

国企股权网络与地方债务扩张*

——基于穿透式监管的视角

周 博

摘要:本文利用工商企业注册数据中5180万家企业的9250万条股东信息建立了地方国有企业的股权网络全景图,并结合全国税收调查企业数据研究了地方政府融资平台债务扩张的新机制。本文发现地方政府融资平台股权网络在2008年后从横向和纵向两个维度迅速扩张。利用2011年银监会对融资平台的信贷监管冲击,研究发现受到监管的融资平台会通过其股权网络中没有受监管的企业进行融资来逃避监管,并使总体债务规模持续上升。进一步分析表明,融资平台股权网络企业的负债率和负债规模虽然显著上升但其投资、雇佣以及产出并没有变化,而受到监管的融资平台自身的负债、投资和雇佣却显著提高,且增加了从其股权网络企业获得的直接借款。本文的研究结论为认识地方债务规模、理解地方债务增长和防范化解地方债务风险提供了具体且清晰的政策启示,即穿透地方国有企业股权网络的地方债务监管思路是完善全口径地方债务监测监管体系的核心要义。

关键词:地方政府融资平台 股权网络 借壳融资 工商企业注册数据

一、引言

统筹好地方债务风险化解和稳定发展是当前经济工作的重要任务。自2010年发布《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》以来,中央政府层面对于地方政府融资平台债务采取了强监管的措施,但融资平台债务规模仍然持续增长(毛捷等,2024)。《国务院关于2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》也指出“违规举借债务尚未全面停止”。因此,针对地方债务监管中存在的漏洞,党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》明确提出“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”。由此引出的重要问题是:为什么在地方债务管理日益规范的情况下债务规模还在不断扩张?而全口径地方债务监测监管体系的核心要点是什么?又应该如何完善?这正是本文试图研究和回答的重大现实热点问题。

本文从地方国有企业的股权网络视角出发,强调现有的“名单制”监管(即名单内的融资平台在信贷融资方面受到限制,但名单外的企业不受影响)方式被地方政府通过股权网络中的其他企业或者成立新企业来融资的渠道所规避。2013年审计署首次提到这一现象,在全国政府性债务审计结果答记者问时指出“有的地方通过融资平台公司之外的国有独资或控股企业、自收自支事业单位进行融资”。对于地方政府通过股权网络内的其他企业或者新成立企业来逃避监管的方式,财政部在近期的问责通报中也有提及。例如,2022年5月《财政部关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》指出的8起隐性债务问责典型案例中有2起案例(涉及贵州省兴义市、浙江省湖州市湖州经济技术开发区)是地方政府通过占用国有企业资金的违规方式造成新增隐性债务。2023年11月《财政部关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》中,8起隐性债务问责典型案例有5起案例(涉及湖北省部分地区、广西壮族自治区柳州市、陕西省西安市、四川省成都市彭州市、江西省景德镇市)是以国有企业为主体融资借新还旧而造成化债不实。2024年9月《财政部关于八起地方政府隐性债务问责典型案例的通报》查处的8起隐性债务问责典型案例有4起案例(涉及天津市天津港保税区、辽宁省营口

收稿时间:2024-9-24;反馈外审意见时间:2024-12-31、2025-7-7;拟录用时间:2025-10-30。

*本项研究得到四川省哲学社会科学基金青年项目“基于大数据和机器学习的全口径地方债务规模测算与风险监测研究”(项目编号:SCJJ24ND306)的资助。感谢刘冲、徐舒、赵绍阳三位导师和博士研究生梁蕴佳的帮助以及匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

市鲅鱼圈区、江西省抚州市东乡区、宁夏回族自治区银川市永宁县)是融资平台向地方国有企业直接借款而形成新增隐性债务。2025年8月《财政部关于六起地方政府隐性债务问责典型案例的通报》中6起隐性债务问责典型案例(涉及辽宁省沈阳市辽中区、福建省厦门市、山东省德州市陵城区、湖北省武汉东湖新技术开发区、重庆市武隆区、四川省成都市)均是地方政府通过国有企业举债融资进而新增隐性债务。虽然在审计署的审计报告和财政部关于融资平台违规举债的典型案例通报中都提及了地方政府通过其控制的国有企业股权网络来规避监管的现象,但目前鲜有文献采用全样本的微观数据和严谨的实证设计来研究上述规避监管的行为所导致的债务规模持续上升的问题。

本文综合使用工商企业注册数据和全国税收调查企业数据两套高质量的微观企业数据,在构建地方国有企业股权网络的基础上,研究了融资平台通过其股权网络逃避监管的行为,最终形成了以下3个方面的研究发现。

第一,受“进一步扩大内需促进经济平稳较快增长的措施”(后文简称“四万亿”)的影响,地方政府融资平台股权网络在2008年之后迅速扩张。本文首先使用工商企业注册数据中5180万家企业的9250万条股东信息,基于层层穿透的原则构建了地方政府控制的国有企业股权网络全景图。通过对比分析原中国银行业监督管理委员会(后文简称“银监会”)公布的融资平台名单,本文发现地方国有企业新成立的数量在2008年之后快速增加,并且根据企业名称、经营范围、行业门类和股东分布来看,其中大量新增的企业都属于地方政府融资平台。从时间维度上来看,新成立的地方政府融资平台数量通过股权网络的视角在快速扩张,其具体表现在横向和纵向两个方面,即地方政府新成立的融资平台数量在2008年之后显著增加并且这些融资平台在2008年之后也设立了更多的子公司。

第二,以银监会2011年针对融资平台的信贷限制政策作为冲击,本文发现受到管制的融资平台通过其股权网络规避监管进行融资并使得债务规模不断上升。本文使用2007~2015年全国税收调查企业数据,依据地方国有企业股权网络和银监会信贷管制名单构造双重差分模型,发现受到监管的融资平台的股权网络中的其他企业的资产负债率和负债规模显著增加。另一方面,在广延边际上,本文也发现受到监管的融资平台新成立了更多的子公司,并且这些子公司具有明显的融资平台特征。这一结果也暗示融资平台会通过新成立子公司的方式来规避监管。

第三,进一步分析表明,负债率和负债规模上升的融资平台股权网络企业的投资、雇佣以及产出并没有显著性变化但应收账款显著增加,与之对应的是直接受到监管的融资平台的负债、新增固定资产投资和雇佣员工数量却显著上升。此外,受到监管的融资平台从其股权网络企业获得的直接借款也有所增加。这说明融资平台面对银监会信贷管制政策时通过其股权网络企业进行“借壳融资”活动从而规避了监管并推高了债务规模。

相比现有文献,本文存在以下两个方面的贡献。第一,本文为研究地方政府融资平台的经济金融问题提供了新的数据集和分析方法。现有研究地方政府融资平台的文献大部分都基于发行过债券的融资平台样本(曹婧等,2019;徐军伟等,2020;吴敏等,2022;刘潘、张子尧,2023),但是发行过债券的融资平台样本仅占全部融资平台的一部分。因此,目前文献中关于融资平台的研究结论的外推性面临一定的挑战。而本文通过整理5180万家工商企业注册数据中的9250万条股东信息,构建了包含约40万家企业的全样本地方国有企业股权网络,这使得本文的研究对象涵盖了所有融资平台样本,也为后续研究地方政府融资平台的相关问题提供了基础数据和分析方法。第二,本文拓宽了地方债务持续增长的新解释和新机制。现有文献从信贷融资、影子银行、债券融资以及担保网络解释了地方政府融资平台债务不断扩张的机制(刘畅等,2020;陈等,2020;周博、梁蕴佳,2024;毛捷等,2024),而本文在这一支文献的发展脉络下,从地方国有企业的股权网络出发验证了融资平台利用其股权网络来规避监管使得债务规模持续上升的新机制。这一机制同最近文献发现的企业集团利用股权网络规避税收、专利、环境监管的行为是紧密相关的(冯晨等,2023;曹春方等,2024;陈等,2025)。此外,本文所强调的融资平台通过股权网络规避监管的新机制具有鲜明的政策启示,即完善全口径的地方债务监测监管体系需要从穿透式监管的视角出发,层层穿透融资平台的股权网络,防止地方政府的违规举债行为。

二、文献综述

根据本文的研究内容,本部分从地方政府隐性债务、国有企业股权网络以及企业集团规避监管3个方面的文献进行综述。

(一)地方政府隐性债务

现有文献认为财政压力和官员晋升激励是地方政府隐性债务持续增长的制度性原因。自1994年分税制改革以来,地方政府面临财权和事权不对等的困境,其往往承担了过多的支出责任但能调动的财政事权是有限的(高培勇,2018)。曹光宇等(2020)从融资平台成立的角度提供了财政压力导致地方债务增加的经验证据。另一方面,从20世纪80年代以来形成的以经济发展绩效为核心的官员晋升体制也促使地方官员通过借债融资来发展经济(周黎安,2007)。曹婧等(2019)发现处于55~58岁年龄段的市委书记所在的城市会发行更多的城投债,汪峰等(2020)从PPP融资的角度也发现了类似的证据。在债务增长的制度性因素没有改变的情况下,中央政府制定的化债政策往往被各种形式的金融创新所规避,如影子银行、担保网络等(陈等,2020;毛捷等,2024)。

隐性债务的持续增长影响了经济的可持续发展并可能引发系统性经济金融风险。现有文献证实地方政府隐性债务的增长对民营企业信贷、投资和雇佣产生了挤出效应(刘畅等,2020;黄等,2020;余明桂、王空,2022),并且降低了企业层面的全要素生产率和宏观层面的资源配置效率(吴敏等,2022;刘潘、张子尧,2023;周博、梁蕴佳,2024)。此外,地方政府融资平台凭借“隐性担保”的优势通过影子银行体系进行举债还存在引发经济金融风险的可能性(钟宁桦等,2021;熊琛等,2022;赵旭霞、田国强,2024)。另外,部分文献讨论了地方政府性债务管理改革(梁若冰、王群群,2021)、穿透式监管(王彦超等,2023)、违规举债问责(聂卓等,2023)、融资平台转型(佟岩等,2024;周博等,2025)等化债政策的实施效果。

(二)国有企业股权网络

随着大样本微观数据可得性的增加,现有文献开始使用全样本的工商企业注册数据来研究国有企业股权网络的问题,其中比较有代表性的文献是白等(2021)及艾伦等(2024)。白等(2021)通过构建企业的股权网络发现,在过去20年间民营企业与国有企业交织的股权网络得到了迅速的发展。而民营企业同国有控制人产生股权联系后,其经营范围和规模表现出了快速的增长效应。即国有企业与民营企业的股权交织使得国有企业股权网络发挥了“帮助之手”的作用,并部分解释了中国经济在改革开放后40年的经济增长奇迹。艾伦等(2024)则基于工商企业注册数据中的全部股东信息,从股权层层穿透的视角构造了识别国有企业的新指标。基于新构造的国有企业股权网络,他们认为文献中广泛使用的中国工业企业数据中的股权信息存在相当程度的误报,并且仅依据工商企业注册数据中的注册类型来识别国有企业也会严重低估国有企业的数量和规模。艾伦等(2024)还发现中央政府控制的国有企业的规模占比在1999~2017年之间持续下降,而地方政府控制的国有企业的规模占比是持续上升的。

(三)企业集团规避监管

企业集团通过股权网络来规避监管的行为最近受到了文献的广泛关注。汉纳(2010)发现美国的跨国公司面临更为严格的国内环境规制时会增加其在外国公司的生产投资。进一步地,吉布森(2019)及索利曼(2020)也发现受到环境规制的企业会将企业生产等经济活动转移到在一国内部不受规制的其他地区的企业。上述实证检验主要基于发达国家,部分文献从中国的情景讨论了企业集团逃避环境规制的问题。陈等(2025)利用中国的“千家企业节能行动”作为企业层面的环境规制冲击,发现这一冲击虽然直接降低了受到环境规制的企业的能源消耗,但是与这些企业相关联的集团内的其他企业却增加了产能并提高了能源消耗。即企业集团的存在从国际和国内两个维度弱化了环境规制政策的实施效果(宋德勇等,2021)。

企业利用股权网络逃避监管的行为不仅在环境规制政策中得到体现,还表现在税收转移和逃避税负上。托斯洛夫等(2023)从全球视野评估了跨国公司利用股权网络在新兴经济体和避税天堂的利润转移行为,并发

现这一行为给政府造成了每年超过2000亿美元的税收损失。刘志阔等(2019)基于工业企业数据和对外直接投资企业名单考察了中国企业通过在外国避税天堂设立子公司来转移利润并实现避税的行为。与企业利用外国避税天堂设立子公司来避税不同,由于我国各地方政府税收逐底竞争而造成税收洼地的存在,因而部分学者注意到一国内部的企业利用其股权网络内的子母公司名义税率差异通过利润转移和关联交易的方式来避税的问题(王亮亮等,2023;冯晨等,2023,2024)。另外,部分文献还研究了企业通过股权网络在专利申报和资源配置上利用策略性行为规避监管的现象(曹春方等,2024;汤晟等,2024)。

三、特征事实

本部分首先呈现了我国债务规模的时间趋势和结构差异,其次梳理了政策层面对地方债务问题的表述,再次描述了我国地方债务规模的现状,最后通过上述3个方面特征事实的总结提炼出本文尝试回答的重要现实问题。

(一)特征事实1:中国债务规模在2008年后迅速增加

根据国际货币基金组织公布的全球债务数据(如图1所示),我国债务占GDP的比重从2006年的134%持续攀升至2019年的247%左右。从跨国对比可以看到,自2008年金融危机爆发以来我国的杠杆率呈现急速上升的趋势,而同时期,美国和德国的杠杆率都保持在相对平稳的水平。进一步分企业、家庭、政府三部分来看,我国非金融企业的负债率是最高的,并且在2008年之后迅速上升。其中的重要原因是,我国政府在2009年实施了“四万亿”经济刺激政策。“四万亿”计划由中央政府制定和发起,但主要由地方政府实施,除1.18万亿元由中央政府负担外,剩下的2.82万亿元主要来自地方政府。为配合政策落地和帮助地方政府融资,中央政府鼓励地方政府融资平台进行银行信贷融资,由此使得地方债务规模尤其是融资平台债务规模迅速上升(钟宁桦等,2016;兰小欢,2021)。

(二)特征事实2:债务监管政策自2010年以来不断收紧

“四万亿”刺激政策后融资平台的举债融资规模迅速膨胀,地方债务风险开始逐渐暴露,中央政府对地方政府融资平台的政策导向也由鼓励转为收紧。2010年6月,《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》首次构建起了针对地方政府融资平台的监管政策框架,提出对融资平台和平台债务进行分类监管并重点管制银行贷款。从附表1(参见《管理世界》网络发行版附录一附表1)梳理的地方债务监管政策的演变可以看到,自2010年开始强化对地方政府债务的监管以来,在2010~2024年间我国地方债务管理政策虽然在某些年份偶尔有边际上的放松调整,但在整体上都保持了强监管的政策基调。

(三)特征事实3:强监管背景下地方债务规模仍持续上升

虽然中央政府在监管层面采取了持续收紧的政策措施,但是地方债务规模仍在不断膨胀。如图2左图所示,基于《中国财政年鉴》的宏观数据显示,国有企业的债务规模自2008年以来不断增加,区分中央国有企业

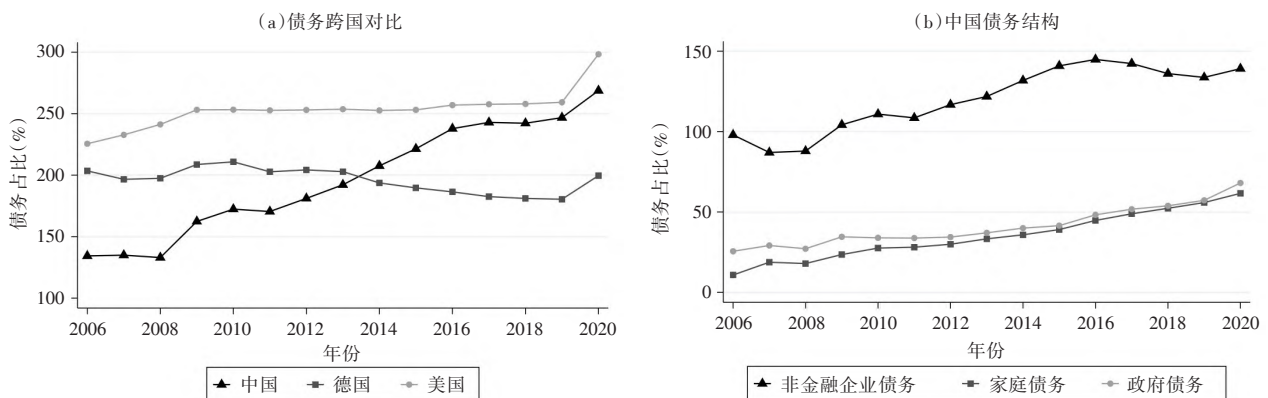


图1 债务的跨国对比与中国的债务结构

数据来源:IMF全球债务数据库。

和地方国有企业来看,主要是地方国有企业的债务规模在持续增加。另外,如图2右图所示,基于毛捷等(2024)界定的新口径融资平台名单也可以发现,无论是债务规模的绝对值还是与GDP的比值,地方政府融资平台债务在强监管政策背景下仍然呈现持续且快速上涨的趋势。

综上所述,中国债务规模在2008年之后开始迅速膨胀,其中大部分的债务是由非金融企业债务构成,而非金融企业债务中地方政府融资平台债务是重要的组成部分。自2010年之后中央政府对地方债务采取了较为严格的监管政策,但其债务规模仍在持续上升。由此引出的问题是:为什么在强监管的背景下地方债务规模仍然在持续上升?目前的监管体系存在怎样的不足?本文将尝试回答这一重要的现实问题。

四、地方国有企业股权网络

(一)融资平台的定义

目前官方层面对融资平台的界定存在两套标准,分别来自银监会和财政部。根据《中国银监会办公厅关于印发地方政府融资平台贷款监管有关问题说明的通知》(银监办发[2011]191号),银监会将由地方政府出资设立并承担连带还款责任的机关、事业、企业3类法人认定为地方政府融资平台。而财政部在《关于贯彻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相关事项的通知》(财预[2010]412号)中,将由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立,承担政府投资项目融资功能,并拥有独立企业法人资格的经济实体划归为地方政府融资平台。然而,财政部甄别的融资平台名单一直没有对外公布(徐军伟等,2020)。上述两套融资平台界定口径的主要差异是监管对象的类别不同。银监会从信贷监管的视角出发,将所属于地方政府的机关、事业和企业3类法人都纳入了监管体系,而财政部侧重于经济实体部门的投融资活动,仅对地方政府控制的企业法人进行监管。

