

财政压力、“合作型”政府干预与企业投资

张跃文 国家金融与发展实验室资本市场研究中心主任

李慧 中国社会科学院大学应用经济学院

徐枫 中国社会科学院金融研究所

来源：《财经论丛》发表时间：2025年7月3日

摘要：财政压力能否促使地方政府影响企业投资决策进而增加税收收入？本文利用2008—2023年上市公司数据和部分宏观数据构造双向固定效用模型，研究了这一问题。研究发现，在现行税制下地方政府倾向于通过实施“合作型”政府干预，促使企业进行过度投资以获取更多间接税收入，在进行了一系列内生性和稳健性检验以后，该结论依然成立；民营企业、劳动密集型企业、以及成长期和成熟期企业更容易受到影响；地方经济法制化程度的提高有助于缓解企业受到的压力，公司治理对财政压力仅能发挥有限的抑制作用。

关键词：过度投资；政府干预；财政压力

一、引言

高效率的投资可以加快产业结构升级，增加市场有效供给，提高潜在经济增长率，是推动经济高质量发展的关键动力。但是近年我国固定资产投资效益却出现明显下滑。以工业企业为例，每元工业投资所对应的企业利润，已从2000年的0.86元下降到2019年的0.29

元。投资低效益影响了企业投资积极性，对于形成投资内生增长机制十分不利。饶有意味的是，部分企业在投资效益不断下降的情况下，却出现了长期投资大幅增长的情况。与此同时，企业纳税额连年增加，而且在 2010 年以来的大部分时期，企业税收增速都要超过当年 GDP 增速，这使我们联想到税收与企业投资间可能存在的联动关系。有没有可能是地方政府为增加税收而要求企业增加投资以扩大产能和销售收入，进而增加企业纳税额？这是本文希望探讨的主题。

企业纳税规模主要是与其当年的经营规模也就是收入和利润有直接关系，其中销售收入是主要“税锚”，税前利润是次要“税锚”。如果政府希望通过推动企业增加投资进而在短期内增加税收，就很可能将投资导向能够增加企业当年经营规模的“短平快”投资，这类投资中相当一部分属于企业过度投资。如果这类企业行为达到一定量级，势必影响我国经济高质量发展目标的实现。当前，部分地方政府债务压力巨大，“土地财政”难以维继，国家积极组织化解地方债风险并严格限制地方盲目举债，地方政府非税收入锐减。另一方面，“保民生、保工资、保运转”等政策性支出存在刚性要求，地方财政压力空前。在这种情况下，如果通过行政干预可以扩大企业投资并增加地方政府税收收入，缓解其财政压力，将极有可能诱发一些地方政府的不当干预行为，从而影响企业正常投资活动形成资源浪费，这个问题在当前形势下具有特殊重要性。

本文致力于将源于财政压力的政府干预引入对企业过度投资行为的解释之中。这项研究同两类文献直接相关：一是税收对企业投资

的影响，二是政府干预对企业投资决策的影响。在税收对企业投资的影响方面，存在两种截然相反的观点。一类观点认为，税收是企业经营的负担，税负越少越好，有实证研究表明税收优惠能够明显鼓励企业增加固定资产投资，而企业税负增长会引致企业出走和增加地区间的企业并购与资本流动，展现了税负增长与本地企业资本投资的反向关系；另一类观点认为，虽然税收会在一定程度上挤压企业投资，但是地方税收增加能够支持更多的公共支出，进而改善地方基础设施条件和营商环境，从而在长期意义上有利于企业扩大投资，而且减税政策的非持续性和税费间此消彼涨的关系，使得企业面临更多税负不确定性，使其不愿意增加投资。

关于政府干预对企业投资的影响，较早关于官员对企业行为影响的研究发现，官员会采用财政补贴等方式引导国有企业管理层做出有利于官员政治目标的决策。其他学者利用中国上市公司数据进一步证明了企业管理层的政治联系会促使其做出过度投资的决策并损害公司价值。在经济增速放缓、地方财政压力增大的背景下，地方政府会通过向企业提供补贴等方式促使企业增加投资，而且地方政府偏爱受国家产业政策支持的企业，并容易导致这些企业出现过度投资。

已有文献较多涉及税收政策与企业投资的相关性，而且以宏观和中观层面研究为主，很少将政府财政压力以税收形式分解到具体企业，而这恰恰是地方政府转嫁财政压力的主要方式。另一部分文献探讨了政府干预对企业投资的影响，但这类政府干预的动力主要来自促进本地经济发展和官员晋升，比较少从具体企业承受的财政压力视角，刻

画源于财政压力的政府干预如何对企业投资决策产生影响。本文尝试在以上两个方面做出补充性贡献,即在微观层面分析地方政府将财政压力转移给企业并通过行政干预引致企业投资过度的现象和作用机制。

本文的主要结论如下:第一,地方政府的财政压力对于企业进行过度投资存在显著的促进作用,在进行了一系列内生性和稳健性检验以后,该结论依然成立;第二,地方经济法制化程度提高,能够明显缓解财政压力对企业过度投资的影响,而公司治理仅能发挥有限的作用;第三,“合作型”政府干预是地方政府影响企业投资的重要模式,诱导企业进行过度投资。

