

政府补助、内部期望绩效压力与实体企业脱实向虚

王满四¹, 徐朝辉², 陈 熙³

(1. 广州大学创新创业学院/管理学院, 广东 广州 510006;
2. 湖北科技学院经济与管理学院, 湖北 咸宁 437000; 3. 新南威尔士大学商学院, 澳洲 悉尼 2052)

摘要: 国家利用财税政策扭转实体企业脱实向虚是构建现代化产业体系的重要抓手, 而管理者承受的內部期望绩效压力为理解国家宏观经济政策作用于微观企业投资行为提供了可行性解释。采用 2007—2020 年深沪实体上市公司数据, 对政府补助与企业脱实向虚的关系进行了深入探讨, 并考查内部期望绩效压力在其间发挥的渠道作用。研究发现, 政府补助显著抑制了企业脱实向虚, 内部期望绩效压力在政府补助与企业脱实向虚之间具有显著的部分中介效应, 且这种关系仅在非国有企业中具有显著性。进一步研究发现, 政府补助除了通过内部期望绩效压力抑制企业脱实向虚, 还存在“政府补助→资本市场绩效压力→内部期望绩效压力→企业脱实向虚”的链式中介效应。

关键词: 政府补助; 绩效压力; 企业脱实向虚

中图分类号: F275 文献标识码: A 文章编号: 1005-0566(2024)06-0131-11

Government subsidies, internal expected performance pressure, and the departing from real to virtual of entity enterprises

WANG Mansi¹, XU Chaohui², CHEN Xi³

(1. School of Innovation and Entrepreneurship & School of Management,
Guangzhou University, Guangzhou 510006, China;
2. School of Economics and Management, Hubei University of Science and Technology, Xianning 437000, China;
3. Business School, University of New South Wales, Sydney 2052, Australia)

Abstract: The use of fiscal and tax policies by the state to reverse the shift of entity enterprises from reality to virtuality is an important lever in building a modern industrial system, and the internal expected performance pressure borne by managers provides a feasible explanation for understanding the impact of national macroeconomic policies on micro enterprise investment behavior. This article uses data from entity listed companies in Shenzhen and Shanghai from 2007 to 2020 to explore in depth the relationship between government subsidies and the transition of enterprises from real to virtual. At the same time, it examines the channel role of internal expected performance pressure faced by managers in this process. Research has found that government subsidies significantly inhibit the transition of enterprises from reality to illusion. Internal expected performance pressure has a significant partial mediating effect between government

收稿日期: 2023-11-05 修回日期: 2024-04-04

基金项目: 国家社会科学基金一般项目(22BGL069); 广东省哲学社会科学规划项目(GD21CGL09); 湖北科技学院科研创新团队项目(2023T12)。

作者简介: 王满四(1969—), 男, 湖南邵阳人, 广州大学管理学院教授、博士生导师, 研究方向为公司金融与公司治理、数字金融与创新创业。通信作者: 徐朝辉。

subsidies and the transition of enterprises from reality to illusion, and this relationship is only significant in non-state-owned enterprises. Further research has found that government subsidies not only constrain enterprises from shifting from reality to virtuality through internal expected performance pressure, but also have a chain like intermediary effect of “government subsidies capital market performance pressure internal expected performance pressure enterprises from reality to virtuality”.

Key words: government subsidy; performance pressure; “departure from real to virtual” of enterprises

贯彻落实党的二十大精神和中央财经委会议部署,需要防止实体经济脱实向虚,而防止“脱实向虚”的微观基础在于抑制实体企业脱实向虚。根据国家统计局数据显示,从 2008—2021 年间,金融业、房地产业增加值占国内生产总值的比重由 10.32% 上升到 14.8%,我国经济金融化趋势仍然在加剧。产业空心化的症结在于实体企业脱实向虚,当前主要表现为实体企业将资金资源过度向金融领域配置,挤出了实体投资和创新投入,弱化了实体企业的核心竞争力和可持续发展能力。

现有文献将实体企业脱实向虚视为同质化行为,关于实体企业脱实向虚的动因主要有:资本逐利^[1-2]、预防性储备^[3]、委托代理^[4]、实体中介论^[5],这些观点均基于理性经济人假说。但现实中,受信息和计算能力等约束,个体往往是有限理性。企业决策者是有限理性的,且遵循目标导向的决策规则^[6]。股东通常以企业过去年度绩效、同业领跑者绩效为基准,以期望绩效与实际业绩间的差距作为判断企业战略行为成败的标尺。当企业实际绩效低于期望目标值时,管理者可能遭受股东等利益相关者的惩罚,这就导致管理者面临内部期望绩效压力^[7]。管理者不是完全理性的,并不能在有限的时间内搜寻符合利益最大化的企业决策方案,为了达到期望绩效值,会接受风险性的解决方案^[8]。为了完成期望绩效目标,管理者会权衡实体投资和金融投资之间的比重。金融资产兼具流动性、盈利性和风险性,金融资产投资的利润贡献率通常在短期内大于实体资产投资,是管理者提升短期盈利能力的重要手段。为了短期内提升盈利能力,缓解内部期望绩效压力,管理者很可能过度配置金融资产,这导致了实体企业脱实向虚。

在一定限度内,实体企业投资金融资产会提

升企业整体盈利能力和流动性,但超过一定限度,实体企业过度投资金融资产会挤出维系企业核心竞争力的实体资产投资和创新投入,进而减损企业价值^[9]。归根结底,实体企业脱实向虚是市场失灵的表现。为了纠正市场失灵,政府在市场经济中充当引导者,通过财政补贴、税收优惠等补助手段调控经济资源,提高资源配置效率和效益。对于实体企业而言,政府补助是一种正向激励手段,直接增加资金流、提高可支配收入,减少实际绩效与期望值的距离,进而缓解管理者面临的内部期望绩效压力。随着绩效压力的缓解,管理者有了灵活自主的发挥空间,会择优选择投资项目,激发实体资产投资和创新投入的积极性,进而挤出金融资产投资,抑制企业脱实向虚。近年来,为了激活实体企业的发展动力,政府实施了大规模的财政补贴和税收优惠政策。据财政部初步核算,我国宏观税负由 2012 年的 18.68% 降至 2021 年的 15.1%,2013—2021 年新增减税降费 8.8 万亿元。那么,政府补助对实体企业脱实向虚究竟发挥了怎样的治理效应? 效应机制如何? 尚须进行理论探讨和实证检验。

