是	是	是
评级机构固定效应	是	是	是
观测值	1212	1212	1211
Pseudo R ² /Adj. R ²	0.3817	0.3909	0.2870

注:(1)、(2)列括号内为z统计量,第(3)列括号内为t统计量。

2. 异质性分析

(1) 融资平台行政级别。通常来讲,较高行政级别的融资平台在资产规模、运营能力以及各类资源的获取、整合和利用等方面都具有一定优势(毛捷和徐军伟,2021),资金实力更加雄厚,这使其能够以较低的成本和较短时间获得债务融资,因此,通过主动债务置换来延长自身偿债期限的需求和动机也就较小。本文预期,持股上市公司对主动债务置换的促进作用在行政级别较低的融资平台中更为明显,将国家级和省级的融资平台定义为行政级别较高组,将市级、区县级的融资平台定义为行政级别较低组。表5的回归结果发现,相较于行政级别较高组,融资平台持股上市公司变量的系数在行政级别较低组中显著为正。与此同时,本文采用自抽样法(Bootstrap)重复1000次计算进行组间差异检验,得到的系数差异均在1%的水平上显著异于0。因此,当融资平台行政级别较低时,持股上市公司对其主动债务置换的促进作用更为显著。

(2) 融资平台到期债务规模。受自身业务特征的影响,融资平台经营项目的现金流较少、资产变现困难,且回收周期通常要远长于债务期限(吴文锋和胡悦,2022),凭借自身现金净流入难以满足到期兑付的资金需求(Chen et al., 2020; 郁芸君等, 2022)。同时,随着国家对融资平台银行贷款政策日趋收紧,融资平台不得不更多依靠发债的方式满足自身流动性需求(郁芸君等, 2022),兑付即将到期的债务,从而缓解自身债务压力。因此,如果融资平台面临的到期债务规模越大,其进行主动债务置换的需求更大,融资平台持股上市公司对主动债务置换的促进作用也更加明显。本文借鉴郁芸君等(2022)的研究,以短期借款、应付短期债券以及一年内到期的非流动负债之和的自然对数度量融资平台的待偿还债务规模,然后根据其中位数进行分组检验。表6结果表明,相较于到期债务规模较小组,融资平台持股上市公司变量的系数在到期债务规模较大组中更为显著,并且除*ShareList_D*之外组间系数差异均通过了显著性检验。因此,当融资平台到期债务规模较大时,持股上市公司对其债务置换规模的促进作用更加明显。

表 5 基于融资平台行政级别的异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>
	行政级别较高	行政级别较低	行政级别较高	行政级别较低	行政级别较高	行政级别较低
<i>ShareList_D</i>	-0.0118 (-0.1475)	0.1077* (1.8248)				
<i>ShareList_N</i>			0.0008 (0.0284)	0.0903*** (3.2767)		
<i>ShareList_R</i>					-0.0039 (-0.0152)	0.6477** (2.2911)
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是
评级机构固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	2888	6522	2888	6522	2888	6522
Adj. R ²	0.1545	0.1149	0.1545	0.1157	0.1545	0.1154
组间系数差异	-0.1195***		-0.0895***		-0.6516***	

表 6 基于融资平台到期债务规模的异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>
	到期债务规模较大	到期债务规模较小	到期债务规模较大	到期债务规模较小	到期债务规模较大	到期债务规模较小
<i>ShareList_D</i>	0.1144*** (2.6492)	0.1572 (0.7667)				
<i>ShareList_N</i>			0.0534*** (3.2822)	0.1779 (1.5103)		
<i>ShareList_R</i>					0.3903** (2.4783)	2.1196* (1.8635)
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是
评级机构固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	4712	4710	4712	4710	4712	4710
Adj. R ²	0.1399	0.1661	0.1405	0.1670	0.1396	0.1675
组间系数差异	-0.0428		-0.1245***		-1.7293***	

(3) 融资平台投融资期限错配程度。如前文所述,投融资期限错配一直是融资平台面临的重要问题(龚强等,2011;陈志勇等,2015;沈红波等,2018),但由于融资平台自身较为浓厚的行政色彩,长期以来并没有引起管理层的充分重视。当融资平台逐渐转型为市场化主体后,管理层的经营理