本文的边际贡献如下:一是基于地方政府增加企业税收的一般逻辑,对政府转嫁给企业的财政压力进行量化,区分了不同企业承担财政压力的差异,使基于企业层面的财政压力分析更贴近现实;二是定义了以增量分配为基础的“合作型”政府干预,揭示了地方政府通过影响企业投资增加税收收入的作用机制。本文的余下部分做如下安排:第二部分对财政压力与企业过度投资的关系进行理论分析,提出研究假说;第三部分对研究设计和样本选择进行说明;第四部分报告了实证研究结果;第五部分对实证结果进行内生性与稳健性检验;第六部分重点分析了作为影响机制的“合作型”政府干预;第七部分是全文总结和 policy 建议。

二、理论分析与研究假说

(一) 财政压力引致企业过度投资的理论分析

地方政府财政收入的来源主要包括税收收入和非税收入，其中税收收入是主体部分。我国实行的是以间接税为主体的税收制度，根据财政部数据测算，2023年我国间接税收入占到全部税收收入的67%。间接税名义上是企业缴纳的，实际由商品或者服务的最终使用者承担。目前，我国企业缴纳的间接税主要包括增值税、营业税（2015年税改后已与增值税合并）、消费税、城市维护建设税和资源税等。这些税种按照企业营业收入的一定比例征收，企业营业收入越多，缴纳的间接税越多。因此，在商品和服务有终端市场支持的情况下，企业进行产能扩张型投资可以增加营业收入，并同步增加对政府的间接税贡献。

通常情况下，政府增加间接税收入有三种方式：提高税率、开征新税种、扩大税基。在我国，前两种方式的决策权主要在中央，而扩大税基是地方增加税收的主流方式，它可以在不增加纳税人负担强度的情况下，增加税收收入。因此，长期以来地方政府热衷于支持企业进行产能扩张型投资，以增加企业营业收入和政府间接税收入。但政府的目标同企业的目标并非总是一致，在经济增速放缓、财政收入减少或者财政支出增加的情况下，地方政府面临增加税收的压力，其促使企业扩大投资的动力增强，但此时恰恰是企业囿于经济形势投资趋于谨慎的时期。如果地方政府对企业决策有较强的干预能力，则有可能将财政压力转嫁给企业，通过行政干预迫使企业做出额外投资决策，以实现扩大产能、增加营业收入进而增加间接税收入的目的。但这种

干预行为客观上可能导致企业出现投资过度 and 资源浪费。基于以上分析，本文提出假说 1。

H1：财政压力导致企业过度投资。

(二) “合作型” 政府干预与企业过度投资的理论分析

常见的政府干预大致可以分为三类：第一类是以弥补市场失灵为目标的合理政府干预，如反垄断、公共服务限价等；第二类是以完善公共服务和公共管理为目标，违反企业意愿的强制性干预，如强制企业捐赠、安置就业等；第三类是隐蔽性更强的“合作型”干预，即政府通过与企业管理层协商，调整企业经营行为，以更好符合政府和企业利益，形成所谓的“政商联合体”。“合作型”政府干预又可以分为符合政府和企业整体利益的干预，与仅符合部分当事人利益的干预。在政府治理和企业治理不完善的情况下，“合作型”政府干预的动机更有可能是为了满足地方短期利益和企业管理层利益。政府通过非强制性手段影响企业决策，形成“合作型”政府干预。财政压力通过“合作型”政府干预影响企业过度投资。

“合作型”政府干预意味着政府不采取强制措施，而以利益交换的方式来进行。目前比较常见的包括政府补贴、税收优惠、土地出让金减免、免费或者低价提供厂房等。这些开支属于非公共财政支出，通常不列入一般公共预算。在政府干预下，企业的投资决策往往偏离市场导向和企业价值的内在要求，出现短期利益驱动下的过度投资行为。这类投资行为宏观上导致资源配置扭曲和产能过剩，降低资源配

置效率，加剧经济结构失衡；微观上削弱了企业的市场竞争力和自主创新能力。

基于以上分析，本文提出假说 2：

H2：政府财政压力加剧会形成“合作型”政府干预，促使企业过度投资。

（三）抑制财政压力的因素分析

如果地方经济法制化程度较高，政府财政收支严格遵循法律流程，审批过程公开透明并受法律监督，就可能减少政府因财政压力而干预企业和增收税费。企业在制定投资决策时，不必担心受到不当行政干预，司法体系会充分保障企业经营自主权。企业可依据自身财务状况、市场需求预测以及长远发展战略，理性评估投资项目的可行性与预期收益。当政府面临财政压力时，企业无需为迎合政府要求缓解财政困境，而被迫进行超出自身能力与需求的投资。基于以上分析，本文提出假说 3。

H3：提高法制化程度可以减弱财政压力对企业投资的负面影响。

如果一项投资占用企业大量资源，且仅能形成短期的营收增量，对于企业竞争力和长期增长潜力贡献有限，股东可能会认为这项投资无助于企业价值提升而投出反对票。但是普遍存在的委托-代理问题，限制了股东的权力主张。由于存在自利动机，管理层会主动寻求增加基于企业经营规模的在职消费和薪酬，并为此进行主动盈余管理和过度投资。理论界关于公司治理对于抑制管理层自利行为的作用已经达成一定共识。有代表性的文献研究表明，机构投资者持股、管理层持

