doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2026.09.010

地方债务管理体制改革与融资平台市场化转型①

李志生[1,3], 杨晓倩[2,3], 金 凌[2,3*]
(1. 西南财经大学金融学院, 成都 611130; 2. 中南财经政法大学金融学院, 武汉 430073;
3. 数字技术与现代金融学科创新引智基地, 武汉 430073)

摘要: 推动融资平台市场化转型是防范化解地方债务风险的有力抓手,也是当前深化国有企业改革的重要举措.2015年前后出台的地方债务管理体制改革,不仅改变了地方政府融资模式,也对融资平台经营产生了深远影响.本研究发现,地方债务管理体制改革推动了融资平台市场化转型,融资平台债务融资对政府延伸资产的敏感性显著降低,对盈利能力的敏感性显著增强.机制分析表明,地方债务管理体制改革通过"开前门、堵后门"的方式弱化了融资平台的政府融资职能,融资平台受到的显性扶持和隐性担保显著减少.进一步分析发现,不同股东背景的融资平台市场化转型的表现有所差异,城建业务集中度较低的融资平台市场化转型程度较高,激烈的竞争有助于激发融资平台市场化转型的动力.此外,在地方债务管理体制改革政策出台后,融资平台投资受到城市投资的影响显著降低,对盈利能力的敏感性显著提升,运营效率也有所改善.本研究不仅为推动融资平台转型的实现路径提供了事实参考,也为转变和规范地方政府融资模式提供了政策启示.

关键词: 融资平台; 市场化转型; 债务管理体制改革; 地方债务
中图分类号: F276.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2026)09-0152-16

0 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》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".融资平台公司(以下简称融资平台)是地方国有企业的重要组成,其特殊性主要体现在,融资平台不仅是地方债务的主要载体,也为地方政府承担着基础设施建设、促进产业投资等职能[1,2].上述特征使得融资平台大多采用高债务密度的投资经营模式,导致融资平台债务规模过度膨胀,也在较大程度上拖累了融资平台经营效益[3,4].因此,推动融资平台转型不仅是防范化解地方债务风险的主要路径,对于做强做优做大国有企业也具有重要意义.

已有研究指出,基于融资平台的职能特征,地方政府对融资平台存在资产延伸和风险联保,赋予了融资平台不合理的金融势能优势[5].融资平台基于地方政府的支持开展非市场化融资,持续做大规模,这使得融资平台经营形成了路径依赖,也成为推动融资平台转型的主要堵点[6,7].因此,推动融资平台转型的关键在于,在推进地方债务治理的同时,激发融资平台市场化经营动力.2015年前后,我国开始实施地方债务管理体制改革,遵循"开前门、堵后门"的思路出台了一系列重大政策举措,在赋予地方政府发行政府债券权利的同时,明确地方政府不得通过除政府债券之

① 收稿日期: 2025-05-14; 修订日期: 2026-04-16.
基金项目: 国家社会科学基金重大专项资助项目(26ZDA044); 国家自然科学基金资助项目(72401294).
通讯作者: 金 凌(1996—), 男, 湖北武汉人, 博士, 副教授. Email: lingjin@zuel.edu.cn

中国知网 https://www.cnki.net

外的渠道举债. 上述改革从根本上改变了地方政府融资模式，有助于剥离融资平台的政府融资职能，对融资平台的经营产生了深远影响.

鉴于此，本研究围绕融资平台非市场化经营的典型特征，探究地方债务管理体制改革对融资平台市场化转型的影响. 研究结果表明，地方债务管理体制改革显著降低了融资平台债务融资对政府延伸资产的敏感性，对盈利能力的敏感性显著增强，融资市场化程度明显提升，该效应主要表现在具有国资委背景、城建业务集中度较低、面临竞争更加激烈的融资平台. 机制分析发现，债务管理体制改革使得融资平台在债券担保和其他应收账款等方面受到的显性扶持显著减少，隐性担保引致的融资优势明显降低；在地方政府债券融资较多、财政压力较大的地区，融资平台市场化转型的程度较高，说明“开前门、堵后门”弱化了融资平台的政府融资职能，为市场化转型提供了良好环境. 此外，在债务管理体制改革的作用下，融资平台推进了投资市场化转型，融资平台投资受到城市投资的影响明显降低，对盈利能力的敏感性显著提升，平台运营效率也得以改善.

本研究的贡献主要体现在以下三个方面：

第一，本研究丰富并拓展了国有企业行为决策理论的研究. 作为地方国有企业的重要组成，融资平台由于独特的职能特征，表现出不同于其他国有企业的非市场化行为决策，尤其是在债务融资方面. 已有研究探讨了融资平台债务扩张的机理及其治理机制[8-10]，但是鲜有研究关注地方债务治理作用下融资平台债务融资行为决策的转变逻辑. 本研究利用地方债务管理体制改革的政策冲击，从市场化转型的角度深入分析了融资平台行为决策的动机，为理解地方国有企业非市场化路径依赖以及倒逼市场化转型的治理逻辑提供了重要补充.

第二，本研究有助于厘清地方债务治理作用于实体企业的效应及其机制. 已有文献研究了地方债务治理的经济效应，主要关注于宏观风险缓释和债务资源配置等方面[11-14]. 本研究将融资平台投融资行为及其市场化转型纳入地方债务治理的分析框架，发现债务管理体制改革通过弱化融资平台的政府融资职能，减少融资平台受到的显性扶持和隐性担保，进而推动融资平台投融资的市场化转型，加深了对于地方债务与融资平台经营之间关联规律的理解.

第三，本研究从外部制度改革的视角分析了融资平台市场化转型的路径，同时为分类推进国有企业改革提供了理论基础和经验证据. 区别于已有文献从股权运作、资源整合等内部视角分析融资平台市场化转型的行为特征及其经济后果[7, 15, 16, 17]，本研究关注于融资平台非市场化经营的制度环境基础，发现随着地方政府融资模式的转变，融资平台投融资市场化程度明显提升. 与此同时，本研究从股东背景、职能特征、竞争环境等方面分析了制度改革推动市场化转型的异质效应，为深入认识国有企业改革的动机差异和必要条件提供了新的洞见.

1　制度背景、文献回顾与研究假设

1.1　制度背景

1994 年以来，财权与事权的不匹配使得地方政府的财政支出难以自行补足，财政压力的不断积累促使地方政府寻求举债机制，地方融资平台由此出现. 为满足基础设施建设、产业投资等产生的庞大资本性支出，地方政府往往通过注入优质资产、提供信用背书等形式为融资平台提供融资支持. 随着地方融资需求的持续增长，融资平台发展步入井喷期，以融资平台为融资载体的地方债务规模也开始急剧膨胀，防范化解债务风险的压力日益增大，长远来看不具有可持续性.

为此，自 2014 年 8 月《中华人民共和国预算法》修订以来，我国开始推行地方债务管理体制改革，基于“开前门”和“堵后门”的思路出台了一系列政策. 其中，“开前门”主要指赋予地方政府发行政府债券的权利，地方政府开始直接通过发行一般债券和专项债券进行融资，拓展了地方政府的正式融资渠道；“堵后门”主要指除地方政府债券外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务，比如《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》提出，“加强政府或有债务监管”、“剥离融资平台公司政府融资职能”、“地方政府不得通过企事业单位等举借债务”.