本文出于数据可得性的考虑,以银监会的监管名单为基础并结合财政部的定义筛选了融资平台企业名单。具体地说,2011年银监会为了便于商业银行更好地监管地方政府融资平台的银行信贷获取状况,制定了一份详细的放贷“黑名单”,要求银行机构不得对监管名单上的融资平台进行放贷活动。其中,这份融资平台名单包含机关、事业、企业3类法人11736家。基于银监会公布的融资平台名单,本文按照财政部对融资平台的定义,将其中的企业法人确定为融资平台企业,因而剔除了政府机关如财政局、交通局和事业单位如医院、学校等机构(刘畅等,2020)。曹光宇等(2020)、周博和梁蕴佳(2024)、方嘉宇和陆毅(2024)分别利用这份名单研究了财政压力对融资平台兴起的作用、融资平台对中小企业的挤出效应、分类监管政策对融资平台绩效的影响等问题。本文后续的内容也将基于该监管名单冲击考察融资平台通过其股权网络进行融资以规避监管的行为。

(二)融资平台的特征

本文利用上述融资平台的企业名称和组织机构代码与工商企业注册数据匹配,总计得到7797家融资平台的工商注册信息,其中包含企业名称、经营范围、行业类型、控股股东等信息,上述工商注册变量信息统计截至

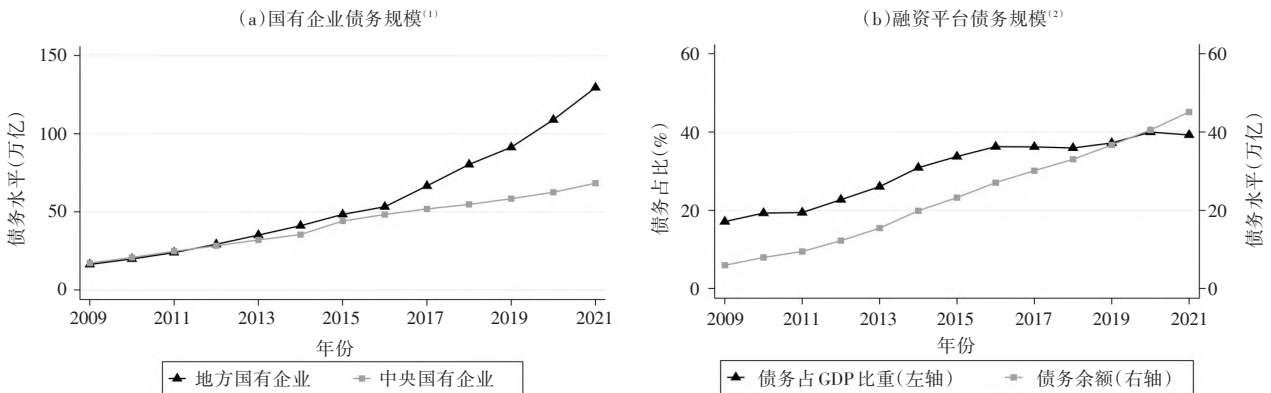


图2 中国地方债务规模的时间趋势

数据来源:(1)《中国财政年鉴》;(2)毛捷等(2024)。

2018年3月。本部分将从上述信息出发分析融资平台所具有的典型特征。

首先,通过Python软件的jieba分词命令对上述7797家融资平台的名称和经营范围进行词频统计,结果如图3所示。从企业名称来看,融资平台大部分都含有“投资”“建设”“开发”“发展”等词汇,这与财政部给出的融资平台实例是一致的。财政部指出地方政府融资平台包括各类综合性投资公司,如建设投资公司、建设开发公司、投资开发公司、投资控股公司、投资发展公司、投资集团公司、国有资产运营公司、国有资本经营管理中心等,以及行业性投资公司,如交通投资公司等。另外,采用同样方式对融资平台经营范围的词频统计也表明融资平台的营业范围包含“投资”“开发”“建设”“管理”等关键高频词汇。

其次,本文也统计了融资平台的行业分布情况。图4左图呈现了融资平台在行业大类(即一位数行业代码)的分布,右图统计了融资平台在行业小类(即四位数行业代码)的分布。从图4可以看到,融资平台集中在租赁和商业服务业、房地产业、建筑业、金融业和水利、环境和公共设施管理业等行业大类,具体细分来看则是集中在投资与资产管理、房地产开发经营、市政设施管理和资本投资服务等。总的来说,融资平台主要集中在资产管理、投资服务和基础设施投资等行业,这与学术界和实务界的认知是一致的。

最后,通过匹配工商企业注册数据的股东信息去探究融资平台背后的股东分布情况。从图5左图来看,融资平台的直接控股股东主要集中在企业,其次是国资委、财政局(厅)、人民政府和开发区管委会。本文还进一步层层往上追溯了融资平台的最终控股股东分布,如图5右图所示,融资平台的最终控股股东集中在国资委、财政局(厅)、人民政府和开发区管委会。总体来看,主要是各地区的国资委、财政局(厅)、人民政府和开发区管委会控制了融资平台。本文的结果同国泰君安证券研究所的研究报告是一致的,他们基于Wind数据中发行过债券的融资平台样本(约1700家)统计了第一大股东的分布,发现其股东主要集中于企业、国资委、财政局(厅)、人民政府和开发区管委会。

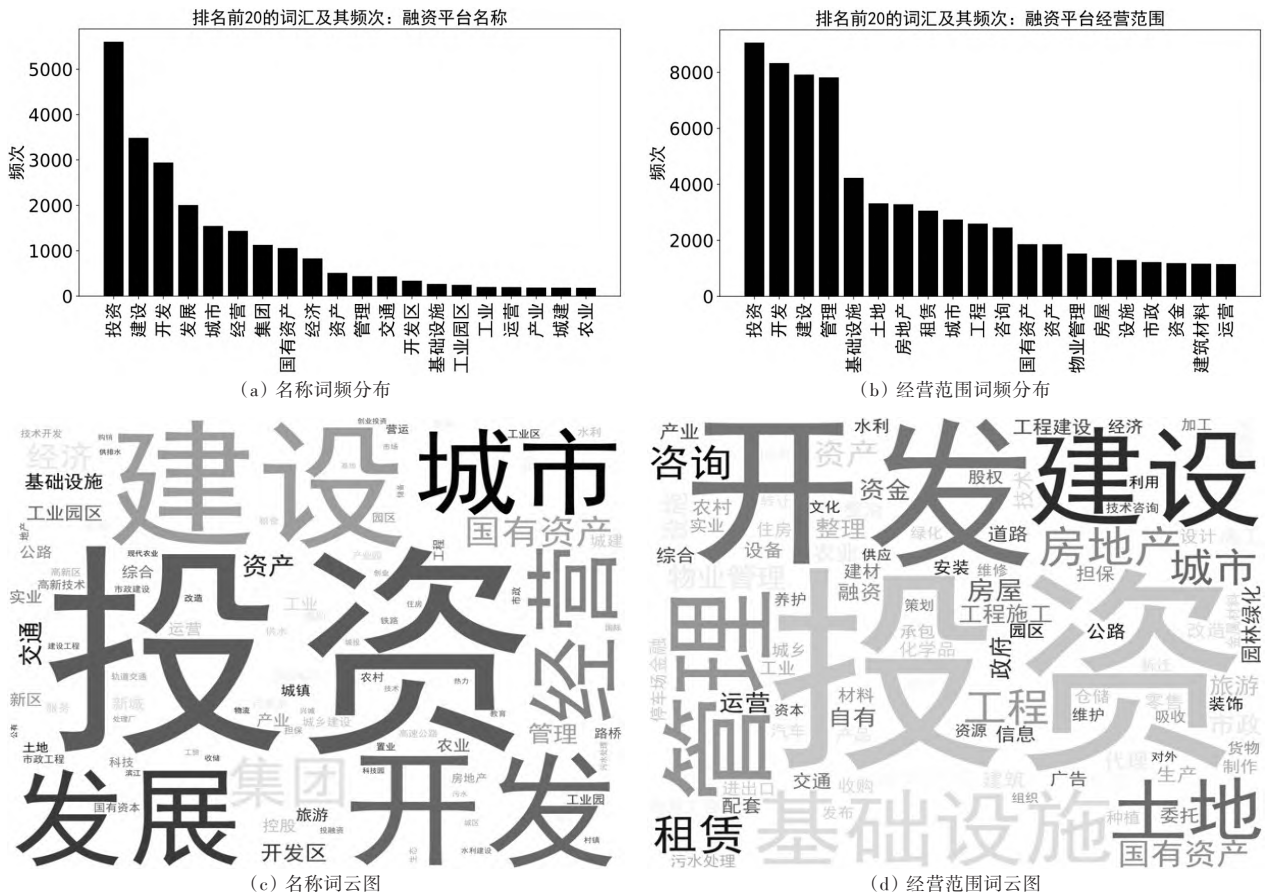


图3 融资平台的名称和经营范围特点

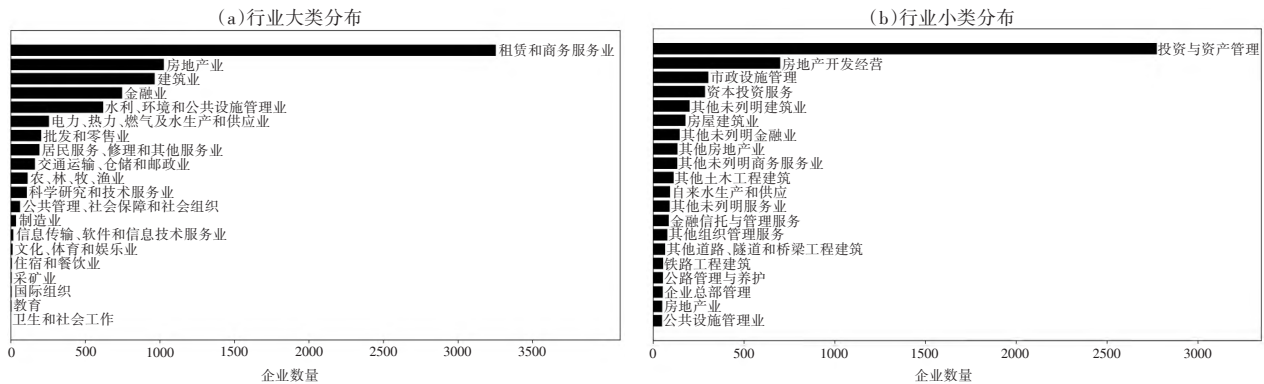


图4 融资平台的行业分布

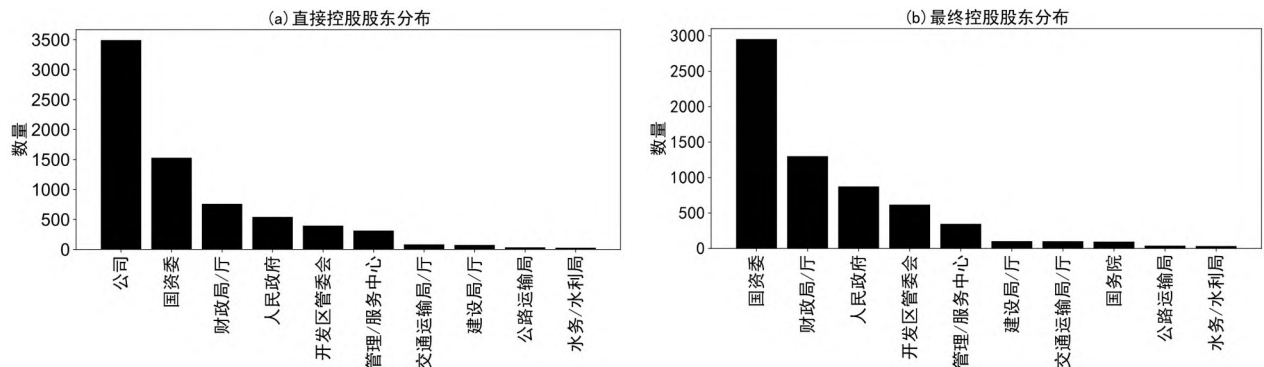


图5 融资平台的股东分布

(三) 地方政府控制的国有企业股权网络

为了探究融资平台通过股权网络规避监管而继续融资的行为,本文按照白等(2021)的做法,构建了地方国有企业的股权网络全景图。本文具体使用的数据是国家市场监督管理总局的工商企业注册数据。该数据集记录了在工商部门登记注册过的中国所有企业及其股东信息。通过股东信息可以向上追溯企业的最终控制人(如个人、政府部门、事业单位和外国公司或法人),向下则可以追溯企业控制的所有子公司。本文参考白等(2021)的做法将控股股东为省、市、县三级的所有地方政府部门的全部企业认定为地方国有企业。通过上述方法可以把直接被地方政府控制的第一代地方国有企业识别出来,然后再通过工商企业注册数据的股东信息层层向下穿透,找到地方国有企业的整个股权网络^①。由于本文重点关注地方政府控股的企业,因此在股权层层穿透时仅保留了地方政府部门作为第一大股东的企业以及该企业作为第一大股东控制的子公司。通过上述方式识别出了402660家地方国有企业,而具体的描述性统计结果如表1所示。

首先,图6左图描述了通过上述方式界定的地方政府控股企业在年份层面的新成立数量。可以发现2008年后新成立的地方国有企业数量开始迅速增加,并且地方国有企业股权网络的扩张体现在横向和纵向两个方面。一方面,地方政府直接控制的第一代企业的新成立数量在2008年后明显上升。另一方面,这些第一代企业的子公司(即地方政府间接控制的企业)的新成立数量也在2008年后显著增加。上述趋势也可以从官方统计数据得到印证。根据《中国财政年鉴》的数据显示(如图6右图所示),地方国有企业的存量在2008年出现拐点,即1998年后的持续减少到2008年后的不断增加。而包含中央国有企业和地方国有企业的全国国有企业数量也呈现出相同的趋势。上述特征与2009年3月中国人民银行联合银监会发布的《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》紧密相关,该文件首次提及“支持有条件的地方政府组建投融资平台”,并由此开启了各地成立地方政府融资平台的浪潮(兰小欢,2021)。

进一步地,本文通过比较2008年后成立的地方国有企业与

变量名	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
成立年份	402660	2005.4513	10.0453	1949	2018
第几级子公司	402660	1.9655	1.6759	0	15
注册资本对数(万元)	402660	6.0965	2.7979	0	20.6179

2008年及之前成立的地方国有企业在企业名称、经营范围、行业和股东分布上的差异,来间接说明2008年之后成立的地方国有企业有相当大的比例是地方政府融资平台。图7表明2008年之后新成立的地方国有企业的名称中具有“投资、管理、建设、发展、产业”等词汇的数量明显增加,而且其经营范围也包含“管理、咨询、投资、开发、建设”等关键词汇。在行业分布上,2008年之后成立的地方国有企业主要集中在租赁和商业服务业、房地产业、建筑业、金融业和水利、环境和公共设施管理业等行业大类,这些行业也是地方政府融资平台集中的行业,而减少的主要集中在批发和零售业、制造业和农林牧渔业。此外,2008年后成立的地方国有企业的最终控股股东也主要集中于国资委、开发区管委会、人民政府和财政局(厅)等地方政府部门。上述特征表明,2008年后成立的地方国有企业有相当大的一部分为地方政府融资平台。

最后,将地方国有企业成立的数量在年份和城市层面进行加总,并分析其与地区经济活动的关系。图8直观地呈现了城市层面地方国有企业数量与固定资产投资、金融机构贷款的正相关关系。表2则基于双向固定效应模型发现城市层面地方国有企业成立数量越多,则该城市的固定资产投资额和金融机构贷款额也显著更