股等内部治理因素，对于约束管理层能够发挥作用。但是公司治理因素能否有效抑制地方政府与公司管理层的合谋行为则是不确定的。一方面，政府具有行政权力，可以在规划土地、税收、社保、基建投资等多方面对企业的生存发展构成重大影响，即便是治理完善的企业也不得不考虑这些影响，从而在一定程度上向政府妥协；另一方面，股东大会、董事会和监事会等内设机构主要依据管理层的信息和分析做出决策。因此，如果地方政府向企业转嫁财政压力，且管理层出于自身利益主动同政府合作，管理层就很可能向前述内设机构及其组成人员提供倾向于实施投资的信息。此时公司股东和董事会不易做出准确判断，公司治理的制衡作用难以有效发挥。基于以上分析，本文提出假说 4。

H4: 有效的公司治理能够减弱财政压力对企业投资的负面影响。

三、研究设计、变量设定与样本选择

(一) 研究设计

基于前文分析，本文尝试采用实证方法证明假说 1-4。首先，证明地方政府向企业施加的财政压力促使企业进行过度投资，从而对假说 1 得出结论。如果假说 1 成立，财政压力确实促使企业过度投资，本文将采用相似的建模方法并构造交乘项，考察外部环境因素和内部治理因素对财政压力可能产生的影响，以证实假说 3 和假说 4。鉴于主模型可能存在的内生性问题和其他稳健性问题，本文采用工具变量法、构造 DID 模型和更换主变量等方法，对研究结论进行多方面检验。

(二) 模型构造与变量设定

1. 基准回归模型与变量设定

基于研究设计，本文建立了以下实证模型：

$$OverV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LnTax_{i,t} + \beta_2 Legalindex_{i,t} + \beta_3 Blockhold_{i,t} + \beta_4 Insthold_{i,t} + \beta_5 Lnmhold_{i,t} + \beta_6 Dual_{i,t} + \beta_7 Treasurate_{i,t} + \beta_8 Q_{i,t} + \beta_9 Fixasset_{i,t} + \beta_{10} Gdp_{i,t} + \beta_{11} ID_t + \beta_{12} Year_t + \mu_{i,t} \quad (1)$$

$$OverV_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 LnTax_{i,t} + \delta_2 LnTax_{i,t} * X_{i,t} + \delta_3 Q_{i,t} + \delta_4 Fixasset_{i,t} + \delta_5 Gdp_{i,t} + \delta_6 ID_t + \delta_7 Year_t + \phi_{i,t} \quad (2)$$

其中，模型 1 检验了财政压力对企业过度投资的影响，模型 2 采用模型 1 识别出的显著的环境变量和治理变量与财政压力构造交互项，以进一步考察其对财政压力的制衡作用。

变量定义具体如下。首先，*LnTax* 为衡量企业承受的财政压力的变量。在企业的利润表中，“税费支出”项包含了主要基于企业营业收入的各项间接税支出，其中既包括了企业当期正常经营所产生的税费，也包括了政府干预企业进行过度投资所增加的额外间接税支出。我们参考相关文献的做法，结合本文的研究主题，将企业当年税费支出作为政府向企业转嫁财政压力的代理变量。采用该变量的优点是，能够有效区分不同类型企业所承受的财政压力的差异，从而更准确地估计其对企业投资决策的影响程度。在稳健性检验中，我们还将使用地方政府的财政压力指标作为解释变量做进一步验证。

其次，*OverV* 衡量了企业过度投资程度。对于过度投资的程度，本文借鉴国内文献常用的 Richardson (2006) 方法进行计算。

再次，*Legalindex* 衡量了地方经济的法制化程度。为检验假说 3，本文采用理论界广泛运用的法制化指数衡量地方经济的法制化程度。

法制化程度越高，政府干预受到的限制越多，干预措施对于企业的影响越小。

此外，为检验假说 4，本文需要引入反映公司治理状况的变量。鉴于中国公司治理问题的特殊性，本文参考国内学者的作法，将大股东持股比例、机构持股比例、管理层持股、董事长与总经理是否兼任等变量引入，考察公司治理对于财政压力引致的政府干预的制衡作用。

最后，在控制变量方面，本文主要控制了投资机会、固定资产占比和地方经济发展水平等变量，以及企业的个体效应和年份效应。

2.机制检验模型设定与变量构造

基于研究设计，本文构建如下检验“合作型”政府干预机制对企业过度投资的影响。

$$\begin{aligned} OverV_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 LnTax_{i,t} \times Nonpubfiscal_{i,t} + \alpha_2 Legalindex_{i,t} + \alpha_3 Blockhold_{i,t} + \alpha_4 Insthold_{i,t} \\ & + \alpha_5 Inmhold_{i,t} + \alpha_6 Dual_{i,t} + \alpha_7 Treasurate_{i,t} + \alpha_8 Q_{i,t} + \alpha_9 Fixasset_{i,t} + \alpha_{10} Gdp_{i,t} \\ & + \alpha_{11} RD_{i,t} + \alpha_{12} Employ_{i,t} + \alpha_{13} ID_t + \alpha_{14} Year_t + \omega_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

变量定义具体如下。选取非公共财政支出占地方政府预算内支出的比重 (*Nonpubfiscal*) 作为“合作型政府干预”的代理变量进行机制检验。非公共财政支出包含了政府为实现特定政策目标而支出的财政资金，包括了向企业提供的各类财政补贴、奖励和税收返还等。解释变量 $LnTax_{i,t} \times Nonpubfiscal_{i,t}$ 为财政压力与合作型政府干预的交乘项。

政府对企业的干预也可能是出于鼓励企业研发和促进就业等其他因素，为减小遗漏变量的影响，本文在机制检验模型的控制变量中又加入了样本企业研发投入 *RD* 和地方就业指标 *Employ* (就业总人

