

地方政府经济增长目标对上市公司投资行为的影响

曹 曦

四川大学公共管理学院, 四川 成都

收稿日期: 2024年11月18日; 录用日期: 2024年12月11日; 发布日期: 2024年12月19日

摘 要

经济增长目标在全球都应用广泛, 在我国具有代表性且便于研究。现有文献关于经济增长目标的影响主要集中在对经济增长、创新和经济效率的影响上, 而缺乏对企业影响的探讨。基于2000~2015年的上市公司财务数据和地方政府增长目标数据, 本文实证检验了增长目标对企业投资的促进效应。结果表明, 地方政府经济增长目标对上市公司投资具有显著的促进效应。这一结果在不同的稳健性测试下均成立。异质性分析发现, 经济增长目标对企业投资的促进作用在民营企业 and 位于经济发展水平较高地区的企业表现更强。机制分析发现, 地方政府经济增长目标的上升通常伴随着企业获得财政补贴的增加。因此, 财政补贴是经济增长目标对企业投资的作用渠道。本文的发现为地方政府制定经济增长目标的经济效应提供了微观基础。

关键词

经济增长目标, 企业投资, 财政补贴

The Impact of Economic Growth Goals on Investment of Listed Companies

Xi Cao

School of Public Administration, Sichuan University, Chengdu Sichuan

Received: Nov. 18th, 2024; accepted: Dec. 11th, 2024; published: Dec. 19th, 2024

Abstract

Economic growth targets are widely used around the world, and the management of growth targets in China is particularly representative and easy to study. The existing literature on the impact of economic growth targets focuses on the impact on economic growth, innovation and economic

efficiency, while the impact on enterprises is lacking. Based on the financial data of listed companies and local government growth targets from 2000~2015, this paper empirically examines the promotion effect of economic growth targets on enterprise investment. The results show that local government economic growth targets have a significant promotional effect on investment in listed companies. This result holds under different robustness tests. Heterogeneity analysis found that the promotion effect of economic growth targets on corporate investment was stronger in private firms and firms located in regions with higher levels of economic development. The mechanism analysis found that an increase in local government economic growth targets was usually accompanied by an increase in the financial subsidies received by firms. Thus, fiscal subsidies are the channel through which economic growth targets act on business investment. The findings of this paper provide a micro-foundation for the economic effects of economic growth targets set by local governments.

Keywords

Economic Growth Target, Enterprise Investment, Financial Subsidy

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

我国的计划经济体制下，典型的计划起草是由上到下的，即中央政府先制定国家计划，省、市政府再依次制定自己的计划[1] (Li *et al.*, 2012)，形成一个完整的增长目标体系，并比对目标与实际增长率，地方官员会被以是否达到增长目标判定能否晋升。这就意味着：一方面，中国拥有大量经济增长目标和实际增长率的面板数据[2] (Lyu *et al.*, 2018)；另一方面，在锦标赛模式下，经济增长目标作为增长目标体系中重要的一部分，地方官员会努力实现经济增长目标[3] (周黎安, 2007)，其影响力更大。因此，我国经济增长目标的数据全面且具有代表性，具有研究意义。

2. 文献综述

2.1. 经济增长目标

现阶段，关于经济增长目标的文献大致分为三类，分别是影响因素、作用和机制解释。

影响地方经济增长目标的因素如下：首先，受中央经济增长目标的影响。徐现祥和梁剑雄(2014)研究发现中央对区域间差异的变化起主要作用。其次，受地方官员大影响[4]。一方面是官员主体的影响，余泳泽和杨晓章(2017)研究发现，制定经济发展目标时市委书记比市长的影响力更大，年纪较大的官员在制订时会相对保守[5]；另一方面是官员任期的影响[6] (魏建和鉴闻, 2018)。最后，政府层级也有所影响。周黎安等(2015)发现了经济增长目标由中央向基层“层层加码”的现象[7]。

