

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2025.05.008

新《预算法》抑制了制造业企业“脱实向虚”吗？

赵全厚, 杨子毅, 沈家欣

(中国财政科学研究院 研究生院, 北京 100080)

摘要:新《预算法》规范了地方政府收支行为,改善了政府预算信息披露,可以增强企业持续发展的资金保障、增加企业实体投资的收益,从而抑制企业出于预防性动机和逐利性动机持有金融资产。采用2009—2022年深沪A股制造业上市公司的数据,以2015年新《预算法》实施为准自然实验,构建强度双重差分模型,分析发现:新《预算法》实施显著降低了制造业企业的金融化程度;新《预算法》实施显著缓解了制造业企业融资约束、提升了制造业企业实体投资收益率,能够通过资金保障机制和收益激励机制抑制制造业企业金融化;新《预算法》实施显著抑制了公司治理水平较高、行业竞争程度较高、财政压力较大地区、国家审计监督强度较高地区制造业企业“脱实向虚”,但对公司治理水平较低、行业竞争程度较低、财政压力较小地区、国家审计监督强度较低地区制造业企业的影响不显著。因此,应加大政府预算公开力度,进一步规范地方政府收支行为,强化审计监督,充分发挥政府预算法治化对企业“脱实向虚”的治理效应。

关键词:新《预算法》;企业金融化;预防性动机;逐利性动机;融资约束;投资收益率;治理效应

中图分类号:F812.2;F272.3 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2025)05-0108-15

引用格式:赵全厚,杨子毅,沈家欣.新《预算法》抑制了制造业企业“脱实向虚”吗?[J].西部论坛,2025,35(5):108-122.

ZHAO Quan-hou, YANG Zi-yi, SHEN Jia-xin. Has the new Budget Law restrained manufacturing enterprises from “shifting from the real to the virtual”? [J]. West Forum, 2025, 35(5): 108-122.

* 收稿日期:2025-04-07;修回日期:2025-06-18

基金项目:国家社会科学基金一般项目(20BGL061)

作者简介:赵全厚(1965),男,山西偏关人;中国财政科学研究院研究员、博士生导师、博士,主要从事财政金融理论与政策研究。杨子毅(1998),男,山东泰安人;中国财政科学研究院博士研究生,主要从事财政金融理论与政策研究。沈家欣(2002),通信作者,女,湖北武汉人;中国财政科学研究院硕士研究生,主要从事管理会计理论与实务研究。

一、引言

实体经济“脱实向虚”与虚拟经济过度膨胀是我国经济转型过程中面临的重大现实问题。作为宏观经济“脱实向虚”的重要微观表现,企业投资的过度金融化会诱发系统性金融风险积聚,损害宏观经济稳定可持续发展(彭俞超等,2018)^[1]。制造业是国家经济命脉所系,制造业企业投资的“脱实向虚”对实体经济的打击尤为严重(李双燕等,2022)^[2]。经济“脱实向虚”的趋势引起了国家高度重视,自2018年以来,在宏观政策调控下,我国制造业企业金融化趋势有所缓解,但激励企业“脱虚返实”的效果仍有待进一步提升(张军等,2021;刘鹏等,2023)^[3-4]。因此,如何引导制造业企业“脱虚返实”是当前理论界和实务界亟待解决的一个重要问题。

现有研究通常将企业“脱实向虚”的成因归纳为预防性动机和逐利性动机两方面(胡亦明等,2017;王伊攀等,2022)^[5-6]。其中,预防性动机是指企业为了降低未来资金短缺风险而选择持有金融资产(Demir,2009;Ding et al.,2011)^[7-8]。企业面临的融资约束增强时,其出于预防性动机持有金融资产的需求也会随之上升(胡亦明等,2017;黄贤环等,2022)^{[5][9]}。逐利性动机是指企业为了追逐金融市场的高收益率而配置金融资产(Ali et al.,2014)^[10]。当实体投资收益率较低、投资环境不确定性较大时,企业出于逐利性动机持有金融资产的需求往往较高(张成思等,2016)^[11]。可见,企业“脱实向虚”是其作为“经济人”面对市场变化的投资行为选择,而政府作为经济社会发展的宏观调控主体(蓝海林,2014)^[12],应引导企业的投资选择(王伊攀等,2022;黄贤环等,2022)^{[6][9]}。因此,治理制造业企业“脱实向虚”离不开政府作用的发挥。基于此,相关实证文献通过分析政府政策或行为对企业“脱实向虚”的影响来探讨企业“脱实向虚”的外部治理策略,如开放政策(王婷等,2023)^[13]、产业政策(江三良等,2021)^[14]、货币政策(李增福等,2022)^[15]、财税政策(黄贤环等,20;王晓亮等,2023)^{[9][16]}、政府采购(王伊攀等,2022)^[6]、政府工作及财政信息(王少华等,2022;黄晓霞等,2023)^[17-18]、大数据综合试验区建设(杜直前等,2024)^[19]等对企业金融化程度的影响。值得注意的是,政府运用经济调控手段引导企业行为须在法治化的框架下进行,应完善相关法规以规范和约束地方政府的调控行为,避免政府“越位”和“错位”。然而,鲜有文献从法治化的角度考察相关法律完善对企业“脱实向虚”的影响。

作为“经济宪法”的预算法,是约束政府收支行为的基本制度规范。预算不仅是财政管理和财政规划的核心,也是影响国家治理能力的重要因素(李建军等,2020)^[20]。强调“规范收支、强化约束”的新《预算法》^①,在法律层面将政府所有收支行为纳入预算管理,从源头上提升了政府收支行为的法治化程度。新《预算法》实施对经济社会发展的影响受到学界广泛关注,部分学者从企业行为角度研究了新《预算法》实施的政策效应,包括促进企业创新(张建顺等,2021)^[21]、推动企业人力资本升级(胡玥等,2022)^[22]、增加企业税负粘性(刘嫦等,2022)^[23]、缓解企业系统性风险(李小林等,2023)^[24]、提高企业劳动收入份额(武辉等,2024)^[25]、提升企业税收遵从度(肖鹏等,2024)^[26]、抑制企业避税行为(姚守宇等,2025)^[27]等,但尚未有文献实证检验新《预算法》实施对企业“脱实向虚”的影响。作为政府财政活动的基本规范,新《预算法》的实施必然会影响企业的投资行为。从理论上讲,一方面,新《预算法》明确规定了地方政府将财政数据信息向全社会公开的法定义务,有助于缓解政府与企业间的信息不对称,从而

①《中华人民共和国预算法》于1994年3月22日第八届全国人民代表大会第二次会议通过,并于1995年1月1日起施行。2014年8月31日,第十二届全国人民代表大会常务委员会第十次会议表决通过了《全国人大常委会关于修改〈预算法〉的决定》,中华人民共和国主席令第十二号公布,并决议于2015年1月1日起施行。本文中《新预算法》是指《中华人民共和国预算法(2014年修正)》。