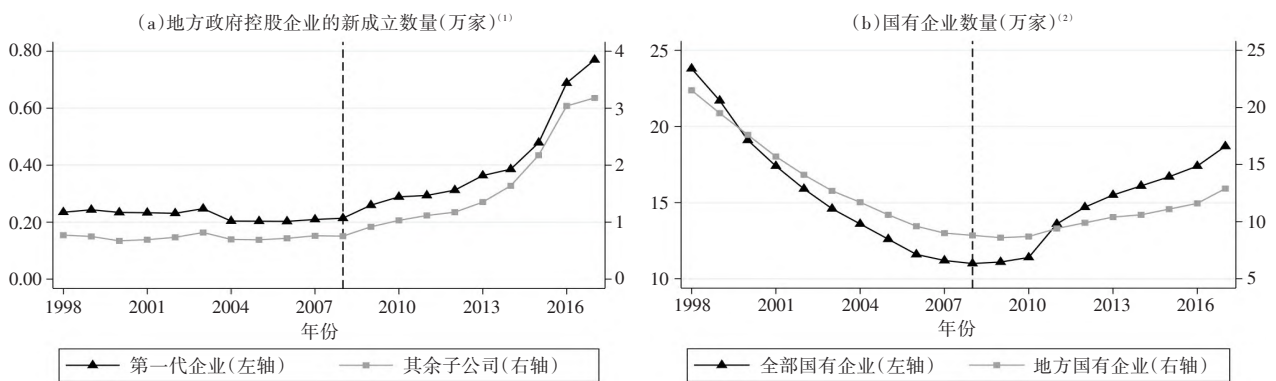


图6 地方国有企业数量变化

数据来源:(1)作者基于工商注册数据计算得到。(2)《中国财政年鉴》。

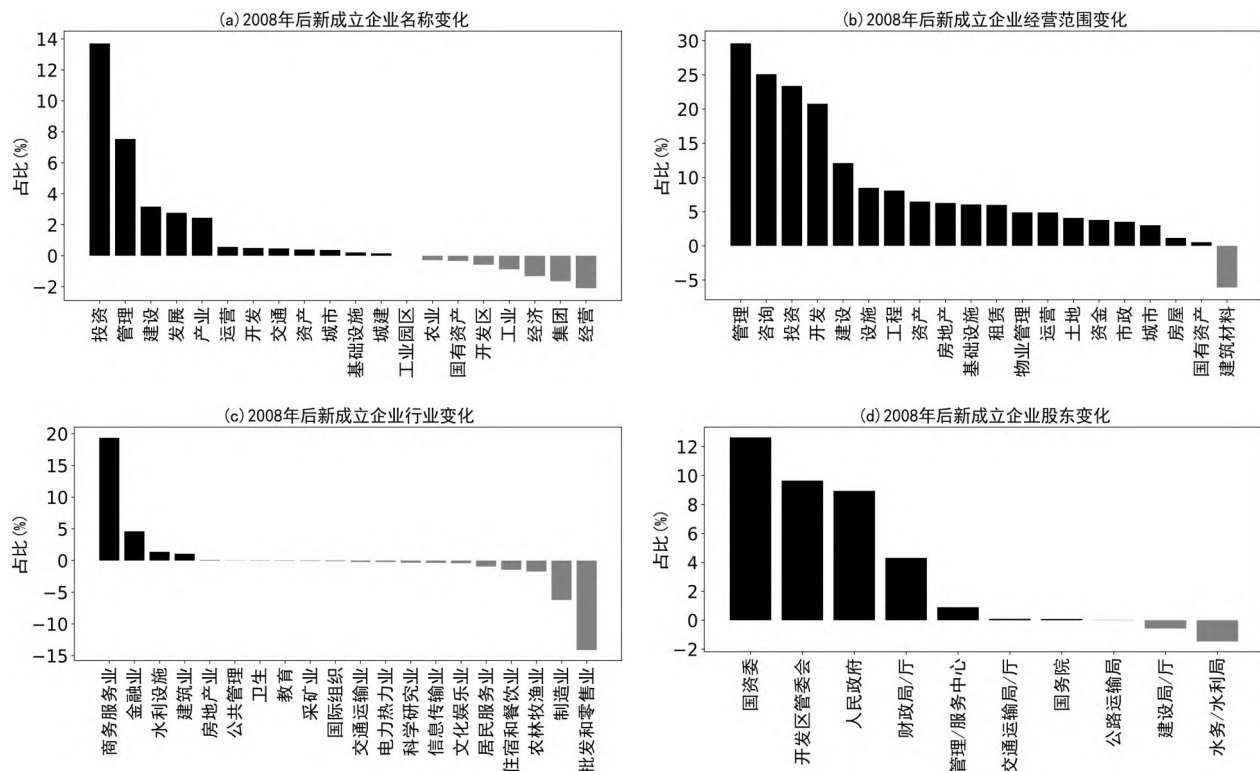


图7 成立于2008年后的地方国有企业的特征

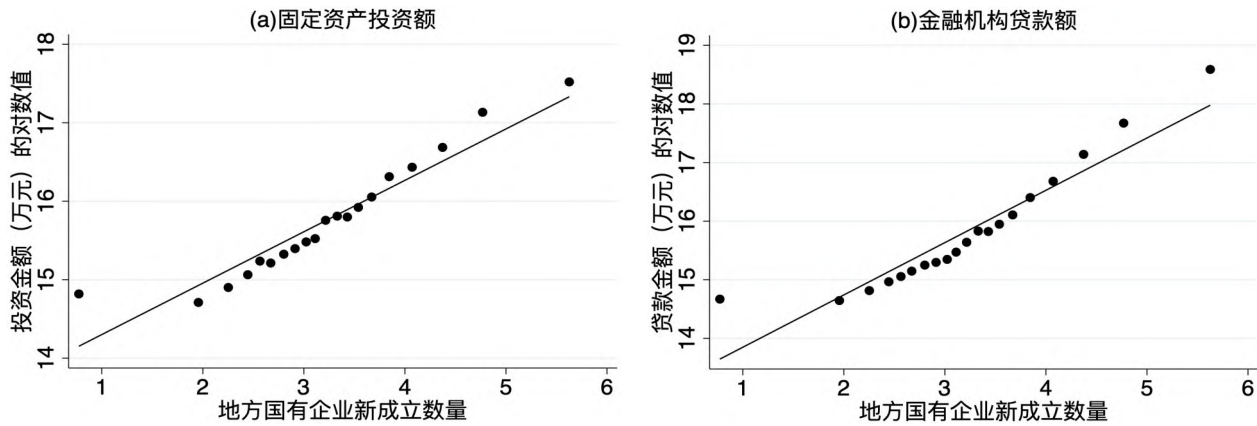


图8 地方国有企业成立数量与固定资产投资和信贷的关系

高。这一回归结果同现有文献中发现的地方政府融资平台对当地固定资产投资的带动作用 and 金融信贷资源的扩张作用是一致的(刘畅等, 2020)。

综合本部分的分析可以发现, 2008年之后新成立的地方国有企业数量迅速增加。并且从企业名称、经营范围、行业类型和股东分布以及其与城市层面的固定资产投资和金融机构贷款的关系来看, 这些新成立的地方国有企业同地方政府融资平台紧密相关, 即其中相当大的一部分地方国有企业为地方政府融资平台。从地方国有企业股权网络的梳理可以看到, 2008年后地方政府融资平台股权网络在横向和纵向两个方面都表现出快速的扩张趋势。

表2 地方国有企业数量与城市层面经济活动的关系

	(1)	(2)
	固定资产投资额(对数)	金融机构贷款额(对数)
地方国有企业数量(对数)	0.0273* (0.0162)	0.0266** (0.0132)
城市固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
观测值	2585	2585
R ²	0.9607	0.9871

注:***、**和*分别表示回归系数在1%、5%和10%水平显著。括号内为城市层面聚类的稳健标准误。

五、数据与方法

(一) 数据介绍

本文主要使用了两套高质量的微观数据, 分别是工商企业注册数据和全国税收调查企业数据。接下来分别介绍这两套数据的具体情况。

工商企业注册数据是国家市场监督管理总局(即原国家工商行政管理总局)负责统计和维护的, 该数据集记录了中国所有在工商部门登记注册过的企业样本。本文主要使用的是企业基本信息和股东信息, 该数据的统计信息截至2018年3月。企业基本信息包含企业唯一识别码、企业名称、统一社会信用代码、注册资金、企业类型、企业是否存活、行业门类、成立时间、登记机关、经营范围等基本变量信息, 样本量约5180万家企业。而股东信息则包括企业唯一识别码、股东名称、股东唯一识别码、出资金额和出资比例等, 一共有9250万条股东信息记录。因为一家企业可能有多个股东, 所以股东信息的样本量要远大于企业基本信息的样本量。

全国税收调查企业数据是由国家税务总局按照随机抽样和重点抽样原则, 在全国范围内每年抽样包括大、中、小不同类型的约70万家企业进行调查和统计。本文主要使用2007~2015年的税收调查企业数据, 该数据除了详细调查企业的资产负债表、利润表和现金流量表以外, 还记录了企业缴纳的各项税务信息和财务支出信息。并且该数据是由税务部门统计的, 其数据质量较高, 因而得到了学术界广泛认可和使用(高培勇、毛捷, 2013; 刘、毛, 2019; 王伟同等, 2020; 陈等, 2021)。

(二) 模型设定

首先, 本文利用双重差分法探究2011年监管政策如何影响受监管融资平台的股权网络中其他企业的融资状况, 具体的模型设定如下:

$$Y_{ijt} = \alpha Treat_{jt} \times Post_t + \lambda_i + \gamma_t + Age_{it} + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中, Y_{ijt} 表示属于最终控制人 j 的企业 i 在年份 t 时的一系列结果变量, 包括企业负债、投入、产出等变量。 $Treat_j$ 代表最终控制人 j 所控制的企业是否受到了2011年监管政策的影响, 取1代表受到了影响, 取0代表没有受到影响。本文处理组和对照组的界定如图9所示。具体地说, 在一个股权网络中, 如果最终控制人所控制的任意企业被列入了2011年的监管名单中, 则认为这个网络中的所有企业都会受到这一政策的间接影响, 即为处理组。反之, 如果股权网络中没有任何一个企业被列入2011年的监管名单, 那么这个股权网络中的所有企业则作为对照组。为了使得对照组和处理组具有可比性, 本文将对照组限定在地方政府部门控制的企业范围内, 即地方国有企业。此外, 剔除了处理组中直接受到2011年监管政策影响的企业样本, 即2011年监管名单上的融资平台。因此, 本文通过比较受到监管政策影响的融资平台的股权网络中的其他企业与未受到监管政策影响的股权网络中的企业, 在政策冲击前后的负债、投入和产出等情况的变化来研究融资平台是否通过其股权网络中的关联企业绕过了监管来继续融资。 $Post_t$ 代表样本是否处于监管政策冲击之后的虚拟变量, 取1代表处于事件发生(即2011年)之后的时期, 否则取0。 α 是本文关注的核心系数, 衡量了2011年监管政策冲击对融资平台股权网络中其他企业融资、投入和产出的平均效应。式(1)控制了企业固定效应 λ_i 、年份固定效应 γ_t 以及企业的年龄固定效应 Age_{it} 。 ε_{it} 是误差项, 采用在企业个体 i 层面进行聚类的标准误。

其次, 本文还构造式(2)的模型并利用工商企业注册数据来考察监管政策冲击是否使得控制人通过新成立企业来融资进而规避监管。

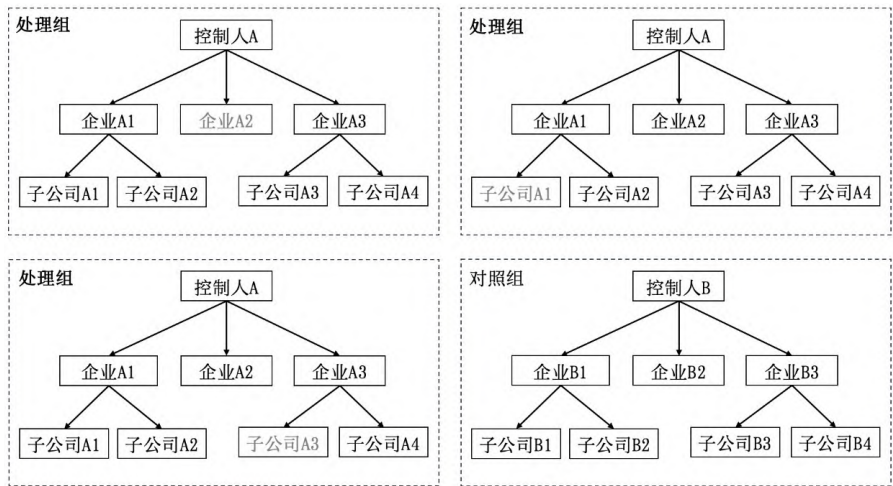


图9 处理组和对照组的界定

注: 灰色标注的企业表示被列入了2011年的监管政策名单。

其次, 本文还构造式(2)的模型并利用工商企业注册数据来考察监管政策冲击是否使得控制人通过新成立企业来融资进而规避监管。

$$Y_{jt} = \beta Treat_j \times Post_t + \delta_j + \gamma_t + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

其中, Y_{jt} 代表控制人 j 在年份 t 时新成立企业的数量, $Treat_j$ 和 $Post_t$ 的含义同式(1)一样。核心系数 β 衡量了监管冲击对控制人新成立企业数量的影响。式(2)控制了最终控制人固定效应 δ_j 和年份固定效应 γ_t 。 ε_{jt} 为误差项, 采用在控制人 j 层面进行聚类的标准误。进一步地, 本文还采用了事件研究法来检验回归结果是否满足事前平行趋势的假设。参考克莱文等(2019)的方法, 本文构建如下事件研究模型:

$$Y_{ijt} = \sum_{t=2007, t \neq 2010}^{2015} \mu_t \times I_t \times Treat_j + \lambda_i + \gamma_t + Age_{it} + \varepsilon_{ijt} \quad (3)$$

$$Y_{jt} = \sum_{t=2007, t \neq 2010}^{2017} \mu'_t \times I_t \times Treat_j + \delta_j + \gamma_t + \varepsilon_{jt} \quad (4)$$

式(3)为上式(1)对应的事件研究模型。其中, I_t 为虚拟变量, 表示是否为日历年 t , 若为日历年 t , 则取值为1, 否则为0。本文以2010年作为基准期。同样地, 式(4)为上式(2)对应的事件研究模型。 μ_t 和 μ'_t 为本文关心的一系列关键系数, 它们表示相对基准期($t=2010$)即监管冲击发生前后各期的估计效果。

六、融资平台规避监管的行为

本部分重点探讨地方政府融资平台通过股权网络规避监管来持续融资的行为。2011年银监会针对融资平台的限制政策虽然约束了其直接获得信贷的可能性, 但是并没有改变其背后地方政府通过负债驱动投资进而使得经济增长的动机。因此, 融资平台可能通过策略性行为来规避监管。具体地说, 本文将从融资平台股权网络的纵向延伸(现有子公司发挥债务杠杆作用)和横向延伸(新成立企业来推动债务规模上升)来考察融

资平台规避监管并持续融资的行为。

(一) 集约边际: 现有子公司融资

首先, 通过研究受到限制的融资平台股权网络中其他企业的资产负债率和负债规模的变化来检验融资平台的规避监管行为, 基准结果如表3所示。从表3可以看到, 处理组(受限制的融资平台股权网络中的其他企业)相较于对照组(没有受到限制的股权网络中的地方国有企业)而言, 其负债率显著增加了0.64个百分点, 且负债规模显著提高了4.19%。

本文进一步探讨了异质性检验的结果。从理论上来说, 如果地方政府通过其控制的其他企业来绕过监管进行负债融资, 那么更大可能是利用低负债率水平的企业来融资。一方面, 低负债率企业更容易被银行等金融机构认定为优质企业, 更大概率获得信贷资金的支持。另一方面, 从地方政府的视角来看, 低负债率企业的负债融资空间更大, 其获得资金支持规模也更多。因此, 以事前2010年各企业的资产负债率水平为分类变量, 将资产负债率平均数以上的企业划分为高负债率组, 而把资产负债率平均数以下的企业划分为低负债率组。

表4呈现了区分高低负债率的异质性分析的结果。从资产负债率来看, 低负债率组显著增加了2.37个百分点, 而高负债率组则没有显著性变化。同样地, 低负债率组的负债规模显著提高了7.64%, 而高负债率组的负债规模提高了1.91%但并不显著。即无论是系数的绝对值大小还是显著性水平, 低负债率组的资产负债率和负债规模受到的影响明显大于高负债率组^②。图10的平行趋势图也表明处理组和对照组的资产负债率和负债规模在事件发生之前是

表3 基准回归结果

	(1)	(2)
	资产负债率	负债规模
处理项×时间项	0.0064* (0.0038)	0.0419** (0.0194)
企业固定效应	是	是
年龄固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
观测值	84990	84990
R ²	0.7632	0.9141

注: **、*和*分别表示回归系数在1%、5%和10%水平显著。括号内为聚类稳健标准误。下表同。

表4 异质性分析

	资产负债率		负债规模	
	(1)低负债率组	(2)高负债率组	(3)低负债率组	(4)高负债率组
处理项×时间项	0.0237*** (0.0064)	-0.0026 (0.0051)	0.0764** (0.0331)	0.0191 (0.0253)
企业固定效应	是	是	是	是
年龄固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	24867	33659	24867	33659
R ²	0.5805	0.5705	0.8842	0.9133

注: 部分企业2010年的资产负债率为缺失值, 所以划分高低负债率组时存在样本损失。因此, 同表3相比总样本量有所损失。下同。

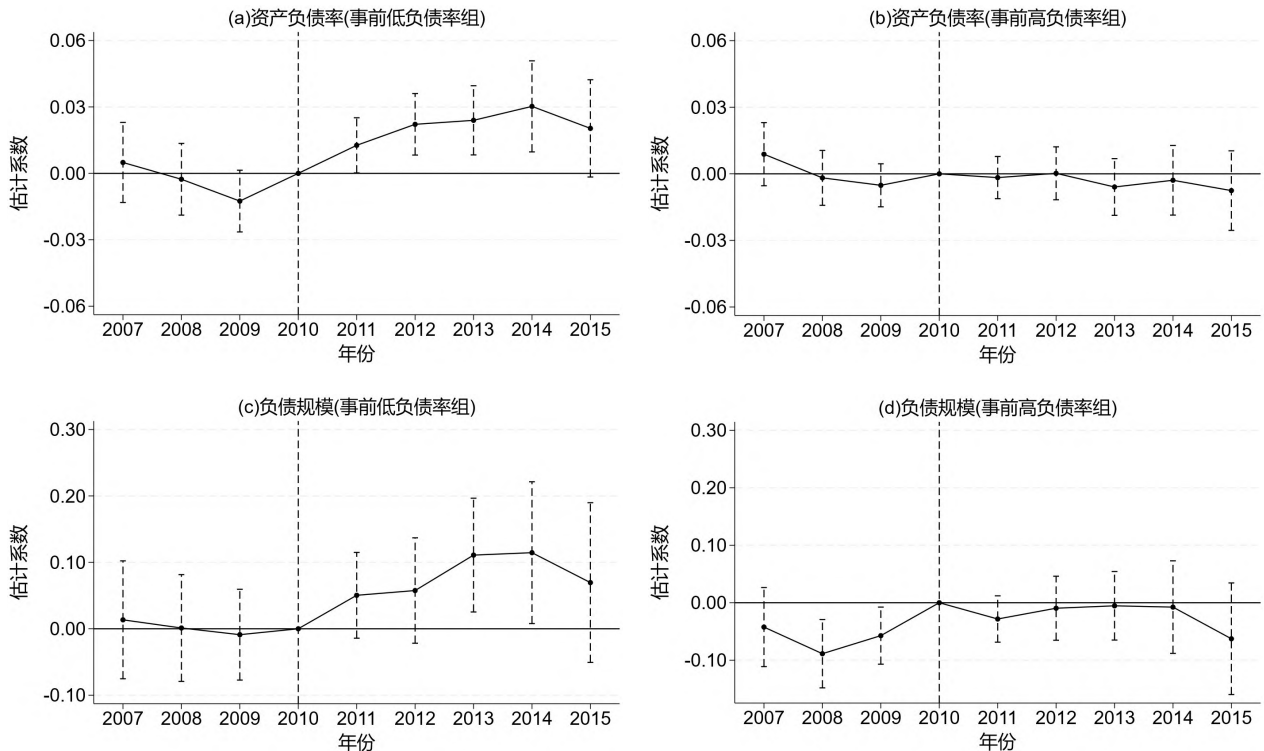


图10 异质性分析的平行趋势图

没有显著性差异的,即满足了双重差分模型的平行趋势假设。

为缓解上述基准回归中可能存在的内生性问题,本文还进行了以下3个方面的稳健性检验以排除可能对基准结果造成干扰的因素。第一是新增了企业层面的控制变量,如融资平台是否退出监管名单、融资平台是否还承担为政府融资的职能(方嘉宇、陆毅,2024;周博等,2025)。第二是新增了地区层面的控制变量,如国家级开发区设置、官员年龄特征(毛捷、柏金春,2024;曹婧等,2019)。第三是引入三重差分模型的识别策略,以更为严格地控制住可能遗漏的干扰因素。《管理世界》网络发行版附录三中展示了稳健性检验的结果,并且在正文后续的回归中均展示添加了控制变量后的回归结果。