经济增长目标的影响作用有：首先，在经济下行时，经济增长目标可以促进经济增长，而在上升阶段则无效[8]。其原因一方面可能是经济增长目标倒逼资源配置，促进了经济增长[9] (徐现祥等, 2017)；另一方面可能是在目标驱动下，当地政府可以通过一些政策手段来促进公司的发展、推动企业扩大投资规模(刘勇和黄灿, 2020)，以刺激经济增长[10]。其次，在对创新的影响上，黎文靖等(2020)发现增长目标偏离对区域内地方国企的创新能力产生了显著的抑制作用[11]。最后，在对经济效率的影响上，余泳泽等(2019)发现经济增长目标有一定空间和余地的表述设定下，全要素水平较高，而硬约束则会对全要素生

产率和创新产生不利影响[12]。

关于经济增长目标的机制解释,孙文凯等(2013)发现增长目标对经济增长的影响来源于政策作用,但预期效应不明显[13]。有学者研究了目标制定时的层层加码现象[7](周黎安等,2015)和晋升锦标赛治理模式[3](周黎安等,2007)并说明了两者与地方官员的晋升激励的关系十分密切。之后 Li Xing 等(2019)建立了一个塔洛克竞赛模型,用于分析多层锦标赛组织中最优目标设定的问题。并对经济增长目标在辖区层面层层加码的现象进行了模型预测和检验,得到了一致的结论[1]。

2.2. 企业投资的影响因素

2.2.1. 内部环境

首先是公司治理结构(Stein, 2013; Kosová, 2013)[14]。焦豪等(2017)认为企业愈趋向于“两权分离”,愈能激发其投资的积极性[15]。管理者过度自信会高估投资收益,低估风险,增加企业投资(Kahneman and Tversky, 1974; Heaton, 2002; Malmendier 等, 2005)[16]-[18],也会增加企业的财务风险(姜付秀等, 2009)[19]。

其次,管理层激励对企业投资也有很大影响。罗富碧等(2008)认为我国上市公司的管理层股权激励对能促进企业投资并抑制非效率投资[20]。Grundy and Li (2010)发现管理层持股比例与投资规模正相关[21]。股权激励能抑制代理冲突和绩效压力对非效率投资的影响[22](吕长江、张海平, 2010),在成长阶段作用较强,而货币报酬激励在成熟阶段能提高投资效率(Ding and Zhang, 2013)。徐倩(2014)发现其可以有效地缓解企业外部环境的不确定因素对企业的委托代理问题,进而对非效率投资进行有效抑制[23]。然而也有一些学者持有不同的看法。汪健等(2013)认为股权激励对非有效性的投资行为没有明显的抑制作用[24]。陈效东等(2016)发现激励式的股权激励能降低非效率投资,而非激励式则会使非效率投资加剧[25]。

最后,企业设立子公司扩张为企业集团,会促进企业投资。扩张过程能产生更多晋升机会,刺激管理者增加投资以获得可控资源去博取晋升机会(Villiamson, 1964)。Richardson (2006)指出,当自由现金流量为正时,企业更易过度投资[26]。集团间各公司的协同效应也能促进企业投资,因为其相互担保能更容易地获得贷款,缓解融资约束,更易过度投资[27]-[29](Leff, 1978; Khanna and Palepu, 2000; Shin and Park, 1999; 窦欢等, 2014)。张会丽、陆正飞(2011)研究发现,企业集团的现金分布会对过度投资产生影响。现金分布分散使子公司资金流充裕,导致过度投资[30]。

2.1.2. 外部环境

外部环境主要包括政府、社会环境和国际环境三部分。

政府政策能影响企业投资。一方面是出台的具体政策,刘啟仁等(2019)和许伟等(2016)都提出了税收政策对公司投资的影响。许伟等(2016)进行了增值税改革对我国企业投资行为影响的实证研究,认为税收优惠可以刺激企业的投资[31]。刘啟仁等(2019)发现 2014 年度固定资产加速折旧政策对试点行业的固定资产投资有推动作用[32]。另一方面,经济政策的不确定性对固定资产投资有抑制作用,而对金融资产投资起促进作用。其次,政府质量也是重要影响因素[33]。焦豪等(2017)认为政府质量也是重要的影响因素。政府质量越高,企业投资比例越高[15]。最后,政府官员也是一个重要因素。徐业坤等(2013)认为当新上任官员没有本地区工作经验时,企业投资支出将减少,其中管制行业受影响更大[33]。