降低企业投资的不确定性, 提高企业投资效率, 对企业金融化的逐利性动机产生抑制作用; 另一方面, 新《预算法》强化了对地方政府行为的规范和约束, 地方政府通过行政介入或隐性担保等手段干预信贷资源配置的操纵空间被大大压缩, 有助于缓解企业的融资约束, 从而弱化企业金融化的预防性动机。但是, 现实经济的复杂性可能使新《预算法》实施的政策效应具有不确定性, 那么新《预算法》的实施是否显著抑制了企业的“脱实向虚”行为, 还有待实证检验。

基于上述分析, 本文在已有研究的基础上, 探究新《预算法》对制造业企业“脱实向虚”的影响及其机制, 并将新《预算法》实施作为一项准自然实验, 以 2009—2022 年深沪 A 股制造业上市公司为研究样本, 采用强度双重差分模型评估新《预算法》实施对制造业企业“脱实向虚”的治理效应。本文的边际贡献主要包括: 第一, 在研究视角上, 从法治化维度拓展了企业“脱实向虚”的外部治理研究, 从企业投资行为维度丰富了新《预算法》实施的经济后果研究。第二, 在理论机制上, 基于企业金融化的预防性动机和逐利性动机, 从增强企业持续发展资金保障(资金保障机制)、促进企业实体投资收益增长(收益激励机制)两个维度揭示了新《预算法》实施抑制制造业企业“脱实向虚”的路径, 有助于深入认识企业金融化的外部治理机制以及政府行为规范化的积极作用。第三, 进一步从公司治理、行业竞争、财政压力、审计监督 4 个方面考察了新《预算法》实施影响制造业企业“脱实向虚”的异质性, 为有效治理制造业企业“脱实向虚”提供了借鉴和启示。

二、理论分析与研究假说

企业“脱实向虚”也称为企业金融化。大部分学者从企业行为选择角度出发, 将企业“脱实向虚”定义为企业将其所持有的经济资源用于配置金融资产的投资选择(Demir, 2009; 杜勇等, 2017; 彭俞超等, 2018)^{[7][28-29]}。也有一部分学者从企业投资结果出发, 将企业“脱实向虚”定义为企业投资收益对金融资产投资获利的依赖程度(Krippner, 2005; 张成思等, 2016)^{[30][11]}。相关文献通常采用第一种定义, 本文也选择使用该定义, 主要原因在于: 第一种定义着眼于企业投资选择的倾向, 而第二种定义则反映企业金融化的选择结果; 与投资选择结果相比, 投资选择倾向反映了企业金融化的意愿, 能更好地体现企业“脱实向虚”的本质(俞鸿琳, 2022)^[31]; 此外, 投资收益是一种会计结果的呈现, 不可避免地会受到会计计量方式和人为处理的影响。基于企业金融化的预防性动机和逐利性动机, 本文主要从资金保障机制和收益激励机制两个方面探讨新《预算法》实施影响制造业企业“脱实向虚”的路径。

1. 资金保障机制: 新《预算法》实施、融资约束与企业“脱实向虚”

市场信贷资源的有限性与资金来源的同质性决定了地方政府融资平台与制造业企业间存在天然的融资竞争关系。地方政府通过行政干预和提供隐性担保等方式促使市场信贷资源向其所控制的融资平台倾斜(陈旭东等, 2021)^[32], 并使用金融资源对地方财政收支缺口予以补充(刘畅等, 2020)^[33]。地方政府依托融资平台进行债务融资的行为会占用市场有限的信贷资源, 推升制造业企业外部融资成本, 对制造业企业产生较为严重的融资挤出效应(武辉等, 2024)^[25]。融资约束的加剧将显著扩大制造业企业在生产经营过程中面临资金短缺的风险敞口, 资金链断裂的潜在风险随之增加。资金链一旦发生断裂, 将给制造业企业带来严重损失, 不仅会导致生产停滞、业务中断, 还会对企业的声誉和市场地位产生负面影响。因此, 在面临较高水平的外部融资约束时, 制造业企业出于预防性动机持有金融资产的意愿将显著增强(胡亦明等, 2017; 黄贤环等, 2022)^{[5][9]}, 即企业期望通过持有一定规模相对容易变现的金融资产构建起资金缓冲屏障, 以应对可能出现的流动性危机, 降低因资金链断裂带来的风险冲击, 从而保

障企业运营的稳定性与连续性。因此,制造业企业的金融化程度会随着融资约束的增强而上升。

新《预算法》严格禁止地方政府对其融资平台的隐性担保行为,对不符合规定的融资平台进行整顿和清理,建立规范的表内举债制度(毛捷等,2019)^[34],使公开发行政府债券成为地方政府筹集债务收入的唯一合法途径,并对地方政府债务发行总量进行限额管理,使地方政府债务收入更加规范(李小林等,2023)^[24]。新《预算法》强化了对地方政府收支行为的规范性约束,有效降低了地方政府通过融资平台对地区信贷资源配置的非市场性干预程度,使金融机构的信贷规模与结构更加贴合市场实际需要,在一定程度上缓解了制造业企业面临的外部融资约束(张建顺等,2021;武辉等,2024)^{[21][25]},从而能够弱化制造业企业出于预防性动机而选择持有金融资产的意愿。

2. 收益激励机制:新《预算法》实施、实体投资收益率与企业“脱实向虚”

财政透明度提升是激励企业进行实体投资、引导企业“脱虚返实”的重要因素(王少华等,2022)^[17]。根据资源配置理论,经济政策不确定性会减少实体投资机会、增加投资项目失败概率,从而使制造业企业的实体投资收益率下滑,削弱制造业企业进行实体投资的内在激励动机(刘贯春等,2020; Huseyin et al., 2013)^[35-36]。财政政策是经济政策的核心组成部分,制造业企业投资活动在很大程度上受财政活动的影响(邵磊等,2019)^[37]。政府财政信息不仅是财政收支的数据记录,还反映了政府在一个财政年度内对经济活动介入的深度与广度(刘叔申,2010)^[38],能够为制造业企业未来的投资方向提供有益参考与引导。财政信息透明度越高,制造业企业越能及时充分地捕捉到更多的政策信号,有助于制造业企业对宏观经济政策的理解和对经济运行环境的把握,从而更加准确地预判成本与收益(邓淑莲等,2017)^[39],并获得更多稳定优质的实体投资渠道。同时,制造业企业将与自身生产经营相关的财政信息增量纳入投资决策后,外部投资环境的不确定性随之减少,有利于降低实体投资失误概率(王少飞等,2011)^[40],提升实体投资收益率(黄晓霞等,2023)^[18]。

政府预算反映了政府未来收支活动的重点与政策导向,政府预算信息公开将增强财政信息透明度,有助于缓解政府与企业间的信息不对称,降低经济政策不确定性,对稳定企业发展预期、提升实体投资收益率具有积极作用(于文超等,2020; Cicatiello et al., 2020)^[41-42]。从信息含量来看,新《预算法》不仅要求实施全口径预算,将政府的全部收支活动统一纳入预算管理,还要求细化展开政府预算和部门预算的编制,财政信息含量大幅增加^①;从信息公开程度来看,新《预算法》进一步明确了地方政府公开预决算报告及数据、政府财务报告、财政管理制度、发展规划等信息的法定义务(蒋悟真,2014)^[43],为财政信息由“向人大公开”到“向社会公开”的转变提供了法律保障,财政信息透明度得以大幅提升(莫龙炯等,2023)^[44]。因此,新《预算法》的实施能够通过提升政策信息透明度缓解政府与企业之间的信息不对称,促进制造业企业的实体投资,并提升制造业企业实体投资的收益,进而削弱制造业企业“脱实向虚”的逐利性动机。