数取对数), 以尽量排除与企业投资无关但可能获得政府财政资助的因素。各变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量性质	变量英文名称	中文名称	变量含义
被解释变量	<i>OverV</i>	过度投资程度	按照 Richardson (2006) 方法计算的过度投资程度
解释变量	<i>lnTax</i>	企业承受的财政压力	企业当年现金流量表中的“税费支出”的自然对数
	<i>Legalindex</i>	地方经济的法制化程度	采用王小鲁等 (2024) 的法制化指数, 代表企业所在省份的经济法制化程度
	<i>Blockhold</i>	大股东持股	大股东持股数量占企业全部股份的比例
	<i>Insthold</i>	机构持股	机构投资者持股数量占企业全部股份的比例
	<i>lnMhold</i>	管理层持股	管理层持有股份的年末市值的自然对数
	<i>Dual</i>	董事长与总经理是否兼任	兼任为 1, 不兼任为 0
	<i>X</i>	可能对财政压力有影响的内外部因素	通过模型 1 的实证结果进行筛选
机制变量	<i>Nonpubfiscal</i>	非公共财政支出占比	合作型政府干预的代理变量, 即非公共财政支出占地方政府预算内支出的比例
控制变量	<i>Q</i>	托宾 <i>Q</i>	企业面临的投资机会
	<i>Fixasset</i>	固定资产占比	固定资产占总资产的比例
	<i>Gdp</i>	经济发展水平	地区国内生产总值的对数
	<i>RD</i>	企业研发投入	企业研发投入占营业收入的比例
	<i>Employ</i>	地区就业人数	地区就业人数的自然对数
	<i>ID</i>	个体效应	企业个体效应
	<i>Year</i>	年份效应	企业年份效应

(三) 样本选取

考虑到数据的可得性和中国经济转型窗口期, 结合本文的研究目的, 本文选择 2008—2023 年 A 股非金融类上市公司的过度投资行为作为研究对象。上市公司财务数据、纳税数据和公司治理数据及地区财政数据来自万得数据库。企业所在省份的市场化指数来自《中国分省份市场化指数报告(2023)》。为了保持样本的代表性, 本文去除

了 ST 公司，对数据进行了前后 1% 的缩尾处理，最终得到了 36553 组观测值。表 2 是主要变量数据的描述性统计结果。

表 2 主要变量描述性统计

变量	(1)样本量	(2)均值	(3)标准差	(4)最小值	(5)最大值
<i>OverV</i>	36553	4.4382	5.3469	0.0000	24.1535
<i>Lntax</i>	36553	18.5970	1.4949	15.2128	22.8881
<i>Blockhold</i>	36553	33.7846	14.8525	8.3300	73.9800
<i>Insthold</i>	36553	44.5855	24.1575	0.4189	91.1087
<i>Lnmhold</i>	36553	10.9756	17.5751	0.0000	65.7694
<i>Dual</i>	36553	0.2596	0.4384	0.0000	1.0000
<i>Legalindex</i>	363	47.2171	19.9284	0.0000	83.9000

四、实证研究结果

(一) 财政压力对企业投资行为的影响

地方政府向企业施加财政压力导致企业进行过度投资的实证结果见表 3 第 (1) 列。在控制了全部控制变量以后，财政压力对于企业的过度投资行为在经济意义和统计意义上都有显著的正向影响，由此可以证明假说 1。

表 3 财政压力对企业投资行为影响的实证结果

变量	(1) <i>OverV</i>	(2) <i>OverV</i>	(3) <i>OverV</i>
<i>Lntax</i>	0.1111***(5.4743)	0.1160***(5.6963)	0.0635***(2.7920)
<i>Legalindex</i>		-0.0093***(-3.1400)	-0.0102***(-2.8074)
<i>Blockhold</i>			-0.0193***(-7.6647)
<i>Insthold</i>			0.0277***(13.3220)
<i>Lnmhold</i>			0.0300***(12.7080)
<i>Dual</i>			0.2066***(2.9065)
<i>Q</i>	-0.0688***(-10.1854)	-0.0688***(-10.1866)	-0.0719***(-10.6565)
<i>Fixasset</i>	-1.1685***(-6.3049)	-1.2836***(-6.7952)	-1.2164***(-6.4063)
<i>Gdp</i>	0.0634(1.4600)	0.0525(1.2055)	-0.0154(-0.2828)
<i>Constant</i>	-2.5454***(-4.1063)	-2.0601***(-3.2251)	-1.3061*(-1.8283)
个体/年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	36553	36553	36553
R ²	0.009	0.009	0.015

注：*、**、***分别为 10%、5%和 1%的显著性水平；括号内为 t 统计量。下同。

（二）抑制性因素的作用

根据表 3 第（2）列和第（3）列的实证结果，地方经济的法制化程度和大股东持股比例变量对企业过度投资行为具有显著负向影响，构成重要抑制性因素。而传统上认为应发挥治理作用的机构持股和管理层持股两个变量，不仅没有抑制企业的过度投资行为，反而具有显著正向影响。董事长与总经理兼任推动了过度投资，是符合预期的，因此两职分任应起到抑制性作用。

本文利用模型 2 分别对法制化程度、大股东持股、机构持股、管理层持股、董事长总经理是否兼任的交互项进行检验，以判断这些变量对财政压力的影响，检验假说 3 和 4，具体结果见表 4。地方经济的法制化程度越高，企业越少进行过度投资，表明经济法制化能够规范政府财政权力，遏制政府向企业不当施加财政压力，纠正企业过度投资行为。由此证明了假说 3。