在社会环境方面, Munnell and Cook (1990) Gramlich (1994)认为诸如公司所在地区的基础建设程度等硬件设备要素将对公司的投资行为产生直接的影响。Munnell and Cook (1990)探讨了公共资本对州和地区层面经济活动的影响。得出的结论是,在基建方面的投入更高的州往往具有更高的产出,私人投资更多,工作岗位也更多,同时公共投资先于经济活动回升并作为基础[34]。

在国际环境方面,刘思跃等(2017)发现人民币贬值对投资有促进作用,而对汇率波动则起到了促进作用。劳动密集型产业和资本密集型产业分别对汇率的变动和波幅比较敏感[35]。

3. 理论分析与研究假说

大量研究显示企业投资受政府影响。政府的具体政策、政策不确定性、政府质量、政府官员都会对企业投资产生影响。经济增长目标会影响政府官员行为，而政府官员能影响企业投资。在“晋升锦标赛”下，中国官员发展地方经济的积极性明显高于西方国家官员，并且中国特殊的政治制度使中国官员具有巨大的行政权力且所受约束较少[3] (周黎安, 2007)。投资，作为拉动经济增长的三驾马车之一，是政府官员实现政治目标的重要途径。为实现本地区目标，政府官员会要求其参与当地基础设施建设，进而影响企业投资[36] [37]。(程仲鸣等, 2008; 钟海燕等, 2010)。

经济增长目标能驱动辖区内投资增长。刘淑琳等(2019)研究了经济增长目标对区域内经济增长绩效影响的途径与机制，指出区域内的经济增长是由经济发展目标带动的，而不同发展阶段、区域发展水平的不同，会造成不同的目标导向型投资效果。在经济发展阶段转型的过程中，由经济增长指标带动的区域内投资的边际作用逐渐减弱；而在东部，由于经济发展程度高，当地政府制定的增长指标对区域内的投资具有更好地促进作用[38]。地方投资的压力可以转嫁给企业。程仲鸣等(2008)和钟海燕等(2010)均认为为实现本地区经济发展目标，政府官员会要求其参与当地基础设施建设，进而影响企业投资[36] [37]。因此，本文提出假设：

H1：经济增长目标对企业投资有促进作用。

李述阳(2018)研究了国企与民企的成本差异，发现国企在建设方面的投资成本相对于民企更高[39]，即投资统一种类的资产(如厂房或设备)，国企需要更多的资金。而现阶段很多国企预算管理流程相对不合理，不能实现业财联动[40] (贺晓霞, 2021)。这就意味着当受到政策影响时，国企做出决定时需要付出更多的资金，而不合理的预算管理让国企不能及时调整其他方面的预算，很可能导致新投资的预算不足，从而放弃对新政策的响应。因此，本文提出假设：

H2：在民营企业中，经济增长目标对企业投资的促进作用，强于其在国有企业中的作用。

萨伊在《政治经济学概论》中指出消费、投资、进出口是拉动经济增长的三驾马车。近年来，我国消费所占比例一直在下降，资本形成以及净出口所占比例不断攀升[41] (郭厚等, 2016)。这就意味着近年来地方经济发展水平高可以倒推出地方社会总投资高。在投资占比基本不变的情况下，这也意味着地方的企业投资也相对较高。从另一方面看，企业作为社会经济发展的微观主体，地方经济发展水平高意味着该地区企业发展水平高，即用于投资的自由现金流较为充裕，应对政策变化时充裕的现金流能给企业的投资决策提供必要条件。因此，本文提出假设：

H3：地区经济发展水平越高，经济增长目标对企业投资的促进作用越强。

4. 研究设计

4.1. 变量说明

本文选取 2000~2015 年中国非金融类(剔除银行、保险和房地产) A 股上市公司的数据作为研究样本。在进行多元回归之前，对样本数据进行了如下处理：1、将公司财务数据与省级经济增长目标数据进行匹配；2、剔除金融类、房地产类上市公司，ST、PT 类，2010 年之后上市的公司，以及相关财务数据缺失的公司；最终得到 18,973 个非平衡面板观测值。为消除异常值的影响，对所有企业变量进行 1%水平的缩尾处理。