综上所述,新《预算法》实施提高了政府预算的法治化水平,一方面减少了地方政府对市场信贷资源配置的干预,缓解了制造业企业面临的融资约束,从而通过增强资金保障抑制制造业企业出于“蓄水池”(预防性)动机持有金融资产;另一方面提升了政府预算信息的信息含量和公开程度,缓解了政府与企业之间的信息不对称,能够显著提高制造业企业实体投资的收益率,从而通过强化收益激励机制抑制制造

^① 新《预算法》第四十六条规定:“报送各级人民代表大会审查和批准的预算草案应当细化。本级一般公共预算支出,按其功能分类应当编列到项;按其经济性质分类,基本支出应当编列到款。本级政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算支出,按其功能分类应当编列到项。”第三十二条规定,政府各部门、各单位的预算草案,收入编制按类、款、项、目逐步细化,支出的功能分类按类、款、项细化展开,经济性质分类按类、款细化展开。

业企业出于逐利性动机持有金融资产。在两方面的共同作用下,新《预算法》的实施能够显著抑制制造业企业“脱实向虚”。基于此,本文提出以下假说:

- H0:新《预算法》的实施显著降低了制造业企业金融化程度。
H1:新《预算法》的实施能够通过缓解融资约束降低制造业企业金融化程度。
H2:新《预算法》的实施能够通过提升实体投资收益率降低制造业企业金融化程度。

三、实证研究设计

1. 基准模型设定

本文基于新《预算法》实施这一外生政策冲击,通过类政策实验的强度双重差分模型对前文提出的研究假说进行实证检验。基于强度双重差分方法的设计思路,借鉴李建军和刘媛(2020)^[20]的做法,选取新《预算法》实施前企业注册地所在省份的财政透明度作为处理强度变量,原因在于:新《预算法》虽在全国统一实施,但对不同地区的影响程度有所差异。理论上讲,在财政透明度较高的地区,政府行为本身较为规范,且对市场信贷资源配置的干预程度相对较低,企业与政府之间的信息不对称程度较低,因而新《预算法》实施对企业行为的影响较小。基于此,构建如下基准模型:

$$Fin_{it} = \alpha + \beta did_{it} + \sum \gamma Controls_{it} + \sigma_i + \varphi_t + \varepsilon_{it}$$

其中, i 和 t 分别代表企业和年份, σ_i 和 φ_t 分别表示企业固定效应和年份固定效应, ε_{it} 为随机误差项。被解释变量(Fin_{it})为“企业金融化程度”,参考杜勇等(2017)^[28]的研究,采用金融资产占总资产的比重衡量^①,用以反映样本企业“脱实向虚”的程度。核心解释变量(did_{it})为“新《预算法》实施”,即政策冲击强度变量(D_i)与政策实施时间变量($Post_{it}$)的交乘项,其中, D_i 采用新《预算法》实施前3年企业所在省份财政透明度(数据来源于上海财经大学公共政策研究中心发布的《中国财政透明度报告》)均值的相反数衡量,其值越大则企业受政策影响越大; $Post_{it}$ 为新《预算法》是否实施的时间虚拟变量,2015年及以后取值为1,2015年前取值为0。借鉴王少华等(2022)^[17]、罗长远等(2023)^[45]的研究,选取以下12个企业层面的控制变量,各控制变量测度方法详见表1。

表 1 控制变量选取与测度方法

变 量	测度方法	变 量	测度方法
企业规模	总资产的自然对数值	机构持股比例	机构持股数量与总流通股数之比
企业年龄	$\ln(\text{当年年份}-\text{公司成立年份}+1)$	独立董事占比	独立董事人数占董事会总人数比例
资产负债率	年末总负债与年末总资产之比	两职合一	董事长与总经理两职合一取值1,否则取值0
现金流比率	经营活动现金流量与总资产之比	管理层薪酬	管理层薪酬总额的自然对数值
成长性	营业收入增长率	固定资产比率	固定资产净额与总资产之比
股权集中度	前十大股东持股数量与总股数之比	市场价值总资产比率	企业市值与年末总资产之比

① 金融资产包括:交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、投资性房地产净额。这里的金融资产范围与企业会计准则的相关规定主要有以下两点区别:一是考虑到样本期内许多企业对投资性房地产的持有目的已由经营自用转为投资获利,将投资性房地产纳入金融资产衡量范围;二是考虑到企业对货币资金的持有目的多为满足生产经营活动的流动性需要,未将货币资金纳入金融资产衡量范围。

2. 样本选择与数据处理

本文选取 2009—2022 年深沪 A 股制造业上市公司为研究样本,为提高研究结论的可靠性,剔除 ST、* ST、PT 样本以及关键指标数据缺失的样本,并仅保留核心数据 7 年以上连续的样本。企业层面的数据来自国泰安数据库,对连续变量进行 1%和 99%的缩尾处理,主要变量的描述性统计结果见表 2。

表 2 主要变量描述性统计结果

变 量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
企业金融化程度	14 302	0.032 4	0.062 1	0	0.006 1	0.414 0
政策实施时间虚拟变量	14 302	0.58 9	0.492 0	0	1	1
财政透明度均值	14 302	28.628 6	7.724 0	19.423 3	26.036 7	51.540 0
企业规模	14 302	22.25 1	1.206 0	19.045 6	22.086 4	27.621 1
企业年龄	14 302	2.863 7	0.345 3	1.791 8	2.890 4	3.526 4
资产负债率	14 302	0.398 5	0.185 0	0.050 3	0.396 6	0.849 6
现金流比率	14 302	0.052 8	0.063 5	-0.137 2	0.049 1	0.244 0
成长性	14 302	0.155 5	0.311 8	-0.471 2	0.110 7	1.9346
股权集中度	14 302	0.559 0	0.145 6	0.232 9	0.560 7	0.8739
机构持股比例	14 302	0.440 5	0.249 3	0.003 0	0.455 7	0.949 4
独立董事占比	14 302	0.374 4	0.054 1	0.333 3	0.333 3	0.571 4
两职合一	14 302	0.266 6	0.442 2	0	0	1
管理层薪酬	14 302	14.549 9	0.744 8	11.184 4	14.513 9	18.58 4
固定资产比率	14 302	0.229 9	0.132 5	0.014 2	0.204 7	0.613 6
市场价值总资产比率	14 302	2.077 7	1.348 1	0.681 2	1.670 4	22.572 5

注:“财政透明度均值”为新《预算法》实施前 3 年企业所在省份的财政透明度均值。

四、实证检验结果分析

1. 平行趋势检验与基准回归

使用双重差分模型进行政策效应分析需要满足平行趋势假设,本文使用事件研究法进行平行趋势

假设检验,构建如下模型:
$$Fin_{it} = \alpha + \omega_k \sum_{t=-6}^7 D_i \times Treat_t + \sum \gamma Controls_{it} + \sigma_i + \varphi_t + \varepsilon_{it}。$$
以新《预算法》实施前一年为基准期,置信区间设定为 95%的水平,检验结果如图 1 所示, ω_k 估计值在新《预算法》实施前各期均不显著异于 0,表明研究样本通过了平行趋势检验。表 3 为基准模型回归结果,“新《预算法》实施”的回归系数显著为负,表明新《预算法》的实施显著降低了制造业企业的金融化程度,假说 H0 得到验证。