一、文献综述

现有文献关于实体企业脱实向虚,主要从动因和治理机制视角展开。受信息不对称、计算能力等的限制,个体往往是有限理性的。企业行为理论认为,管理者不是完全理性的,并不能在有限的时间内搜寻符合利益最大化的企业决策方案。当管理者感受到来自利益相关者的压力时,倾向于选择高风险的战略变革^[10]。为此,实体企业脱实向虚的动因可以基于企业行为理论,从绩效压力视角来理解。关于实体企业脱实向虚的治理,降低实体税负^[11]、下调契税税率^[12]和中期借贷便利利率的适度下降^[13]对企业脱实向虚具有显著的

抑制作用。但在企业脱实向虚的理解上,现有文献多将脱实向虚等同于实体金融化,没有区分金融化程度。本文在区分实体金融化程度,认为实体企业过度金融化才会形成脱实向虚。

学界关于绩效压力的研究主要从影响因素及其经济后果等方面展开。关于绩效压力的影响因素,主要有行业环境不确定性、市场竞争度及顾客偏好、应对压力的经验、同行业优秀者进行比较、分析师对企业未来短期绩效的预测与企业管理者经营绩效之间的差距^[8,14-16]。绩效压力给企业带来的经济效应依然存在争议,有的学者认为绩效压力会给企业竞争行为带来不确定性^[17],也有的学者认为绩效压力会导致企业产生盈余操控行为^[18],还有学者认为绩效压力会增加研发投入、提高企业在未来实施战略变革的可能性^[19-20]。

政府补助是扮演“扶持之手”还是“掠夺之手”,学者们基于不同视角的研究尚未得出一致结论。有学者持“扶持之手”的观点,财政补贴不仅通过降低绿色生产成本、提高产品绿色化水平进而促进了企业绿色技术创新转型,而且通过产业链间的协同传导有助于提升上下游企业的数字化转型水平^[21-22]。也有学者持“掠夺之手”的观点,政府补助导致了公司负债率的上升,公司经营效率不断下降,未形成长期有效的创新动力且削弱了自主创新能力^[23-24]。

本文研究政府补助对实体企业脱实向虚的治理效应,并从企业行为理论视角分析其机制与路径。

二、理论分析与研究假设

(一)政府补助对实体企业脱实向虚的治理效应

相当一段时间以来,世界经济复苏步伐放缓,人工、土地、原材料等生产要素成本上升,环保成本增加,实体资产投资的获利空间持续被挤压,而跨行业向金融、房地产领域投资可以短期获取超额收益。金融资产投资是一个动态发展的过程,在不影响主业发展和创新活动开展的情况下,实体企业将闲置资金用于金融资产投资,这有助于提高企业盈利能力、提高资产流动性,有利于实现

企业价值最大化,并没有“脱实向虚”。只有当实体企业持续性的将资源不断向金融领域配置,挤出了正常的实体投资和创新投入,削弱了实体业务的核心竞争力,减损了企业价值,企业的重心逐渐由实体业务转向金融业务,这才是一种过度金融化行为,导致脱实向虚^[9]。微观实体企业的脱实向虚会导致实体经济空心化,大量资本涌入金融领域空转套利容易引发金融危机。

政府补助是国家调控市场和经济的重要手段,能够在企业资源配置方面发挥引导作用。企业享受的财政补贴、税收优惠等政府补助政策,均通过政府补助准则进行会计核算。从资金流角度,企业无偿取得货币性资产或非货币性资产,将直接增加企业现金流或间接为企业节省现金流。依据信号传递理论,企业获得政府补助会给外部股权、债权投资者传递出积极的利好信号,使其更愿意向企业提供资金支持^[25],缓解企业的资金压力。从盈利能力角度看,依据政府补助准则,企业不论收到与资产相关的政府补助,还是收到与收益相关的政府补助,要么计入其他收益或冲减相关成本费用,要么计入营业外收支,都直接增加企业利润,提高企业盈利能力。

政府补助缓解融资约束,给予实体企业灵活自主的发挥空间。当有充分条件从企业长远发展出发择优进行项目投资时,管理者会选择投资维系企业长远利益的实体资产并增加创新投入,而不是为了短期绩效考核过度投资金融资产。同时,政府补助提高了企业盈利能力,使得管理者依赖金融渠道获利的压力减少,进而减少金融资产过度投资。可见,政府补助降低了对金融渠道获利的依赖,拓展了有效投资空间,抑制了实体企业金融资产过度投资行为,进而对实体企业脱实向虚发挥了治理效应。基于此,提出以下假设:

假设1:政府补助有助于抑制实体企业脱实向虚,即政府补助与实体企业脱实向虚显著负相关。

(二)内部期望绩效压力的中介作用

固定资产投资回报周期长、利润率低,创新投入风险大、创新产出不确定性强,而金融资产投资见效快、短期回报率高,管理者在短期内更倾向于

大量配置金融资产以弥补实际业绩与期望业绩之间的差距。面对内部期望绩效压力,管理者为了缩小实际绩效与内部期望绩效的差距,有可能择机投资金融资产以提升企业短期盈利能力。因而,内部期望绩效压力会驱使管理者过度投资金融资产,导致企业脱实向虚。

依据企业会计准则,企业对政府补助进行确认与计量时,无论是与收益相关的政府补助还是与资产相关的政府补助,都将成为企业利润的组成部分。政府补助是引起企业利润增长的外生变量^[26],政府补贴在长期和短期内对企业的财务绩效都有显著的正向作用^[27]。从业绩来看,政府补助直接提高企业盈利能力缩小企业实际绩效与期望绩效之间的差距,减少管理者承受的期望绩效压力。政府凭借掌握的优势信息,能够精准预判产业成长趋势。在政府引导下,企业降低信息成本,减少战略错误。政府补助可以帮助企业判断发展方向,引导企业优化投资结构,提高投资效率和效益^[28]。从政府政策引导来看,政府补助增加企业实体产业投资成功的概率,降低实体企业失败成本,减少管理者承受的期望绩效压力。