本文从 CSMAR 数据库中提取出所需的上市公司财务数据，从来自各省每年年初的政府工作报告中整理出地方政府经济增长目标数据，采用 Stata 16.0 对数据进行多元回归检验。

主要变量定义及说明如表 1 所示。

Table 1. Definitions and explanations of main variables
表 1. 主要变量定义及说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业投资	inv	本年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金/年末总资产
	财政补贴	lgrants	企业收到财政补贴金额总和的自然对数
解释变量	经济增长目标	target	每年年初政府工作报告中制定的经济增长目标
控制变量	企业规模	size	应付职工薪酬的自然对数
	企业年龄	age	企业成立至今的时间
	杠杆率	lev	总负债/总资产
	资产收益率	roa	净利润/总资产
	经营性现金流	cf	经营性现金流的自然对数
	成长机会	tq	托宾 Q 值
	省份 GDP	lggdp	企业所在省份 GDP 的自然对数

4.2. 模型设计

为检验本文假设，即总体上经济增长目标对企业投资有促进作用，但其更大的作用于民营企业和经济发达地区，本文构造以下模型：

$$inv_{i,t} = a_0 + a_1 target_{p,t} + a_2 control_{i,t} + a_3 control_{p,t} + year_t + Stkcd + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

在模型(1)中，inv 为被解释变量 target 为解释变量。*i*、*t*、*p* 分别代表企业、年份、地区，control 代表企业和地区层面的控制变量，year 和 Stkcd 分别是年份和企业固定效应。若回归系数 α_1 显著为正，则说明总体上经济增长目标对企业投资具有促进作用效应。

5. 实证分析

5.1. 描述性分析

Table 2. Descriptive statistics
表 2. 描述性统计

变量	样本数量	均值	标准差	最小值	最大值	p25	p50	p75
inv	13,500	0.0600	0.0500	0	0.270	0.0200	0.0500	0.0800
lgrants	13,500	15.87	2.200	0	24.64	14.88	15.99	17.08
target	13,500	0.100	0.0100	0.0600	0.150	0.0900	0.0900	0.100
size	13,500	16.78	1.680	11.98	20.93	15.72	16.79	17.82
lev	13,500	0.470	0.220	0.0500	1.270	0.310	0.470	0.630
roa	13,500	0.040	0.0600	-0.310	0.200	0.0100	0.0400	0.0700
tq	13,500	2.040	1.240	0.920	8.370	1.260	1.640	2.340
cf	13,500	21.39	1.450	17.29	25.26	20.40	21.25	22.23
lggdp	13,500	10.68	0.530	8.190	11.59	10.39	10.71	11.10

表 2 显示，企业投资(inv)的均值为 0.060，说明样本公司购入长期资产占年末总资产的比例平均为

6%，整体的投资水平不高。对于被解释变量财政补贴(lgrants)，全样本均值为 15.87，说明 A 股上市公司每年收到各类型政府补助的金额平均为 7,802,852.047 元，绝对值较大。对于解释变量经济增长目标(target)，全样本的均值为 0.100，说明我国各省近年来的平均增长目标为 10%，增长目标较高。

5.2. 相关性分析

为减少模型中多重共线性引起的解释变量系数的偏差，本文进行相关性检验，结果表明企业投资(inv)与经济增长目标(target)的相关系数显著为正，初步验证假设 H1。所有变量的相关系数均小于 0.7，说明不存在严重的多重共线性问题。

5.3. 多元回归分析

5.3.1. 经济增长目标对企业投资的影响

首先，检验本文假设 H1，结果如表 3 所示。经济增长目标(target)的系数为 0.301，在 1%的水平上显著，没有添加其他控制变量；第(2)列控制公司和行业的固定效应后，经济增长目标(target)系数为 0.212。回归系数有所下降，但仍在 1%的显著水平。第(3)列加入省级层面的控制变量后，经济增长目标(target)系数为 0.204，在 1%的水平上仍然显著；第(4)列加入公司层面的控制变量后，经济增长目标(target)系数为 0.201，在 1%的水平上显著。说明经济增长目标对企业投资有促进作用，与假说 H1 一致。