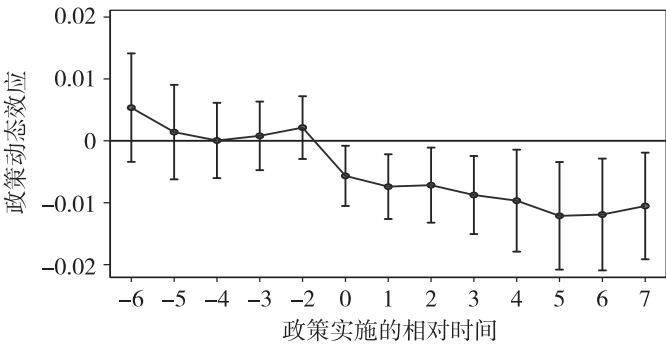


图 1 平行趋势检验结果

表 3 基准回归结果

变 量	企业金融化程度	企业金融化程度
新《预算法》实施	-0.007 2 ***(-2.683 1)	-0.006 8 ***(-2.599 8)
企业规模		-0.006 4 **(-2.526 0)
企业年龄		0.022 8 *(1.777 0)
资产负债率		-0.023 4 ***(-3.065 7)
现金流比率		-0.017 4 *(-1.666 7)
成长性		-0.000 9(-0.606 0)
股权集中度		-0.000 4 ***(-3.358 4)
机构持股比例		-0.000 1(-1.359 5)
独立董事占比		0.000 1(0.422 3)
两职合一		-0.003 2(-1.564 0)
管理层薪酬		-0.000 3(-0.183 2)
固定资产比率		-0.059 2 ***(-6.168 4)
市场价值总资产比率		0.000 4(0.411 5)
常数项	0.036 7 *** (23.155 9)	0.166 9 ** (2.532 0)
样本量	14 302	14 302
企业和年份固定效应	控制	控制
Adj. R ²	0.482	0.4927

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,括号内数值为 *t* 值
(标准误聚类到企业层面),下表同。

2. 稳健性检验

(1)安慰剂检验。为验证基准回归结果的非偶然性,借鉴魏志华等(2022)^[46]的方法,分别随机设置新《预算法》实施时间和随机分配处理强度进行个体和时间安慰剂检验,500 次独立随机抽样的检验结果见图 2。伪政策变量的估计系数值均分布在 0 值附近,且绝大部分 *P* 值在 0.1 以上,表明基准模型得到的政策效应并非除新《预算法》实施以外的偶然性因素所致。

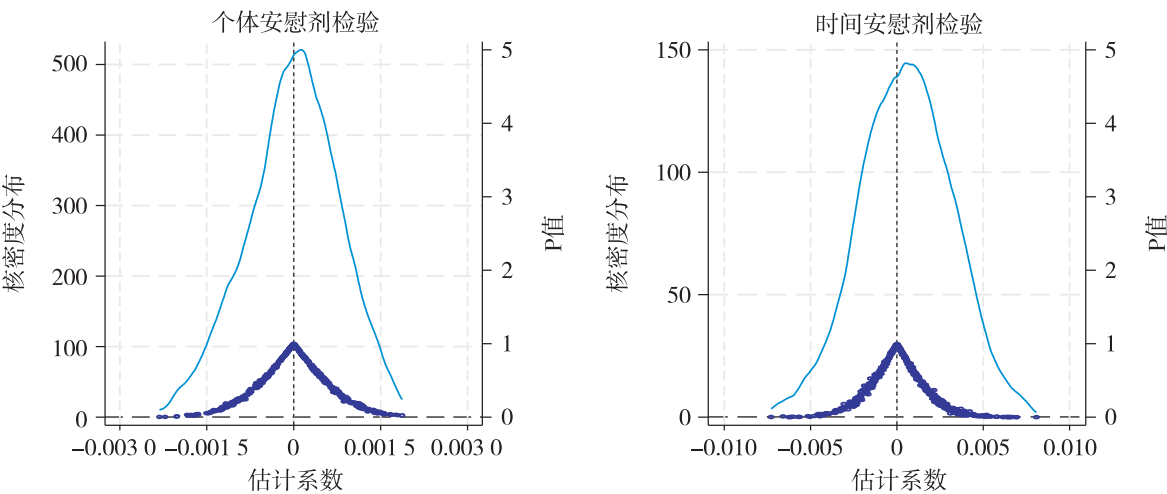


图 2 安慰剂检验结果

(2)PSM-DID 检验。为排除样本自选择问题对实证结果的干扰,采用 PSM-DID 方法进行检验。根据新《预算法》实施前 3 年各省份财政透明度均值,将全部样本划分为处理组(财政透明度小于均值,取值为 1)与对照组(财政透明度大于均值,取值为 0),以基准模型的控制变量为特征变量,通过 logit 模型计算各样本的倾向得分,分别采用 k 近邻匹配(k=4)、卡尺匹配(卡尺=0.229 5)和卡尺内 k 近邻匹配(k=4,卡尺=0.229 5)方法对处理组与对照组进行样本匹配。采用匹配后的样本重新进行检验,回归结果见表 4,“新《预算法》实施”的系数均显著为负,表明在缓解样本自选择问题后,新《预算法》实施显著降低了制造业企业金融化程度的结论依然成立。

(3)增加地区固定效应。为缓解地区层面不随时间变化的不可观察因素的影响,在基准模型中进一步控制省份固定效应,检验结果显示(见表 4),“新《预算法》实施”的估计系数仍显著为负。

表 4 PSM-DID 和增加地区固定效应检验结果

变 量	k 近邻匹配	卡尺匹配	卡尺内 k 近邻匹	企业金融化程度
	企业金融化程度	企业金融化程度	企业金融化程度	
新《预算法》实施	-0.008 6***(-2.932 7)	-0.007 7***(-2.908 0)	-0.007 8***(-2.917 4)	-0.006 3**(-2.393 8)
省份固定效应	未控制	未控制	未控制	控制
样本量	11 694	13 889	13 890	14 302
Adj. R ²	0.500 5	0.496 2	0.495 9	0.493 0

注:所有模型均控制了控制变量以及企业和年份固定效应,限于篇幅,控制变量和常数项估计结果略,下表同。

(4)增加控制变量。为缓解遗漏变量带来的内生性问题,在基准模型中分别增加以下控制变量:一是“管理层短视程度”,借鉴胡楠等(2021)^[47]的研究,使用短期视域词汇词频占 MD&A 总词频的比例衡量;二是“金融监管强度”,借鉴唐松等(2020)^[48]的研究,以企业所在省份金融监管支出与金融业增加值之比衡量;三是“法治化水平”,参考余明桂和潘红波(2008)^[49]的做法,采用企业所在省份经济案件结案率衡量;四是“市场化水平”,采用企业所在省份市场化指数衡量(数据来自王小鲁等编制的《中国分省份市场化指数报告(2021 年)》)。检验结果见表 5,“新《预算法》实施”的估计系数依然显著为负。