随着政府补助的增加,企业盈利能力提升,企业实际绩效与期望绩效之间的差距缩小,管理者承受的期望绩效压力减小。一旦管理者承受的期望绩效压力减少,可供选择的变革行为会更多,管理者倾向于选择维系企业长期利益和核心竞争力的优质实体项目投资,减少投机性的金融投资,进而抑制了实体企业脱实向虚。基于此,提出如下假设:

假设 2:内部期望绩效压力在政府补助与实体企业脱实向虚之间具有显著的中介效应,即政府补助通过减少内部期望绩效压力进而抑制实体企业脱实向虚。

三、研究设计

(一) 样本选取和数据来源

根据数据的可获取性,本文以 2007—2020 年深沪 A 股实体企业为研究样本。对原始数据进行如下筛选:①剔除金融与房地产类企业;②剔除样

本期内 ST、*ST 企业;③剔除关键指标值缺失的样本;④剔除资产负债率大于 1 的样本;⑤剔除非过度金融化的样本。本文研究政府补助对企业脱实向虚的治理效应,企业过度金融化才是脱实向虚,才需要治理,因而剔除非过度金融化的样本。最终获得 3 341 家公司共计 11 413 个样本观测值,所有数据均来源于国泰安数据库。此外,对所有变量在上下 1% 处进行缩尾处理,以消除异常值对回归结果的潜在影响。

(二) 变量定义与计量

1. 被解释变量:实体企业脱实向虚

用实体企业过度金融化计量实体企业脱实向虚。参考相关研究对金融资产的计量方法^[3],并借鉴残差模型^[29],构建如下模型以拟合实体企业金融化程度:

$$Fin_{i,t} = c_0 + \alpha_1 Fin_{i,t-1} + \alpha_2 Growth_{i,t-1} + \alpha_3 Lev_{i,t-1} + \alpha_4 Cf_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 Age_{i,t-1} + \alpha_7 ROA_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中, $Fin_{i,t}$ 为当期金融化水平, $Fin_{i,t-1}$ 为上期金融化水平。 $Growth_{i,t-1}$ 为成长性,用上期总资产增长率表示; $Lev_{i,t-1}$ 为财务杠杆,用上期资产负债率表示; $Cf_{i,t-1}$ 为现金流状况,用上期经营活动现金流量净额与总资产的比值表示; $Size_{i,t-1}$ 为资产规模,用上期总资产取自然对数表示; $Age_{i,t-1}$ 为经验曲线,以企业上市年限表示; $ROA_{i,t-1}$ 为盈利能力,用上期总资产净利率表示。 $Industry$ 、 $Year$ 分别表示行业和年度虚拟变量。

对模型(1)进行线性回归求残差,残差大于 0 则为实体企业过度配置金融资产形成脱实向虚,大于 0 的残差用 $Overfin$ 表示, $Overfin$ 值越大,表明实体企业脱实向虚越严重。剔除残差小于 0 的样本,该类样本为非过度金融化样本。

2. 解释变量:政府补助

用实体企业收到政府补助的金额与总资产的比值来计量,用 $Zfbz$ 表示。

3. 中介变量:内部期望绩效压力

关于内部期望绩效压力,当企业实际绩效未达到期望值时,二者之间的差距会导致企业管理者产生绩效压力^[7-8,19]。内部期望绩效压力的计

算公式为: $IPP_{i,t} = \left| I_1 \times \left(\frac{P_{i,t} - A_{i,t}}{A_{i,t}} \right) \right|$ 。式中,

$IPP_{i,t}$ 表示企业的内部绩效压力; $P_{i,t}$ 为企业的实际绩效,用资产收益率计量; $A_{i,t}$ 为企业的内部期望绩效,用企业的历史绩效与同行业平均绩效进行线性组合计算得到。企业内部期望绩效的计算公式为: $A_{i,t} = a_1 SA_{i,t} + (1 - a_1) HA_{i,t-1}$ 。式中, $SA_{i,t}$ 为行业平均绩效,用公司 i 所处行业第 t 年的平均资产收益率计量; $HA_{i,t-1}$ 为公司历史绩效,用公司 i 第 $t-1$ 年的资产收益率计量; a_1 为权重,参考经验证据^[20],令 $a_1 = 0.7$,即期望绩效中,行业平均绩效占 70%,企业历史绩效占 30%。当 $P_{i,t} - A_{i,t} < 0$ 时,意味着企业未达到内部期望绩效,公司管理层面临内部绩效压力,此时 $IPP_{i,t}$ 值越大,管理层面临内部绩效压力越大, I_1 取值为 1。当 $P_{i,t} - A_{i,t} > 0$ 时,意味着企业超出内部期望绩效,公司管理层不存在内部绩效压力, I_1 取值为 0。

4. 控制变量

考虑到实体企业脱实向虚不仅受政府补助、绩效压力的影响,还可能受公司特征、公司治理等因素的影响。设置控制变量如下:公司特征方面,主要有财务杠杆(Lev ,总负债与总资产之比)、资产规模($Size$,总资产取自然对数)、成长性(Agr ,企业资产增长率)和资本性支出(Fix ,固定资产与总资产之比);公司治理方面,主要有大股东治理(Ls ,第一大股东持股比例)、独立董事治理(Id ,独立董事与董事总人数之比)和两职兼任(Pt ,同一人担任总经理、董事长取值为 1,否则取值为 0)。

(三)模型设置

为了检验政府补助是否通过降低企业内部绩效压力来抑制脱实向虚,根据中介效应检验原理,设置如下模型:

$$Overfin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Zfbz_{i,t} + \alpha_i Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$IPP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Zfbz_{i,t} + \beta_i Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Overfin_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Zfbz_{i,t} + \gamma_2 IPP_{i,t} + \gamma_i Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