Table 3. Regression results of the impact of economic growth targets on enterprise investment
表 3. 经济增长目标对企业投资影响的回归结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	inv	inv	inv	inv
target	0.301*** (9.76)	0.212*** (4.85)	0.204*** (4.19)	0.201*** (4.15)
lggdp			0.001 (0.41)	0.002 (0.50)
lev				-0.001 (-0.31)
roa				0.118*** (15.71)
cf				-0.002** (-2.47)
size				0.002*** (4.61)
Stkcd		控制	控制	控制
year		控制	控制	控制
常数项	0.032*** (10.72)	0.041*** (9.65)	0.027 (0.81)	0.025 (0.70)
观测值	13,500	13,470	13,470	13,470
R ²	0.005	0.415	0.415	0.430

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

5.3.2. 稳健性检验

(1) 更换投资的测量方式

为了减少被解释变量的衡量偏差问题，本文改变了上市公司投资的测量方式。选取企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付现金的自然对数(inv2)来计量企业的投资。回归结果见表 4。经济增长目标的系数始终为正，且在 1%具有显著性。说明经济增长目标对企业投资有促进作用。与前文所述一致，本文的检验结果较为稳健。

Table 4. Regression results of changing the measurement method of listed company investment
表 4. 改变上市公司投资测量方式的回归结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	inv2	inv2	inv2
target	4.098*** (3.45)	4.164*** (3.27)	2.468** (2.20)
lggdp		-0.018 (-0.14)	-0.003 (-0.03)
lev			-0.243* (-1.95)
roa			1.313*** (5.00)
cf			0.709*** (20.20)
size			0.114*** (6.89)
Stkcd year	控制 控制	控制 控制	控制 控制
常数项	18.302*** (161.02)	18.484*** (13.86)	1.465 (1.21)
观测值	13,470	13,470	13,470
R ²	0.778	0.778	0.812

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内 t 值。

(2) 更换估计模型

为减少地区因素影响，本文替换估计模型，控制行业和地区的固定效应。结果见表 5。第(1)至(4)栏中经济增长目标(target)和企业投资(inv)的回归系数均为正，且在 1%的水平上显著。说明经济增长目标在更换估计模型的情况下仍对企业投资有显著促进作用，说明回归结果较为稳健。

Table 5. Regression results after changing the estimation model
表 5. 更换估计模型后的回归结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	inv	inv	inv	inv
target	0.301*** (9.76)	0.186*** (3.88)	0.214*** (3.82)	0.200*** (3.62)
lggdp			-0.004 (-1.02)	-0.005 (-1.17)

续表

lev				-0.008*** (-3.32)
roa				0.125*** (18.46)
cf				0.002*** (3.95)
size				0.001** (2.01)
industry		控制	控制	控制
pro		控制	控制	控制
year		控制	控制	控制
常数项	0.032*** (10.72)	0.043*** (9.32)	0.083** (2.11)	0.042 (1.07)
观测值	13,500	13,500	13,500	13,500
R ²	0.005	0.113	0.113	0.143

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

5.4. 异质性分析

5.4.1. 不同企业所有制性质

表 6 列示了不同企业所有制对经济增长目标与企业投资关系影响的回归结果。根据样本中企业的所有制性质，对国有企业和民营企业进行回归分析，结果如下表所示。第(1)栏经济增长目标的回归系数为 0.075，不显著，说明对于地方性国有企业来说，经济增长目标对企业投资的促进作用不显著。第(2)列中经济增长目标(target)的回归系数为 0.405，且在 1%的水平上显著，说明经济增长目标对企业投资的促进作用在民营企业中表现更强，这与本文的假设 H2 相符。

Table 6. Regression results of the impact of enterprise ownership on the relationship between growth targets and enterprise investment

表 6. 企业所有制对增长目标与企业投资关系影响的回归结果

VARIABLES	(1)	(2)
	inv 地方国有企业	inv 民营企业
target	0.075 (0.97)	0.405*** (4.32)
lev	0.012* (1.93)	-0.011* (-1.79)
roa	0.116*** (8.51)	0.086*** (7.80)
cf	-0.000*** (-5.56)	0.000** (2.04)
size	0.003*** (4.46)	0.000 (0.17)
lggdp	0.001 (0.09)	0.006 (0.71)