在此背景下，融资平台的地方融资载体职能得以削弱，弱化了融资平台经营对地方政府的路

中国知网　https://www.cnki.net

径依赖,为市场化转型提供了良好基础. 但是,地方债务管理体制改革不直接等同于融资平台市场化转型. 从政策实施的脉络来看,改革初期重点在于赋予地方政府自行发行债券的权利,同时规范举债融资行为,而不在于融资平台市场化转型. 从政策实施的路径来看,推动融资平台市场化转型的主要方式在于,从制度上清除阻碍融资平台市场化转型的堵点,为市场化转型营造良好的外部条件. 归根究底,融资平台市场化转型的关键在于企业内部决策,但这并不否定外部条件对转型的重要支撑作用.

1.2 文献综述

1.2.1 融资平台债务风险及其转型发展

已有文献对融资平台债务风险表现进行了分析,发现融资平台自身流动性不足,只能依靠举借新债来偿付旧债,面临严重的资金链断裂风险,由此产生的债务风险存在跨空间、跨部门传染的可能性[4, 18].

考虑到融资平台债务过度膨胀的风险,近年来我国高度重视推进融资平台市场化转型并将其作为化解债务风险的抓手,部分学者开始关注融资平台转型发展及其效应. 毛捷和徐军伟[19]指出,融资平台在功能、区域和层级等维度具有多样性和复杂性,不同禀赋的融资平台市场化转型的路径及其动能存在差异. 周博等[17]研究发现融资平台转型对地区经济增长有积极影响. 此外,部分文献将融资平台区别于基础设施建设等传统业务的经营行为视为市场化转型的标志并分析其成效. 佟岩等[15]和刘津宇等[16]发现融资平台持股上市公司可以降低融资成本,并为主动债务置换提供良好环境;郭晔等[7]的研究表明,融资平台整合有助于提升盈利能力并降低债券风险溢价;方嘉宇和陆毅[20]指出,随着经营性业务比重的增加,监管政策对融资平台的绩效提升效应更加明显.

1.2.2 地方政府债务治理及其经济效应

已有文献评估了地方债务管理体制改革的经济效应,发现政策实施改变了地方政府融资模式,有效缓解了政府与企业的融资竞争,有助于提高资源配置效率[12, 14]. 另外,地方政府融资模式变化缓解了财权与事权的矛盾,对于防范化解地方债务风险发挥了积极作用[11, 21]. 然而,在债务化解时不断收紧的融资约束也可能导致地方政府通过拖欠账款等隐性方式转移财政压力,进而引发风险外溢[22].

考虑到融资平台是地方债务的重要载体,部分研究从融资平台经营的视角探究地方债务管理体制改革的影响,发现改革有助于剥离融资平台的政府融资职能. 比如,邱志刚等[23]的研究表明,隐性债务向政府债券的转化使得城投债融资需求显著下降;聂卓等[10]发现债务管理体制改革之后,融资平台的债务扩张模式由地方政府激励驱动的“主动负债”转向由偿债压力驱动的“被动负债”. 削弱隐性担保对于市场化融资环境的形成具有重要作用[24, 25],然而地方政府融资模式的转变也可能进一步强化融资平台的隐性担保或救助预期,对地方化债产生不良影响[13].

1.3 理论分析与研究假设

相对于其他国有企业,融资平台经营表现出明显的非市场化特征,这是融资平台目标激励与特殊定位之间相互耦合产生的结果. 具体来说,融资平台是地方融资的重要载体,地方政府往往会通过资产注入、风险联保等方式为融资平台提供强力支持,帮助融资平台实现大规模债务融资[5, 7],融资平台也借此快速实现规模扩张. 与此同时,在国有资产保值增值的目标激励下,融资平台存在做大规模的强烈动机. 在上述模式下,融资平台无需面对激烈的市场竞争就能实现规模扩张,这使得融资平台产生了较为严重的路径依赖. 即使融资平台自身难以维系高债务密度的投资经营模式,凭借在地方城市建设及土地出让过程中发挥的重要作用,融资平台对于地方政府存在较强的议价能力,不断谋求融资支持,这不仅削弱了融资平台推动市场化转型的动力,也使得融资平台债务风险不断积聚、经营效益持续低迷.

2015 年前后开始的地方债务管理体制改革,通过一系列举措切断了融资平台与地方政府之间的关联,对于融资平台经营产生了重大影响. 在融资方式上,推动地方政府转向发行地方政府债券,减少了对融资平台的融资需求,融资平台高债务密度的投资经营模式失去了核心依托;在债务边界方面,强调地方政府不得通过企事业单位举借债务,划清了政府债务的范畴,弱化了融资平台凭借职能地位的议价能力. 在此背景下,融资平台非

中国知网 https://www.cnki.net

市场化经营的根基得以削弱，国有资产保值增值的目标激励开始倒逼融资平台推动市场化转型. 为此，提出以下假设.

假设 1　地方债务管理体制改革有助于推动融资平台市场化转型.

可见，融资平台的职能特征是其非市场化经营的主要原因，这既源于地方政府对融资平台功能的倚重，也体现在融资平台经营过程中得到的政府支持.

从地方政府的角度来看，债务管理体制改革通过转变地方政府融资模式，推动了融资平台市场化转型. 具体而言，一方面，地方政府自行举债的权利拓展了融资渠道，“开前门”的政策举措削弱了地方政府对融资平台特殊职能的需求，有助于减弱地方政府为融资平台提供融资支持的动机[23]；另一方面，“堵后门”的政策举措明确要求地方政府及其部门不得通过除政府债券之外的形式举债，政府隐性背书对融资平台的支持力度大幅减弱，市场主体开始正视融资平台信用与债务风险的不对称性，这在较大程度上削弱了融资平台不合理的金融势能优势[26]. 在此情形下，融资平台路径依赖的基础逐步削弱，有助于激发市场化转型的动机. 为此，提出以下假设.

假设 2a　地方债务管理体制改革通过“开前门”和“堵后门”的政策举措转变了政府融资模式，削弱了融资平台政府融资职能，进而推动融资平台市场化转型.

从融资平台的角度来看，显性扶持和隐性担保是融资平台非市场化经营的基础. 一方面，显性扶持为融资平台创造了扭曲的融资优势. 具体来说，地方政府会通过土地、股权等形式向融资平台注入资产，这些资产作为担保对融资平台的债务扩张起到了强劲助力[6]. 此外，地方政府会通过补充担保等手段为融资平台提供增信，以弥补融资平台信用与债务风险的不对称性[27]. 再者，隐性担保是融资平台债务扩张的重要推手. 由于融资平台的特殊定位，市场主体往往认为地方政府始终会对融资平台的债务违约实施救助，并将此视为融资平台信用的强力支持[13]. 即使融资平台盈利能力不足以支持债务融资，其依然能够开展大规模筹资活动. 债务管理体制改革削弱了地方政府为融资平台提供支持的动机和条件，这主要表现在显性扶持和隐性担保上. 随着非市场化经营的基础削弱，融资平台市场化转型的动力会明显提升. 据此，提出以下假设.

假设 2b　地方债务管理体制改革通过减少融资平台受到的显性扶持和隐性担保，削弱了融资平台非市场化经营的基础，进而推动融资平台市场化转型.