(二)广延边际:新成立企业融资

上一小节讨论了融资平台在集约边际上通过股权网络中已成立的其他企业来融资并绕过了监管,而本节则从融资平台的横向延伸网络来研究其规避监管的行为。具体地,本节试图检验是否受到监管的融资平台的最终控制人会通过成立新的企业来规避监管,即比较受到监管的融资平台的最终控制人与没有受到监管的其他地方国有企业的最终控制人在事件冲击发生前后新成立企业数量的变化。表5第(1)列的回归结果显示,受到2011年监管名单影响的地方政府部门(即最终控制人)成立了更多的新企业。为了检验这些新成立企业所具有的特征,按照本文第四部分中提炼出的融资平台的企业名称和经营范围关键词来生成类别变量,并在投资人层面进行汇总来研究是否新成立的企业更多地含有融资平台的特征。回归结果如表5第(2)列和第(3)列所示,从企业名称来看含有“投资、建设、开发、发展”的企业占比显著增加,而经营范围含有相关关键词的比例也增加了但并不显著。此外,图11平行趋势图的结果同表5的回归结果是一致的。上述结果共同表明,一方面受到限制的融资平台通过成立更多的子公司来规避监管,另一方面这些新成立的地方国有企业更大可能是融资平台。

表5 新成立的企业数量和特征

	(1)	(2)	(3)
	新成立企业数量	名称特点	经营范围特点
处理项×时间项	0.0927*** (0.0217)	0.0457*** (0.0109)	0.0098 (0.0098)
投资人固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
观测值	30637	30637	30637
R ²	0.7456	0.3714	0.3750

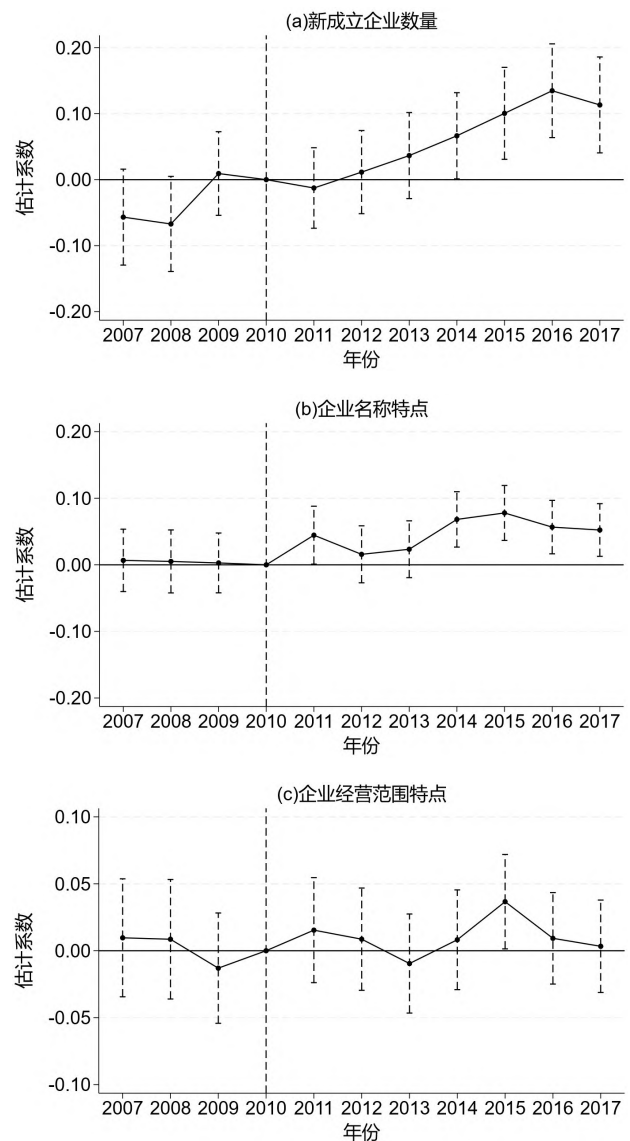


图11 新成立企业特征的平行趋势图

七、进一步分析

第六部分的研究结果发现受到限制的融资平台的股权网络中其他企业的负债率和负债规模都显著上升。自然产生的一个疑问是:这些负债率和负债规模都上升的企业仅仅是作为融资平台获得融资的一个壳(即“借壳融资”),还是说其替代了原有融资平台的作用并逐步开始进行基础设施建设等投融资任务。区分上述两种情况具有重要的政策含义。一方面,这有助于完善全口径债务监测监管体系,另一方面,这对于化解融

资平台债务也有清晰的指向。基于此,本部分提供了以下3点证据来论证融资平台通过其股权网络内的企业来帮助其融资的现象(即“借壳融资”)。

第一,如果股权网络企业通过融资获得了资金并利用其他渠道转贷给了融资平台,那么企业的应收账款则会提高,而这将体现在资产负债表的变化中。因此,本部分首先利用股权网络企业资产端的应收账款变动情况来检验是否存在借壳融资的现象。回归结果如表6第(1)和(2)列所示,受到限制的融资平台的股权网络中低负债率企业的应收账款显著增加,但高负债率企业的应收账款则没有显著变化。为了检验是否可能是由于同时期其他政策干扰导致企业间赊销和赊购模式变化造成的上述现象,本文还进一步研究了企业负债端的应付账款的变化。表6第(3)和(4)列显示高低负债率组的应付账款都没有显著变化,即表明不是由于同时期其他政策干扰而导致低负债率处理组的应收账款增加。而图12的动态效果图同样说明表6双重差分模型的回归结果是满足平行趋势假设的。

第二,如果股权网络企业将负债融资获得的资金转贷给了融资平台,即股权网络企业只发挥了借壳融资的作用而没有进行实质性的生产活动,那么可以预期其要素投入和产出不会有显著性变化。为此,本部分检验了受到限制的融资平台的股权网络企业的新增固定资产投资和雇佣员工数量的变化,结果如表7所示。从表7可以看到,无论是低负债率组还是高负债率组,其新增固定资产投资和雇佣员工数量都没有显著性变化。并且,图13的平行趋势图同样表明新增固定资产投资和雇佣员工数量在事件发生前后都是不显著的。

同样地,本部分也检验了股权网络企业的产出变化,结果如表8所示。低负债率组的主营业务收入和主营业务成本虽然有所增加,但都不显著。而作为安慰剂检验的高负债率组的主营业务收入和主营业务成本同样没有显著性变化。此外,图14的平行趋势图也再次表明受到限制的融资平台的股权网络企业在事件冲击发生前

表6 借壳融资的证据

	应收账款(资产端)		应付账款(负债端)	
	(1)低负债率组	(2)高负债率组	(3)低负债率组	(4)高负债率组
处理项×时间项	0.2149** (0.0942)	-0.0193 (0.0850)	0.0493 (0.0846)	0.0303 (0.0796)
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	25810	35960	25610	35684
R ²	0.6831	0.6556	0.7042	0.6602

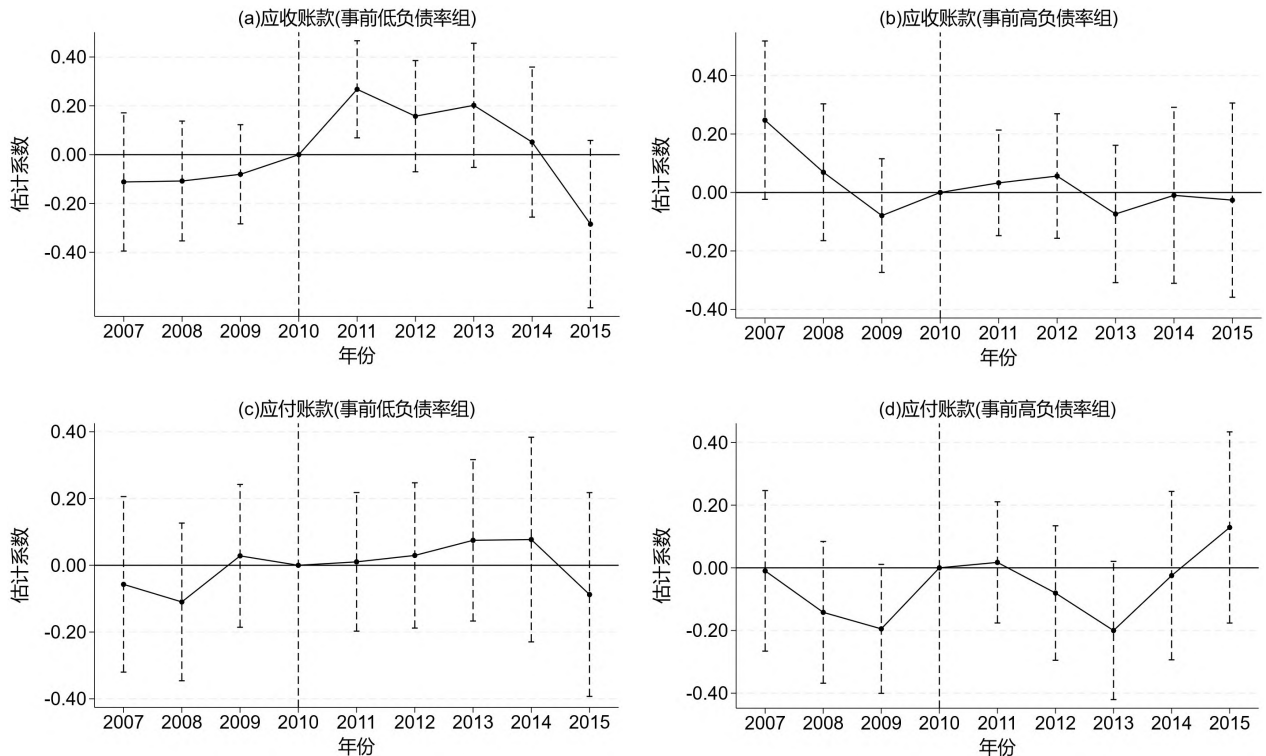


图12 借壳融资证据的平行趋势图

后的年份,其主营业务收入和主营业务成本均没有显著性变化。

总结可以发现,一方面,受到监管的融资平台其股权网络企业负债率和负债规模显著提高,表明其发挥了融资的作用。另一方面,融资平台股权网络企业的应收账款显著增加,但其要素投入和产出却没有显著性变化,这说明其获得的融资没有用于自身的生产活动,而是通过其他渠道转贷给了融资平台。上述结果表明直接受到信贷监管的融资平台的股权网络企业在事件发生后开始负债融资,并将获得的资金转移给了融资平台。对此,本部分接下来尝试从直接受到监管的融资平台方提供额外的第3点证据来支撑上述“借壳融资”的观点。

首先,图15呈现了融资平台在2011年信贷监管冲击前后其自身负债率和负债规模的变化。从图15中可以看到,一方面,受到以负债率为考核指标的监管限制的影响,融资平台的资产负债率在2011年开始出现明显且迅速地下降趋势。但另一方面,融资平台的负债规模在2011年的监管限制后并没有降低反而仍在持续上升。这表明2011年的监管限制并没有完全约束融资平台的负债融资渠道,结合本部分前面的发现,这些结果共同说明融资平台通过股权网络中其他企业来借壳融资并绕过了监管使得其负债规模持续增加。

其次,本部分参考式(1)设定了式(5)的模型来分析融资平台的投资和雇佣行为的变化,具体的模型设定如下:

表7 企业投入的变化

	新增固定资产投资		雇佣员工数量	
	(1)低负债率组	(2)高负债率组	(3)低负债率组	(4)高负债率组
处理项×时间项	-0.0375 (0.1036)	-0.0092 (0.0945)	0.0328 (0.0215)	0.0207 (0.0205)
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年龄固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	23641	32985	25790	35945
R ²	0.5526	0.5310	0.8888	0.8854

注:新增固定资产投资这一变量在2007年缺失,因此参与回归的观测值有所减少。

表8 企业产出的变化

	主营业务收入		主营业务成本	
	(1)低负债率组	(2)高负债率组	(3)低负债率组	(4)高负债率组
处理项×时间项	0.0355 (0.0302)	0.0117 (0.0287)	0.0210 (0.0336)	0.0193 (0.0311)
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年龄固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	25331	35302	24931	34971
R ²	0.8712	0.8698	0.8619	0.8626

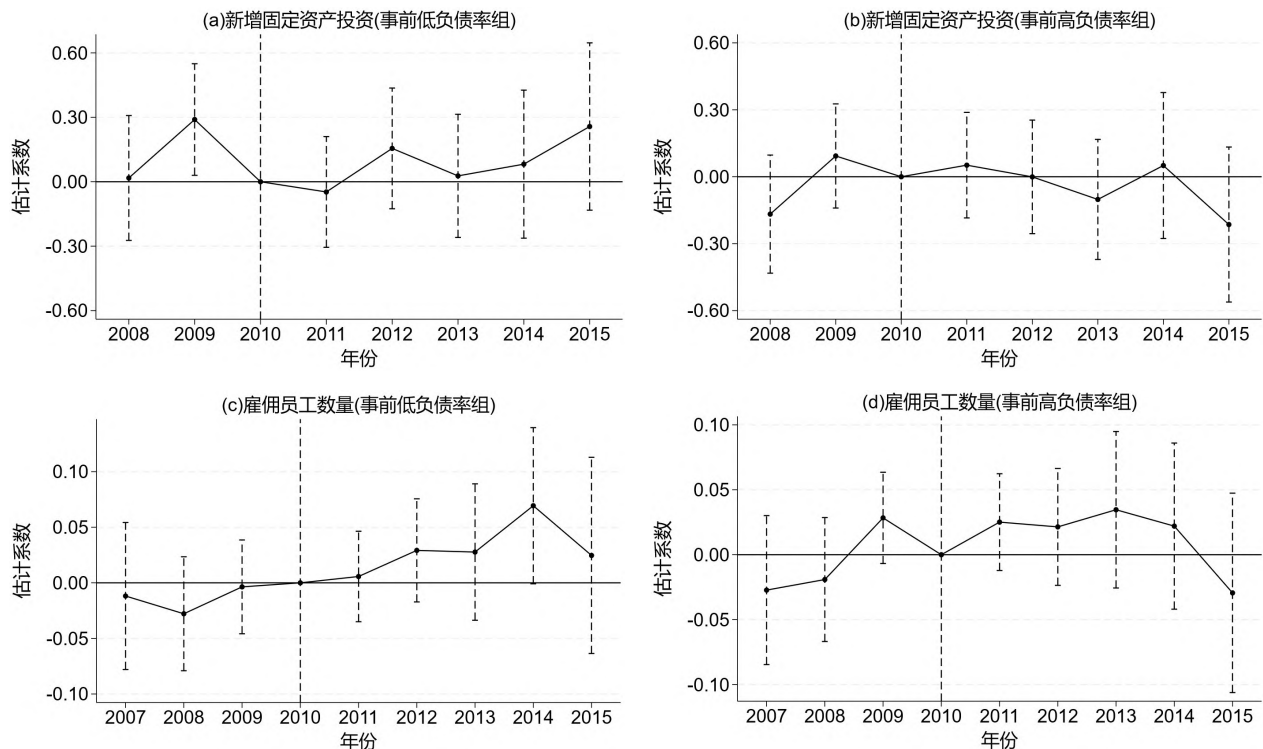


图13 企业投入的平行趋势图

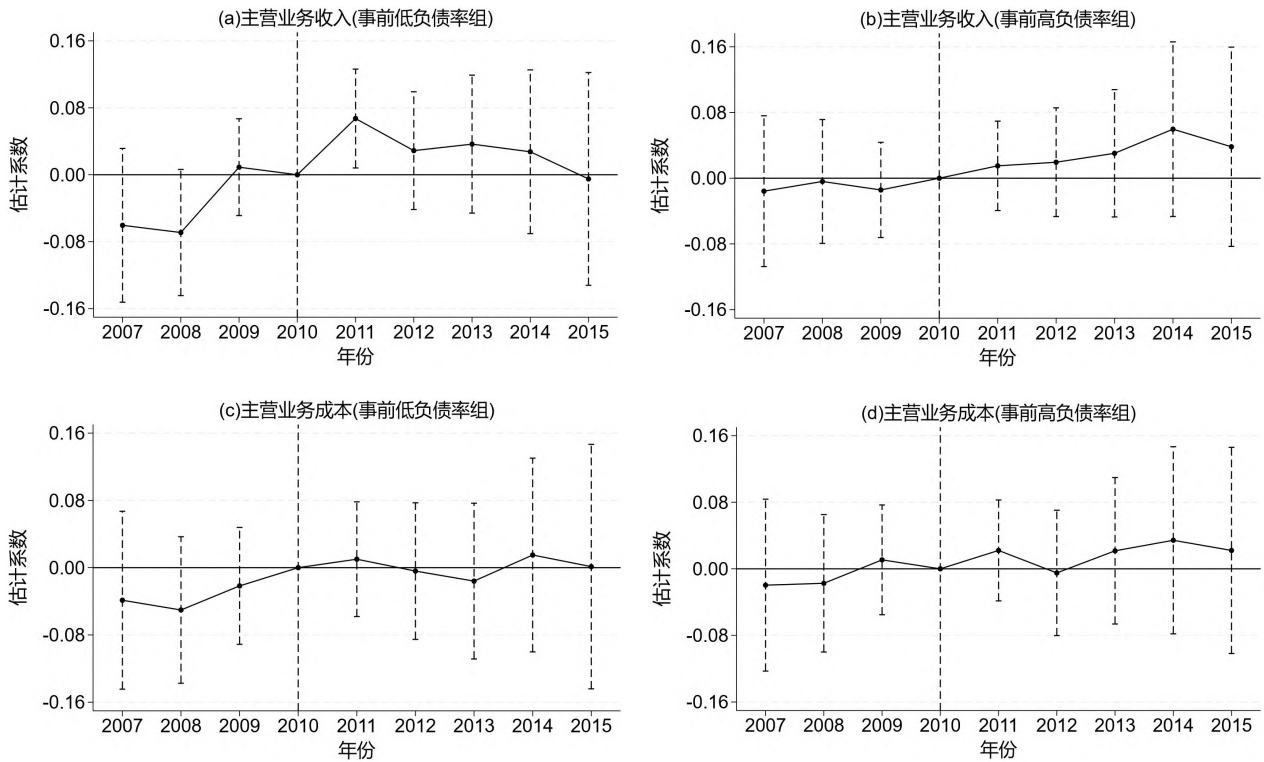


图14 企业产出的平行趋势图

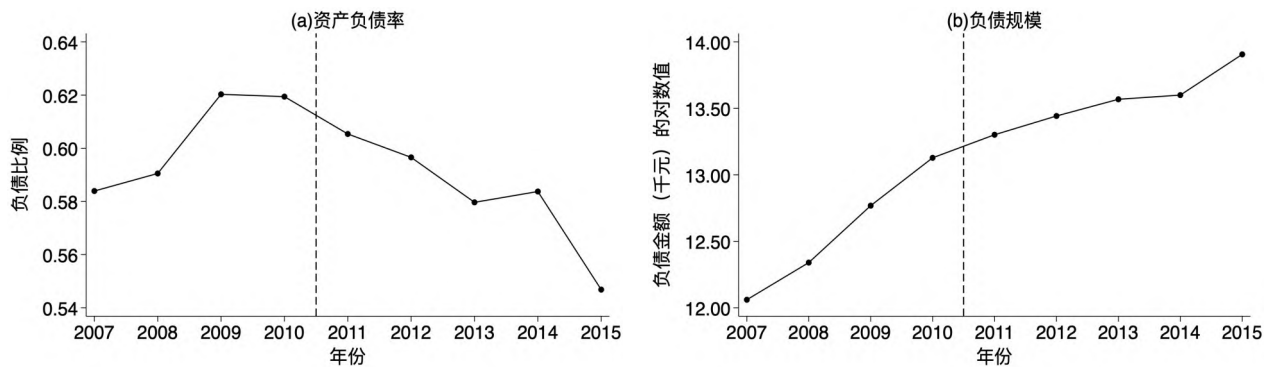


图15 受到限制的融资平台资产负债率和负债规模的变化

$$Y_{it} = \alpha Treat_i \times Post_t + \lambda_i + \gamma_t + Age_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, Y_{it} 表示企业 i 在年份 t 时的投资和雇佣情况。对于直接受到 2011 年信贷限制的融资平台, $Treat_i$ 取 1, 而其他地方国有企业, $Treat_i$ 则取 0。其余变量的含义同式(1)一样, 并且标准误在企业层面聚类。表 9 的回归结果说明, 在直接受到信贷限制的融资平台负债率下降但负债规模上升的背景下, 融资平台显著提高了新增固定资产投资和雇佣员工的数量。图 16 的动态效果图也表明在 2011 年针对融资平台的信贷限制冲击后, 其新增固定资产投资和雇佣员工数量仍是显著提高的。从融资平台的投资和雇佣来看, 这也说明融资平台利用股权网络企业借壳融资获得的资金来开展了实际业务, 即扩大了投资和雇佣规模。