续表

Stkcd	控制	控制
year	控制	控制
常数项	-0.017 (-0.29)	-0.040 (-0.46)
观测值	7,354	6,624
R ²	0.438	0.473

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

5.4.2. 地区经济发展水平差异

表 7 列示了地区经济发展水平差异的影响。根据样本中企业所在省份 GDP 的对数，将企业平均分为 4 组，第(1)到(4)列代表所在省份 GDP 由低到高。结果如下表显示。第(1)栏经济增长目标(target)的回归系数为-0.108，表明经济增长目标对经济发展水平较低地区的企业投资没有显著影响。第(2)栏经济增长目标(target)的回归系数为 0.158 且在 5%的水平上显著。这说明经济增长目标对经济发展水平较低地区的企业投资有显著的促进作用。第(3)栏经济增长目标(target)的回归系数为 0.212，在 1%的水平上显著。这说明经济增长目标对经济发展水平高的地区的企业投资有显著的促进作用。第(4)栏经济增长目标(target)的回归系数为 0.322，在 1%的水平上具有显著性。这说明经济增长目标对经济发展水平高的地区的企业投资具有显著的促进作用。这与本文的假设 H3 相符。

Table 7. Regression results of the impact of the level of regional economic development on the relationship between economic growth targets and enterprise investment

表 7. 地区经济发展水平对经济增长目标与企业投资关系影响的回归结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	inv 经济发展水平低	inv 经济发展水平较低	inv 经济发展水平较高	inv 经济发展水平高
target	-0.108 (-1.23)	0.158** (2.32)	0.212*** (3.25)	0.322*** (5.02)
lev	0.001 (0.17)	-0.005 (-1.13)	-0.021*** (-4.73)	-0.025*** (-5.92)
roa	0.179*** (12.79)	0.144*** (9.90)	0.108*** (7.18)	0.032** (2.36)
cf	0.005*** (5.73)	-0.001 (-1.61)	0.002* (1.96)	0.004*** (5.63)
size	0.001 (1.05)	0.002** (2.51)	0.001* (1.68)	0.000 (0.66)
lggdp	-0.008*** (-3.08)	-0.008 (-1.39)	0.008 (1.36)	-0.023*** (-4.93)
常数项	0.028 (1.15)	0.124** (2.08)	-0.093 (-1.40)	0.205*** (3.70)
观测值	3,375	3,375	3,375	3,375
R ²	0.085	0.034	0.035	0.035

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

5.5. 作用机制

企业财政补贴

表 8 列示了经济增长目标对企业获取财政补贴的影响的回归结果。表 8 显示了地方政府经济增长目标对企业财政补贴影响的回归结果。第(1)列经济增长目标系数为 5.969，在控制公司和行业固定效应的情
况下，在 1%的水平上显著；第(2)列将省级层面的控制变量加入后，经济增长目标系数为 4.432，仍在 1%
的水平上显著；第(3)列加入公司层面的控制变量后，经济增长目标系数为 3.448，在 5%的水平上显著。
经济增长目标对企业投资的促进作用受当地经济发展水平的影响。说明经济增长目标对企业获取财政补
贴有正向作用，其原因可能是地方官员为达到经济增长目标，制定政策，鼓励企业的某些行为。而企业
获得财政补贴之后，现金流会更加充裕，从而增加投资。

Table 8. Regression results of the impact of economic growth targets on enterprises' acquisition of fiscal subsidies
表 8. 经济增长目标对企业获取财政补贴的影响的回归结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	lgrants	lgrants	lgrants
target	5.969*** (4.19)	4.432*** (2.97)	3.448** (2.39)
lev			0.429*** (3.16)
roa			0.776** (2.37)
cf			0.444*** (12.20)
size			0.077*** (3.73)
lggdp		0.419*** (2.90)	0.407*** (2.94)
Stkcd	控制	控制	控制
year	控制	控制	控制
常数项	15.384*** (113.05)	11.051*** (7.32)	0.250 (0.16)
观测值	13,500	13,470	13,470
R ²	0.693	0.693	0.707