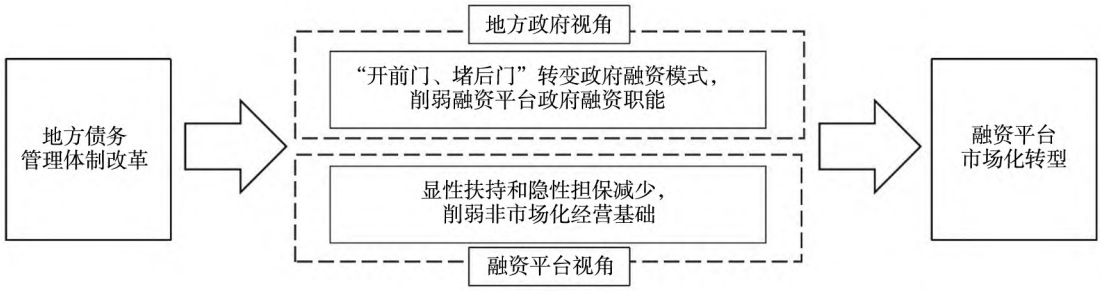


图 1　理论框架

Fig. 1 Theoretical framework

2　研究设计

2.1　研究样本与数据处理

参考《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》和徐军伟等[5]的界定方式，本研究将由地方政府及其部门和机构通过注入土地、股权等资产设立，承担政府投融资职能，并拥有独立企业法人资格的经济实体定义为融资平台. 考虑到地方债务管理体制改革自 2015 年开始正式推行，本研究采用 2010 年—2020 年融资平台公司层面样本，按以下标准对数据进行筛选. 第一，剔除 2015 年及以后成立的融资平台；第二，剔除关键财务指标及地区经济指标缺失的样本；

中国知网　https://www.cnki.net

第三,为避免异常值对估计结果造成干扰,对所有连续变量进行 1%和 99%分位数的缩尾处理. 本研究融资平台层面数据来源于东方财富 Choice 数据库,城市层面数据来自国泰安数据库(CSMAR)和企业预警通.

2.2 模型设定与识别策略

融资市场化是融资平台市场化转型的核心,也是经营市场化转型的重要前提. 为此,本研究主要关注融资市场化程度,采用"融资—延伸资产"敏感性和"融资—盈利能力"敏感性衡量,构建逻辑如下:市场化融资主要取决于企业的资产状况与盈利能力,优良的资产状况和盈利能力是企业偿债的主要保障[5, 28]. 融资平台自身经营效益不足以满足市场化融资要求,其大规模融资高度依赖地方政府通过资产注入和延伸提供的外部支持,这是融资平台非市场化融资的主要表征[6, 27, 29]. 在刻画企业投融资对特定因素的依赖程度时,已有文献常采用敏感性指标来衡量[30, 31]. "融资—延伸资产"敏感性越高,"融资—盈利能力"敏感性越低,说明融资平台的债务融资越依赖政府的延伸资产,而不是自身盈利能力,非市场化融资程度越大.

进一步地,本研究采用双重差分模型识别地方债务管理体制改革对融资平台市场化转型的影响,将改革前对政府依赖程度更高的融资平台视作实验组,其余融资平台作为对照组. 改革前对地方政府依赖程度更高的融资平台,在政策冲击下需要更大程度地调整经营模式,政策冲击的影响势必更大. 参照国务院发布的《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》的监管标准,本研究采用政府补贴与净利润的比值度量融资平台的政府依赖程度. 政府补贴主要反映在营业外收入中[27],为此本研究将政策冲击前 3 年(2012 年—2014 年)营业外收入与净利润比值高于样本中位数的融资平台设为实验组,其余设为对照组,模型设定如下

$$\begin{aligned} Finan_{i,t} = {} & \alpha_0 + \alpha_1\, Extend_{i,t-1} + \alpha_2\, Extend_{i,t-1} \times \\ & Post_t + \alpha_3\, Extend_{i,t-1} \times Post_t \times Treat_i + \\ & \alpha_4\, Extend_{i,t-1} \times Treat_i + \alpha_5\, Treat_i \times Post_t + \\ & Ctrl_{i,t-1} + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned} Finan_{i,t} = {} & \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \beta_2\, ROA_{i,t-1} \times Post_t + \\ & \beta_3 ROA_{i,t-1} \times Post_t \times Treat_i + \beta_4 ROA_{i,t-1} \times \\ & Treat_i + \beta_5\, Treat_i \times Post_t + Ctrl_{i,t-1} + Firm + \\ & Year + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \tag{2}$$

其中,下标 i 和 t 分别表示企业和年份;$Finan$ 表示企业融资水平,为企业筹资活动现金流入金额与总资产的比值;$Treat$ 为处理变量,实验组取值为 1,否则为 0;$Post$ 为债务管理体制改革的时点虚拟变量,2015 年及以后取值为 1,否则为 0;$Extend$ 为政府延伸资产,参考徐军伟等[5] 和张路[27] 等的研究,采用净资产增量与净利润的比值度量地方政府对融资平台的资产延伸. 融资平台的股权较为集中并主要由地方政府关联主体持有,地方政府对融资平台资产注入的幅度越大,净资产增量对净利润的依赖程度越低,两者的比值越大;ROA 为企业净利润与总资产的比值,反映融资平台的盈利能力;$Ctrl$ 为控制变量;$Firm$ 和 $Year$ 分别代表公司和年份固定效应. ε 为随机误差项,本研究采用企业层面的聚类稳健标准误.

本研究对以下变量进行控制:企业规模($Size$,企业总资产的自然对数)、企业杠杆率(Lev,负债总额与资产总额的比值)、企业成长性($Growth$,营业收入增量与上年度营业收入的比值)、企业现金流水平($Flow$,经营活动产生的现金流量净额与总资产的比值)、地区生产总值(GDP,地区生产总值的自然对数)、地区经济增长率($GDPG$,地区生产总值增长率)、财政收入水平($Revenue$,地区财政收入的自然对数)、PPP 项目投资水平(PPP,地区 PPP 项目投资额与地区生产总值的比值)、土地收入增速($GLand$,地区土地出让收入增量与上年度土地出让收入的比值)②.

3 实证结果分析

本部分基于式(1)和式(2)分析地方债务管理体制改革对融资平台市场化转型的影响,并开展动态效应分析与稳健性检验.

3.1 基准回归结果

表 1 为基准回归结果. 表 1 第(1)列和表 1

② 限于篇幅,本研究主要变量的描述性统计结果,可联系作者备索.

中国知网 https://www.cnki.net

第(4)列的结果显示，*Extend* 和 *ROA* 的回归系数分别为 0.020 和 −0.200，均在 1%的水平上显著，说明融资平台债务融资高度依赖延伸资产，而不是盈利能力，表现出明显的非市场化特征. 表 1 第(2)列和表 1 第(5)列中 *Extend* × *Post* 和 *ROA* × *Post* 的回归系数分别为 −0.032 和 0.590，均在 1%的水平上显著，从时间维度体现了债务管理体制改革对融资平台债务融资市场化的推动作用. 表 1 第(3)列和表 1 第(6)列的双重差分模型结果显示，*Extend* × *Post* × *Treat* 和 *ROA* × *Post* × *Treat* 的系数分别为 −0.077 和 0.960，均在 1%的水平上显著，说明债务管理体制改革政策出台后，实验组融资平台的“融资—延伸资产”敏感性相比对照组显著降低，“融资—盈利能力”敏感性显著提高. 经济意义方面，债务管理体制改革使得实验组与对照组的延伸资产增加单个标准差带来的企业融资变化差值为 1.193，该差值约为样本融资水平标准差的 10.51%；盈利能力增加单个标准差带来的企业融资变化差值为 2.158，约等同于样本融资水平标准差的 19.01%. 可见，无论是从统计显著性还是经济意义来看，地方债务管理体制改革都显著推动了融资平台市场化转型.