四、实证分析与结果

(一)描述性统计

表 1 为主要变量的描述性统计。实体企业脱实向虚($Overfin$)的取值范围较大,介于 0.000 01 与 0.865 5 之间,从中可以看出实体企业在脱实向虚程度上差异比较大。企业的内部期望绩效压力(IPP)的均值为 1.278 7,标准差为 12.282 3,表明实体企业间管理者面临内部绩效压力的差异较大。政府补助($Zfbz$)的均值为 0.006 0、中位数为 0.003 4,表明超过一半的实体企业获取了政府补助,且少数实体企业获取政府补助的金额较大。

表 1 描述性统计

变量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	样本量
$Overfin$	0.056 6	0.028 3	0.865 5	0.000 01	0.075 7	11 413
IPP	1.278 7	0	508.992 3	0	12.282 3	11 413
$Zfbz$	0.006 0	0.003 4	0.336 5	0	0.010 1	11 413
Agr	0.152 6	0.083 4	45.460 4	-0.877 7	0.623 4	11 413
Lev	0.427 9	0.423 3	0.995 2	0.009 8	0.201 2	11 413
$Size$	22.124 7	21.936 1	28.636 5	17.954 4	1.313 3	11 413
Fix	0.221 2	0.190 3	0.936 3	0.000 01	0.158 7	11 413
Id	0.374 2	0.333 3	0.8	0.125 0	0.055 6	11 413
Ls	0.345 4	0.323 3	0.863 5	0.022 0	0.150 9	11 413
Pt	0.254 5	0	1	0	0.435 6	11 413

(二)基准回归分析

表 2 为中介效应检验的回归结果。在路径“政府补助→实体企业脱实向虚”($Zfbz \rightarrow Overfin$)中,政府补助($Zfbz$)的回归系数为 -0.382 3、在 1% 水平上显著为负,表明政府补助显著抑制了实体企业脱实向虚。假设 1 得到验证。

在路径“政府补助→内部期望绩效压力”($Zfbz \rightarrow IPP$)中,政府补助($Zfbz$)的回归系数为 -16.576 9,在 1% 水平上显著为负,表明政府补助显著降低了管理者面临的内部期望绩效压力。原因在于获得政府补助后,实体企业利润增长、盈利能力提升,实体企业实际绩效与期望绩效之间的差距缩小。

在路径“政府补助→内部期望绩效压力→实体企业脱实向虚”($Zfbz \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$)中,政府补助($Zfbz$)的回归系数为 -0.352 6、在 1% 水平上显著为负;内部期望绩效压力(IPP)的回归系数为 0.001 8、在 1% 水平上显著为正。可见,内部期望绩效压力在政府补助与实体企业脱实向虚之间具

有显著的部分中介效应,即政府补助通过降低内部期望绩效压力进而抑制实体企业脱实向虚。假设 2 得到了验证。

表 2 中介效应检验的回归结果

变量	$Zfbz \rightarrow Overfin$	$Zfbz \rightarrow IPP$	$Zfbz \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$
$Zfbz$	-0.382 3 *** (-4.29)	-16.576 9 *** (-5.44)	-0.352 6 *** (-3.96)
IPP	-	-	0.001 8 *** (6.54)
Agr	0.018 0 *** (7.11)	-2.085 6 *** (-24.04)	0.021 8 *** (8.39)
Lev	-0.075 2 *** (-20.97)	2.771 4 *** (22.62)	-0.080 2 *** (-21.91)
$Size$	-0.002 7 *** (-4.67)	-0.271 8 *** (-13.55)	-0.002 3 *** (-3.81)
Fix	-0.085 4 *** (-17.43)	0.454 8 *** (2.72)	-0.086 2 *** (-17.63)
Id	0.016 0 (1.42)	0.519 1 (1.36)	0.015 0 (1.34)
Ls	0.001 6 (0.39)	-0.981 1 *** (-6.86)	0.003 4 (0.81)
Pt	0.000 2 (0.11)	0.081 2 * (1.70)	0.000 1 (0.00)
常数	0.141 4 *** (9.77)	5.893 0 *** (11.92)	0.130 8 *** (9.00)
$Year/Industry$	控制	控制	控制
$adj. R^2$	0.194 2	0.133 4	0.197 3
N	11 413	11 413	11 413

注:***、**和*分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.10$ 时有统计学意义;括号内为t值。下同。

(三)稳健性检验

1. 采用 Robust 和 Cluster 稳健标准误检验

考虑到可能存在的内生性问题,采用 Robust 和 Cluster 稳健标准误检验。针对政府补助通过内部期望绩效压力影响实体企业脱实向虚,表 3 列出了采用 Robust 异方差稳健标准误检验结果。在表 3 中,在路径“政府补助→实体企业脱实向虚”中,政府补助的回归系数显著为负。在路径“政府补助→内部期望绩效压力”中,政府补助的回归系数显著为负。在路径“政府补助→内部期望绩效压力→实体企业脱实向虚”中,政府补助的回归系数

表 3 Robust 异方差稳健标准误检验结果

变量	$Zfbz \rightarrow Overfin$	$Zfbz \rightarrow IPP$	$Zfbz \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$
$Zfbz$	-0.382 3 *** (-4.29)	-16.576 9 *** (-5.44)	-0.352 6 *** (-3.96)
IPP	-	-	0.001 8 *** (6.54)
Control	控制	控制	控制
常数	0.156 1 *** (10.64)	6.064 8 *** (12.10)	0.145 3 *** (9.86)
$Year/Industry$	控制	控制	控制
$adj. R^2$	0.155 8	0.126 1	0.159 2
N	11 413	11 413	11 413