从治理因素来看，大股东持股有效抑制了企业的过度投资行为。在我国 A 股市场上，大股东持股比例较高，能够加强对公司的监管，降低企业的过度投资行为，而且大股东持股市值越大，其作用越明显。机构持股、管理层持股不仅没有抑制企业过度投资行为，反而起到了推动作用。**原因可能是当前 A 股市场机构持股一般以短期持有为主，收益主要来自股票买卖差价，机构倾向于通过推动上市公司进行过度投资进而改善当期业绩来促使短期股价上涨。**管理层持股时，因利益与公司业绩深度绑定，为追求个人财富最大化，也会更倾向过度投资。董事长和总经理兼任，一定程度上损害了董事会的独立性，强化了管

理层控制权，因此削弱了董事会维护股东权益的能力，使得企业更加倾向于在财政压力下进行过度投资。

至此，我们为检验假说 4 所引入的公司治理变量，只有大股东持股和董事长与总经理分任两个变量的正向作用得到了确认，假说 4 仅部分成立。

表 4 抑制性因素的作用

变量	(1)OverV	(2)OverV	(3)OverV
<i>Lntax</i>	0.1111***(5.4743)	0.1377***(6.2178)	0.0868***(3.4982)
<i>Legalindex</i> × <i>Lntax</i>		-0.0005***(-3.0013)	-0.0005***(-2.6901)
<i>Blockhold</i> × <i>Lntax</i>			-0.0193***(-7.6595)
<i>Insthold</i> × <i>Lntax</i>			0.0277***(13.3358)
<i>Limhold</i> × <i>Lntax</i>			0.0300***(12.7121)
<i>Dual</i> × <i>Lntax</i>			0.2064***(2.9033)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	36553	36553	36553
R ²	0.009	0.009	0.015

(三) 异质性分析

1. 依产权性质的异质性分析

由于国有企业和民营企业在身份地位上的差异，它们对于政府财政压力的反应可能有所不同，内外部因素的影响程度也会不同。而且，国有企业分为地方国有企业和中央国有企业，与中央企业相比，地方国有企业与地方政府关系密切，对于财政压力的响应更加积极。为验证上述假说，我们在模型 1 的基础上，根据企业的产权性质分别检验了各项假说，发现财政压力对民营企业过度投资有显著影响（见表 5），但是对地方国企虽然影响为正但结果不显著，对于中央国有企业的过

度投资行为反而有抑制作用，但结果同样不显著。这一结论与预想存在一定差距，原因可能如下：

第一，本文研究的主题是财政压力下，政府干预企业进行过度投资的可能性。显然，对于政府而言，那些资源有限、谈判能力弱、社会地位低的利税大户，是政府干预的首要目标，⁹ 因为干预它们的成本低、收益高，所以效益良好的民营上市公司很可能首当其冲受到财政压力的影响。

第二，民营企业的市场地位、社会地位和政府关系明显弱于国企。在财政压力驱动下的政府干预之下，民企很难拒绝政府要求。同时，民企融资渠道狭窄，因市场地位、经营规模、财务风险和抵押物等问题，难以获得银行贷款，即使获得贷款其利率也通常会高于国企，在债券和资本市场融资则更加困难。在这种情况下，一旦地方政府承诺向民企提供一定补贴或者其他优惠政策，以换取民企进行产能扩张型投资，民企很有可能会给予配合。因为尽管这类投资可能不是民企的首选，但毕竟有利于民企持续经营。

第三，理论上，地方政府不必向地方国企施加行政干预以促使企业进行过度投资进而增加税收。一是地方政府是国企大股东，通过行使大股东权利就可以达到目的，而不必采取行政干预的方式；二是地方国企有支持地方经济发展和财政稳定的责任担当，不需要政府干预就会自觉行动。当然，并不排除在政府遇到财政困难时，让地方国企出手相救的可能性，因此从实证结果来看，财政压力对地方国企的过度投资系数为正，但并不显著。

第四，中央国企通常与地方政府不存在隶属关系，地方政府与央企博弈过程中通常处于劣势，因此央企不太可能屈从于地方政府压力进行过度投资。相反，地方财政压力加大所预示的地方经济和政策的不确定性，会使得央企投资更加谨慎，因此实证结果显示地方财政压力对央企投资产生了负向影响，但这种作用比较间接，对于中央企业的实质影响程度差异较大，导致实证结果并不显著。

表 5 财政压力影响的异质性（依产权分组）

变量	(1)民营企业	(2)地方国有企业	(3)中央国有企业
<i>Lntax</i>	0.0913***(2.6440)	0.0104(0.3254)	-0.1407(-0.9259)
<i>Legalindex</i>	-0.0084(-1.6393)	-0.0044(-1.0419)	0.0082(0.4734)
<i>Blockhold</i>	-0.0166***(-4.6154)	-0.0257***(-7.0098)	-0.0213(-1.4117)
<i>Insthold</i>	0.0310*** (11.6287)	0.0193*** (5.5254)	0.0332** (2.0626)
<i>Lrmhold</i>	0.0336*** (11.6709)	-0.0171(-1.1964)	0.1688*** (2.6734)
<i>Dual</i>	0.2811*** (3.2074)	-0.0204(-0.1391)	-0.4449(-0.7238)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	21974	13860	719
R ²	0.014	0.027	0.039