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

6. 研究结果与政策启示

6.1. 研究结果

本文验证了经济增长目标对企业投资具有显著的促进效应，且存在于全样本中。作用机制显示，经
济增长目标主要是通过增加企业获取的财政补贴，增加可用于投资的自由现金流，进而促进企业投资的

增加。

经济增长目标对企业投资的影响具有异质性。经济增长目标对企业投资的促进作用受地方经济发展水平的影响。经济增长目标在地区经济发展水平较高时，其促进作用才能充分发挥。地区经济发展水平越高，经济增长目标对企业投资的促进作用越强。从企业产权性质来看，经济增长目标对企业投资的促进作用主要体现在民营企业，对于国有企业影响不明显。

6.2. 政策建议

6.2.1. 重视增长目标的导引作用

经济增长目标在每年年初地方政府的政府工作报告中提出。作为一个总目标，增长目标会对政府、企业对未来发展的预期起到导引作用。经济增长目标对经济具有显著的导引作用，政府要注重其导引作用，设置科学合理的增长目标，使经济高质量发展。

6.2.2. 增强投资引导，推动企业提高产业技术含量

微观经济活动的主体是企业。企业发展的快慢影响国民经济的发展、发展质量则影响国民经济的发展。正确的投资可以促使企业抛弃陈旧的生产模式，开发新的产品，运用新技术，提高产品的品质和技术含量，推动经济的高质量发展。

但是大多数企业对产业发展趋势等宏观信息把握不够全面，在投资方面可能会做出不够高效的决策。这就需要国家进行产业引导。在我国，国家的产业政策对企业的投资决策起着举足轻重的作用。政府可以对我国的行业进行分级，并鼓励各行业按照国家的产业政策来分配资金要素，把资金要素投入到国家扶持的新兴行业中去；鼓励企业加大研究力度、开发新产品、新材料、新工艺，提高技术水平，为企业提供高质量发展动力，从而促进经济的高质量发展。

参考文献

- [1] Li, X., Liu, C., Weng, X. and Zhou, L. (2012) Political Competition at a Multilayer Hierarchy: Evidence from China. In: *The Chinese Economy*, Palgrave Macmillan UK, 259-271. https://doi.org/10.1057/9781137034298_12
- [2] Lyu, C., Wang, K., Zhang, F. and Zhang, X. (2018) GDP Management to Meet or Beat Growth Targets. *Journal of Accounting and Economics*, **66**, 318-338. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.07.001>
- [3] 周黎安. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J]. 经济研究, 2007(7): 36-50.
- [4] 徐现祥, 梁剑雄. 经济增长目标的策略性调整[J]. 经济研究, 2014, 49(1): 27-40.
- [5] 余泳泽, 杨晓章. 官员任期、官员特征与经济增长目标制定——来自 230 个地级市的经验证据[J]. 经济动态, 2017(2): 51-65.
- [6] 魏建, 鉴闻. 经济增长预期目标为何系统性偏离实际?——基于地级市政府工作报告的实证分析[J]. 学习与探索, 2018(3): 98-107+176.
- [7] 周黎安, 刘冲, 厉行, 翁翕. “层层加码”与官员激励[J]. 世界经济文汇, 2015(1): 1-15.
- [8] 李书娟, 徐现祥. 目标引领增长[J]. 经济学(季刊), 2021, 21(5): 1571-1590.
- [9] 徐现祥, 刘毓芸. 经济增长目标管理[J]. 经济研究, 2017, 52(7): 18-33.
- [10] 刘勇, 黄灿. 经济增长目标与企业创新[J]. 金融学季刊, 2020, 14(2): 1-24.
- [11] 黎文靖, 汪顺, 陈黄悦. 平衡的发展目标与不平衡的发展——增长目标偏离与企业创新[J]. 管理世界, 2020, 36(12): 162-175.
- [12] 余泳泽, 潘妍. 中国经济高速增长与服务业结构升级滞后并存之谜——基于地方经济增长目标约束视角的解释[J]. 经济研究, 2019, 54(3): 150-165.
- [13] 孙文凯, 刘元春. 政府制定经济目标的影响——来自中国的证据[J]. 经济理论与经济管理, 2016(3): 5-13.
- [14] Stein, J.C. (2003) Agency, Information and Corporate Investment. In: *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, 111-165. [https://doi.org/10.1016/s1574-0102\(03\)01006-9](https://doi.org/10.1016/s1574-0102(03)01006-9)