显著为负,内部期望绩效压力的回归系数显著为正。从回归结果看,与前文检验结果一致。同时,进行 Cluster 聚类稳健标准误检验,检验结果与表 2 一致。

2. 替换关键变量

表 4 为替换中介变量的回归结果。用净资产收益率来计量企业绩效,内部期望绩效压力(IPP')的计算方法、过程与前文计算步骤一致。在表 4 中,依据中介效应检验原理,内部期望绩效压力在政府补助影响实体企业脱实向虚中具有显著的中介效应。表 5 为替换解释变量的回归结果。将政府补助分解为财政补贴(Sub)和税收优惠(Tax),分别检验财政补贴、税收优惠与内部期望绩效压力、脱实向虚的关系。在表 5 中,财政补贴、税收优惠分别与企业脱实向虚、内部期望绩效压力显著负相关,且内部期望绩效压力在财政补贴、税收优惠与企业脱实向虚之间具有显著的部分中介作用。检验结果支持前文假设 1 和假设 2。

表 4 替换中介变量的回归结果

变量	$Zfbz \rightarrow Overfin$	$Zfbz \rightarrow IPP'$	$Zfbz \rightarrow IPP' \rightarrow Overfin$
$Zfbz$	-0.382 3 *** (-4.29)	-22.247 3 (-5.51)	-0.350 5 *** (-3.94)
IPP'	-	-	0.001 4 *** (6.90)
Control	控制	控制	控制
常数	0.141 4 *** (9.77)	7.890 8 *** (12.04)	0.130 1 *** (8.95)
$Year/Industry$	控制	控制	控制
$adj. R^2$	0.194 2	0.133 3	0.197 6
N	11 413	11 413	11 413

表 5 替换解释变量的回归结果

变量	财政补贴			税收优惠		
	$Sub \rightarrow Overfin$	$Sub \rightarrow IPP$	$Sub \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$	$Tax \rightarrow Overfin$	$Tax \rightarrow IPP$	$Tax \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$
Sub	-0.136 5 ** (-2.10)	-9.050 4 *** (-4.07)	-0.119 9 * (-1.84)	-	-	-
Tax	-	-	-	-0.422 9 *** (-2.83)	-12.866 2 ** (-2.52)	-0.399 3 *** (-2.68)
IPP	-	-	0.001 8 *** (6.67)	-	-	0.001 8 *** (6.68)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数	0.138 9 *** (9.60)	5.837 4 *** (11.80)	0.128 2 *** (8.82)	0.136 6 *** (9.46)	5.686 7 *** (11.52)	0.126 1 *** (8.70)
$Year/Industry$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$adj. R^2$	0.193 2	0.132 4	0.196 4	0.193 5	0.131 6	0.196 7
N	11 413	11 413	11 413	11 413	11 413	11 413

3. 更换检验方法

前文检验中介效应是最常用的逐步检验回归系数,为了验证中介效应结论的稳健性,运用 Sobel 方法。表 6 为 Sobel 检验结果。在表 6 中,从路径检验值来看,内部期望绩效压力在政府补助与实

体企业脱实向虚之间具有显著的部分中介效应。其中, *Path c* 为政府补助对实体企业脱实向虚的回归结果, *Path a* 为政府补助对内部期望绩效压力的回归结果, *Paths b and c'* 为政府补助、内部期望绩效压力对实体企业脱实向虚的回归结果。

表6 Sobel 检验结果

变量	<i>Path c</i>	<i>Path a</i>	<i>Paths b and c'</i>
<i>Zfbz</i>	-0.5700 *** (-6.51)	-9.7622 *** (-3.36)	-0.5529 *** (-6.32)
<i>IPP</i>	-	-	0.0018 *** (6.24)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
常数	0.1352 *** (11.46)	5.3735 *** (13.71)	0.1257 *** (10.59)
<i>Year/Industry</i>	控制	控制	控制
<i>adj. R²</i>	0.124 0	0.109 3	0.126 9
<i>N</i>	11 413	11 413	11 413

同时,运用 Bootstrap 方法,设置 5 000 次迭代,置信区间设置为 95%。表 7 为 Bootstrap 检验结果。判断是否存在中介效应,结果显示置信区间 (*LLCI* = -0.027 222 3, *ULCI* = -0.007 042 5) 不包含 0, 中介效应显著,中介效应的大小为 -0.017 132 4。控制了中介变量内部期望绩效压力之后,政府补助对实体企业脱实向虚回归系数的置信区间 (*LLCI* = -0.717 582, *ULCI* = -0.388 159 6) 不包含 0, 直接效应显著,直接效应为 -0.552 870 8。

表7 Bootstrap 检验结果

Direct effect of X on Y					
Effect	SE	T	P	LLCI	ULCI
-0.552 870 8	0.084 037 9	-6.58	0.000	-0.717 582	-0.388 159 6
Indirect effect of X on Y					
Effect	SE	T	P	LLCI	ULCI
-0.017 132 4	0.005 148	-3.33	0.001	-0.027 222 3	-0.007 042 5

五、进一步研究

(一) 拓宽绩效压力的来源

以企业为边界,公司管理者面临的绩效压力,除了来自内部期望绩效压力,还会受到资本市场绩效压力的影响。资本市场的期望绩效对管理者形成了压力,对公司管理者的自利行为有约束作用,但迫使管理者更注重公司短期利益,对公司长期发展可能不利。金融资产投资是提升企业短期盈利能力的有力工具,过度配置金融资产是否成为公司管理层缓解资本市场绩效压力的权宜之计? 政府补助是否通过减少内部期望绩效压力、资本市场绩效压力来有效抑制实体企业脱实向虚? 这有待验证。

依据该定义,借鉴相关方法^[8,30],当企业实际业绩未达到资本市场预测水平时,二者之间的差距会给企业管理者带来压力。资本市场绩效压力(*MPP*)的计算公式为: $MPP_{i,t} = \left| I_2 \times \left(\frac{R_{i,t} - F_{i,t}}{F_{i,t}} \right) \right|$ 。式中, $MPP_{i,t}$ 表示企业的资本市场绩效压力; $R_{i,t}$ 为企业的实际绩效,用每股收益计量; $F_{i,t}$ 为企业的资本市场期望绩效,用外部分析师对企业每股收益的预测平均值计量。当 $R_{i,t} - F_{i,t} < 0$ 时,意味着企业未达到资本市场期望绩效,公司管理者面临资本市场绩效压力, I_2 取值为 1, 此时 $MPP_{i,t}$ 值越大,管理者来自资本市场的绩效压力越大。当 $R_{i,t} - F_{i,t} > 0$ 时,意味着企业超出资本市场期望绩效,公司管理者不存在资本市场绩效压力, I_2 取值为 0。