表 1　基准回归结果

Table 1 Baseline regression results

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Finan	*Finan*	*Finan*	*Finan*	*Finan*	*Finan*
Extend	0.020***	0.039***	0.012	—	—	—
	(3.375)	(4.144)	(0.749)			
Extend × *Post*		−0.032***	0.013	—	—	—
		(−2.837)	(0.696)			
Extend × *Post* × *Treat*	—	—	−0.077***	—	—	—
			(−3.113)			
ROA	—	—	—	−0.200***	−0.256***	−0.228***
				(−3.232)	(−3.982)	(−2.919)
ROA × *Post*	—	—	—	—	0.590***	0.223
					(4.182)	(1.230)
ROA × *Post* × *Treat*	—	—	—	—	—	0.960***
						(3.615)
Extend × *Treat*	—	—	0.044**	—	—	—
			(2.060)			
ROA × *Treat*	—	—	—	—	—	−0.071
						(−0.566)
Treat × *Post*	—	—	0.651	—	—	−1.133*
			(1.483)			(−1.924)
Size	−2.436***	−2.289***	−2.309***	−2.714***	−2.702***	−2.671***
	(−6.805)	(−6.369)	(−6.445)	(−7.269)	(−7.251)	(−7.174)
Lev	7.200***	6.920***	6.830***	6.298***	6.816***	6.826***
	(6.592)	(6.319)	(6.237)	(5.844)	(6.313)	(6.320)
Growth	0.125**	0.111**	0.116**	0.150***	0.138**	0.142**
	(2.220)	(1.978)	(2.057)	(2.633)	(2.421)	(2.492)
Flow	−10.157***	−10.085***	−10.184***	−10.375***	−10.266***	−10.175***
	(−6.384)	(−6.336)	(−6.400)	(−6.499)	(−6.446)	(−6.422)
GDP	0.489	0.518	0.546	0.509	0.571	0.587
	(0.471)	(0.499)	(0.525)	(0.486)	(0.547)	(0.562)
GDPG	−0.027	−0.026	−0.024	−0.017	−0.014	−0.010
	(−0.442)	(−0.431)	(−0.396)	(−0.272)	(−0.226)	(−0.172)

中国知网　https://www.cnki.net

续表 1

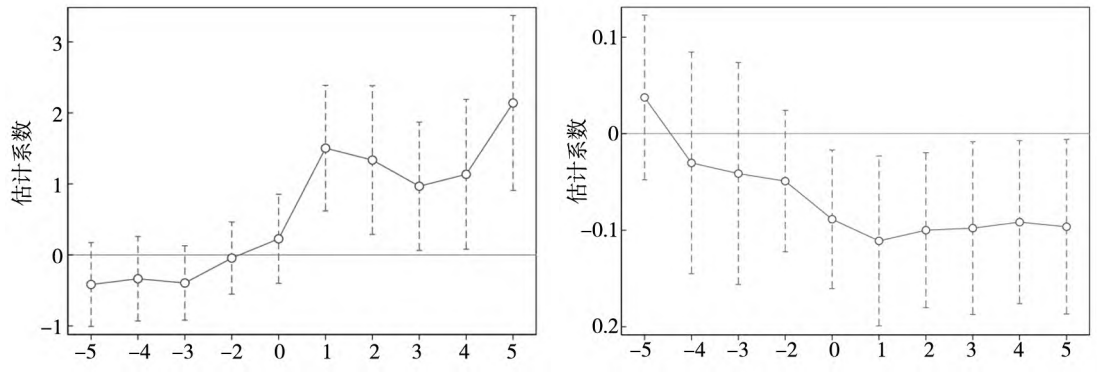
Table 1 Continues

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Finan	*Finan*	*Finan*	*Finan*	*Finan*	*Finan*
Revenue	3.480***	3.487***	3.469***	3.526***	3.300***	3.203***
	(4.634)	(4.654)	(4.636)	(4.684)	(4.408)	(4.295)
PPP	8.639***	8.807***	8.765***	8.728***	8.688***	8.615***
	(3.428)	(3.499)	(3.466)	(3.456)	(3.481)	(3.438)
GLand	−0.089**	−0.088**	−0.085*	−0.090**	−0.094**	−0.093**
	(−2.006)	(−1.977)	(−1.909)	(−2.021)	(−2.097)	(−2.099)
Constant	47.428***	43.829***	43.989***	54.426***	54.269***	54.229***
	(4.823)	(4.454)	(4.471)	(5.316)	(5.320)	(5.322)
Firm & Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	15 766	15 766	15 766	15 766	15 766	15 766
Adj. R^2	0.462	0.463	0.463	0.462	0.464	0.465

注：本研究所有表格中*、**、***分别代表 10%、5%、1%的水平上显著，括号内为企业层面聚类稳健标准误对应的 *t* 统计量.

3.2 动态效应分析

本研究基于动态效应分析探讨平行趋势假定，将式(1)和式(2)中的 *Post* 替换为不同年度的虚拟变量，并以政策实施前一年作为基期进行回归分析. 图 2 显示，政策冲击前 *Extend* × *Year* × *Treat* 和 *ROA* × *Year* × *Treat* 的回归系数均不显著区别于 0，为平行趋势假定的成立提供了有力支撑. 政策冲击后 *Extend* × *Year* × *Treat* 和 *ROA* × *Year* × *Treat* 的回归系数均显著区别于 0，印证了基准回归结果.



(a)“融资 − 延伸资产”敏感性　　(b)“融资 − 盈利能力”敏感性

图 2 动态效应分析

Fig. 2 Dynamic effects analysis

3.3 稳健性检验

本研究分别从“开前门”和“堵后门”两方面度量地方债务管理体制改革的力度，并将 *Post* 替换为政策力度的代理变量进行稳健性检验. 地方财力是政府债券额度分配的主要影响因素，融资平台存量债务规模是地方债务治理力度的重要参照. 为此，本研究分别采用 2014 年地区一般预算收入的自然对数(*LGDI*)和融资平台有息负债规模的自然对数(*LGDR*)作为“开前门”和“堵后门”力度的代理变量. 表 2 结果显示，将 *Post* 替换为政策力度变量后，本研究的结果表现出较强的一致性，这也说明债务管理体制改革对不同地区融资平台市场化转型的影响存在差异，为后文基于不同地区特征差异的分组检验提供了支撑③.

③ 本研究采用政策出台前的重点项目计划投资额的自然对数和城投有息债务率，以及政策实施过程中地方政府债券余额与地区生产总值的比值和融资平台有息债务增速，作为政策力度的代理变量，得到了一致稳健的结果.