然后, 本部分进一步利用公开发行债券的融资平台在其发债说明的财务报表附注中披露的应收账款明细数据, 即包含其欠款人的详细名称和欠款金额, 来为融资平台向其股权网络企业进行借贷提供了直接的借贷

表9 融资平台的投资和雇佣变化

	(1)	(2)
	新增固定资产投资	雇佣员工数量
处理项×时间项	0.5827*** (0.2021)	0.0985** (0.0397)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
年龄固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
观测值	91826	100681
R ²	0.5681	0.8856

注: 括号内为企业层面聚类的标准误。

关联证据。具体地,本部分从Wind数据库下载了城投平台2010~2023年的前5大欠款人明细数据,一共有184870条(2641家融资平台在14年间与5大欠款人的明细配对数据),包含了城投平台及其欠款人之间的借贷关系。但遗憾的是,由于数据缺陷问题,城投平台从2014年开始才陆续披露其应收账款中的欠款人明细数据,这使得本部分无法利用前文中的双重差分模型来进行实证上的严谨检验(因为缺乏2011年之前的事前变量信息)。所以,本部分利用这一数据的事后变量信息(即混合截面数据)来分析被列入监管名单的融资平台是否向其股权网络内企业产生了更多的借款。

在对欠款人信息进行手动整理、清洗并与工商企业注册数据匹配后,得到了借款人—欠款人—年份层面的42385条信息,其中欠款人为政府部门的有11274条,事业单位的有3883条,企业的有27040条。为了研究的需要,仅保留了欠款人为企业的27040条数据信息。然后,依据欠款人是否在2011年的融资平台监管名单上,将欠款人分为处理组和对照组。图17显示,在监管名单上的融资平台(即处理组)相比没有在监管名单上的融资平台(即对照组)向其股权网络内企业获得的借款明显更多,并且从借款金额来看处理组也显著高于对照组。

总的来看,本部分利用融资平台的欠款人明细信息从混合截面数据的角度,通过比较处理组和对照组的情况(单差法),发现受到银监会信贷限制的融资平台向其股权网络内的其他企业获得了更多的借款,并且借款规模也更大。这为融资平台“借壳融资”现象提供了更为直接的证据。

最后,综合本部分的结果可以发现:(1)受到限制的融资平台其股权网络企业的应收账款金额显著提高,即对外借款显著增加;(2)受到限制的融资平台其股权网络企业的投资、雇佣、成本和收入没有显著变化,即经营性生产活动没有变化,但是受到限制的融资平台自身的负债规模、投资和雇佣却是显著提高的;(3)此外,基于公开发行业务的融资平台在发债说明的财务报表附注中披露的应收账款明细数据也为融资平台向其股权网络企业进行借贷提供了直接的借贷关联证据。上述结果共同表明融资平台通过其股权网络中的其他企业来借壳融资,并由此推动了融资平台债务规模持续上升。

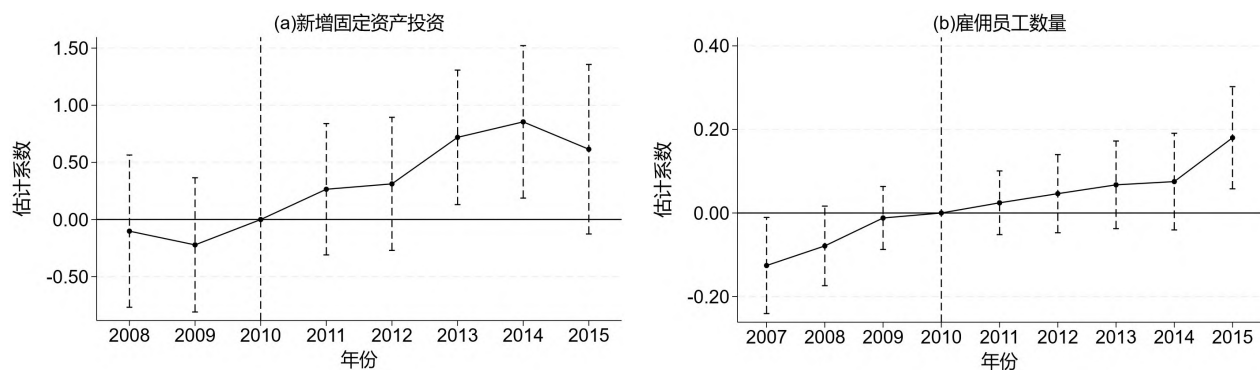


图16 融资平台投资和雇佣的平行趋势图

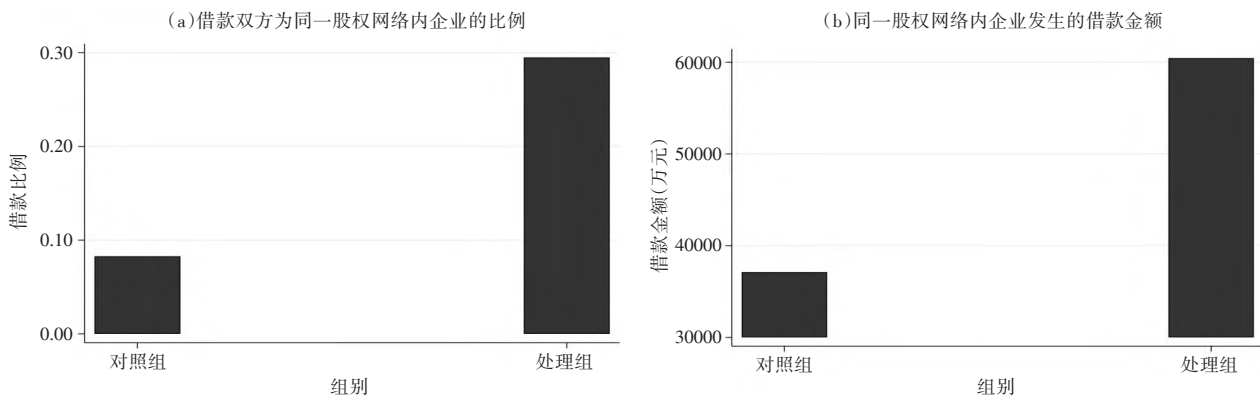


图17 同一股权网络内的借贷情况

八、结论与政策启示

统筹好地方债务风险化解和稳定发展是中国式现代化的重要内容。2023年中央金融工作会议强调,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。本文以地方债务为研究对象,从构建地方国有企业股权网络出发,厘清了在强监管背景下地方政府融资平台债务仍然持续扩张的现状和形成机制。本文发现因受“四万亿”政策的刺激,地方政府融资平台股权网络在2008年后呈现出迅速的扩张趋势。在面临2011年银监会针对融资平台的银行信贷融资限制政策时,融资平台通过其股权网络中的其他企业进行借壳融资以规避监管并导致了债务规模不断上升。具体地,融资平台股权网络企业的负债率和负债规模虽然显著上升,但其投资、雇佣以及产出并没有显著性变化。与之对应的是直接受到监管的融资平台自身的负债、新增固定资产投资和雇佣员工数量却显著提高,并且增加了从其股权网络企业获得的直接借款。这表明在面对银监会信贷管制政策的背景下,融资平台利用其股权网络企业进行“借壳融资”活动以规避监管是推动融资平台债务规模持续扩张的重要渠道。

本文的研究结论为有效防范化解地方债务风险提供了政策启示。第一,完善全口径地方债务监测监管体系是防范新增债务的核心关键。本文研究发现,当融资平台的信贷融资受到监管时,融资平台会利用股权网络中其他企业“借壳融资”的方式规避监管并使得债务规模进一步上升。这表明全口径地方债务风险监测监管体系的完善必须践行穿透式监管的思路,即对地方政府融资平台的股权网络进行层层穿透,构建针对融资平台最终控制人的债务监测系统,将全部的或有债务主体纳入到全口径的债务管理体系。近年来,由于融资平台存在举债方式多样、隐蔽性极强、举债规模庞大等特点导致地方债务规模持续攀升、债务风险不断加剧。因此,现代化的地方债务监管体系需站在更广阔的视角而不是仅基于融资平台个体来实施监管,如此才能将地方政府各类违规举债行为纳入监管,消除监管空白和盲区,切实提高地方债务监管的有效性,进而有力化解地方债务风险。具体而言,财政部应与工商部门展开合作来建立全口径地方债务监测监管体系,即充分发挥工商部门实时动态更新的企业股权信息数据优势,以地方政府控制的全级子公司为监管对象,从整个股权网络的债务规模出发进行监管。

第二,本文的研究发现也表明仅从监管视角出发对地方债务采取“重堵不重疏”的政策不利于从根源上解决债务规模持续上升的问题。由于地方政府的举债动机如财政支出压力、稳增长和促发展压力等制度性原因在实质上并没有改变,尽管中央政府自2010年以来对地方债务实施了强监管的政策措施,但地方债务规模仍在持续扩张。并且为了应对各项监管措施,各地伴随出现了政府隐性担保、财政金融混同、影子银行兴起、担保网络形成等债务增长的新形式。而这些绕过监管的地方债务形成机制使得不断增长的地方债务举债方式更为隐蔽,增大了债务规模识别难度,加剧了地方债务风险。为此,如何有效化解债务规模和有力防范债务风险仍是我国当前面临的重大现实问题。《2024年国务院政府工作报告》中提到的“分类推进地方融资平台转型”或许是化解地方债务风险的一个可行手段。融资平台市场化转型就是要打破地方政府对融资平台的隐性担保,剥离融资平台为地方政府融资的功能和属性,建立健全现代企业管理制度,让融资平台成为自负盈亏、市场定价的独立法人主体。因此,采用标本兼治的手段是化解地方债务风险的有效思路。

第三,制定公开透明的债务发行和管理制度以满足地方政府的融资需求。具体地,一是合理确定政府债务规模和结构。按照党中央决策部署,根据经济社会发展目标、国家宏观调控总体要求,坚持积极的财政政策要适度加力、提质增效,统筹确定年度财政赤字规模和新增政府债务规模,为支持经济社会发展、带动扩大有效投资、筑牢产业发展基础、切实保障改善民生提供坚强动力。二是不断健全政府债券发行管理制度。持续优化政府债券期限结构,加强政府债券发行、预算执行和库款管理的统筹协调。全面发展政府债券柜台市场,推动所有政府债券品种上柜交易。加强政府债券全市场数据集中统一监管,提升跨市场转托管业务效率。三是优化完善专项债券管理机制。《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》明确,实行专项债券投向领域“负面清单”管理;扩大专项债券用作项目资本金范围;开展专项债券项目“自审自发”试点;

地方各级财政部门要依托信息系统,对专项债券资金实施穿透式监管;完善专项债券偿还机制,鼓励有条件的地方建立专项债券偿债备付金制度^③。

(作者单位:北京大学经济学院)

注释

①为了展示本文构建的地方国有企业股权网络的特征,《管理世界》网络发行版附录二中呈现了可视化的股权网络图形和网络特征变量的描述性统计结果。

②表4的回归结果显示高负债率组的资产负债率和负债规模都没有显著变化,这说明高负债率组并没有承担负债融资的任务。因此,本文后续把高负债率组的相关变量回归结果作为安慰剂检验来展示。

③中外文人名(机构名)对照:陈(Chen);黄(Huang);白(Bai);艾伦(Allen);汉纳(Hanna);吉布森(Gibson);索利曼(Soliman);托斯洛夫(Torslov);刘(Liu);毛(Mao);克莱文(Kleven)。

参考文献

- (1)曹春方、涂漫漫、刘薇:《知识产权监管与企业集团内部专利转移》,《经济研究》,2024年第2期。
- (2)曹光宇、刘晨冉、周黎安、刘畅:《财政压力与地方政府融资平台的兴起》,《金融研究》,2020年第5期。
- (3)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》,《财贸经济》,2019年第5期。
- (4)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》,《金融研究》,2024年第4期。
- (5)冯晨、杨健鹏、张静莹、邓敏:《税收预算增长压力下的财富转移与税负不平等》,《经济研究》,2024年第5期。
- (6)冯晨、周小昶、曾艺:《集团公司内的利润转移与避税研究》,《中国工业经济》,2023年第1期。
- (7)高培勇、毛捷:《间接税收优惠的规模、结构和效益:来自全国税收调查的经验证据》,《中国工业经济》,2013年第12期。
- (8)高培勇:《中国财税改革40年:基本轨迹、基本经验和基本规律》,《经济研究》,2018年第3期。
- (9)兰小欢:《置身事内:中国政府与经济发展》,上海人民出版社,2021年。
- (10)梁若冰、王群群:《地方债管理体制与企业融资困境缓解》,《经济研究》,2021年第4期。
- (11)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?》,《经济研究》,2020年第3期。
- (12)刘潘、张子尧:《地方公共债务与资源配置效率:企业间全要素生产率分布差异的视角》,《经济研究》,2023年第10期。
- (13)刘志阔、陈钊、吴辉航、张瑶:《中国企业的税基侵蚀和利润转移——国际税收治理体系重构下的中国经验》,《经济研究》,2019年第2期。
- (14)毛捷、柏金春:《开发区债务增长的机理研究——基于开发区边界的精准识别》,《管理世界》,2024年第9期。
- (15)毛捷、韩瑞雪、刘冲:《融资平台债务增长的新机理研究:担保网络的视角》,《经济研究》,2024年第1期。
- (16)聂卓、王梓旭、毛捷:《举债问责与隐性担保:来自城投债交易利差的证据》,《中山大学学报(社会科学版)》,2023年第4期。
- (17)宋德勇、朱文博、王班班、丁海:《企业集团内部是否存在“污染避难所”》,《中国工业经济》,2021年第10期。
- (18)汤晟、饶品贵、李晓溪:《金融强监管与企业集团内部资本市场资源配置——来自资管新规的经验证据》,《中国工业经济》,2024年第1期。
- (19)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》,《中国工业经济》,2024年第5期。
- (20)汪峰、熊伟、张牧扬、钟宁桦:《严控地方政府债务背景下的PPP融资异化——基于官员晋升压力的分析》,《经济学(季刊)》,2020年第3期。
- (21)王亮亮、施超、阮语、张洪辉:《企业集团的决策权配置与实际税负》,《中国工业经济》,2023年第6期。
- (22)王伟同、李秀华、陆毅:《减税激励与企业债务负担——来自小微企业所得税减半征收政策的证据》,《经济研究》,2020年第8期。
- (23)王彦超、吴雨珊、刘芷蕙、白璐:《宏观审慎、地方政府隐性债务监管与系统性风险防范——基于微观企业风险的网络传导机制研究》,《中国工业经济》,2023年第8期。
- (24)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。
- (25)熊琛、周颖刚、金昊:《地方政府隐性债务的区域间效应:银行网络关联视角》,《经济研究》,2022年第7期。
- (26)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》,《管理世界》,2020年第9期。
- (27)余明桂、王空:《地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇佣》,《经济研究》,2022年第2期。
- (28)赵旭霞、田国强:《地方政府债务扩张、杠杆率监管压力与影子银行》,《经济研究》,2024年第2期。
- (29)钟宁桦、陈姗姗、马惠娟、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》,《中国工业经济》,2021年第4期。
- (30)钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林:《我国企业债务的结构性问题》,《经济研究》,2016年第7期。
- (31)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》,《经济研究》,2025年第5期。
- (32)周博、梁蕴佳:《融资平台债务扩张对中小企业信贷融资与资源配置的影响》,《财贸经济》,2024年第1期。
- (33)周黎安:《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》,《经济研究》,2007年第7期。
- (34)Allen, F., Cai, J., Gu, X., Qian, J., Zhao, L. and Zhu, W., 2024, "Centralization or Decentralization? The Evolution of State-Ownership in China", SSRN Working Paper, No.4283197.
- (35) Bai, C.-E., Hsieh, C. T., Song, Z. M. and Wang, X., 2021, "The Rise of State-Connected Private Owners in China", NBER Working Paper, No.28170.
- (36) Chen, Q., Chen, Z., Liu, Z., Suárez Serrato, J. C. and Xu, D. Y., 2025, "Regulating Conglomerates: Evidence from an Energy Conser-

vation Program in China”, *American Economic Review*, vol.115(2), pp.408~447.

(37)Chen,Z.,He,Z. and Liu,C.,2020,“The Financing of Local Government in China:Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes”, *Journal of Financial Economics*, vol.137(1), pp.42~71.

(38)Chen,Z.,Liu,Z.,Suárez Serrato,J. C. and Xu,D. Y.,2021,“Notching R&D Investment with Corporate Income Tax Cuts in China”, *American Economic Review*, vol.111(7), pp.2065~2100.

(39)Gibson,M.,2019,“Regulation-Induced Pollution Substitution”, *Review of Economics and Statistics*, vol.101(5), pp.827~840.

(40)Hanna,R.,2010,“US Environmental Regulation and FDI:Evidence from a Panel of US-Based Multinational Firms”, *American Economic Journal:Applied Economics*, vol.2(3), pp.158~189.

(41)Huang,Y.,Pagano,M. and Panizza,U.,2020,“Local Crowding-Out in China”, *The Journal of Finance*, vol.75(6), pp.2855~2898.