表 5 增加控制变量检验结果

变 量	企业金融化程度	企业金融化程度	企业金融化程度	企业金融化程度
新《预算法》实施	-0.006 8***(-2.601 2)	-0.006 8***(-2.580 4)	-0.006 9***(-2.609 3)	-0.006 8***(-2.591 1)
管理者短视程度	0.087 6(0.253 1)			
金融监管强度		-0.052 0(-0.652 1)		
地区法治化水平			-0.002 6(-0.203 5)	
外部市场环境				0.000 7(0.396 1)
样本量	14 302	14 302	14 302	14 302
Adj. R ²	0.492 7	0.492 7	0.492 7	0.492 7

(5)替换变量。第一,使用企业注册地所在地级市的财政透明度(数据来自清华大学公共管理学院《中国市级政府财政透明度研究报告》)构建核心解释变量(“新《预算法》实施 1”),重新进行检验。第二,采用多种方法度量企业的金融化程度:借鉴张成思和张步昙(2016)^[11]的方法,以企业金融渠道利润占营业利润的比重衡量企业金融化程度(“企业金融化程度 1”);借鉴李增福和甘月(2024)^[50]的方法,分别从广义和狭义口径度量企业的金融资产^①,以其与企业资产总额之比衡量企业金融化程度(“企业金

① 广义金融资产=货币资金+持有至到期投资净额+交易性金融资产+衍生金融资产+可供出售金融资产净额+长期股权投资净额+应收股利净额+应收利息净额;狭义金融资产=广义金融资产-长期股权投资净额。

融化程度 2”和“企业金融化程度 3”)。替换变量的检验结果见表 6,更换核心解释变量与被解释变量的衡量方式并没有改变本文的分析结论。

表 6 替换变量检验结果

变 量	企业金融化程度	企业金融化程度 1	企业金融化程度 2	企业金融化程度 3
新《预算法》实施 1	-0.006 4**(-2.479 3)			
新《预算法》实施		-0.052 8**(-2.071 3)	-0.019 0***(-2.820 0)	-0.013 8**(-2.134 7)
样本量	14 302	14 302	14 302	14 302
Adj. R^2	0.492 6	0.086 3	0.616 7	0.591 1

(6)控制其他政策影响。考虑到样本期间正值我国财税体制全面深化改革的关键期,政府还实施了多种财税改革政策,这些政策也可能对制造业企业金融化产生影响,为排除替代性解释,选取以下变量:一是“营改增”,借鉴张克中等(2020)^[51]的研究,采用企业增值税税负作为“营改增”的代理变量;二是“金税三期试点”,参考刘鹏和付向东(2023)^[4]的方法,构建金税三期试点政策实施虚拟变量;三是“普惠金融改革试验区”,参考李建军和韩珣(2019)^[52]的做法,构建普惠金融改革试验区政策虚拟变量;四是“地方债自发自还试点”,参考田盛丹等(2021)的方法^[53],构建地方政府债券自发自还试点政策虚拟变量。在基准模型中分别加入上述政策变量重新进行检验,回归结果见表 7,“新《预算法》实施”的回归结果均显著为负,表明在控制了其他政策的影响后,新《预算法》实施显著降低了制造业企业金融化程度的结论依然成立。

表 7 控制其他政策影响检验结果

变 量	企业金融化程度	企业金融化程度	企业金融化程度	企业金融化程度
新《预算法》实施	-0.006 8***(-2.583 9)	-0.006 6**(-2.506 2)	-0.006 7***(-2.583 1)	-0.006 2**(-2.422 5)
营改增	0.001 2(0.583 5)			
金税三期试点		-0.068 9*(-1.950 2)		
普惠金融改革试验区			0.003 3(0.305 8)	
地方债自发自还试点				0.007 4***(-2.962 0)
样本量	14 302	14 302	14 302	14 302
Adj. R^2	0.492 7	0.492 8	0.492 7	0.493 3

3. 机制检验

借鉴江艇(2022)^[54]的研究,通过检验核心解释变量对中介变量的影响进行机制分析。根据前文分析,选取以下中介变量:一是“SA 指数”和“KZ 指数”,参考蔡伟贤等(2022)^[55]的做法,采用 SA 指数的绝对值和 KZ 指数衡量企业受到的融资约束程度,用以检验资金保障机制;二是“净资产收益率”和“实体投资收益率”,参考刘贯春等(2020)^[35]的做法,实体投资收益率=(息税前利润-公允价值变动损益-其他综合收益)/(固定资产净额+无形资产净额+运营成本),用以检验收益激励机制。

机制检验结果见表 8。“新《预算法》实施”对“SA 指数”和“KZ 指数”的回顾系数均显著为负,表明新《预算法》实施显著缓解了制造业企业的融资约束。新《预算法》规范了地方政府的收支行为,降低了地方政府对金融资源配置的干预程度,有利于制造业企业获得更多外部融资,从而抑制企业出于预防性动机而持有金融资产,假说 H1 得到验证。“新《预算法》实施”对“净资产收益率”和“实体投资收益率”

的回归系数均显著为正,表明新《预算法》实施促进了制造业企业实体投资收益率的提高。新《预算法》缓解了政府与企业间的信息不对称,有助于微观经济主体及时充分地捕捉更多的政策信号,能够为实体投资提供更好的参考与引导,降低实体投资的不确定性,从而提升制造业企业实体投资的成功率和收益率,抑制企业出于逐利性动机而持有金融资产,假说 H2 得到验证。

表 8 机制检验结果

变 量	资金保障机制		收益激励机制	
	SA 指数	KZ 指数	净资产收益率	实体投资收益率
新《预算法》实施	-0.047 1***(-9.650 6)	-0.095 8**(-2.327 7)	0.008 7**(2.156 1)	0.022 2*** (2.670 2)
样本量	14 302	14 302	14 302	14 302
Adj. R ²	0.965 0	0.844 6	0.514 8	0.572 4

4. 进一步研究:异质性分析

(1)公司治理异质性。良好的公司治理有助于企业提高决策效率,不仅会促进企业短期经营业绩增长,还能推动企业长期价值提升(刘银国 等,2011)^[56]。当制造业企业的公司治理水平较高时,对外部政策变化的敏感度较高,利用和获取政策红利的能力较强,管理层的投资决策更加注重企业的长期发展,因而可以在新《预算法》实施过程中更有效地缓解外部融资约束和增加实体投资收益,从而更显著地降低金融化程度。因此,新《预算法》实施对企业金融化的抑制作用在公司治理水平较高的制造业企业中比公司治理水平较低的制造业企业更显著。参考周宏等(2018)^[57]的研究,选取 8 个公司治理的主要特征指标(第一大股东持股比例、前三名高管薪酬之和、独立董事比例、董事会持股比例、高管持股比例、两职合一、董事会规模、监事会规模),通过主成分分析计算得到样本企业的公司治理水平,根据该指标的均值将样本划分为“公司治理水平较低”和“公司治理水平较高”两组,分别进行检验,回归结果见表 9 的 Panel A。新《预算法》实施显著降低了公司治理水平较高制造业企业的金融化程度,但对公司治理水平较低制造业企业的金融化程度没有显著影响,与理论预期相符。