中国知网 https://www.cnki.net

表 2　稳健性检验：替换政策力度变量

Table 2 Robustness test: Alternative measures of policy intensity

Panel A：“开前门”的政策效应				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Finan	*Finan*	*Finan*	*Finan*
Extend	0.234**	0.185	—	—
	(2.048)	(1.635)		
Extend × *LGDI*	−0.009*	−0.007	—	—
	(−1.875)	(−1.476)		
Extend × *LGDI* × *Treat*	—	−0.005***	—	—
		(−3.140)		
ROA	—	—	−0.511***	−0.401**
			(−2.845)	(−2.165)
ROA × *LGDI*	—	—	0.016*	0.011
			(1.868)	(1.134)
ROA × *LGDI* × *Treat*	—	—	—	0.027*
				(1.667)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	15 766	15 766	15 766	15 766
Adj. R^2	0.462	0.463	0.463	0.463
Panel B：“堵后门”的政策效应				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Finan	*Finan*	*Finan*	*Finan*
Extend	0.182***	0.160***	—	—
	(3.305)	(2.908)		
Extend × *LGDR*	−0.010***	−0.009***	—	—
	(−2.941)	(−2.584)		
Extend × *LGDR* × *Treat*	—	−0.007***	—	—
		(−3.364)		
ROA	—	—	−0.939**	−0.563
			(−2.174)	(−1.078)
ROA × *LGDR*	—	—	0.046*	0.021
			(1.680)	(0.647)
ROA × *LGDR* × *Treat*	—	—	—	0.099*
				(1.823)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	15 766	15 766	15 766	15 766
Adj. R^2	0.463	0.463	0.463	0.463

本研究采用上市公司样本进行安慰剂检验. 作为市场化经营的企业，上市公司债务融资受到债务管理体制改革的影响较小. 如果本研究结果不是源于其他同期事件，那么将样本替换为上市公司后会呈现出差异性的结果. 表 3 的结果显示，*Extend* 的回归系数显著为负，*ROA* 的回归系数为正，上市公司的“融资—延伸资产”敏感性和“融资—盈利能力”敏感性表现出区别于融资平台的特征；表 3 第(2)列和表 3 第(3)列和表 3 第(5)列和表 3 第(6)列结果中，*Extend* × *Post*、*Extend* ×

中国知网　https://www.cnki.net

Post × *Treat*、*ROA* × *Post* 和 *ROA* × *Post* × *Treat* 的回归系数均不显著，说明上市公司样本没有表现出与融资平台样本类似的结果，排除了其他同期事件的干扰④.

表 3　稳健性检验：基于上市公司的安慰剂检验

Table 3 Robustness test: Placebo test using listed companies

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Finan	*Finan*	*Finan*	*Finan*	*Finan*	*Finan*
Extend	−0.202***	−0.255***	−0.201***	—	—	—
	(−7.164)	(−5.509)	(−2.632)			
Extend × *Post*	—	0.081	0.064	—	—	—
		(1.391)	(0.666)			
Extend × *Post* × *Treat*	—	—	0.041	—	—	—
			(0.297)			
ROA	—	—	—	0.141***	0.076	0.135*
				(4.057)	(1.326)	(1.709)
ROA × *Post*	—	—	—	—	0.088	0.078
					(1.623)	(1.005)
ROA × *Post* × *Treat*	—	—	—	—	—	0.001
						(0.006)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	19 178	19 178	19 178	19 178	19 178	19 178
Adj. R^2	0.614	0.614	0.614	0.614	0.614	0.614

此外，本研究采用替换融资市场化程度的度量方式、调整模型设定、替换样本区间、倾向得分匹配、控制高维固定效应、随机分配实验组和控制组的安慰剂检验等方法进行稳健性检验，都得到了一致稳健的结果⑤.

4　机制分析

本部分首先围绕“开前门”和“堵后门”削弱融资平台政府融资职能的特征差异开展分析，随后检验地方债务管理体制改革对融资平台受到的显性扶持和隐性担保的影响.

4.1　“开前门”和“堵后门”转变地方政府融资模式的机制分析

从“开前门”的角度来看，随着地方政府债券发行规模增加，融资平台的职能地位降低，削弱了地方政府支持融资平台的动机，为市场化转型创造了有利条件. 如果“开前门”的机制成立，在地方政府债券发行多的地区，政策效应会更强. 为此，本研究根据 2015 年—2020 年地区层面地方政府债券与融资平台债券规模比值的中位数划分样本. 表 4 Panel A 的结果显示，*Extend* × *Post* × *Treat* 和 *ROA* × *Post* × *Treat* 仅在地方债发行较多的地区样本中显著. 上述结果说明，拓展政府融资渠道以弱化融资平台的政府融资职能是本研究基准结果的重要机制.

从“堵后门”的角度来看，政策实施对地方政府的举债行为形成了有效约束，能够减弱地方政府依托融资平台的惯性. 特别地，相比于财政压力小的地区，财政压力大的地区政府对融资平台功能的需求更强[2]. 如果“堵后门”的机制成立，政策效应会主要表现在财政压力大的地区中. 为此，本研究采用城市层面财政支出与收入的差值除以地区生产总值衡量财政压力，根据 2010 年—2014 年不同城市财政压力均值的中位数划分样本. 表 4

④ 本研究采用上市公司子公司、发行过债券的国有企业和上市国有企业开展安慰剂检验，政策出台前后这些样本都没有表现出与融资平台样本类似的分析结果.

⑤ 限于篇幅，稳健性检验结果可联系作者备索.

中国知网　https://www.cnki.net

Panel B 的结果显示，在财政压力较大的地区中 *Extend* × *Post* × *Treat* 和 *ROA* × *Post* × *Treat* 的回归系数较为显著，系数的绝对值显著大于财政压力较小的地区的结果并通过了差异性检验. 因此，债务管理体制改革降低了融资平台与地方政府的联系强度，有助于推动融资平台市场化转型.

表 4　机制分析："开前门"和"堵后门"

Table 4 Mechanism analysis: Opening the front door and closing the back door

Panel A "开前门"视角的机制分析				
变量	地方债发行较少	地方债发行较多	地方债发行较少	地方债发行较多
	(1)	(2)	(3)	(4)
Extend × *Post* × *Treat*	−0.054 (−1.468)	−0.076** (−2.398)	—	—
ROA × *Post* × *Treat*	—	—	0.135 (0.378)	1.794*** (4.435)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7 905	7 778	7 905	7 778
Adj. R^2	0.463	0.446	0.464	0.449
Panel B "堵后门"视角的机制分析				
变量	财政压力较小	财政压力较大	财政压力较小	财政压力较大
	(1)	(2)	(3)	(4)
Extend × *Post* × *Treat*	−0.045 (−1.393)	−0.079** (−2.285)	—	—
ROA × *Post* × *Treat*	—	—	0.695* (1.843)	1.324*** (3.445)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7 768	7 620	7 768	7 620
Adj. R^2	0.486	0.445	0.488	0.447

4.2　显性扶持和隐性担保

地方政府会为融资平台债券融资提供担保，或者将欠款计入"其他应收款"补充融资平台资产，以降低债务融资的难度. 为此，本研究采用债券担保强度（*Guar*，有第三方担保的债券发行金额占比）和其他应收款（*Orec*，其他应收款与营业收入的比值）衡量显性扶持力度. 表 5 第(1)列和表 5 第(2)列显示，*Treat* × *Post* 对 *Guar* 和 *Orec* 的回归系数均显著为负.