- [15] 焦豪, 焦捷, 刘瑞明. 政府质量、公司治理结构与投资决策——基于世界银行企业调查数据的经验研究[J]. 管理世界, 2017(10): 66-78.
- [16] Tversky, A. and Kahneman, D. (1974) Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, **185**, 1124-1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- [17] Heaton, J.B. (2002) Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, **31**, 33-45. <https://doi.org/10.2307/3666221>
- [18] Malmendier, U. and Tate, G. (2005) CEO Over-Confidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, **60**, 2661-2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- [19] 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009(1): 131-143.
- [20] 罗富碧, 冉茂盛, 杜家廷. 高管人员股权激励与投资决策关系的实证研究[J]. 会计研究, 2008(8): 69-76+95.
- [21] Grundy, B.D. and Li, H. (2010) Investor Sentiment, Executive Compensation, and Corporate Investment. *Journal of Banking & Finance*, **34**, 2439-2449. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.03.020>
- [22] 吕长江, 张海平. 股权激励计划对公司投资行为的影响[J]. 管理世界, 2011(11): 118-126+188.
- [23] 徐倩. 不确定性、股权激励与非效率投资[J]. 会计研究, 2014(4): 41-48+95.
- [24] 汪健, 卢煜, 朱兆珍. 股权激励导致过度投资吗? [J]. 审计与经济研究, 2013(5): 70-79.
- [25] 陈效东, 周嘉南, 黄登仕. 高管人员股权激励与公司非效率投资: 抑制或者加剧? [J]. 会计研究, 2016, 7(7): 42-49+96.
- [26] Richardson, S. (2006) Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, **11**, 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- [27] Leff, N.H. (1978) Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups. *Economic Development and Cultural Change*, **26**, 661-675. <https://doi.org/10.1086/451052>
- [28] Khanna, T. and Palepu, K. (2000) Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *The Journal of Finance*, **55**, 867-891. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00229>
- [29] Shin, H. and Park, Y.S. (1999) Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean Chaebols. *Journal of Corporate Finance*, **5**, 169-191. [https://doi.org/10.1016/s0929-1199\(99\)00002-4](https://doi.org/10.1016/s0929-1199(99)00002-4)
- [30] 张会丽, 陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资[J]. 管理世界, 2012(3): 141-149.
- [31] 许伟, 陈斌开. 税收激励和企业投资——基于 2004-2009 年增值税转型的自然实验[J]. 管理世界, 2016(5): 9-17.
- [32] 刘敏仁, 赵灿, 黄建忠. 税收优惠、供给侧改革与企业投资[J]. 管理世界, 2019, 35(1): 78-96+114.
- [33] 徐业坤, 钱先航, 李维安. 政治不确定性、政治关联与民营企业投资——来自市委书记更替的证据[J]. 管理世界, 2013(5): 116-130.
- [34] Cook, L.M. and Munnell, A.H. (1990) How Does Public Infrastructure Affect Regional Economic Performance? Federal Reserve Bank of Boston.
- [35] 刘思跃, 唐松慧. 人民币汇率变动对固定资产投资的影响研究: 理论及实证[J]. 世界经济研究, 2017(7): 30-39.
- [36] 程仲鸣, 夏新平, 余明桂. 政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资[J]. 管理世界, 2008(9): 37-47.
- [37] 钟海燕, 冉茂盛, 文守逊. 政府干预、内部人控制与公司投资[J]. 管理世界, 2010(7): 98-108.
- [38] 刘淑琳, 王贤彬, 黄亮雄. 经济增长目标驱动投资吗?——基于 2001-2016 年地级市样本的理论分析与实证检验[J]. 金融研究, 2019(8): 1-19.
- [39] 李述阳. 国企与民企成本差异的问题研究[J]. 中国商论, 2018(30): 146-147.
- [40] 贺晓霞. 预算管理在国企改革中的应用探析[J]. 价值工程, 2021, 40(12): 29-30.
- [41] 郭厚, 王策, 兰强. 调整“三驾马车”着力点保持中国经济平稳增长[J]. 中国经贸, 2016(23): 78.