(2)行业竞争异质性。市场竞争程度是影响企业投资决策的重要因素之一。当市场竞争较为激烈时,企业面临较高的经营风险和市场不确定性,金融机构要求的溢价水平也较高,不仅导致企业的外部融资成本较高(侯聪聪 等,2024)^[58],也使企业实体投资的收益率较低。此时,新《预算法》实施会产生更强的融资约束缓解效应和实体投资收益增加效应,从而对制造业企业金融化的抑制作用更加显著。参考伊志宏等(2010)^[59]的做法,基于营业收入计算样本企业所在行业的赫芬达尔指数(HHI),根据其均值将样本划分为“行业竞争程度较低”和“行业竞争程度较高”两组,分别进行检验,回归结果见表 9 的 Panel B。新《预算法》实施显著降低了行业竞争程度较高企业的金融化程度,但对行业竞争程度较低企业的金融化程度没有显著影响,与理论预期相符。

(3)财政压力异质性。财政压力增大是驱动地方政府更多干预金融资源配置的重要因素(郭敏 等,2020)^[60]。在财政压力较大的地区,地方政府通过干预金融资源配置和增加税费等来弥补财政资金缺口的动机往往更强烈,导致制造业企业面临更强的信贷挤出和实体投资收益不足。此时,新《预算法》实施对企业融资约束的缓解以及实体投资收益的提升更为明显,从而可以更有效地降低制造业企业金融化程度。借鉴张路等(2010)^[61]的做法,采用一般公共预算收支缺口与地区生产总值之比衡量样本企业所在省份的财政压力,根据其均值将样本划分为“地区财政压力较小”和“地区财政压力较大”两组,分别

进行检验,回归结果见表 9 的 Panel C。新《预算法》实施显著降低了财政压力较大地区制造业企业的金融化程度,但对财政压力较小地区制造业企业的金融化程度没有显著影响,与理论预期相符。

(4) 审计监督异质性。新《预算法》实施所产生的政策效应大小受到地方政府政策执行程度的影响,而国家审计作为中央对地方政府的重要监督机制,能够在很大程度上治理地方政府行政过程中的代理问题(王善平等,2021)^[62]。国家审计机构监督检查地方政府对新《预算法》有关规定的贯彻执行情况,有助于进一步提升地方财政信息公开的真实性和完整性,并通过硬化约束和强化问责机制对地方违规行为产生威慑作用(魏涛等,2023)^[63]。较严格的国家审计监督有助于地方政府更好地落实新《预算法》的相关规定,从而产生更显著的政策效应。采用样本企业所在省份被国家审计机关审计处理处罚的金额衡量国家审计监督力度,根据其均值将样本划分为“国家审计监督强度较低”和“国家审计监督强度较高”两组,分别进行检验,回归结果见表 9 的 Panel D。新《预算法》实施显著降低了国家审计监督强度较高地区制造业企业的金融化程度,但对国家审计监督强度较低地区制造业企业的金融化程度没有显著影响,与理论预期相符。

表 9 异质性分析回归结果

变 量	Panel A:公司治理异质性		Panel B:行业竞争异质性	
	公司治理水平较低	公司治理水平较高	行业竞争程度较低	行业竞争程度较高
新《预算法》实施	-0.005 4(-1.607 3)	-0.007 5*(-1.771 7)	-0.007 0(-1.474 9)	-0.007 3*(-2.387 4)
样本量	9 455	4 847	3 460	10 842
Adj. R ²	0.559 2	0.4602	0.595 1	0.4824
组间系数差异 P 值	0.024		0.026	
变 量	Panel C:财政压力异质性		Panel D:审计监督异质性	
	地区财政压力较小	地区财政压力较大	国家审计监督强度较低	国家审计监督强度较高
新《预算法》实施	-0.005 6(-1.437 6)	-0.008 0*(-2.270 2)	-0.004 5(-1.313 4)	-0.010 7*(-2.703 2)
样本量	4 942	9 360	7 255	6 719
Adj. R ²	0.465 3	0.500 5	0.560 6	0.507 9
组间系数差异 P 值	0.038		0.000	

注:组间系数差异 P 值是基于 Bootstrap 的费舍尔组合检验法,重复抽样 500 次计算得出;由于目前可获得的国家审计数据截止时间为 2021 年,Panel D 的样本区间为 2009—2021 年。

五、结论与启示

政府预算法治化不仅是现代预算制度建设的基本要求,也是提高财政治理效能的重要手段。新《预算法》实施的治理效应正在深刻改变着企业发展的外部环境,并对企业投资决策产生重要影响。本文以 2009—2022 年沪深 A 股制造业上市公司为研究样本,利用 2015 年新《预算法》实施这一准自然实验构建强度双重差分模型,考察新《预算法》实施对制造业企业“脱实向虚”的影响及其机制,研究发现:新《预算法》实施显著降低了制造业企业金融化程度,这一影响在公司治理水平较高、行业竞争程度较高、财政压力较大地区、国家审计监督强度较高地区的制造业企业中显著,但在公司治理水平较低、行业竞争程度较低、财政压力较小地区、国家审计监督强度较低地区的制造业企业中不显著;新《预算法》实施显著缓解了制造业企业的融资约束,能够通过增强持续发展的资金保障抑制制造业企业出于预防性动机的金融化;新《预算法》实施显著提升了制造业企业的实体投资收益率,能够通过增加实体投资的收益

抑制制造业企业出于逐利性动机的金融化。新《预算法》实施在规范地方政府收支行为的同时,还对企业投资行为产生积极引导作用,实现了政府行为治理和企业行为治理的有效联动,为有效治理实体经济“脱实向虚”作出了积极贡献。基于上述研究结论,本文得到以下启示:

第一,加大政府预算公开力度,建立中长期预算信息公开机制,增强政府预算法治化对制造业企业“脱实向虚”的治理作用。信息公开是现代预算制度的重要组成部分,我国当前尚未建立起成熟的中长期预算机制,各级政府的预算制定仍局限于年度预算。应更好地利用财政信息公开渠道,向市场传递精准的政策信号,提高政府与企业间的信息透明度。在扩大预算公开范围、细化公开内容的同时,应逐步建立中长期预算信息公开机制,实施更加稳定、公开、透明的财政政策,减少企业外部投资环境中的不确定因素,提升企业实体投资收益率,有效缓解企业“脱实向虚”问题。同时,制造业企业应密切关注财政信息与项目执行情况,改善内部治理机制,重视实业发展,实现自身长期价值最大化。

第二,地方政府应严格按照新《预算法》的规定进行合规举债,不断规范自身行为,避免出现扰乱地方信贷市场秩序、挤占市场金融资源等行为。在防范化解债务风险的同时,应进一步明晰政府与市场的边界,避免地方政府“越位”导致“脱实向虚”等要素错配行为。加快地方融资平台的市场化转型进程,整改融资平台的违法违规行为,弱化地方融资平台与制造业企业间的信贷竞争关系;充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,推动政府治理能力与市场资源分配能力的协同升级,努力实现有为政府与有效市场的有机结合。