表 5　机制分析：显性扶持和隐性担保

Table 5 Mechanism analysis: Explicit support and implicit guarantees

变量	显性扶持		隐性担保	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Guar	*Orec*	*Implicit*	*Loan*
Treat × *Post*	−0.041* (−1.810)	−0.357** (−1.967)	−0.053* (−1.675)	−0.014*** (−3.323)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7 274	15 744	7 274	15 766
Adj. R^2	0.398	0.577	0.504	0.702

地方政府对融资平台的隐性支持会直接反映在债券信用利差上，也会体现为信贷资源对融资平台的倾斜配置[6]. 本研究参照钟宁桦等[13]的做法，计算基于非国有企业债券参照估计的融资平台债券信用利差与实际信用利差的加权平均差值，作为隐性担保水平（*Implicit*）的度量，同时以

中国知网　https://www.cnki.net

总资产标准化的长短期借款总额衡量信贷资源获取水平(*Loan*). 表 5 第(3)列和表 5 第(4)列的结果显示,*Treat* × *Post* 对 *Implicit* 和 *Loan* 的回归系数分别在 10%和 1%的水平上显著为负.

上述结果表明,随着债务管理体制改革的推进,融资平台受到的显性扶持和隐性担保显著减少,削弱了融资平台非市场化运营的基础,进而推动了融资平台市场化转型.

5 进一步分析

在本节中,本研究首先基于融资平台市场化转型动机展开异质性分析,再者从投资市场化转型丰富探讨维度,并考察融资平台运营效率的变化.

5.1 异质性分析

考虑到不同融资平台推进市场化转型的动机存在差异,本研究从股东背景、业务构成和地区竞争等角度进行异质性分析.

首先,融资平台股东背景包括地方国资委、地方人民政府、财政厅(局)等,不同背景的融资平台经营的侧重点存在差异,市场化转型的动力也有所不同. 本研究按照控股股东是否为国资委背景将样本划分为两组. 表 6 Panel A 结果显示,*ROA* ×*Post* ×*Treat* 的系数均显著为正,但 *Extend* × *Post* × *Treat* 仅在国资委背景组显著,说明国资委背景的融资平台市场化转型程度相对较高,政策实施需要注重股东背景差异并采取有效举措激发融资平台市场化转型的动力.

再者,融资平台为地方政府承担着基础设施建设、土地开发等城建业务,这是融资平台向地方政府议价以得到支持的主要依仗. 为此,将融资平台代建、土地整理、基础设施建设等方面的项目视为城建业务,采用前五名业务收入中城建业务占比度量城建业务集中度并按照年度中位数划分样本. 表 6 Panel B 结果显示,*Extend* × *Post* × *Treat* 和 *ROA* × *Post* × *Treat* 的回归系数仅在城建业务集中度较低的融资平台样本中显著,说明同步推进融资平台业务转型是市场化转型的必要条件.

表 6 异质性分析

Table 6 Heterogeneity analysis

Panel A 股东背景				
变量	国资委背景	非国资委背景	国资委背景	非国资委背景
	(1)	(2)	(3)	(4)
Extend × *Post* × *Treat*	−0.141***	0.009	—	—
	(−4.557)	(0.252)		
ROA × *Post* × *Treat*	—	—	1.109***	0.694*
			(3.071)	(1.839)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9 248	6 518	9 248	6 518
Adj. R^2	0.461	0.467	0.461	0.471
Panel B 业务构成				
变量	城建业务集中度低	城建业务集中度高	城建业务集中度低	城建业务集中度高
	(1)	(2)	(3)	(4)
Extend × *Post* × *Treat*	−0.070*	−0.052	—	—
	(−1.714)	(−1.083)		
ROA × *Post* × *Treat*	—	—	0.897**	0.378
			(2.051)	(0.908)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5 842	5 889	5 842	5 889
Adj. R^2	0.516	0.463	0.517	0.467

中国知网 https://www.cnki.net

续表 6

Table 6 Continues

Panel C 地区竞争				
变量	地区竞争强	地区竞争弱	地区竞争强	地区竞争弱
	(1)	(2)	(3)	(4)
Extend × *Post* × *Treat*	−0.093**	−0.057*	—	—
	(−2.213)	(−1.802)		
ROA × *Post* × *Treat*	—	—	1.478***	0.509
			(3.285)	(1.577)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	7 865	7 708	7 865	7 708
Adj. R^2	0.455	0.438	0.455	0.441

最后，面临激烈竞争的融资平台实现生产经营目标的压力更大，在目标激励下可能会有更强的动力推进市场化转型以提高经营效率[32]. 本研究采用地区内融资平台营业收入份额的平方和计算 HHI 指数，作为竞争程度的度量并按年度中位数划分样本. 表 6 Panel C 结果显示，*Extend* × *Post* × *Treat* 和 *ROA* × *Post* × *Treat* 在地区竞争强的样本中回归系数绝对值显著大于地区竞争弱样本的结果，说明营造良好竞争环境有助于推动融资平台市场化转型.

5.2　经济后果

为更加系统地评估债务管理体制改革对融资平台市场化转型的影响，本研究从投资市场化和运营效率的角度分析经济后果.

5.2.1　投资市场化

融资平台职能定位使得其投资水平与城市固定投资密切相关，即使盈利能力不佳，融资平台也会继续投资，这是投资非市场化的主要表现. 鉴于此，本研究采用“投资—城市固定投资”敏感性和“投资－盈利能力”敏感性衡量融资平台投资市场化程度. 其中，融资平台投资水平（*Invest*）采用购建固定资产和无形资产和其他长期资产支付的现金、取得子公司及其他营业单位支付的现金与投资支付的现金之和除以总资产衡量；城市固定投资（*CityInvest*）采用城市固定资产投资与地区生产总值的比值度量.

表 7 第（1）列和表 7 第（4）列结果显示，*CityInvest* 的回归系数显著为正，*ROA* 的回归系数显著为负，说明融资平台投资受到城市固定投资的影响较大并与盈利能力存在负向敏感性；表 7 第（2）列、表 7 第（3）列和表 7 第（5）列、表 7 第（6）列结果中，*CityInvest* × *Post* 和 *CityInvest* × *Post* × *Treat* 的回归系数均显著为负，*ROA* ×*Post* 和 *ROA* × *Post* × *Treat* 的回归系数均显著为正，说明地方债务管理体制改革降低了融资平台“投资—城市固定投资”的敏感性，提升了“投资—盈利能力”的敏感性，有效推动了融资平台投资市场化转型⑥.

表 7　经济后果：投资市场化

Table 7 Economic consequences: Market-oriented transformation of investment

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Invest	*Invest*	*Invest*	*Invest*	*Invest*	*Invest*
CityInvest	0.009*	0.019**	0.011	—	—	—
	(1.716)	(2.418)	(0.996)			
CityInvest × *Post*	—	−0.012*	0.002	—	—	—
		(−1.704)	(0.171)			
CityInvest × *Post* × *Treat*	—	—	−0.030**	—	—	—
			(−2.095)			

⑥　本研究同时发现政策实施显著推动了融资平台业务市场化转型，具体表现为经营性业务占比和经营活动产生的现金流显著提升.

中国知网　https://www.cnki.net

续表 7

Table 7 Continues

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Invest	*Invest*	*Invest*	*Invest*	*Invest*	*Invest*
ROA	—	—	—	−0.001** (−2.230)	−0.001*** (−2.704)	−0.001 (−1.523)
ROA × *Post*	—	—	—	—	0.003*** (3.064)	0.002 (1.383)
ROA × *Post* × *Treat*	—	—	—	—	—	0.004** (2.007)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	15 223	15 223	15 223	15 624	15 624	15 624
Adj. R^2	0.423	0.423	0.424	0.423	0.424	0.425

5.2.2 运营效率

本部分从公司治理、业务多元化、成本控制与经营绩效等方面探讨融资平台市场化转型的特征表现. 公司治理(*Expenses*)采用管理费用率度量;业务多元化水平(*Diversity*)采用前三类业务收入与总收入的比值度量;成本控制程度(*ProfitToCost*)使用利润总额与成本费用总额的比值度量;经营绩效(*ROE*)使用净资产收益率度量.