2.依生产要素密集度的异质性分析

企业对不同类型生产要素需求量的差异，决定了其对长期投资的需求程度。同等条件下，劳动密集型企业的长期投资需求量可能会少于资本密集型和技术密集型企业，如果政府施加压力，这类企业更容易出现过度投资的情况。而其他类型的企业本身投资需求量较大，不需要政府干预就会努力增加投资，因此通常不是政府干预的目标群体。本文借鉴相关文献，采用聚类分类方法依生产要素密集度对企业进行分类。利用证监会 2012 行业分类标准，选取固定资产比例（固定资产净额/平均总资产）识别资本密集型行业，选取研发支出薪酬 10

比（研发支出/应付职工薪酬）识别技术密集型行业，其余则为劳动密集型行业，最后根据企业的行业属性确定其要素密集度分类。表 6 显示，劳动密集型企业更容易受到财政压力影响而产生过度投资。技术和资本密集型企业则不会因财政压力而进行过度投资，这证实了前文的判断。

表 6 财政压力影响的异质性（依要素集中度）

变量	(1)劳动密集型	(2)技术密集型	(3)资本密集型
<i>Lntax</i>	0.0517**(2.0202)	0.0436(0.4275)	-0.0292(-0.4745)
<i>Legalindex</i>	-0.0118***(-2.9616)	0.0063(0.3606)	-0.0003(-0.0274)
<i>Blockhold</i>	-0.0187***(-6.5164)	-0.0139(-1.3762)	-0.0313***(-4.9764)
<i>Insthold</i>	0.0250*** (10.4998)	0.0491*** (5.8501)	0.0351*** (7.0150)
<i>Lnnhold</i>	0.0263*** (9.7030)	0.0469*** (4.5626)	0.0356*** (6.4293)
<i>Dual</i>	0.2153*** (2.6141)	0.2676 (0.8805)	0.2035 (1.2928)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	27420	6278	2855
R ²	0.013	0.036	0.056

3.依企业生命周期的异质性分析

处于不同生命周期的企业，在投资需求和能力上存在一定差异。处于成长期的企业有较强的产能扩张冲动，在政府财政压力下更容易出现过度投资；处于成熟期的企业，尽管扩张需求有所减少，但由于资金储备较充足，因此投资实力较强，在财政压力下也容易出现过度投资的情况。而处于衰退期的企业一般面临产品竞争力下降和现金流紧张，不是政府干预的主要目标群体，因此出现过度投资的可能性较小。借鉴相关文献的做法，采用现金流组合法将企业的生命周期划分为成长期、成熟期、衰退期三个阶段。表 7 的回归结果显示，财政压

力对于成长期、成熟期企业的过度投资行为具有显著影响，但对于衰退期企业却并没有明显影响，这证实了前文的估计。

表 7 财政压力影响的异质性（依企业生命周期）

变量	(1)成长期	(2)成熟期	(3)衰退期
<i>Lntax</i>	0.2547***(9.9029)	0.1780***(3.3010)	-0.0009(-0.0387)
<i>Legalindex</i>	-0.0058(-1.4116)	0.0093(1.0961)	-0.0099***(-2.5906)
<i>Blockhold</i>	-0.0137***(-4.7707)	-0.0137**(-2.4456)	-0.0211***(-7.9076)
<i>Insthold</i>	0.0118***(4.8694)	0.0053(1.0242)	0.0301***(13.7780)
<i>Lnmhold</i>	0.0031(1.1231)	-0.0118*(-1.8865)	0.0295***(11.9411)
<i>Dual</i>	-0.0194(-0.2352)	-0.2492(-1.4776)	0.2485***(3.3233)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	13925	19453	2286
R ²	0.036	0.170	0.019

五、内生性与稳健性检验

（一）内生性检验

针对本文的主要结论，即政府财政压力促使企业进行过度投资，可能存在由于变量遗漏、测量误差、双向因果等原因而产生的内生性问题。为此，我们分别采用工具变量法和 DID 方法克服潜在的内生性问题。

1.使用工具变量

本文研究财政压力对企业投资的影响，选取税费支出的行业平均值作为工具变量进行内生性检验。行业平均税费支出水平代表了行业内企业生产经营的一般状况和受到政府干预的平均水平，它是企业规划运营成本的一个参考因素，满足工具变量的相关性要求；但它通常不会对企业的投资决策产生直接影响，满足工具变量的外生性要求。本文采用 Kleibergen Paaprk LM 统计量进行识别不足检验、采用

Cragg-Donald Wald 统计量进行弱工具变量检验，检验结果表明选取税费支出行业平均值作为工具变量是合适的，可以较大程度上克服模型的内生性问题。表 8 显示，在使用该工具变量后财政压力对企业过度投资的影响依然显著。

表 8 以税费支出行业平均值作为工具变量的估计结果

变量	(1) <i>OverI</i>	(2) <i>OverI</i>	(3) <i>OverI</i>
<i>Lntax</i>	0.1013***(4.7220)	0.1065***(4.9483)	0.06505***(2.6601)
<i>Legalindex</i>		-0.0095***(-3.2140)	-0.0100***(-3.3932)
<i>Blockhold</i>			-0.0193***(-7.6596)
<i>Insthold</i>			0.0277***(13.2060)
<i>Lnnhold</i>			0.0299***(12.7745)
<i>Dual</i>			0.2055***(2.8971)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	36553	36553	36553
R ²	0.005	0.005	0.011
第一阶段F统计量	12.91	11.07	29.36
识别不足检验: Kleibergen-Paap rk			
LM统计量	3295.093(0.0000)	3278.622(0.0000)	3028.413(0.0000)
弱工具变量检验: Cragg-Donald			
Wald F统计量	9327.323	7955.732	7913.271
Kleibergen-Paap rk Wald F统计量	6955.651	5706.453	5518.695
Stock-Yogo weak ID test critical values: 10%	16.38	16.38	16.38