第三,加大国家审计对地方政府行为的监督力度,强化新《预算法》实施的积极治理效应,有效抑制制造业企业的“脱实向虚”。国家审计是中央对地方政府行为的重要监督机制,应建立审计部门、执法机关与预算监督部门的有效联动体系,完善部门间协同监督和预算管理多元问责机制,加大对地方政府违规行为的追责与处罚力度,并将审计结果纳入政府绩效考核。此外,审计机关应及时向社会公布相关审计结果与处理情况,借助社会监督增强震慑效应,保障新《预算法》的执法严肃性,推动政府预算法治化水平持续提升,引导更多资金回归实体经济领域,促进制造业企业“脱虚返实”。

参考文献:

- [1] 彭俞超,韩珣,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 中国工业经济,2018(1):137-155.
- [2] 李双燕,刘畅,谈笑. 经济政策不确定性是否驱动制造业企业的“脱实向虚”——基于中介效应及调节效应识别[J]. 经济理论与经济管理,2022,42(4):40-55.
- [3] 张军,周亚虹,于晓宇. 企业金融化的同伴效应与实体部门经营风险[J]. 财贸经济,2021,42(8):67-80.
- [4] 刘鹏,付向东. 税收征管与企业“脱实向虚”[J]. 审计与经济研究,2023,38(3):108-116.
- [5] 胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机:“蓄水池”预防性或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究,2017,52(1):181-194.
- [6] 王伊攀,朱晓满. 政府采购对企业“脱实向虚”的治理效应研究[J]. 财政研究,2022(1):94-109.
- [7] DEMIR F. Capital market imperfections and financialization of real sectors in emerging markets: Private investment and cash flow relationship revisited [J]. World Development, 2009, 37: 953-964.
- [8] DING S, GUARIGLIA A, KNIGHT J. Investment and financing constraints in China: Does working capital management make a difference? [J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 37(5): 1490-1507.
- [9] 黄贤环,杨钰洁. 增值税期末留抵退税能够抑制实体企业金融化吗? [J]. 上海财经大学学报, 2022, 24(3): 31-44.
- [10] ALI A K, 罂 ÜKRÜ ÖZEN. Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: Case study of Turkey [J]. Socio-Economic Review, 2014(1): 71-98.
- [11] 张成思,张步昙. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 经济研究, 2016, 51(12): 32-46.

- [12] 蓝海林. 中国企业战略行为的解释:一个整合情境-企业特征的概念框架[J]. 管理学报,2014,11(5):653-658.
- [13] 王婷,杜勇.“一带一路”倡议与企业金融化——兼论制度环境及银行业竞争的调节效应[J]. 西南大学学报(社会科学版),2023,49(3):129-141.
- [14] 江三良,赵梦婵. 产业政策是否纠正了经济“脱实向虚”? [J]. 经济体制改革,2021(3):180-186.
- [15] 李增福,李铭杰,汤旭东. 货币政策改革创新是否有利于抑制企业“脱实向虚”? ——基于中期借贷便利政策的证据[J]. 金融研究,2022(12):19-35.
- [16] 王晓亮,梁丹阳,独正元. 研发费用加计扣除政策能够抑制实体企业金融化吗? [J]. 现代财经(天津财经大学学报),2023,43(2):54-74.
- [17] 王少华,张宇茹,陈宋生. 财政透明能助力企业“脱虚向实”吗? ——基于稳预期和政企合作的视角[J]. 上海财经大学学报,2022,24(2):45-60.
- [18] 黄晓霞,郭博瑞,张曾莲. 政府工作报告信息含量上升能否助力企业“脱虚向实脱虚返实”? ——基于文本分析的证据[J]. 投资研究,2023,42(11):31-49.
- [19] 杜直前,赵春艳. 大数据政策治理企业“脱实向虚”——基于国家级大数据综合试验区的准自然实验[J]. 华东经济管理,2024,38(5):1-12.
- [20] 李建军,刘媛. 新《预算法》能够降低地方政府预决算偏离度吗? ——来自四川省州市的证据[J]. 财政研究,2020(7):39-52.
- [21] 张建顺,匡浩宇. 地方债治理促进了企业创新吗? ——来自上市公司的经验证据[J]. 国际金融研究,2021(6):86-96.
- [22] 胡玥,张涵萌,马文杰. 地方政府债务治理改革与企业人力资本升级[J]. 经济管理,2022,44(8):152-169.
- [23] 刘嫦,张莉莉,李庆德. 《预算法》实施影响了企业税负粘性吗[J]. 财会月刊,2022(19):125-134.
- [24] 李小林,董礼媛,司登奎. 地方政府债务治理与实体企业系统性风险[J]. 财经研究,2023,49(8):49-63.
- [25] 武辉,朱玉坤. 地方政府债务治理与企业劳动收入份额提升——基于新《预算法》实施的准自然实验[J]. 南方经济,2024(2):1-20.
- [26] 肖鹏,王亚琪. 财政透明度对企业税收遵从的影响——来自新《预算法》实施的证据[J]. 当代财经,2024(6):43-56.
- [27] 姚守宇,王博,季新园,等. 地方政府债务治理与企业避税——基于新《预算法》的准自然实验[J]. 会计研究,2025(4):105-118.
- [28] 杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J]. 中国工业经济,2017(12):113-131.
- [29] 彭俞超,倪晓然,沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 经济研究,2018,53(10):50-66.
- [30] KRIPPNER G R. The financialization of the American economy [J]. Socio-economic Review,2005,3(2):173-208.
- [31] 俞鸿琳. 实体企业金融化:管理者短视角度的新解释[J]. 经济管理,2022,44(3):55-71.
- [32] 陈旭东,杨硕,周煜皓. 地方政府债务对区域企业创新的影响——基于“隐性债务显性化”视角的探讨[J]. 南开经济研究,2021(4):76-96.
- [33] 刘畅,曹光宇,马光荣. 地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗? [J]. 经济研究,2020,55(3):50-64.
- [34] 毛捷,徐军伟. 中国地方政府债务问题研究的现实基础——制度变迁、统计方法与重要事实[J]. 财政研究,2019(1):3-23.
- [35] 刘贯春,刘媛媛,张军. 经济政策不确定性与中国上市公司的资产组合配置——兼论实体企业的“金融化”趋势[J]. 经济学(季刊),2020,20(5):65-86.
- [36] HUSEYIN G, ION M. Policy uncertainty and corporate investment[J]. Review of Financial Studies,2016,29(3):523-564.
- [37] 邵磊,唐盟. 政府财政透明“稳预期”了吗? [J]. 财政研究,2019(8):37-48.
- [38] 刘叔申. 政府预算的科学性与软约束——基于中国财政预算执行情况的实证分析[J]. 中国行政管理,2010(2):110-115.
- [39] 邓淑莲,朱颖. 财政透明度对企业产能过剩的影响研究——基于“主观”与“被动”投资偏误的视角[J]. 财经研究,2017,43(5):4-17.
- [40] 王少飞,周国良,孙铮. 政府公共治理、财政透明与企业投资效率[J]. 审计研究,2011(4):58-67.