念也会随之转变,通常会更加注重投融资期限匹配的问题(沈红波等,2018)。因此,当融资平台投融资期限错配越严重时,持股上市公司所带来的“融资成本效应”和“经营治理效应”会在更大程度上促使融资平台采取主动债务置换。参考刘晓光和刘元春(2019),本文以短期负债比例与短期资产比例之差度量企业投融资期限错配程度,然后根据其中位数进行分组检验。表7结果表明,相较于投融资期限错配程度较低组,融资平台持股上市公司变量的系数在投融资期限错配程度较高组中更为显著,且组间系数差异均通过了显著性检验。因此,当融资平台投融资期限错配越严重时,融资平台持股上市公司后越有可能进行主动债务置换。

表7 基于融资平台投融资期限错配程度的异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>
	错配程度较高	错配程度较低	错配程度较高	错配程度较低	错配程度较高	错配程度较低
<i>ShareList_D</i>	0.1303** (2.0787)	0.0008 (0.0120)				
<i>ShareList_N</i>			0.0574*** (2.6500)	0.0308 (0.6561)		
<i>ShareList_R</i>					0.6411*** (3.0511)	-0.0993 (-0.4088)
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是
评级机构固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	4716	4706	4716	4706	4716	4706
Adj. R ²	0.1344	0.1060	0.1349	0.1061	0.1353	0.1060
组间系数差异	0.1295***		0.0266**		0.7404***	

(4) 融资平台高管市场经验。在很长时间内,许多融资平台高管仅具有政府工作经历(韩鹏飞和胡奕明,2015;沈红波等,2018),缺乏必要的市场经营和企业管理经验以及风险防范意识。而具有企业和金融市场工作背景的高管对资本市场认知更深,能够帮助平台公司降低融资成本(罗党论和王文睿,2017),并更加重视投融资期限错配问题(沈红波等,2018)。本文预期,当融资平台高管市场经验较为丰富时,持股上市公司对债务置换的推动作用会更加明显。因此,本文手工整理城投债募集说明书中公布的高管个人简历信息,以此构建融资平台高管市场经验的虚拟变量,当融资平台的董事长或总经理在担任本次发行城投债的平台公司职务之前仅在企业任职时,认为其市场经验较为丰富,取值为1,否则取值为0。表8列示了相应的回归结果,发现当融资平台高管市场经验较为丰富时,融资平台持股上市公司变量的系数均为正,其中,当核心解释变量为*ShareList_D*和*ShareList_N*时系数显著,而在高管市场经验较为匮乏的分组中融资平台持股上市公司变量的系数均不显著甚至为负,且组间系数差异均通过了显著性检验。因此,当高管市场经验更为丰富时,融资平台持股上市公司对其主动债务置换的促进作用越大。

(5) 地方政府基础设施投资。在经济发展初期的激励机制下,地方政府官员往往更倾向于城市基础设施的建设(吴敏和周黎安,2018),而城市基础设施具有建设周期长、投资回收慢的特点,更加需要充足的中长期资金支持。同时,融资平台往往是城市基础设施建设的承接单位,相较于银行

表 8 基于融资平台高管市场经验的异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>
	高管市场 经验丰富	高管市场 经验匮乏	高管市场 经验丰富	高管市场 经验匮乏	高管市场 经验丰富	高管市场 经验匮乏
<i>ShareList_D</i>	0.5070* (1.8023)	-0.0078 (-0.1242)				
<i>ShareList_N</i>			0.3002*** (3.1803)	0.0053 (0.2697)		
<i>ShareList_R</i>					5.0421 (1.2618)	-0.0410 (-0.1684)
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是
评级机构固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	420	5946	420	5946	420	5946
Adj. R ²	0.2225	0.0622	0.2306	0.0622	0.2252	0.0622
组间系数差异	0.5148***		0.2949***		5.0834***	

贷款,城投债的债务期限相对较长,融资平台通过发行城投债置换银行贷款在一定程度上可以缓解基础设施建设资金压力和避免投融资期限错配问题,为城市基础设施建设提供资金保障。因此,在基础设施投资更多的地区,融资平台持股上市公司对主动债务置换的促进作用可能更大。参考吴敏和周黎安(2018)、郁芸君等(2022)的研究,本文以省级层面在轨道交通、道路桥梁、园林绿化和市容环境卫生的投资之和与GDP的比值度量地方政府基础设施投资,然后根据其中位数进行分组检验。表9结果表明,相较于基础设施投资较少组,融资平台持股上市公司变量的系数在基础设施投资较多组中更为显著,且组间系数差异均通过了显著性检验。因此,在地方政府基础设施投资较多的地区,融资平台持股上市公司对主动债务置换的正向作用更大。