表 8 的结果显示,*Treat* × *Post* 对 *Expenses*、*Diversity*、*ProfitToCost*、*ROE* 的回归系数分别为 −0.007、−0.009、0.147 和 0.204,均具有较高的统计显著性. 可见,债务管理体制改革政策出台之后,融资平台的公司治理得到有效改善,业务多元化水平明显提升,成本管控能力得到增强,经营绩效同样有所上升,这不仅从运营效率层面为前文结果提供了补充证据,也说明推进市场化转型有助于提高融资平台的核心竞争力,进而实现深化国有企业改革的目标.

表 8 经济后果:运营效率

Table 8 Economic consequences: Operational efficiency

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Expenses	*Diversity*	*ProfitToCost*	*ROE*
Treat × *Post*	−0.007** (−2.174)	−0.009** (−2.117)	0.147*** (3.755)	0.204** (1.991)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	15 766	15 766	15 766	15 766
Adj. R^2	0.573	0.118	0.183	0.551

6 结束语

推进融资平台市场化转型是防范化解地方债务风险、推动国有企业做强做优做大的重要抓手. 本研究发现,地方债务管理体制改革显著推动了融资平台市场化转型,该效应主要表现在国资委背景、城建业务集中度较低、面临竞争较激烈的融资平台中,融资平台推动市场化转型的动机差异是异质性结果产生的主要原因. 机制分析表明,债务管理体制改革削弱了融资平台的政府融资职能,减少了融资平台受到的显性扶持和隐性担保,削弱了融资平台非市场化经营的基础,倒逼融资平台开展市场化转型.

本研究的政策含义主要体现在以下方面:

第一,融资平台市场化转型的关键在于剥离其政府融资职能,削弱显性扶持和隐性担保带来的金融势能优势. 需要通过转变地方政府借助融资平台融资的模式,消解融资平台非市场化债务融资所依仗的外部条件,从而充分调动目标激励下地方国有企业通过市场化转型不断提升生产经营效率的主观动能.

中国知网 https://www.cnki.net

第二，在地方债务管理体制改革进程中，不同类型的融资平台运营具有多样性和复杂性，要注重分类分步推进融资平台市场化转型. 对于转型动机较弱的融资平台，要采用有效举措激发其转型动力，拓宽其业务范围，实现多元化业务经营，努力营造良性的市场竞争环境，多措并举加快推进市场化转型.

第三，应当坚定不移地推进地方债务管理体制改革，通过拓宽政府融资渠道的方式缓解财权与事权矛盾带来的资金压力的同时，明确政府的偿债边界，采取有效的举措全面清除隐性债务，在防范化解地方债务风险的同时，有效推动地方国有企业市场化转型并提高核心竞争力.

参 考 文 献：

[1]Bai C E, Hsieh C T, Song Z. The long shadow of China's fiscal expansion[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 2016, 47(2): 129 - 181.

[2]曹光宇, 刘晨冉, 周黎安, 等. 财政压力与地方政府融资平台的兴起[J]. 金融研究, 2020, (5): 59 - 76.
Cao Guangyu, Liu Chenran, Zhou Li'an, et al. Fiscal stress and the rise of local government financing platforms[J]. Journal of Financial Research, 2020, (5): 59 - 76. (in Chinese)

[3]Song Z, Xiong W. Risks in China's financial system[J]. Annual Review of Financial Economics, 2018, 10(1): 261 - 286.

[4]徐军伟, 毛　捷. 地方政府与融资平台：统筹发展与安全[J]. 财政研究, 2024, (5): 69 - 84.
Xu Junwei, Mao Jie. Local governments and LGFVs: Integrating development and security[J]. Public Finance Research, 2024, (5): 69 - 84. (in Chinese)

[5]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, 36(9): 37 - 59.
Xu Junwei, Mao Jie, Guan Xinghua. Recognition of implicit local public debts: Views based on the accurate definition of local government financing vehicle and financial potential[J]. Journal of Management World, 2020, 36(9): 37 - 59. (in Chinese)

[6]张　莉, 魏鹤翀, 欧德赟. 以地融资、地方债务与杠杆——地方融资平台的土地抵押分析[J]. 金融研究, 2019, (3): 92 - 110.
Zhang Li, Wei Hechong, Ou Deyun. Land financing, local debt, and leverage: Analysis of land mortgage behavior of local government financing platforms[J]. Journal of Financial Research, 2019, (3): 92 - 110. (in Chinese)

[7]郭　晔, 黄梦琪, 许　达. 融资平台整合与城投债风险溢价——基于融资平台整合模式的分析[J]. 经济研究, 2024, 59(12): 149 - 166.
Guo Ye, Huang Mengqi, Xu Da. Financing platform integration and the risk premium of urban investment bonds: An analysis based on integration models[J]. Economic Research Journal, 2024, 59(12): 149 - 166. (in Chinese)

[8]Cong L W, Gao H, Ponticelli J, et al. Credit allocation under economic stimulus: Evidence from China[J]. The Review of Financial Studies, 2019, 32(9): 3412 - 3460.

[9]Chen Z, He Z, Liu C. The financing of local government in China: Stimulus loan wanes and shadow banking waxes[J]. Journal of Financial Economics, 2020, 137(1): 42 - 71.

[10]聂　卓, 刘松瑞, 玄　威. 从"主动负债"到"被动负债"：中央监管转变下的隐性债务扩张变化[J]. 经济学(季刊), 2023, 23(6): 2136 - 2155.
Nie Zhuo, Liu Songrui, Xuan Wei. From "active leveraging" to "passive leveraging": Contingent local government debt expansion under transforming regulations of the central government[J]. China Economic Quarterly, 2023, 23(6): 2136 - 2155. (in Chinese)

[11]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, 54(4): 18 - 32.
Liang Qi, Hao Yi. Local government debt replacement and macroeconomic risk mitigation[J]. Economic Research Journal, 2019, 54(4): 18 - 32. (in Chinese)

[12]梁若冰, 王群群. 地方债管理体制改革与企业融资困境缓解[J]. 经济研究, 2021, 56(4): 60 - 76.
Liang Ruobing, Wang Qunqun. Reform in management system of local government debt and the alleviation of corporate financing predicament[J]. Economic Research Journal, 2021, 56(4): 60 - 76. (in Chinese)

中国知网　https://www.cnki.net

[13]钟宁桦, 陈姗姗, 马惠娴, 等. 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.
Zhong Ninghua, Chen Shanshan, Ma Huixian, et al. The evolvement of debt risk of local government financing platforms: Based on measuring the expectation of “implicit guarantee”[J]. China Industrial Economics, 2021, (4): 5 – 23. (in Chinese)

[14]李志生, 汪颖栋, 金 凌. 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, 59(2): 23 – 41.
Li Zhisheng, Wang Yingdong, Jin Ling. Local government debt replacement and divergence in firm leverage: On the improvement in local debt structure[J]. Economic Research Journal, 2024, 59(2): 23 – 41. (in Chinese)