- [41] 于文超, 梁平汉, 高楠. 公开能带来效率吗? ——政府信息公开影响企业投资效率的经验研究[J]. 经济学(季刊), 2020, 19(3): 1041-1058.
- [42] CICATIello L, SIMONE E D, ERCOLANO S, et al. Assessing the impact of fiscal transparency on FDI inflows[J]. Socio-economic Planning Sciences, 2020, 73: 100892.
- [43] 蒋悟真. 中国预算法实施的现实路径[J]. 中国社会科学, 2014(9): 125-145, 205-206.
- [44] 莫龙炯, 张小鹿. 政府预算法治化、财政透明度与地方财政效率——基于新《预算法》实施的证据[J]. 当代财经, 2023(5): 39-51.
- [45] 罗长远, 李铮, 智艳. “走出去”是否有助于抑制企业的“脱实向虚”行为? ——基于“一带一路”倡议准自然实验的证据[J]. 经济学(季刊), 2023, 23(6): 2369-2386.
- [46] 魏志华, 王孝华, 蔡伟毅. 税收征管数字化与企业内部薪酬差距[J]. 中国工业经济, 2022(3): 152-170.
- [47] 胡楠, 薛付婧, 王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗? ——基于文本分析和机器学习[J]. 管理世界, 2021, 37(5): 139-156, 11, 19-21.
- [48] 唐松, 伍旭川, 祝佳. 数字金融与企业技术创新——结构特征、机制识别与金融监管下的效应差异[J]. 管理世界, 2020, 36(5): 52-66, 9.
- [49] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008(8): 9-21, 39, 187.
- [50] 李增福, 甘月. 营商环境与企业“脱实向虚”[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版), 2024(1): 58-72.
- [51] 张克中, 欧阳洁, 李文健. 缘何“减税难降负”: 信息技术、征税能力与企业逃税[J]. 经济研究, 2020, 55(3): 116-132.
- [52] 李建军, 韩珣. 普惠金融、收入分配和贫困减缓——推进效率和公平的政策框架选择[J]. 金融研究, 2019(3): 129-148.
- [53] 田盛丹, 黄燕芬, 张超. 地方债“自发自还”模式对地方政府土地出让行为影响研究[J]. 财经论丛, 2021(11): 25-35.
- [54] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5): 100-120.
- [55] 蔡伟贤, 沈小源, 李炳财, 等. 增值税留抵退税政策的创新激励效应[J]. 财政研究, 2022(5): 31-48.
- [56] 刘银国, 朱龙. 公司治理与企业价值的实证研究[J]. 管理评论, 2011, 23(2): 45-52.
- [57] 周宏, 周畅, 林晚发, 等. 公司治理与企业债券信用利差——基于中国公司债券 2008—2016 年的经验证据[J]. 会计研究, 2018(5): 59-66.
- [58] 侯聪聪, 胡国强, 韦琳. ESG 评级能抑制企业金融化吗? [J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2024, 39(1): 53-64.
- [59] 伊志宏, 姜付秀, 秦义虎. 产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J]. 管理世界, 2010(1): 133-141, 161, 188.
- [60] 郭敏, 段艺璇, 黄亦炫. 国企政策功能与我国地方政府隐性债: 形成机制、度量与经济影响[J]. 管理世界, 2020, 36(12): 36-54.
- [61] 张路, 尹志超, 王姝勋. 地方政府隐性债务与企业研发——来自中国非金融上市公司的证据[J]. 财经研究, 2021, 47(4): 94-107, 123.
- [62] 王善平, 谭雪. 国家审计治理地方政府行政代理问题的机制研究[J]. 会计研究, 2021(8): 153-160.
- [63] 魏涛, 李成, 胡凯. 审计独立、威慑效应与财政信息公开[J]. 审计与经济研究, 2023, 38(4): 32-43.

Has the New Budget Law Restrained Manufacturing Enterprises from “Shifting from the Real to the Virtual”?

ZHAO Quan-hou, YANG Zi-yi, SHEN Jia-xin

(Graduate School, Chinese Academy of Fiscal Sciences, Beijing 100080, China)

Summary: The “shift from the real to the virtual” of the real economy is a major practical problem faced during China’s economic transformation. The legalization of government budgets, as a fundamental characteristic of the modern fiscal and taxation system, is an important external institutional factor influencing enterprises’ business behaviors. The governance effect of the implementation of the new Budget Law is

profoundly changing the external environment of manufacturing enterprises and affecting their investment decisions. However, there are few studies exploring the governance mechanism of the “shift from the real to the virtual” of enterprises from the perspective of the legalization of government budgets.

This paper selects listed manufacturing enterprises on the Shenzhen and Shanghai A-share markets from 2009 to 2022 as the research sample. Taking the implementation of the new Budget Law in 2015 as a quasi-natural experiment, it constructs an intensity difference-in-differences model to examine the impact of the implementation of the new Budget Law on the financialization of manufacturing enterprises. The study finds that the implementation of the new Budget Law significantly reduces the degree of financialization of manufacturing enterprises, and this conclusion remains robust after treatments such as replacing the variable measurement method, PSM-DID, omitted variable test, and excluding other relevant alternative explanations. The mechanism test shows that the implementation of the new Budget Law reduces the degree of local governments’ intervention in the allocation of market financial resources through the “fund guarantee mechanism”, weakening the demand of manufacturing enterprises for financialization out of preventive motives; and promotes the improvement of the return on real investment of manufacturing enterprises through the “income incentive mechanism”, suppressing their demand for financialization out of profit-seeking motives. The heterogeneity analysis shows that the governance effect of the implementation of the new Budget Law on the “shift from the real to the virtual” of manufacturing enterprises is more prominent in enterprises with higher internal governance levels, more intense market competition, and those located in regions with higher fiscal pressure and stricter national audit supervision.

Compared with existing studies, this paper makes contributions in two aspects: First, from the new perspective of the legalization of government budgets and based on the policy practice of the implementation of the new Budget Law, it evaluates the impact of the new Budget Law on the financialization of manufacturing enterprises, enriching the research on the economic consequences of the implementation of the new Budget Law. Second, it reveals two internal mechanisms through which the implementation of the new Budget Law exerts a governance effect on the “shift from the real to the virtual” of manufacturing enterprises, namely the “fund guarantee mechanism” and the “income incentive mechanism”, providing a path reference for the governance of the “shift from the real to the virtual” of enterprises.

This paper reveals the internal logic of the governance effect of the implementation of the new Budget Law on the “shift from the real to the virtual” of manufacturing enterprises, providing useful references for the governance of the “shift from the real to the virtual” of the real economy. Local governments should strictly abide by the provisions of the new Budget Law to restrain their own behaviors, standardize the boundaries between the government and the market, and avoid misallocation of factors such as the “shift from the real to the virtual” of manufacturing enterprises caused by the “overstepping” of local governments. They should also gradually establish a medium- and long- term budget information disclosure mechanism, strengthen budget disclosure, and continuously enhance the governance effect of the legalization of government budgets on the “shift from the real to the virtual” of manufacturing enterprises.

Keywords: new Budget Law; financialization of enterprises; preventive motivation; profit-seeking motivation; financing constraint; investment return; governance effect

CLC number: F812. 2; F272. 3

Document code: A

Article ID: 1674-8131(2025)05-0108-15

(编辑:朱 艳;刘仁芳)