3. 经济后果检验

融资平台主动债务置换可以在一定程度上避免债务违约事件的发生,同时缓解面临的投融资期限错配问题。然而,郁芸君等(2022)发现融资平台主动债务置换仅能够将违约风险往后推移,并不能从根本上解决偿债能力不足的问题。本文旨在研究融资平台市场化转型能否在债务置换过程中发挥“扬长避短”的作用,使其达到防范化解债务风险的重要目标。为此,本文首先检验融资平台主动债务置换对其违约风险的影响,具体以融资平台违约风险作为被解释变量(*Z_Score*),主动债务置换水平(*PR*)作为核心解释变量,同时加入模型(1)的控制变量和固定效应。其中,违约风险(*Z_Score*)是根据Zhang et al.(2010)的方法进行计算,数值越小表明公司违约风险越高。从表10第(1)列可以看出,主动债务置换(*PR*)的系数在1%的水平上显著为负。该结果表明,融资平台主动债务置换提高了其违约风险,这一结果也说明“借新还旧”是融资平台暂时避免债务违约,将违约风险向后推移的权宜之计,并不能从根本上达到防范化解债务风险的目的(郁芸君等,2022)。^①

^① 计算*Z_Score*值时,财务数据存在缺失,导致该部分样本减少。

表 9 基于地方政府基础设施投资的异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>PR</i>
	基础设施 投资较多	基础设施 投资较少	基础设施 投资较多	基础设施 投资较少	基础设施 投资较多	基础设施 投资较少
<i>ShareList_D</i>	0.1729** (2.1919)	0.0375 (0.6528)				
<i>ShareList_N</i>			0.0759** (2.4148)	0.0376* (1.8581)		
<i>ShareList_R</i>					0.6463** (2.1163)	0.2322 (1.0988)
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是
评级机构固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	4740	4682	4740	4682	4740	4682
Adj. R ²	0.1124	0.1317	0.1125	0.1324	0.1120	0.1320
组间系数差异	0.1354***		0.0383***		0.4141***	

表 10 基于违约风险的经济后果检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Z_Score</i>	<i>Z_Score</i>	<i>Z_Score</i>
	全样本	持股上市公司样本	未持股上市公司样本
<i>PR</i>	-0.0073*** (-3.6718)	-0.0000 (-0.0023)	-0.0080*** (-4.0064)
控制变量	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
地区固定效应	是	是	是
评级机构固定效应	是	是	是
观测值	9419	1212	8207
Adj. R ²	0.6416	0.6549	0.6442
组间系数差异	-	0.0080***	

进一步,本文根据融资平台是否持股上市公司将上述样本分为两组重新进行回归,探讨融资平台市场化转型能否在其中发挥重要作用。从表 10 第(2)、(3)列的结果可以看出,相较于持股上市公司的融资平台样本,*PR*的系数在未持股上市公司的融资平台样本中显著为负,且组间系数差异均通过了显著性检验。该结果表明,在未持股上市公司的融资平台分组中,主动债务

置换依然会提高违约风险,但是在持股上市公司的融资平台分组中,主动债务置换并不会带来违约风险的提升,这是因为持股上市公司所带来的融资成本降低和经营治理改善,更有助于融资平台通过主动债务置换行为来合理调整债务期限和成本结构,进而防范化解债务风险,而非仅仅是“借新还旧”的权宜之计。

六、结论与启示

2024年国务院《政府工作报告》提出要“统筹好地方债务风险化解和稳定发展,进一步落实一揽子化债方案,妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。”在此背景下,推动地方融资平台成为自主经营、自担风险、自负盈亏的市场化主体,已成为防范化解地方隐性债务风险的重要举措之一。本文以2007—2021年融资平台发行的城投债数据为样本,研究发现,融资平台持股上市公司后会显著提高其主动债务置换的水平,该结论在经过一系列稳健性检验后依然成立。影响机制检验发现,融资平台持股上市公司主要通过降低城投债发行定价和改善公司经营治理,进而促进了主动债务置换行为的发生。异质性分析表明,在行政级别较低、到期债务规模较大、投融资期限错配程度较高和高管市场经验较为丰富的融资平台以及基础设施投资较多的地区,融资平台持股上市公司对主动债务置换的影响更加明显。进一步地,本文还发现融资平台持股上市公司可以有效避免主动债务置换行为加剧违约风险的问题。融资平台市场化转型不仅有助于从根源上防范化解地方隐性债务风险,也是推进融资平台实现可持续发展的有效策略。基于此,本文提出如下政策启示:

(1)随着地方融资平台市场化转型的不断推进,持股上市公司或许是一种有效的转型策略。本文研究发现,融资平台持股上市公司可以提升自身核心竞争力并向外界传递积极信号,从而降低了其发行城投债的融资成本,使融资平台可以对原有较高成本的银行贷款进行置换。融资平台通过向上市公司委派高管,从而学习更多的企业管理和金融市场工作经验。这不仅有利于融资平台的日常运行,也能够使融资平台更加重视解决投融资期限错配问题,促使融资平台真正成为盈利导向的市场化主体。特别是对于债务规模较大、政府对其依赖程度更高、投融资期限错配程度更严重的融资平台而言,其面临的债务压力更大,应实施更加积极的市场化转型策略。融资平台应尽可能地聘请市场经验更丰富的高级管理人员,不断完善公司治理体系,建立健全现代企业管理制度。同时,地方融资平台应充分认识到进行债务置换后可能产生的消极影响,尽管债务置换在短期内能够达到避免债务违约的目的,但并不能从根本上消除隐藏的债务违约风险,地方隐性债务风险的防范和化解最终还要落实到推进融资平台市场化转型上,其中,融资平台持股上市公司可能是一种有效手段。

(2)监管部门应积极推动融资平台实施科学的市场化转型策略,防范化解日益增长的地方隐性债务风险。2021年,国家发展和改革委员会发布的《加快推进地方政府投融资平台市场化转型》提出,推进融资平台市场化转型要着重做好以下八个方面工作:“明确发展战略定位、界定投资边界范围、理顺政企权责关系、健全企业管理制度、全面加强能力建设、提高项目可融资性、积极盘活存量资产以及坚持战略规划引领”,其中,部分融资平台“可以考虑向产业投资控股公司转型,助力本地特色产业或主导产业发展”。具体地,监管部门可以通过引导融资平台持股上市公司,让融资平台成为自主经营、自担风险、自负盈亏的市场化主体,使其拥有更低的债务融资成本,可以更加灵活地选择债务融资方式,从而采取债务置换的方式避免发生债务违约。与此同时,监管部门也应充分认识到债务置换的两面性,债务置换不能从根本上消除潜在的债务风险,要把握好融资平台的真实风

险,加强对融资平台债务置换行为的监管,并结合融资平台和地方财政特点,引导融资平台更加科学、合理地进行债务置换。

需要指出的是,本文主要从主动债务置换的角度探讨了融资平台持股上市公司的经济后果,未来的研究可以考虑从国家财政监管、地方政府隐性担保等角度探索影响融资平台采取持股上市公司这一转型方式的关键性因素。