(42)Kleven,H.,Landais,C. and Sogaard,J. E.,2019,“Children and Gender Inequality:Evidence from Denmark”, *American Economic Journal:Applied Economics*, vol.11(4), pp.181~209.

(43)Liu,Y. and Mao,J.,2019,“How Do Tax Incentives Affect Investment and Productivity? Firm-Level Evidence from China”, *American Economic Journal:Economic Policy*, vol.11(3), pp.261~291.

(44)Soliman,F.,2020,“Intrafirm Leakage”, SSRN Working Paper, No.8619.

(45)Torslov,T.,Wier,L. and Zucman,G.,2023,“The Missing Profits of Nations”, *The Review of Economic Studies*, vol.90(3), pp.1499~1534.

State-Owned Enterprise Equity Network and Local Debt Expansion: Based on the Perspective of Penetrating Supervision

Zhou Bo

(School of Economics, Peking University)

Abstract: This study uses 92.5 million shareholders’ information of 51.8 million enterprises in the administrative registration data to establish a panoramic view of the equity network of local state-owned enterprises, and uses the national tax survey enterprise data to investigate a new mechanism behind the debt expansion of local government financing vehicles (LGFVs). There are three main findings. The equity network of LGFVs has expanded rapidly in both horizontal and vertical dimensions since 2008. Using the 2011 credit supervision policy implemented by the China Banking Regulatory Commission, the study finds that regulated LGFVs evade supervision by financing through unregulated enterprises within their equity network, leading to a continued increase in overall debt levels. Further analysis shows that although the debt ratio and total liabilities of these network-affiliated firms rise significantly, their investment, employment, and output remain unchanged. In contrast, the regulated LGFVs themselves experience significant increases in debt, investment, and employment, along with greater direct borrowing from their network firms. The conclusion of this study provides specific and clear policy implications for understanding the scale and growth of local debt, and preventing and resolving local debt risks. That is, the idea of local debt supervision that penetrates the equity network of local state-owned enterprises is the core of improving the full-caliber local debt monitoring and supervision system.

Keywords: LGFVs; equity network; backdoor financing; administrative registration data

=====

(上接第 37 页)

(57)Xu,C. and Liu,H.,2023,“Export Tax Rebates and Enterprise Export Resilience in China”, *The Journal of International Trade & Economic Development*, 32(6), pp.953~972.

The Integration of Digital and Real-Economy Technologies and Enterprise Export Resilience

Xie Qian^a, Jin Caiqi^b and Liu Weigang^c

(a. Institute of Economics, Chinese Academy of Social Sciences; b. School of Economics, Fudan University;

c. College of Economics and Management, China Agricultural University)

Abstract: The deep integration of the digital economy and the real economy has injected new momentum into China’s economic growth. As a key component of digital-real integration, technological integration plays an important role in enhancing enterprise export resilience. This paper first constructs a theoretical model incorporating digital-real technological integration and enterprise export resilience, analyzing the mechanism through which digital-real technological integration strengthens enterprise export resilience by improving productivity and reducing trade costs. Furthermore, using Python-based web crawling technology, we obtain Chinese enterprises’ patent citation data to measure the level of digital-real technological integration, which is then matched with national tax survey data from 2008 to 2020 to conduct an empirical test of the theoretical conclusions. The empirical results are highly consistent with the theoretical analysis. In terms of internal firm characteristics, the larger the scale, the more mature the development stage, and the higher the R&D intensity, the stronger the role of digital-real technological integration in enhancing export resilience. In terms of external environmental factors, enterprises with higher dependence on external markets and better-developed digital infrastructure see a more significant reinforcing effect of digital-real technological integration on export resilience. At a critical stage of profound global trade restructuring and China’s in-depth advancement of digital-real integration, these findings provide decision-making references for enterprises to promote differentiated digital-real technological integration, strengthen export risk resistance, and support the high-quality development of foreign trade.

Keywords: digital-real integration; digital-real technological integration; enterprise export resilience; industrial chain; stabilizing foreign trade

State-Owned Enterprise Equity Network and Local Debt Expansion: Based on the Perspective of Penetrating Supervision

Zhou Bo

(School of Economics, Peking University)

Summary: Coordinating the mitigation of local government debt risks with stable economic development is a critical task for current economic policy in China. Since the State Council issued the Notice on Strengthening the Management of Local Government Financing Platforms in 2010, the central government has adopted stringent regulatory measures to oversee the debt of local government financing vehicles (LGFVs). However, the scale of this debt has continued to expand. To address regulatory loopholes, the central government has emphasized the need to "improve the government debt management system, establish a full-caliber local debt monitoring and regulatory framework, and develop long-term mechanisms for preventing and resolving hidden debt risks". This raises several key questions: Why does local debt continue to grow despite increasingly standardized management? What are the core elements of a full-caliber local debt monitoring and regulation system? And how can this system be improved? These are the central questions this study seeks to address.

This study uses 92.5 million shareholder information of 51.8 million enterprises in the administrative registration data to establish a panoramic view of the equity network of local state-owned enterprises (SOEs) and combines it with national tax survey data to investigate new mechanisms underlying the expansion of LGFV debt. There are three main findings. First, after 2008, the equity network of local LGFVs expanded rapidly both horizontally and vertically. Second, exploiting the 2011 regulatory shock imposed by the China Banking Regulatory Commission, the paper finds that regulated LGFVs use unregulated firms within their equity networks as alternative financing channels to bypass oversight, resulting in continued growth of total debt. Third, further evidence indicates that while the debt ratios and debt levels of networked enterprises significantly increase, their investment, employment, and output remain unchanged. In contrast, regulated LGFVs significantly increase their own debt, investment, and employment, along with direct borrowing from their equity-network firms. These results provide clear policy insights into understanding and curbing the growth of local debt: a regulatory approach that "penetrates" the equity networks of local SOEs is essential for improving the full-caliber local debt monitoring and regulation system.

This study contributes to the literature in two ways. First, it offers a new dataset and research methodology for studying LGFVs. Existing research has predominantly relied on samples of LGFVs that issued bonds, which represent only a subset of all platforms. As a result, the external validity of such studies is limited. By constructing an equity network of approximately 400,000 local SOEs using 92.5 million shareholder records, this study includes the full sample of LGFVs, thus laying an empirical foundation for future research. Second, it identifies a novel mechanism driving the persistent expansion of local debt. While previous studies have examined mechanisms such as credit, shadow banking, bond financing, and guarantee networks, this paper shows that LGFVs strategically use their equity networks to evade regulatory constraints. This finding is consistent with recent evidence that business groups employ equity networks to circumvent regulations related to taxation, patents, environmental protection.

Keywords: LGFVs; equity network; backdoor financing; administrative registration data

JEL Classification: H32, H63, R38

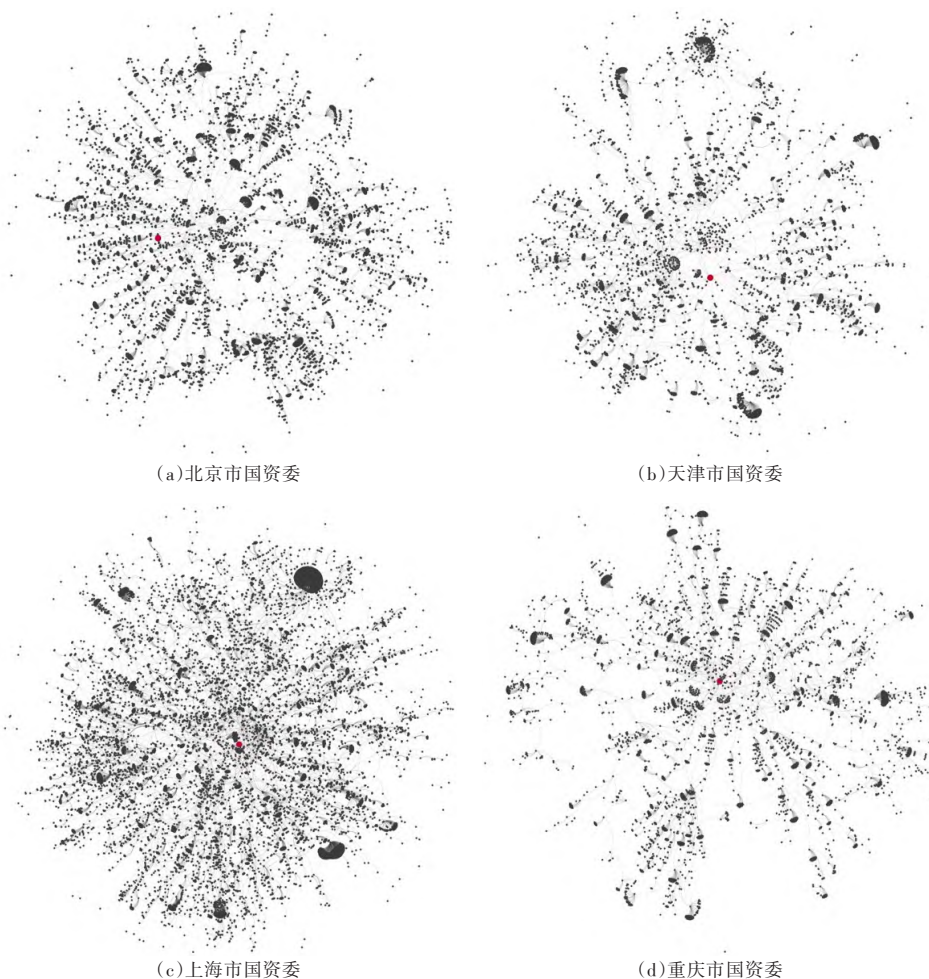
附录一 地方债务监管政策梳理

附表1 地方债务监管政策的演变

时间阶段	主要内容	相关政策
第一阶段: 2010年6月~2013年6月	政策收紧: 以信贷为重要抓手	《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》(国发[2010]19号)、《关于地方政府融资平台贷款监管有关问题说明的通知》(银监办发[2011]191号)
第二阶段: 2013年7月~2014年8月	政策宽松: 放宽发债条件	《关于企业债券融资支持棚户区改造有关问题的通知》(发改办财金[2013]2050号)
第三阶段: 2014年9月~2015年4月	政策收紧: 开正门、堵偏门,赋予地方政府举债权	《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)
第四阶段: 2015年5月~2016年9月	政策宽松: 稳增长压力下债务得以扩张	《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》(国办发[2015]40号)
第五阶段: 2016年10月~至今	政策收紧: 防范化解政府债务风险	《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》(中发[2018]27号)

附录二 地方国有企业股权网络特征

本文利用截至2018年3月的工商企业注册数据中的企业股东信息,首先从4个直辖市(北京市、天津市、上海市、重庆市)的角度,基于地方国有企业主要控制股东(国资委、人民政府、财政局)分别呈现了其股权网络关联企业的可视化图,具体如附图1、附图2、附图3所示。从中可以看到,对于各直辖市而言,国资委控制的股权网络企业数量是最多的。而财政局和人民政府控制的企业数量则呈现出明显的地区差异,例如上海市人民政府控制的企业数量显著少于其他3个直辖市人民政府控制的企业数量,北京市人民政府控制的企业数量则明显高于其他3个直辖市,而北京市财政局控制的企业数量又显著少于其他3个直辖市财政局控制的企业数量。

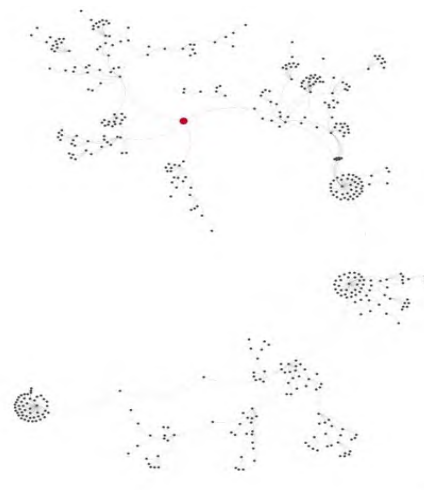


附图1 直辖市国资委控股企业股权网络图

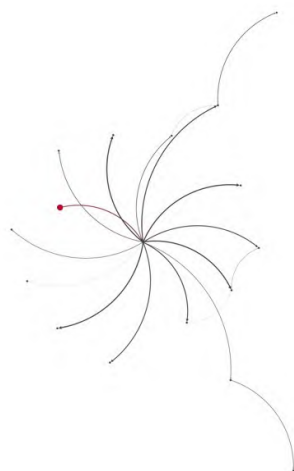
注:图中红色大圆点代表最终控制人(各级政府部门机构),其余黑色小圆点代表被控制企业。下同。



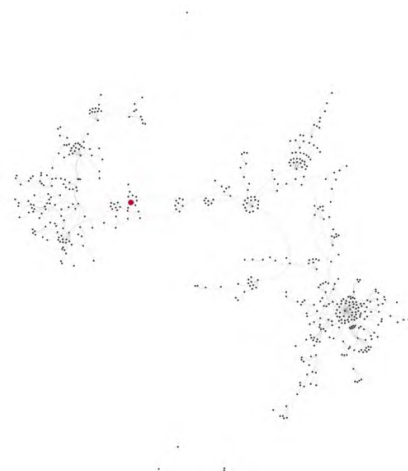
(a)北京市人民政府



(b)天津市人民政府



(c)上海市人民政府

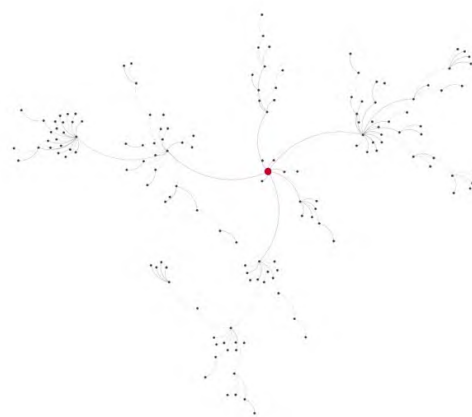


(d)重庆市人民政府

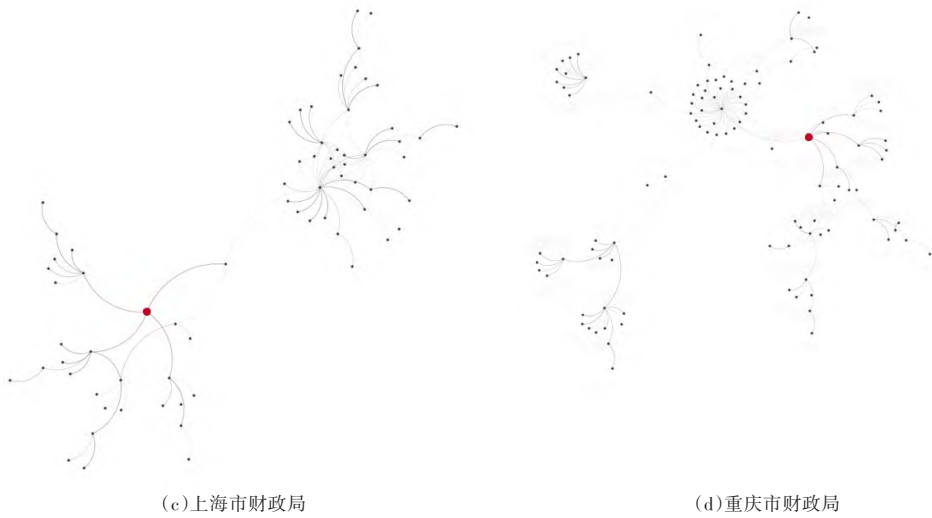
附图2 直辖市人民政府控股企业股权网络图



(a)北京市财政局

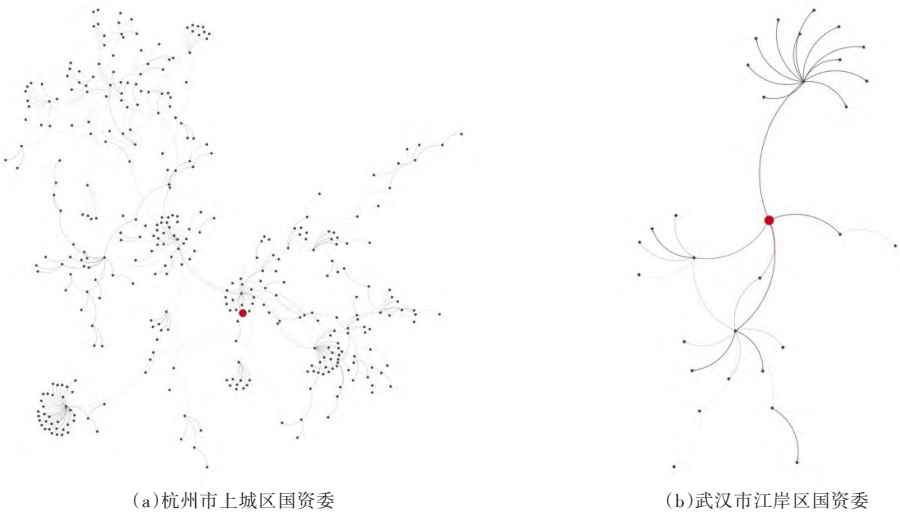


(b)天津市财政局

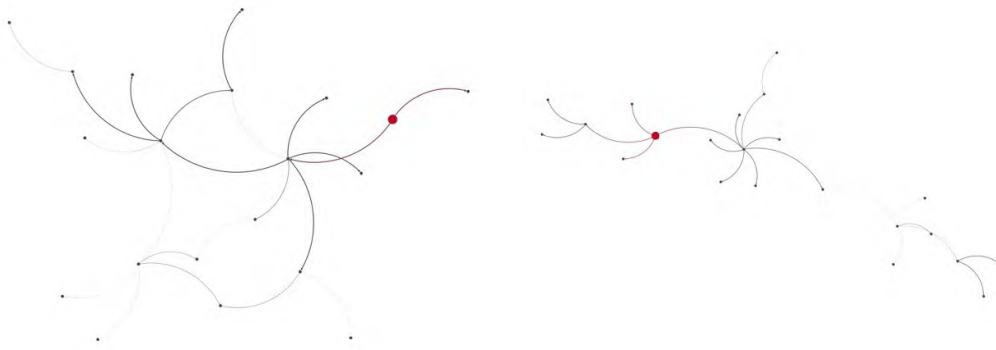


(c)上海市财政局 (d)重庆市财政局
附图3 直辖市财政局控股企业股权网络图

其次,本文也挑选了东、中、西、东北部的4个省份(浙江省、湖北省、四川省、辽宁省)为典型代表绘制了其国资委控制的股权网络上的关联企业,并从省、市、县三级组织结构描述了不同地区的股权网络结构。其中,城市主要选择了4个省份的省会城市(杭州市、武汉市、成都市、沈阳市),区县层面主要是选择省会城市市人民政府所在区为代表(上城区、江岸区、武侯区、浑南区)。具体如附图4、附图5和附图6所示。从行政级别可以看到,省级股权网络关联数量显著大于市级,而市级股权网络关联数量显著大于县级。从地区分布可以看到,东部省份浙江省的区县股权网络显著大于其他省份,但是浙江省的省级和地市级股权网络关联企业数量却少于湖北、四川、辽宁省等中西部地区。