[15]佟 岩, 赵泽与, 李 鑫. 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[J]. 中国工业经济, 2024, (5): 20 – 39.
Tong Yan, Zhao Zeyu, Li Xin. Market-oriented transformation of local government financing vehicles and debt replacement: A view of shareholdings in listed firms[J]. China Industrial Economics, 2024, (5): 20 – 39. (in Chinese)

[16]刘津宇, 马千雯, 李奕旻. 融资平台转型: 平台实控人持股上市公司的证据[J]. 金融研究, 2025, (2): 150 – 167.
Liu Jinyu, Ma Qianwen, Li Yimin. The marketization and transformation of local government financing vehicles: Evidence from actual controllers’ equity holding of listed companies[J]. Journal of Financial Research, 2025, (2): 150 – 167. (in Chinese)

[17]周 博, 梁蕴佳, 赵绍阳. 地方债务化解与地区经济增长:来自融资平台转型的证据[J]. 经济研究, 2025, 60(5): 124 – 139.
Zhou Bo, Liang Yunjia, Zhao Shaoyang. Local debt resolution and regional economic growth: Evidence from the transformation of financing vehicles [J]. Economic Research Journal, 2025, 60(5): 124 – 139. (in Chinese)

[18]李昊骅, 方立兵, 姚楚涵. 空间溢出与城投债信用风险——基于长三角城市群生产要素引力网络[J]. 管理科学学报, 2023, 26(1): 83 – 104.
Li Haohua, Fang Libing, Yao Chuhan. Spatial spillover and credit risk of urban investment bonds: Based on the gravitational network of production factors within Yangtze River Delta Urban Agglomeration[J]. Journal of Management Sciences in China, 2023, 26(1): 83 – 104. (in Chinese)

[19]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, 42(3): 28 – 43.
Mao Jie, Xu Junwei. Research on market-oriented transition of local government financing vehicles: Tracing the origin of institutions, profiling and practical path[J]. Finance & Trade Economics, 2021, 42(3): 28 – 43. (in Chinese)

[20]方嘉宇, 陆 毅. 分类监管政策与地方融资平台绩效——来自融资平台退出名单制管理系统的经验证据[J]. 金融研究, 2024, (4): 75 – 93.
Fang Jiayu, Lu Yi. Classified regulatory policy and the performance of local government financing platforms: Evidence from the exit of financing platforms from list-based management system[J]. Journal of Financial Research, 2024, (4): 75 – 93. (in Chinese)

[21]刘澜飚, 陈 晨, 王 博. 举债权放松能否缓解地方政府债务风险?[J]. 管理科学学报, 2023, 26(7): 76 – 105.
Liu Lanbiao, Chen Chen, Wang Bo. Can relaxation of bond issuance rights ease the risk of local public debt?[J]. Journal of Management Sciences in China, 2023, 26(7): 76 – 105. (in Chinese)

[22]Hu J, Liu S, Yao Y, et al. Government deleveraging and the reverse crowding-in effect: Evidence from subnational debt and government contractors[J]. Management Science, 2026, 72(8), 6851 – 6871.

[23]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.
Qiu Zhigang, Wang Ziyue, Wang Zhuo. Local government debt replacement plan and new implicit debt: Based on issuance scale and pricing of Chengtou bonds[J]. China Industrial Economics, 2022, (4): 42 – 60. (in Chinese)

[24]陈暮紫, 王美惠, 杨晓光. 第三方担保对城投债增信作用的前后背离研究[J]. 管理科学学报, 2022, 25(11): 85 – 108.
Chen Muzi, Wang Meihui, Yang Xiaoguang. Study on the changing roles of third-party guarantees in credit enhancement towards urban investment bonds[J]. Journal of Management Sciences in China, 2022, 25(11): 85 – 108. (in Chinese)

[25]Allen F, Gu X, Li C W, et al. Implicit guarantees and the rise of shadow banking: The case of trust products[J]. Journal of Financial Economics, 2023, 149(2): 115 – 141.

中国知网 https://www.cnki.net

[26]Jin S, Wang W, Zhang Z. The real effects of implicit government guarantee: Evidence from Chinese state-owned enterprise defaults[J]. Management Science, 2023, 69(6): 3650 – 3674.
[27]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.
Zhang Lu. Local debt expansion and the strategy of local government[J]. China Industrial Economics, 2020, (2): 44 – 62. (in Chinese)
[28]邓　路, 刘瑞琪, 廖明情. 盈余管理、金融市场化与公司超额银行借款[J]. 管理科学学报, 2019, 22(2): 22 – 35.
Deng Lu, Liu Ruiqi, Liao Mingqing. Earnings management, financial marketization and excess bank loans[J]. Journal of Management Sciences in China, 2019, 22(2): 22 – 35. (in Chinese)
[29]Huang Y, Pagano M, Panizza U. Local crowding-out in China[J]. The Journal of Finance, 2020, 75(6): 2855 – 2898.
[30]饶品贵, 岳　衡, 姜国华. 经济政策不确定性与企业投资行为研究[J]. 世界经济, 2017, 40(2): 27 – 51.
Rao Pingui, Yue Heng, Jiang Guohua. Economic policy uncertainty and firms' investment[J]. The Journal of World Economy, 2017, 40(2): 27 – 51. (in Chinese)
[31]刘贯春, 叶永卫, 司登奎, 等. 金融部门人力资本与企业投融资期限错配[J]. 管理科学学报, 2024, 27(10): 103 – 124.
Liu Guanchun, Ye Yongwei, Si Dengkui, et al. Human capital in financial sector and corporate maturity mismatch[J]. Journal of Management Sciences in China, 2024, 27(10): 103 – 124. (in Chinese)
[32]Wang Z X, Yan X W. Does administrative monopoly regulation restrain enterprise over-financialization? Evidence from China's fair competition review system[J]. Journal of Management Science and Engineering, 2025, 10(2): 158 – 174.

Local debt management system reform and market-oriented transformation of financing platforms

LI Zhi-sheng[1, 3], *YANG Xiao-qian*[2, 3], *JIN Ling*[2, 3 *]
1. School of Finance, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China;
2. School of Finance, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China;
3. Innovation and Talent Base for Digital Technology and Finance, Wuhan 430073, China

Abstract: Promoting the market-oriented transformation of financing platforms is an important instrument for preventing and resolving local debt risks and a key measure for deepening the reform of state-owned enterprises. The reform of the local debt management system introduced around 2015 not only transformed the local government financing model but also reshaped the operations of financing platforms. This paper finds that the reform promoted the market-oriented transformation of financing platforms, as reflected in a significant decline in the sensitivity of their debt financing to government-contributed assets and a marked increase in its sensitivity to profitability. Mechanism analysis shows that the reform weakens the government financing function of financing platforms by “opening the front door and closing the back door”, and significantly reduces the explicit support and implicit guarantees they receive. Further study finds that the market-oriented transformation of financing platforms varies across shareholder backgrounds, is more pronounced among platforms with a lower concentration of urban construction business, and is further promoted by intense competition. Furthermore, following the implementation of the reform, investment by financing platforms becomes significantly less driven by urban fixed investment and more sensitive to profitability, while their operational efficiency also improves. This study provides empirical evidence on how to promote the market-oriented transformation of financing platforms and offers policy implications for reforming and regulating the local government financing model.

Key words: financing platforms; market-oriented transformation; debt management system reform; local debt

中国知网　https://www.cnki.net