为了更准确的克服内生性问题，本文还通过使用新冠肺炎疫情构造的虚拟变量作为工具变量进行了内生性检验。该工具变量也通过了一系列统计检验，回归结果显示财政压力对过度投资影响依然显著，受篇幅所限，此处不再赘述。

2.构造双重差分模型

为更好排除内生性因素，我们改用双重差分模型进一步检验本文的主要结论。在自然实验的事件选择上，2011年11月国务院通过

平行趋势检验虽然通过，但政策后第 3 期不显著，说明政策效果可能具有动态性，短期有效长期衰减，为增强结果的可信度，此处调整时间窗口，缩短样本期，考察改革前一期、二期与改革后一期、二期的平行趋势检验结果，避免长期趋势干扰。

表 9b 的平行趋势检验结果表明，“营改增”改革前一期、二期企业过度投资的系数都不具有统计学显著性，而改革后第一期和第二期的系数在 5% 的统计水平上显著，由此可见，调整时间窗口后的平行趋势检验结果仍然通过。

表 9b 调整时间窗口的平行趋势检验结果

时间	<i>Before 2</i>	<i>Before 1</i>	<i>Current</i>	<i>After 1</i>	<i>After 2</i>
<i>OverV</i>	-0.1568 (-0.7750)	-0.1988 (-1.0029)	-0.0246 (-0.1375)	0.3157** (2.2878)	0.2896** (2.1491)
观测值	36553	36553	36553	36553	36553

本文以逐步试点的营改增政策为依据，构建如下多时点 DID 模型：

$$\begin{aligned}
 OverV_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 treat_i \times time_t + \gamma_2 Legalindex_{i,t} + \gamma_3 Blockhold_{i,t} + \gamma_4 Insthold_{i,t} + \gamma_5 Lnmhold_{i,t} \\
 & + \gamma_6 Dual_{i,t} + \gamma_7 Treasurate_{i,t} + \gamma_8 Q_{i,t} + \gamma_9 Fixasset_{i,t} + \gamma_{10} Gdp_{i,t} + \gamma_{11} ID_i + \gamma_{12} Year_t + \tau_{i,t} \quad (5)
 \end{aligned}$$

手工整理企业所在地区和行业被纳入营改增试点的时间数据，若当年企业所在省份行业纳入营改增政策试点则 *treat* 取值为 1，反之取值为 0。双重差分检验的结果如表 10 所示，财政压力促使企业进行过度投资的结论仍然成立。

表 10 双重差分检验结果

变量	(1)OverV	(2)OverV	(3)OverV
<i>treat</i> × <i>time</i>	0.0338**(1.9837)	0.0336**(1.9735)	0.0303*(1.7813)
<i>Legalindex</i>		-0.0046(-1.4820)	-0.0072**(-2.0564)
<i>Blockhold</i>			-0.0190***(-7.2630)
<i>Insthold</i>			0.0289*** (14.2052)
<i>Lnhold</i>			0.0323*** (13.3468)
<i>Dual</i>			0.1992*** (2.7714)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	36553	36553	36553
R ²	0.019	0.020	0.026

3.安慰剂检验

安慰剂检验核心思想就是虚构处理组，本文采用关于政策实施时间的安慰剂检验。一般做法就是虚构政策时间进行回归，或者虚构政策时间进行估计，如果不同虚构方式下的估计量的回归结果依然显著，那么就说明原来的估计结果很有可能出现了偏误，被解释变量的变动很有可能是受到了其他因素影响。相反，若实证结果不显著，则表明政策效应具有稳健性。鉴于营改增政策在 2012 年开始试点实施，所以本文将政策时间设置到 2011 年进行稳健性检验，再按照基准 DID 模型的设定进行回归分析。表 11 的结果表明，税收压力对过度投资的系数不显著，这与基准结论存在明显差异，因此本文研究结果具有稳健性。

表 11 安慰剂检验结果

变量	(1) <i>OverV</i>	(2) <i>OverV</i>	(3) <i>OverV</i>
<i>treat</i> × <i>time</i>	0.0148(0.7431)	0.0149(0.7503)	0.0097(0.4895)
<i>Legalindex</i>		-0.0046(-1.4991)	-0.0073**(-2.0850)
<i>Blockhold</i>			-0.0190***(-7.2697)
<i>Insthold</i>			0.0290*** (14.2272)
<i>Lnnhold</i>			0.0323*** (13.3454)
<i>Dual</i>			0.1984*** (2.7603)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	36543	36543	36543
R ²	0.019	0.019	0.026

(二) 稳健性检验

1. 替换主变量

为消除企业经营因素对其税收支出的影响，构造独立于企业活动的变量代表政府财政压力，本文选择从政府转移支付后的可支配财力角度构建地方政府的财政压力指标替换企业税费支出，作为政府向企业施加的财政压力的代理变量。指标越大，地方政府的财政压力越大，其越有可能将压力转嫁给企业。从表 12 展示的实证结果来看，地方政府的财政压力指标与过度投资显著正相关，说明指标越大，过度投资越多，即地方政府的财政压力越大，企业的过度投资行为越多，稳健性检验通过再次证明假说 1 成立。