(a)杭州市上城区国资委 (b)武汉市江岸区国资委



(c)成都市武侯区国资委

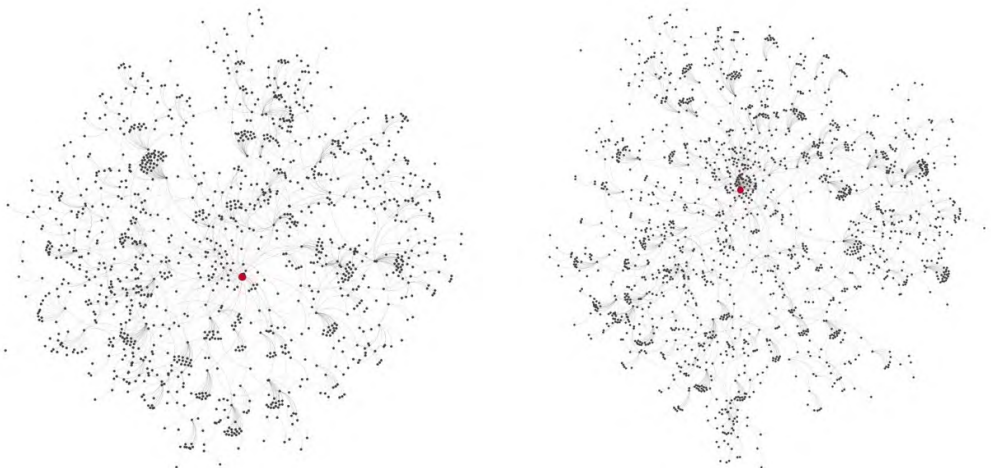
(d)沈阳市浑南区国资委

附图4 区县级国资委控股企业股权网络图



(a)杭州市国资委

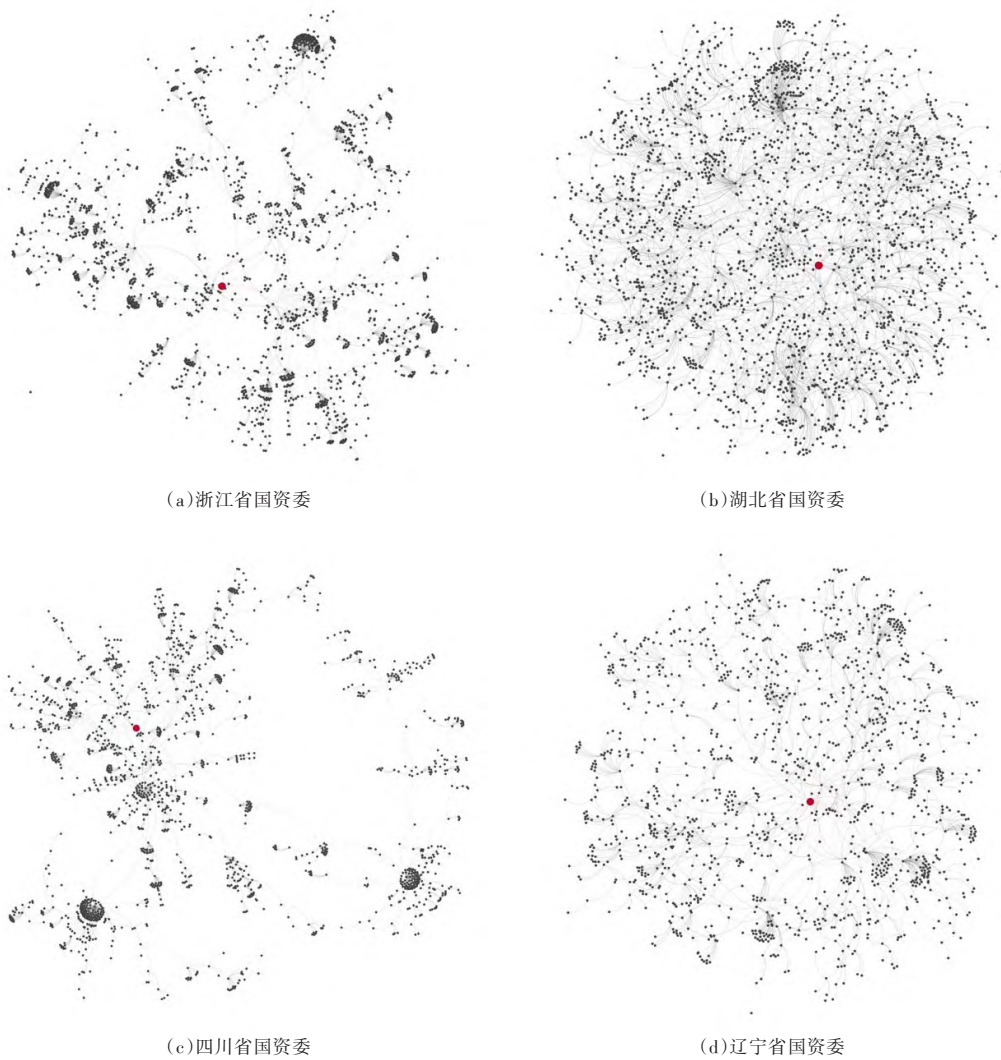
(b)武汉市国资委



(c)成都市国资委

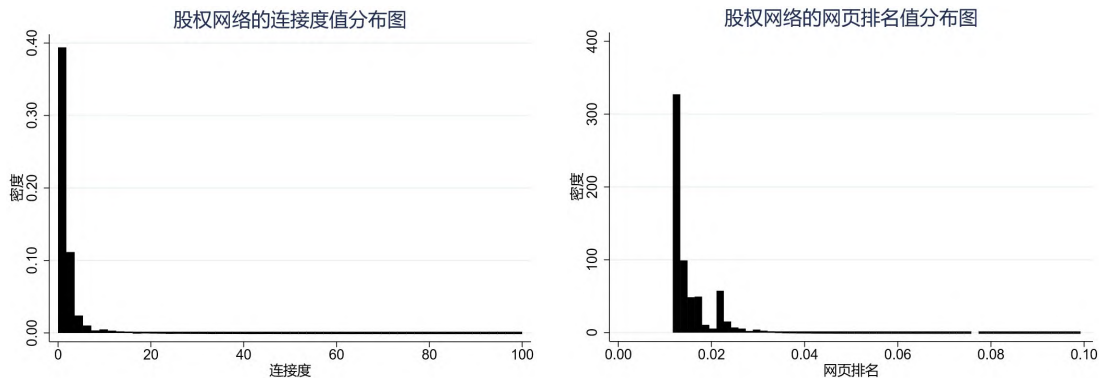
(d)沈阳市国资委

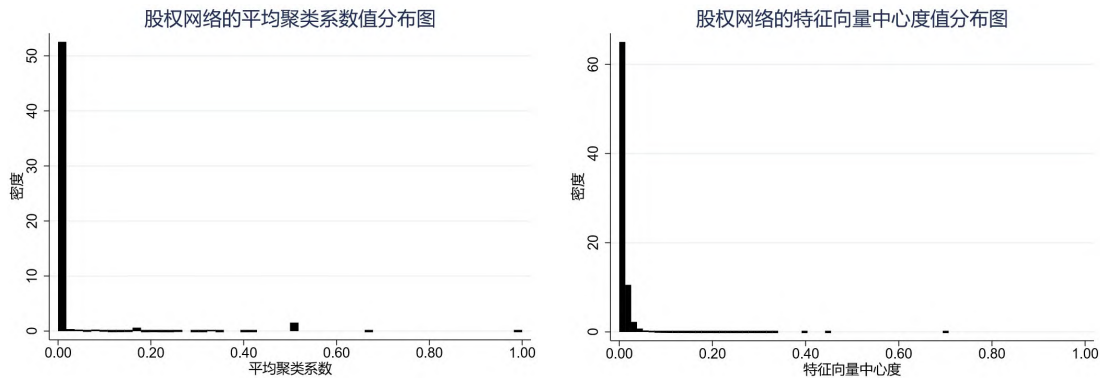
附图5 地市级国资委控股企业股权网络图



附图6 省级国资委控股企业股权网络图

此外,本文还参考毛捷等(2024)的做法,计算了网络特征中的连接度、网页排名、平均聚类系数和特征向量中心度,前面两个指标反映了网络整体连接范围的特征,后面两个指标体现了节点重要性特征。首先,附图7展现了地方国有企业股权网络各类特征值的分布情况。然后,附表2汇报了地方国有企业股权网络各类特征值的描述性统计结果。最后,从节点类型、股权网络层级、最终控制人地区、企业成立时间、企业所在地区和企业注册资本规模等异质性角度描述了地方国有企业股权网络特征的分布情况(如附图8、附图9、附图10、附图11、附图12和附图13)。



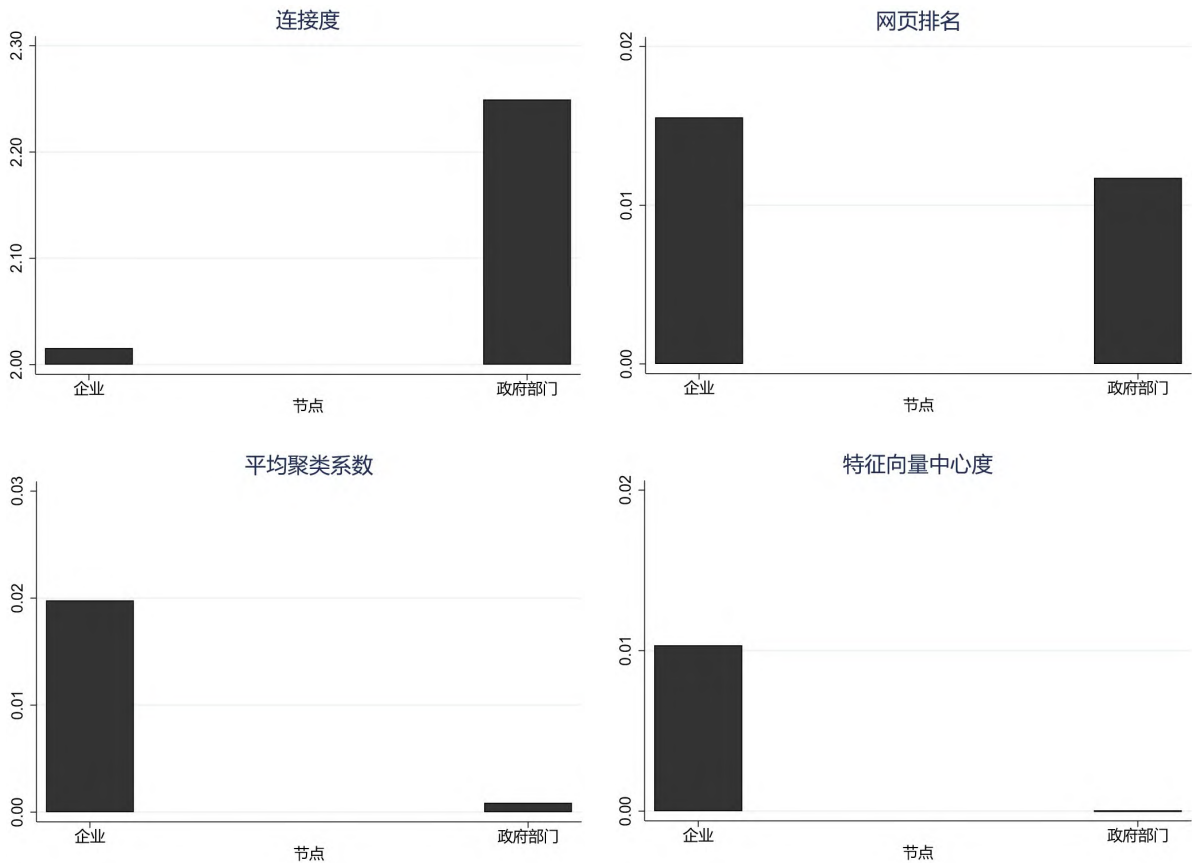


附图7 股权网络特征值分布情况

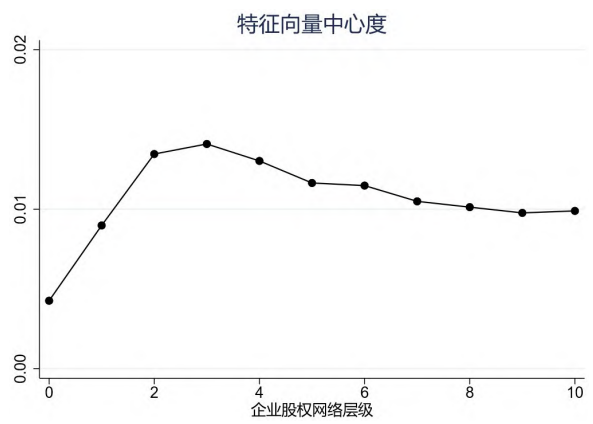
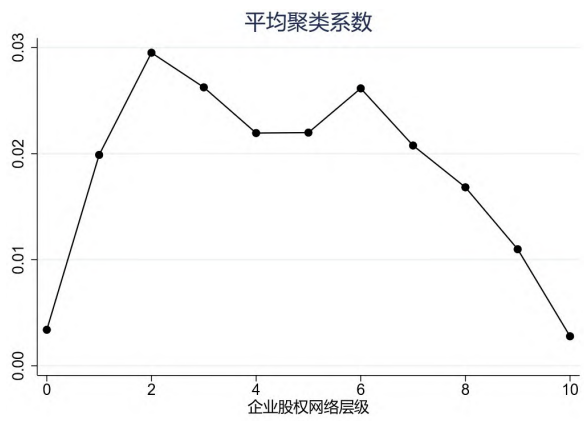
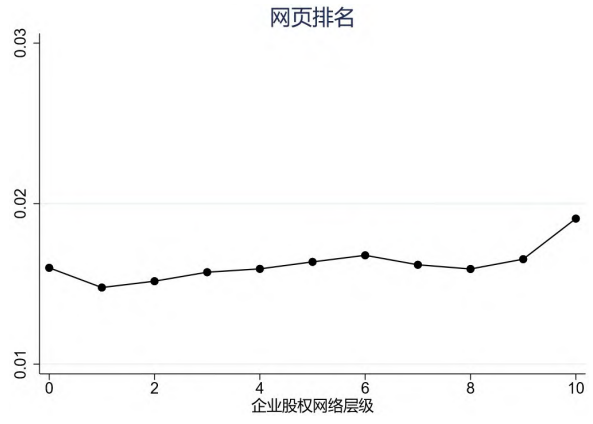
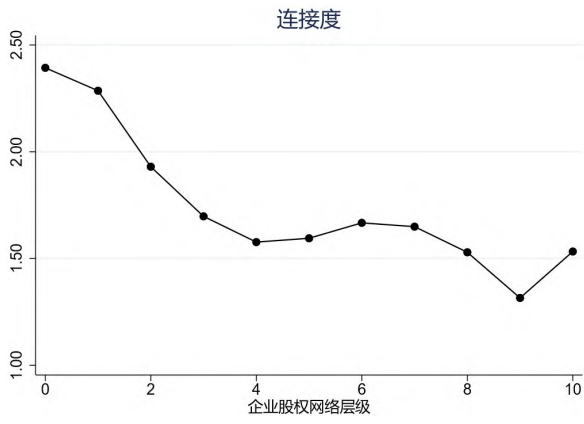
附表2 网络特征描述性统计结果

变量名	样本量	平均值	标准差	最大值	最小值
连接度	441489	2.0358	3.5540	0	100
网页排名	441489	0.0152	0.0049	0.0117	0.0992
平均聚类系数	441489	0.0182	0.0862	0	1
特征向量中心度	441489	0.0094	0.0101	0	0.7070

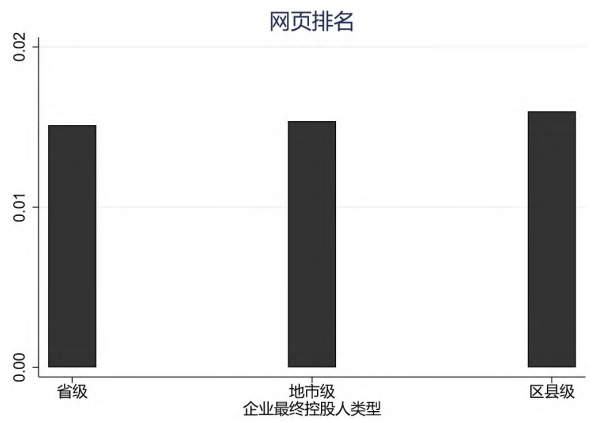
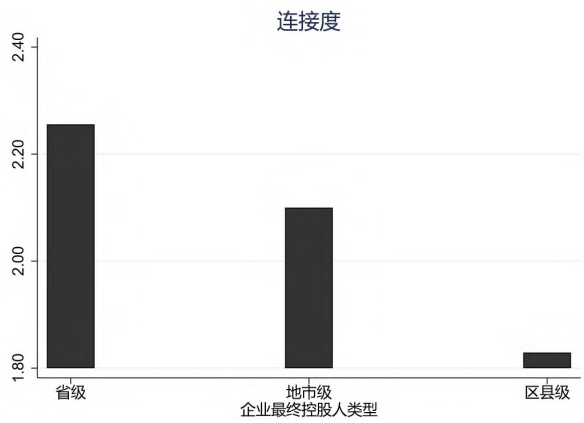
注：地方国有企业股权网络不仅包含企业还覆盖了企业的最终控制人（各级地方政府部门），因此，样本量大于正文表1中地方国有企业股权网络中企业特征的描述性统计结果。网页排名即PageRank指标。