将“政府补助→资本市场绩效压力→实体企业脱实向虚”(“*Zfbz*→*IPP*→*Overfin*”)、“政府补助→内部期望绩效压力→实体企业脱实向虚”(“*Zfbz*→*MPP*→*Overfin*”)视为两条平行路径,构建对应的并联多重中介效应机理图(见图 1)。

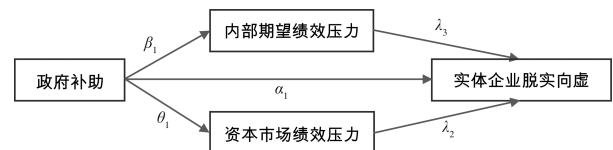


图1 并联多重中介效应机理

依据图 1,借鉴相关方法^[31],构建并联多重中介效应模型。在前文模型(2)和模型(3)的基础上,进一步构建模型(5)和模型(6),模型(2)、模型(3)、模型(5)和模型(6)共同构成多重中介效应检验模型。

$$MPP_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 Zfbz_{i,t} + \theta_i Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$Overfin_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 Zfbz_{i,t} + \lambda_2 MPP_{i,t} + \lambda_3 IPP_{i,t} + \lambda_i Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

式中,政府补助对实体企业脱实向虚的直接效应表示为 α_1 , 通过内部期望绩效压力施加影响的中介效应为 $\beta_1 \lambda_3$, 通过资本市场绩效压力施加影响的中介效应为 $\theta_1 \lambda_2$ 。

依据图 1 并联多重中介效应,政府补助对实体企业脱实向虚的总效应为 $\tau_1 = \alpha_1 + \beta_1 \times \lambda_3 + \theta_1 \times \lambda_2$ 。

检验路径“ $Zfbz \rightarrow Overfin$ ”,当模型(2)的回归系数 α_1 不显著,则并联多重中介效应不存在。

检验路径“ $Zfbz \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$ ”,在模型(2)回归系数 α_1 显著的基础上,当模型(3)回归系数 β_1 显著且模型(5)回归系数 λ_3 显著,则表明路径“ $Zfbz \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$ ”的中介效应显著。否则,路径“ $Zfbz \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$ ”的中介效应不显著。

检验路径“ $Zfbz \rightarrow MPP \rightarrow Overfin$ ”,在模型(2)回归系数 α_1 显著的基础上,当模型(5)回归系数 θ_1 显著且模型(6)回归系数 λ_2 显著,则表明路径“ $Zfbz \rightarrow MPP \rightarrow Overfin$ ”的中介效应显著。否则,路径“ $Zfbz \rightarrow MPP \rightarrow Overfin$ ”的中介效应不显著。

表 8 为多重中介效应检验结果。其中,表 8 第 2 列到第 5 列分别为模型(2)、模型(3)、模型(5)和模型(6)的回归结果,且前提假设是并联多重中介效应,即政府补助依次分别通过内部期望绩效压力、资本市场绩效压力作用于实体企业脱实向虚。依据表 8 第 2 列到第 5 列的回归结果,可以发现路径“ $Zfbz \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$ ”依然显著,即内部期望绩效压力在政府补助与实体企业脱实向虚之间发挥显著的部分中介效应,这进一步验证了前文结论具有稳健性。但是,资本市场绩效压力作为中介变量影响实体企业脱实向虚的中介效应并不显著。原因可能在于:我国上市公司管理者薪酬激励机制中,货币薪酬占据主导地位,股权激励较少。即使企业实际业绩未达到资本市场绩效期望,

公司股价下跌对企业管理者的薪酬总额影响较小,公司管理者不大可能为了满足资本市场期望绩效而过度配置金融资产。

表 8 中模型(2)、模型(3)、模型(5)和模型(6)的回归结果并不能完全说明资本市场绩效压力作为中介变量不发挥作用。外部分析师作为重要的外部治理主体对企业业绩的预测与关注对管理者产生监督作用,对管理者投资决策产生影响^[32],进而影响企业的实际业绩,最终作用于内部期望绩效压力。因此,考虑政府补助通过资本市场绩效压力影响内部期望绩效压力进而影响过度金融化的多重链式中介效应,构建链式多重中介效应模型。在模型(2)、模型(3)、模型(5)和模型(6)的基础上,进一步构建模型(7)与对应机理图(图 2)。模型(2)、模型(3)、模型(5)、模型(6)和模型(7)构成链式中介效应检验模型。

$$IPP_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 Zfbz_{i,t} + \omega_2 MPP_{i,t} + \omega_i Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

依据图 2 链式多重中介效应,政府补助对实体企业脱实向虚的总效应为 $\tau_2 = \alpha_1 + \omega_1 \times \lambda_3 + \theta_1 \times \lambda_2 + \theta_1 \times \omega_2 \times \lambda_3$ 。

检验路径“ $Zfbz \rightarrow Overfin$ ”,当模型(2)的回归系数 α_1 不显著,则链式多重中介效应不存在。

检验路径“ $Zfbz \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$ ”,在模型(2)回归系数 α_1 显著的基础上,当模型(3)回归系数 β_1 显著且模型(5)回归系数 λ_3 显著,则表明路径“ $Zfbz \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$ ”的中介效应显著。否则,路径“ $Zfbz \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$ ”的中介效应不显著。

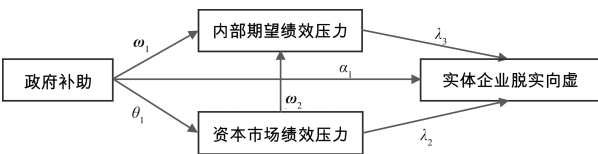


图 2 链式多重中介效应机理图

检验路径“ $Zfbz \rightarrow MPP \rightarrow Overfin$ ”,在模型(2)回归系数 α_1 显著的基础上,当模型(5)回归系数 θ_1 显著且模型(6)回归系数 λ_2 显著,则表明路径“ $Zfbz \rightarrow MPP \rightarrow Overfin$ ”的中介效应显著。否则,路径“ $Zfbz \rightarrow MPP \rightarrow Overfin$ ”的中介效应不显著。