表 12 地方政府压力代替税费支出的实证检验结果

变量	(1) <i>OverV</i>	(2) <i>OverV</i>	(3) <i>OverV</i>
<i>Treasurate</i>	0.5924***(5.9109)	0.6080***(6.0576)	0.4049***(3.6245)
<i>Legalindex</i>		-0.0041***(-2.7058)	-0.0037***(-2.4637)
<i>Blockhold</i>			-0.0190***(-7.5695)
<i>Insthold</i>			0.0266***(12.7682)
<i>Lnmhold</i>			0.0304***(13.0312)
<i>Dual</i>			0.2114***(2.9891)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	36553	36553	36553
R ²	0.005	0.005	0.007

2.调整样本区间

考虑到 2008 年国际金融危机和我国 4 万亿经济刺激计划可能会对企业投资行为产生较大带动作用, 2020—2022 年的新冠疫情也可能会对企业正常投资活动产生抑制作用。为了减弱这两类因素对基本结论的影响, 本文调整样本区间至 2012—2019 年, 从表 13 所示的实证结果来看, 本文基本结论依然成立。

表 13 样本区间选取 2012—2019 年的实证结果

变量	(1) <i>OverV</i>	(2) <i>OverV</i>	(3) <i>OverV</i>
<i>Lntax</i>	0.2196***(6.9568)	0.2303***(7.2504)	0.2052***(5.7843)
<i>Legalindex</i>		-0.0119***(-2.9407)	-0.0116**(-2.4741)
<i>Blockhold</i>			-0.0232***(-5.9134)
<i>Insthold</i>			0.0325***(9.7157)
<i>Lnmhold</i>			0.0416***(11.1940)
<i>Dual</i>			0.2977***(2.6816)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	17687	17687	17687
R ²	0.009	0.009	0.017

六、“合作型”政府干预机制的检验

政府的财政压力, 需要通过某种方式传导给企业, 并促使企业做出过度投资的决策。由于投资属于企业自主权范畴, 因此政府的影响

方式将主要是“合作型”干预。为证明假说 2，本文结合前文的理论分析，采用模型 3 进行回归分析。实证结果如表 14 所示，合作型政府干预指标和财政压力的交乘项与过度投资的回归结果显示为正，即在财政压力下合作型政府干预显著促进了企业过度投资，由此证明了本文的研究假说 2 成立。

表 14 机制检验结果

变量	(1)OverV	(2)OverV	(3)OverV
<i>LnTax×Nonpubfiscal</i>	0.0989***(4.6649)	0.0978***(4.6140)	0.1010***(4.7802)
<i>Legalindex</i>		-0.0124*(-1.9266)	-0.0090(-1.2336)
<i>Blockhold</i>			-0.0209***(-4.6096)
<i>Insthold</i>			0.0346***(9.6454)
<i>Lnshold</i>			0.0358***(8.3752)
<i>Dual</i>			0.2307*(1.8662)
控制变量	控制	控制	控制
个体/年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	14003	14003	14003
R ²	0.009	0.009	0.017

七、全文总结与政策建议

本文旨在探究地方政府向企业转嫁财政压力如何影响企业投资决策。采用 2008—2023 年的上市公司数据，本文证实了政府财政压力是诱导企业进行过度投资的重要因素。通过使用工具变量法、DID 法进行内生性检验以及其他一系列稳健性检验，上述结论仍然成立。财政压力对民营企业的影响大于国有企业，表明民营企业的弱势地位使其难以抗拒政府干预，从侧面证明了政府干预能力在促进政企合作方面的巨大影响力。有相对较少投资需求的劳动密集型企业以及成长型和成熟型企业，更有可能受到财政压力影响而进行过度投资。为了寻找制衡财政压力的内外部因素，本文检验了以往文献讨论较多

的外部环境因素和内部治理因素，发现地方经济的法制化程度能够有效抑制财政压力对企业过度投资的影响，不过公司治理仅可以发挥有限的抑制作用。最后，本文的机制检验发现政府主要通过实施“合作型”政府干预促使企业进行过度投资，以实现短期的税收增加，缓解自身财政压力。

在经济增速下调以及国家减税降费政策等多方面因素影响下，地方政府财政减收增支因素会长期存在。部分地方的税源会进一步集中到少数大型企业和上市公司，有可能加剧政府向企业施加财政压力并要求企业配合的现象，导致企业投资效率进一步下降。

当前，我国需要更好发挥投资的关键性作用，减少政府干预，增强企业制定投资决策的独立性和科学性，因此必须尽快采取相应对策。第一，加快财税体制改革，切实扭转以间接税为主的税收结构，减少地方财政对间接税的依赖，弱化政府干预企业投资的动机。第二，提高经济的法制化程度，通过法律明确政府财政收支边界，约束其因财政压力而随意干预企业投资决策的行为。保障企业经营自主权，使其基于理性而非外部压力制定投资决策。第三，坚持两个“毫不动摇”，切实提高民营企业地位，公平对待民企与国企，杜绝地方政府不当干预民企经营决策的行为，加快建立真正意义上的政企“亲清”关系。第四，引导企业延长管理层考核周期，完善管理层薪酬与考核体系，将管理层薪酬与企业长期绩效挂钩，注重考察企业投资的长期效果。