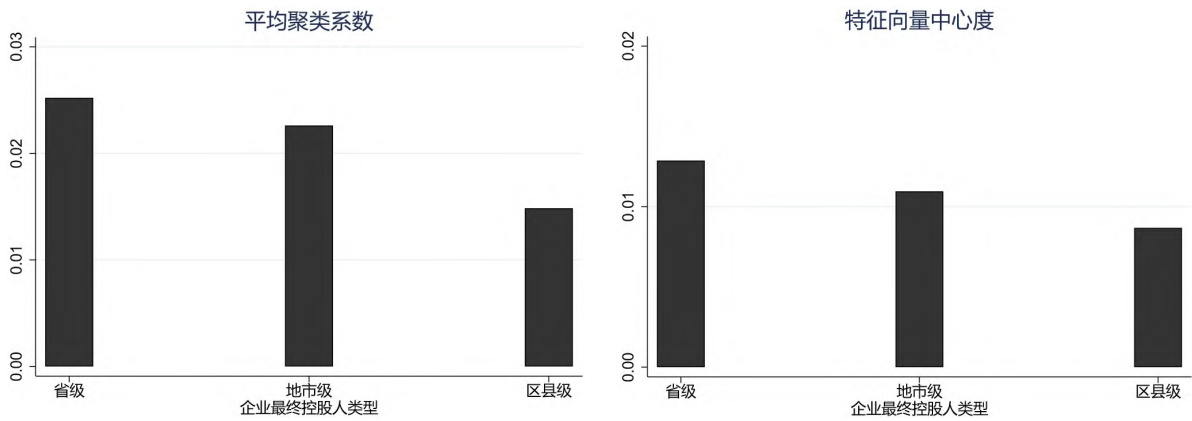


附图8 节点类型的网络特征情况

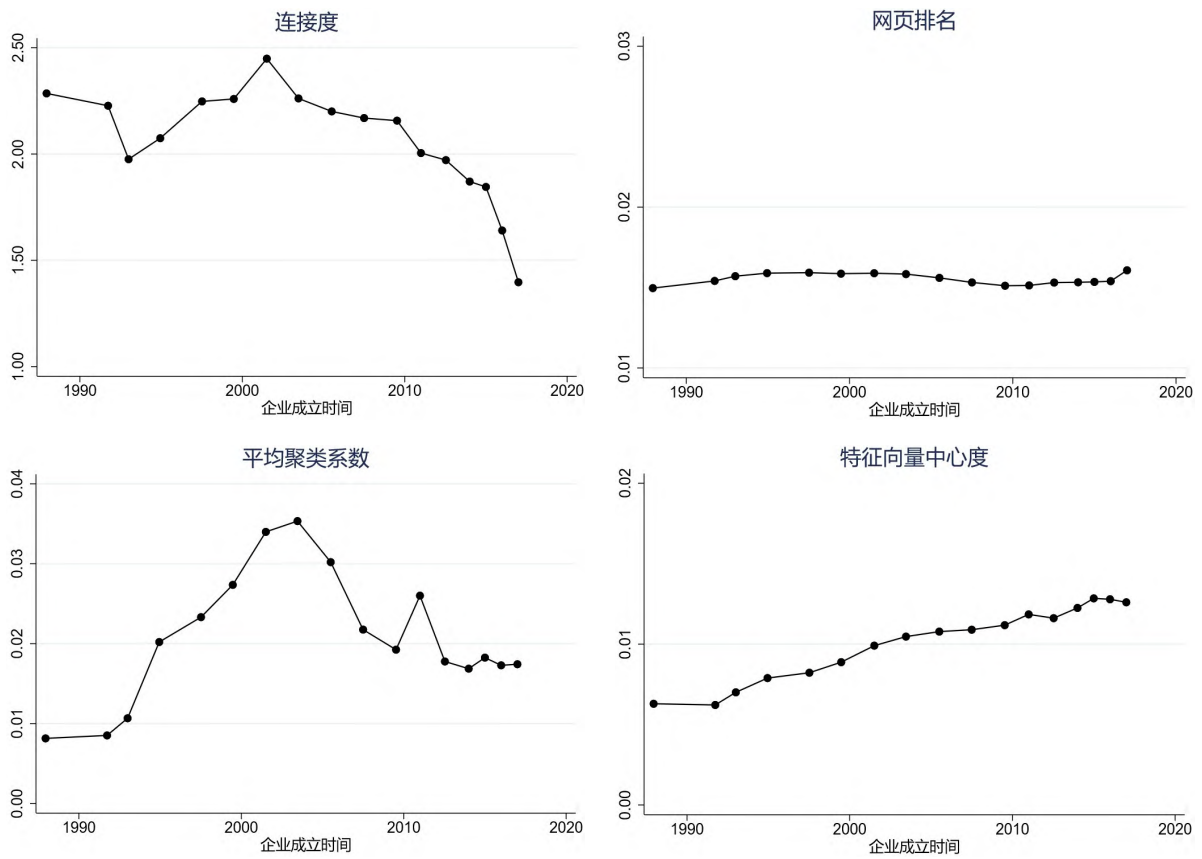


附图9 企业股权网络层级的网络特征情况

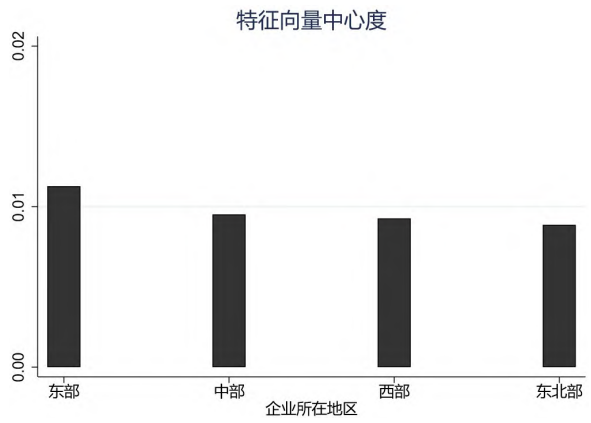
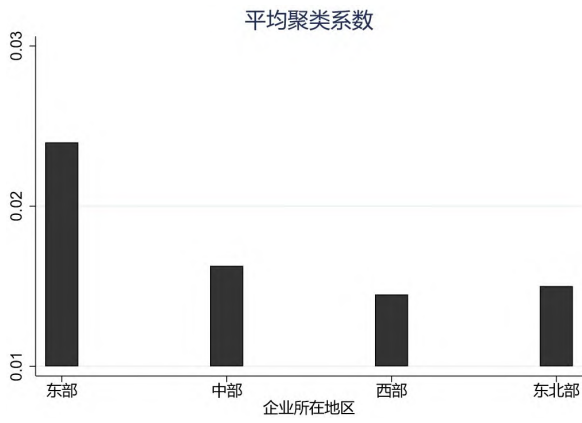
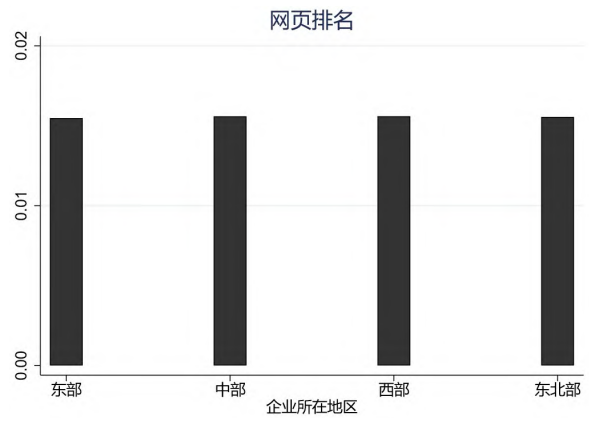
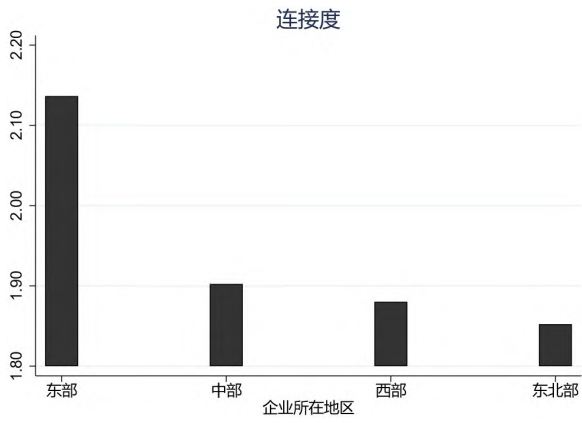




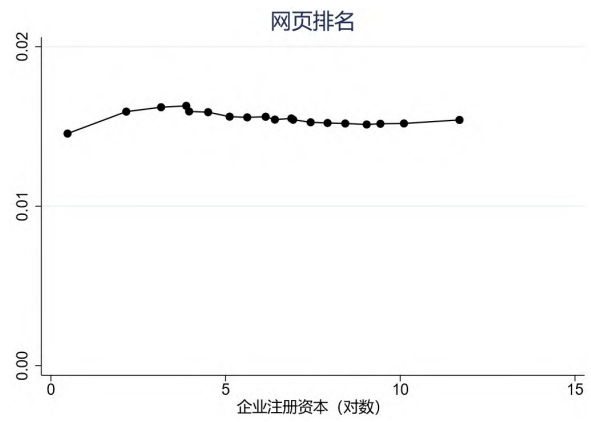
附图 10 最终控制人地区分布的网络特征情况

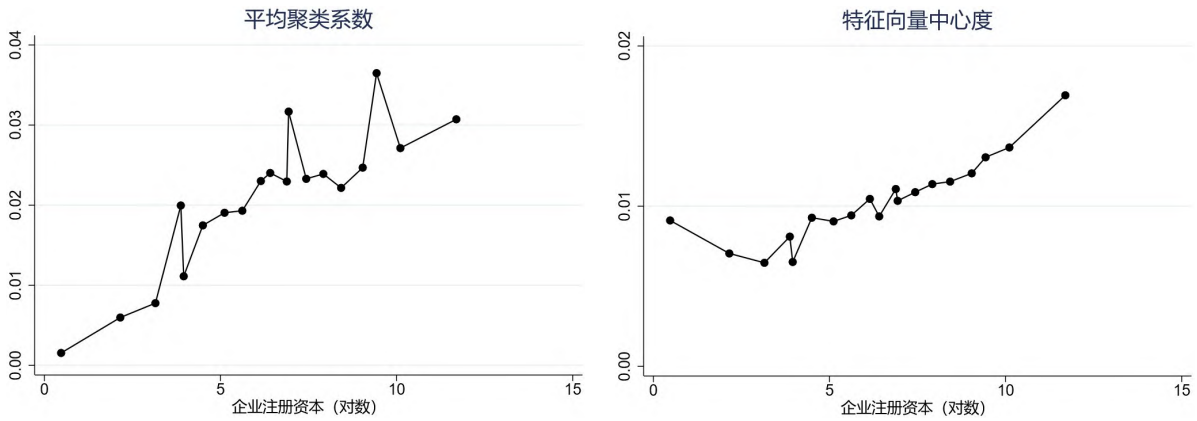


附图 11 企业成立时间的网络特征情况



附图 12 企业所在地区分布的网络特征情况





附图 13 企业规模的网络特征情况

从上述网络特征情况的异质性可以得到以下 6 个方面的结论。第一,政府节点的网络连接度很高,但是企业部门的平均聚类系数和特征向量中心度更高。第二,位于股权网络层级越高(数值越小)的企业,其连接度越高,但位于股权网络层级中部企业的网络重要性更高。第三,从企业最终控制人角度来看,省级控制人的网络重要性大于市级,市级控制人的网络重要性大于县级。第四,在 2002 年到 2010 年间成立地方国有企业在网络节点中具有更大的影响力。第五,从企业所在地区分布来看,东部地区企业的网络连接范围和节点重要性都显著大于中部、西部和东北部地区的企业。第六,企业注册资本规模越大的企业节点在网络中也具有更重要的影响力。

附录三 实证分析的稳健性检验结果

在附表 3、附表 4、附表 5、附表 6 的稳健性分析中,采用了逐步添加控制变量的方式来进行稳健性检验。在附表 3 中,参考方嘉宇和陆毅(2024)的做法,控制了股权网络中是否有融资平台退出监管名单以及退出的具体年份。附表 4 是在附表 3 的基础上,控制了股权网络中是否有融资平台剥离为政府融资职能,即改革转型冲击(周博等,2025)以及改革转型的具体年份,这一数据来源为企业预警通。附表 5 是在附表 4 的基础上,考虑到融资平台可能借助开发区成立的契机进行债务规模的扩张,因而控制了地区层面的开发区数量,具体参考的是毛捷和柏金春(2024)的做法。附表 6 是在附表 5 的基础上,控制了官员年龄的因素,因为曹婧等(2019)发现官员处于特定年龄(55~58 岁)的地级市更容易发行城投债并扩大城投债规模。从附表 3、附表 4、附表 5、附表 6 的稳健性检验中,可以看到在添加企业层面和城市层面可能对基准结果造成干扰的遗漏变量后,受到监管的融资平台的股权网络企业在事件冲击发生后相比没有受到监管的融资平台的股权网络企业,其负债率和负债规模仍然是显著增加的。

附表 3 稳健性检验 1:控制退出名单冲击

	资产负债率		负债规模	
	(1)低负债率组	(2)高负债率组	(3)低负债率组	(4)高负债率组
处理项×时间项	0.0273*** (0.0068)	-0.0005 (0.0054)	0.0781** (0.0353)	0.0152 (0.0266)
退出名单冲击	-0.0020 (0.0017)	-0.0014 (0.0014)	-0.0010 (0.0090)	0.0025 (0.0071)
企业固定效应	是	是	是	是
年龄固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	24867	33659	24867	33659
R ²	0.5805	0.5706	0.8842	0.9133

注:***、**和*分别表示回归系数在 1%、5%和 10%水平显著。括号内为聚类稳健标准误。下表同。

附表 4 稳健性检验 2:控制改革转型冲击

	资产负债率		负债规模	
	(1)低负债率组	(2)高负债率组	(3)低负债率组	(4)高负债率组
处理项×时间项	0.0274*** (0.0068)	-0.0006 (0.0054)	0.0774** (0.0353)	0.0118 (0.0266)
退出名单冲击	-0.0009 (0.0021)	-0.0018 (0.0016)	-0.0117 (0.0108)	-0.0108 (0.0082)
改革转型冲击	-0.0023 (0.0024)	0.0010 (0.0019)	0.0219* (0.0124)	0.0293*** (0.0096)
企业固定效应	是	是	是	是
年龄固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是

观测值	24867	33659	24867	33659
R ²	0.5806	0.5706	0.8842	0.9134

附表5 稳健性检验3:控制开发区数量

	资产负债率		负债规模	
	(1)低负债率组	(2)高负债率组	(3)低负债率组	(4)高负债率组
处理项×时间项	0.0265*** (0.0068)	-0.0007 (0.0054)	0.0719** (0.0353)	0.0115 (0.0266)
退出名单冲击	-0.0001 (0.0021)	-0.0013 (0.0016)	-0.0072 (0.0108)	-0.0085 (0.0083)
改革转型冲击	-0.0033 (0.0024)	0.0002 (0.0019)	0.0159 (0.0125)	0.0258*** (0.0097)
开发区数量	-0.0015*** (0.0005)	-0.0013*** (0.0004)	-0.0092*** (0.0026)	-0.0063*** (0.0022)
企业固定效应	是	是	是	是
年龄固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	24867	33659	24867	33659
R ²	0.5809	0.5709	0.8844	0.9135

附表6 稳健性检验4:控制市长年龄

	资产负债率		负债规模	
	(1)低负债率组	(2)高负债率组	(3)低负债率组	(4)高负债率组
处理项×时间项	0.0268*** (0.0068)	-0.0005 (0.0054)	0.0735** (0.0353)	0.0131 (0.0266)
退出名单冲击	-0.0003 (0.0021)	-0.0014 (0.0016)	-0.0080 (0.0109)	-0.0094 (0.0083)
改革转型冲击	-0.0032 (0.0024)	0.0002 (0.0019)	0.0161 (0.0125)	0.0261*** (0.0097)
开发区数量	-0.0014*** (0.0005)	-0.0013*** (0.0004)	-0.0084*** (0.0026)	-0.0054** (0.0022)
市长年龄	0.0064** (0.0031)	0.0030 (0.0024)	0.0297* (0.0160)	0.0395*** (0.0114)
企业固定效应	是	是	是	是
年龄固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	24867	33659	24867	33659
R ²	0.5811	0.5710	0.8844	0.9135

正文表4的异质性分析显示,借壳融资的现象主要发生在低负债率组,而高负债率组不存在显著性影响(类似于安慰剂检验)。这启发本文可以在基准回归的模型中引入企业层面事前高低负债率组的差异来构造三重差分模型。附表7是采用三重差分模型回归后的结果,第一行的结果显示基于三重差分模型的识别策略表明,与事前高负债率组相比,事前低负债率组中受到监管的融资平台的股权网络企业在事件冲击发生后其负债率和负债规模显著上升得更多。同理,附表8、附表9、附表10的三重差分模型估计结果同正文中的回归结果也是一致的。

附表7 稳健性检验5:三重差分模型

	(1)	(2)
	资产负债率	负债规模
处理项×时间项×低负债率组	0.0307*** (0.0082)	0.0755* (0.0417)
处理项×时间项	-0.0022 (0.0053)	0.0058 (0.0262)
时间项×低负债率组	0.0333*** (0.0065)	0.0427 (0.0332)
退出名单冲击	-0.0009 (0.0013)	-0.0090 (0.0066)
改革转型冲击	-0.0010 (0.0015)	0.0228*** (0.0077)
开发区数量	-0.0012*** (0.0003)	-0.0063*** (0.0017)
市长年龄	0.0055*** (0.0019)	0.0388*** (0.0095)

企业固定效应	是	是
年龄固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
观测值	58531	58531
R ²	0.7420	0.9114

附表8 借壳融资的证据:三重差分模型

	(1)	(2)
	应收账款(资产端)	应付账款(负债端)
处理项×时间项×低负债率组	0.2455** (0.1171)	0.0062 (0.1092)
处理项×时间项	-0.0255 (0.0824)	0.0329 (0.0772)
时间项×低负债率组	-0.2401** (0.0936)	0.0072 (0.0890)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
年龄固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
观测值	61773	61297
R ²	0.6678	0.6877

附表9 企业投入的变化:三重差分模型

	(1)	(2)
	新增固定资产投资	雇佣员工数量
处理项×时间项×低负债率组	-0.0649 (0.1303)	0.0019 (0.0278)
处理项×时间项	-0.0015 (0.0916)	0.0245 (0.0199)
时间项×低负债率组	0.0738 (0.1038)	-0.0200 (0.0225)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
年龄固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
观测值	56629	61738
R ²	0.5387	0.8867

附表10 企业产出的变化:三重差分模型

	(1)	(2)
	主营业务收入	主营业务成本
处理项×时间项×低负债率组	0.0432 (0.0402)	0.0184 (0.0436)
处理项×时间项	0.0040 (0.0282)	0.0121 (0.0306)
时间项×低负债率组	-0.0679** (0.0322)	-0.0389 (0.0341)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
年龄固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
观测值	60636	59906
R ²	0.8743	0.8672

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》,《财贸经济》,2019年第5期。
- (2)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》,《金融研究》,2024年第4期。
- (3)毛捷、柏金春:《开发区债务增长的机理研究——基于开发区边界的精准识别》,《管理世界》,2024年第9期。
- (4)毛捷、韩瑞雪、刘冲:《融资平台债务增长的新机理研究:担保网络的视角》,《经济研究》,2024年第1期。
- (5)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》,《经济研究》,2025年第5期。