表 8 多重中介效应检验结果

变量	模型(2)	模型(3)	模型(5)	模型(6)	模型(7)
$Zfbz$	-0.273 0 *** (-2.89)	-13.928 9 *** (-4.93)	-5.856 3 *** (-4.96)	-0.244 6 * (-2.59)	-4.767 4 ** (-2.23)
IPP	-	-	-	0.002 1 *** (4.71)	-
MPP	-	-	-	-0.000 2 (-0.18)	1.564 4 *** (84.80)
$Control$	控制	控制	控制	控制	控制
常数	0.095 4 *** (6.08)	4.790 5 *** (10.22)	3.091 6 *** (15.78)	0.085 8 *** (5.41)	-0.046 0 (-0.13)
$Year/Industry$	控制	控制	控制	控制	控制
$adj. R^2$	0.201 7	0.127 0	0.170 4	0.204 8	0.500 6
N	9 708	9 708	9 708	9 708	9 708

注:经整理,获得资本市场绩效压力指标的样本观测值共计 9 708 个。

检验路径“ $Zfbz \rightarrow MPP \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$ ”,在模型(2)回归系数 α_1 显著的基础上,当模型(7)回归系数 ω_2 显著,且模型(6)回归系数 λ_3 显著,则路径“ $Zfbz \rightarrow MPP \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$ ”的链式中介效应显著。否则,路径“ $Zfbz \rightarrow MPP \rightarrow IPP \rightarrow Overfin$ ”的链式中介效应不显著。

在图2中,政府补助通过内部期望绩效压力、资本市场绩效压力施加影响的中介效应为 $\omega_1\lambda_3$ 、 $\theta_1\lambda_2$ 。通过资本市场绩效压力——内部期望绩效压力施加影响的链式中介效应为 $\theta_1\omega_2\lambda_3$,直接效应为 α_1 。进行回归分析的结果如表8第6列所示。依据表8,虽然政府补助通过资本市场绩效压力影响实体企业脱实向虚的中介效应不显著,但是通过资本市场绩效压力影响内部期望绩效压力进而抑制过度金融化的多重链式中介效应显著,即 $\theta_1\omega_2\lambda_3$ 显著。在加入链式中介效应后,政府补助通过内部期望绩效压力直接影响实体企业脱实向虚的中介效应依然显著。因此,政府补助不仅通过内部期望绩效压力约束实体企业脱实向虚,而且通过资本市场绩效压力影响内部期望绩效压力进而抑制实体企业脱实向虚。

(二) 实体企业脱实向虚的诱因

设置虚拟变量以计量实体企业是否脱实向虚($Overfin_dummy$),当模型(1)残差大于0,意味着实体企业过度金融化,存在脱实向虚, $Overfin_dummy$ 取值为1;当模型(1)残差小于0,意味着实体企业非过度金融化,不存在脱实向虚, $Overfin_dummy$ 取值为0。

表9为内部期望绩效压力与实体企业脱实向虚的回归结果。在表9中,检验内部期望绩效压力对是否脱实向虚的影响($IPP \rightarrow Overfin_dummy$),内部期望绩效压力的回归系数显著为正。同时,检验内部期望绩效压力对脱实向虚程度的影响($IPP \rightarrow Overfin$),内部期望绩效压力的回归系数显著为正。这表明相比非过度金融化,内部期望绩效压力更可能导致实体企业脱实向虚。相比实体资产投资周期长、回报率低,金融资产投资见效快、收益率高。为了缩小公司实际绩效与内部期望绩效之间的差距,降低面临的内部期望绩效压力,管理者倾向于大量配置金融资产,进而导致实体企业脱实

向虚。可见,基于企业行为理论,从绩效压力视角解释企业脱实向虚是合理的。

表9 内部期望绩效压力与实体企业脱实向虚的回归结果

变量	$IPP \rightarrow$ $Overfin_dummy$	$IPP \rightarrow$ $Overfin_dummy$	$IPP \rightarrow$ $Overfin$
IPP	0.002 8 ** (2.10)	0.003 9 *** (2.81)	0.001 9 *** (6.74)
Control	不控制	控制	控制
常数	0.590 7 *** (15.16)	0.538 5 *** (7.40)	0.126 2 *** (8.71)
Year/Industry	控制	控制	控制
adj. R^2	0.044 7	0.047 8	0.196 2
N	28 846	28 846	11 413

注:总体样本合计28 846个,其中过度金融化样本11 413个、非过度金融化样本17 433个。

(三) 区分产权性质

考虑到我国企业产权性质的特殊性,对于不同产权性质的企业,政府补助、内部期望绩效压力和实体企业脱实向虚三者之间的关系可能存在差异。

表10为区分企业产权性质的回归结果。在表10中,当检验样本为国有企业时,根据路径“政府补助→实体企业脱实向虚”(Zfbz→Overfin),政府补助的回归系数为-0.141 2,政府补助抑制实体企业脱实向虚在国有企业中不具有显著性。依据中介效应检验原理,由于直接效应不具有显著性,则针对国有企业而言,内部期望绩效压力在政府补助与脱实向虚之间不具有中介作用。

表10 区分企业产权性质的回归结果

变量	国企			非国企		
	Zfbz→Overfin	Zfbz→IPP	Zfbz→IPP→Overfin	Zfbz→Overfin	Zfbz→IPP	Zfbz→IPP→Overfin
Zfbz	-0.141 2 (-1.62)	-44.932 7 *** (-2.92)	-0.138 1 (-1.58)	-0.332 2 *** (-3.31)	-38.198 9 ** (-2.16)	-0.328 2 *** (-3.27)
IPP	-	-	0.000 1 (0.82)	-	-	0.000 1 (1.53)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数	0.125 7 *** (6.57)	14.008 8 *** (4.14)	0.124 8 *** (6.51)	0.178 5 *** (7.00)	14.626 2 *** (3.26)	0.176 9 *** (6.94)
Year/Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
adj. R^2	0.234 0	0.053 5	0.234 1	0.162 9	0.045 5	0.163 2
N	4563	4 563	4 563	6 850	6 850	6 850