〔参考文献〕

- 〔1〕曹婧,毛捷,薛熠.城投债为何持续增长:基于新口径的实证分析[J].财贸经济,2019,(5):5-22.
- 〔2〕陈宝东,邓晓兰.财政分权、金融分权与地方政府债务增长[J].财政研究,2017,(5):38-53.
- 〔3〕陈志勇,毛晖,张佳希.地方政府性债务的期限错配:风险特征与形成机理[J].经济管理,2015,(5):12-21.
- 〔4〕范恒,周祖城.伦理型领导与员工自主行为:基于社会学习理论的视角[J].管理评论,2018,(9):164-173.
- 〔5〕龚强,王俊,贾坤.财政分权视角下的地方政府债务研究:一个综述[J].经济研究,2011,(7):144-156.
- 〔6〕郭玉清,刘俊现,姜晓妮.转型视域下的融资平台风险治理:政策评估与战略取向[J].财政研究,2021,(6):55-69.
- 〔7〕韩鹏飞,胡奕明.政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究[J].金融研究,2015,(3):116-130.
- 〔8〕黄群慧.国有企业分类改革论[J].经济研究,2022,(4):4-12.
- 〔9〕贾君怡,詹加佳,陈经纬.分类推进地方融资平台市场化转型:标准界定与模式选择[J].经济管理,2023,(2):63-80.
- 〔10〕李林巍,李一花,潘晗.债务置换与企业融资困境[J].财政研究,2022,(11):53-73.
- 〔11〕李永友,张帆.垂直财政不平衡的形成机制与激励效应[J].管理世界,2019,(7):43-59.
- 〔12〕李志生,汪颖栋,金陵.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[J].经济研究,2024,(2):23-41.
- 〔13〕梁琪,郝毅.地方政府债务置换与宏观经济风险缓释研究[J].经济研究,2019,(4):18-32.
- 〔14〕梁上坤,文雯,江韞瑶.地方政府债务与债券信用利差[J].中国工业经济,2024,(3):157-174.
- 〔15〕林毅夫,王永恒,顾艳伟.地方政府债务与经济增长——基于地方投资平台债务的分析[J].财政研究,2023,(2):3-15.
- 〔16〕刘畅,曹光宇,马光荣.地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗[J].经济研究,2020,(3):50-64.
- 〔17〕刘晓光,刘元春.杠杆率、短债长用与企业表现[J].经济研究,2019,(7):127-141.
- 〔18〕刘晓蕾,吕元祺,余凡.地方政府隐性债务与城投债定价[J].金融研究,2021,(12):170-188.
- 〔19〕罗党论,王文睿.高管专业背景与城投公司企业债融资成本——基于地市级及区县级城投公司的经验证据[J].财务研究,2017,(6):62-69.
- 〔20〕马勇,章洪铭.地方融资平台债务风险传导机制与政策应对[J].中国工业经济,2023,(8):42-60.
- 〔21〕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[J].中国社会科学,2019,(9):45-67.
- 〔22〕毛捷,徐军伟.地方融资平台公司的市场化转型研究——制度溯源、个性刻画与实现路径[J].财贸经济,2021,(3):28-43.
- 〔23〕毛锐,刘楠楠,刘蓉.地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制[J].中国工业经济,2018,(4):19-38.
- 〔24〕潘俊,王禹,王亮亮,王博森.城投债与地方政府债券发行定价差异及其机理研究[J].会计研究,2018,(9):31-38.
- 〔25〕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[J].中国工业经济,2022,(4):42-60.

- [26] 饶品贵, 汤晟, 李晓溪. 地方政府债务的挤出效应: 基于企业杠杆操纵的证据[J]. 中国工业经济, 2022, (1): 151-169.
- [27] 沈红波, 华凌昊, 张金清. 城投债发行与地方融资平台主动债务置换——基于银行授信视角[J]. 金融研究, 2018, (12): 91-104.
- [28] 宋元宵, 向纯洁. 社会学习视角下社会化媒体对员工知识整合的作用机制研究[J]. 管理学报, 2020, (12): 1839-1847.
- [29] 王秋石, 万睿, 范文诚, 魏志华. 地方融资平台整合重组、隐性担保预期与违约风险[J]. 当代财经, 2024, (2): 57-70.
- [30] 王永钦, 陈映辉, 杜巨澜. 软预算约束与中国地方政府债务违约风险: 来自金融市场的证据[J]. 经济研究, 2016, (11): 96-109.
- [31] 吴敏, 周黎安. 晋升激励与城市建设: 公共品可视性的视角[J]. 经济研究, 2018, (12): 97-111.
- [32] 吴文锋, 胡悦. 财政金融协同视角下的地方政府债务治理——来自金融市场的证据[J]. 中国社会科学, 2022, (8): 143-162.
- [33] 熊琛, 金昊. 地方政府债务风险与金融部门风险的“双螺旋”结构——基于非线性 DSGE 模型的分析[J]. 中国工业经济, 2018, (12): 23-41.
- [34] 徐军伟, 毛捷, 管星华. 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[J]. 管理世界, 2020, (9): 37-59.
- [35] 徐鹏程. 新常态下地方投融资平台转型发展及对策建议[J]. 管理世界, 2017, (8): 8-13.
- [36] 徐忠. 新时代背景下中国金融体系与国家治理体系现代化[J]. 经济研究, 2018, (7): 4-20.
- [37] 严宝玉, 方昕, 张柏杨. 融资平台市场化转型: 正本清源还是舍本逐末[J]. 财经科学, 2020, (8): 13-24.
- [38] 杨瑞龙. 国有企业股份制改造的理论思考[J]. 经济研究, 1995, (2): 13-22.
- [39] 余海跃, 康书隆. 地方政府债务扩张、企业融资成本与投资挤出效应[J]. 世界经济, 2020, (7): 49-72.
- [40] 郁芸君, 张一林, 陈卓, 蒲明. 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[J]. 经济学(季刊), 2022, (3): 955-976.
- [41] 张莉, 年永威, 刘京军. 土地市场波动与地方债——以城投债为例[J]. 经济学(季刊), 2018, (3): 1103-1126.
- [42] 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[J]. 中国工业经济, 2020, (2): 44-62.
- [43] 钟宁桦, 陈姗姗, 马惠娴, 王姝晶. 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[J]. 中国工业经济, 2021, (4): 5-23.
- [44] 朱莹, 王健. 市场约束能够降低地方债风险溢价吗? ——来自城投债市场的证据[J]. 金融研究, 2018, (6): 56-72.
- [45] Bandura, A. Self-Efficacy: Toward A Unifying Theory of Behavioral Change[J]. Psychological Review, 1977, 84(2): 191-215.
- [46] Chen, Z., Z. G. He, and C. Liu. The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes[J]. Journal of Financial Economics, 2020, 137(1): 42-71.
- [47] Croce, M. M., T. T. Nguyen, S. Raymond, and L. Schmiel. Government Debt and the Returns to Innovation [J]. Journal of Financial Economics, 2019, 132(3): 205-225.
- [48] Eberhardt, M., and A. F. Presbitero. Public Debt and Growth: Heterogeneity and Non-Linearity [J]. Journal of International Economics, 2015, 97(1): 45-58.
- [49] Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza. Local Crowding-Out in China[J]. Journal of Finance, 2020, 75(6): 2855-2898.
- [50] Zhang, L., E. I. Altman, and J. Yen. Corporate Financial Distress Diagnosis Model and Application in Credit Rating for Listing Firms in China[J]. Frontiers of Computer Science in China, 2010, 4(2): 220-236.

Market-oriented Transformation of Local Government Financial Vehicles and Debt Replacement: A View of Shareholding in Listed Firms

TONG Yan¹, ZHAO Ze-yu¹, LI Xin²

(1. School of Management, Beijing Institute of Technology;

2. School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics)

Abstract: Establishing a government debt management mechanism compatible with high-quality development, improving a comprehensive local debt monitoring and regulatory system, and promoting the transformation of local government financial vehicles (LGFVs) in a categorized manner are among the overall requirements proposed in the 2024 Government Work Report by the State Council. At present, more and more LGFVs are beginning to carry out market-oriented transformations by holding shares of listed companies. At the same time, it is becoming increasingly common for LGFVs to relieve their debt repayment pressure through active bond swaps. Therefore, can the market-oriented transformation of LGFVs increase the scale of their active bond swaps? Can the market-oriented transformation after bond swaps help LGFVs effectively avoid debt risks? There is no in-depth study on this in existing literature.

This paper constructs a measurement index of LGFVs holding shares in listed companies. Based on the data on municipal investment bonds issued by LGFVs from 2007 to 2021, this paper discusses the influence of LGFVs holding shares in listed companies on their debt replacement. It is found that the scale of active bond swaps is significantly increased after LGFVs hold shares in listed companies, and this conclusion remains valid after a series of robustness tests. The mechanism test shows that LGFVs holding shares in listed companies mainly promote active bond swaps by reducing the financing cost of urban investment bonds and improving corporate governance. Heterogeneity analysis shows that in LGFVs with low administrative levels, large maturity debt, high mismatch of investment and financing terms, rich market experience of the executives, and areas with more infrastructure investment, LGFVs holding shares in listed companies promote the scale of bond swaps more obviously. Furthermore, this paper finds that LGFVs holding shares in listed companies can effectively avoid the problem that active bond swap behavior aggravates the default risk.

Based on the actual needs of China to prevent and resolve local hidden debt risks, this paper discusses the impact of LGFVs holding shares in listed companies on the active bond swap, which not only enriches the research perspective of the economic effects of the market-oriented transformation of LGFVs and influencing factors of debt replacement but also deepens relevant research on the classified reform of state-owned enterprises to a certain extent. Relevant conclusions provide useful references for LGFVs to resolve debt repayment pressure and achieve sustainable development, and for local governments to prevent and resolve hidden debt risks from the “source”.

Keywords: local government financial vehicles (LGFVs); market-oriented transformation; debt replacement; holding listed companies

JEL Classification: E44 H74 G38

[责任编辑:李鹏]