在表10中,当检验样本为非国有企业时,根据路径“政府补助→实体企业脱实向虚”(Zfbz→Overfin),政府补助的回归系数为-0.332 2,在1%水平上显著,即政府补助抑制脱实向虚在非国有企业中具有显著性。根据路径“政府补助→内部期望绩效压力”(Zfbz→IPP),政府补助的回归系数为-38.198 9,在5%水平上显著,即政府补助降低管理者面临的内部期望绩效压力在非国有企业中具有显著性。根据路径“政府补助→内部期望

绩效压力→实体企业脱实向虚”(Zfbz→IPP→Overfin),政府补助的回归系数为-0.328 2、在1%水平上显著,内部期望绩效压力的回归系数为0.000 1、不具显著性。根据逐步中介效应检验原理,需要做Sobel检验。表11为非国企的Sobel检验结果。在表11中发现在非国有企业中,内部期望绩效压力在政府补助与脱实向虚之间具有显著的部分中介作用。

表 11 非国企的 Sobel 检验结果

变量	Path c	Path a	paths b and c'
Zfbz	-0.416 0 *** (-4.20)	-30.215 8 * (-1.76)	-0.412 3 *** (-4.17)
IPP	-	-	0.000 1 * (1.73)
Control	控制	控制	控制
常数	0.143 1 *** (6.73)	12.246 2 *** (3.32)	0.125 7 *** (10.59)
Year/Industry	控制	控制	控制
adj. R ²	0.107 5	0.010 7	0.107 8
N	6 850	6 850	6 850

对比路径“政府补助→实体企业脱实向虚”,政府补助对脱实向虚的抑制作用在国有企业中不显著,而在非国有企业显著。其原因可能在于,国有企业除了实现股东价值最大化外,还承担更多的企业社会责任,比如帮助政府维持社会稳定、分担一定的政策性负担等^[33],这导致国有企业目标多样性。国有企业接受政府补助后,往往履行非经济目标,对实体资产投入的资金流减少。而非国有企业没有这样的义务,非国有企业接受政府补助后,充分利用政府资源来实现脱虚向实。

六、结论与启示

(一) 结论

研究发现:政府补助与实体企业脱实向虚显著负相关,即政府补助对实体企业脱实向虚发挥了显著的治理效应;内部期望绩效压力在政府补助与实体企业脱实向虚之间具有显著的中介效应,即政府补助通过减少内部期望绩效压力进而抑制实体企业脱实向虚,且这一中介效应仅在非国有企业中具有显著性;管理者受到的内部期望绩效压力、资本市场绩效压力存在联动关系,政府补助通过资本市场绩效压力影响内部期望绩效压力进而抑制实体企业脱实向虚;内部期望绩效压力越大,实体企业脱实向虚程度越高,即“绩效压力”是实体企业脱实向虚的动因。

(二) 启示

第一,进一步持续优化减税降费政策。在理论上,财政补贴、税收优惠等政府补助政策一直存在“扶持之手”与“掠夺之手”的争论。在实践中,从2013—2021年,政府持续推出了高达8.8万亿元的减税降费政策,但有许多质疑声音认为传导链条长、中间多种因素干扰会导致减税降费政策不一定能完全生效。本文研究发现政府补助对实体企业脱实向虚发挥了积极的治理效应,这表明我国减税降费政策在治理“脱实向虚”问题是有效的。为此,需要延续、优化、完善并落实好减税降费政策。

第二,动态管理管理者承受的绩效压力。企业在实施绩效管理时,通常以结果为导向,以效果来评价过程,这使得管理者承受了较大的绩效压力。本文研究发现管理者既可能面临企业内部期望绩效压力,也可能面临外部的资本市场绩效压力,且这两种压力的共鸣互动强化管理者为了短期内实现绩效目标而过度配置金融资产动机和行为。过度金融化削弱了企业的核心竞争力,不利于企业的长远发展。因此,需要将管理者承受的绩效压力作为企业绩效管理的一项重要工作,在数字经济时代,企业绩效管理不仅要以结果为导向,同时也需抓好过程管理。

第三,强化对国企政府补助资金的监督和检查。国有企业与政府有天然的联系,往往容易得到更多的资源分配。当政府实施财政补贴、税收优惠时,国有企业通常是最大的受益方。政府补助是无偿的,但政府补助通常是附有条件的,政府补助需要真正落实促进企业创新和实体投资等目标。但本文的研究发现政府补助对脱实向虚的治理效应在国有企业不具有显著性,这主要在于国有企业并未将政府补助资源全部用于实体资产投资和创新投入,弱化了政府补助扭转“脱实向虚”的功效。为此,有必要加强政府补助资金的监督和检查,促使国有企业充分利用政府资源实现“脱虚向实”。

参考文献:

[1] ORHANGAZI Ö. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973 - 2003[J]. Cambridge journal of economics, 2008, 32(6): 863-886.
[2] 王红建,李茫茫,汤泰劼. 实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响[J]. 中国工业经济, 2016(11):

73-89.

[3] DUCHIN R, GILBERT T, HARFORD J, et al. Precautionary savings with risky assets: when cash is not cash [J]. The journal of finance, 2017, 72(2): 793-852.

[4] 石翔燕, 步丹璐, 文彩虹, 等. 控股股东金融性质与企业金融化[J]. 会计研究, 2023(2): 112-132.

[5] SHIN H S, ZHAO L. Firms as surrogate intermediaries: evidence from emerging economies [R]. Asian development bank working paper, 2013.

[6] 程新生, 杜舒康, 程昱. 行业信息助推下的长效激励决策与创新绩效跃升研究[J]. 管理世界, 2023, 39(8): 172-202.

[7] CHEN W R. Determinants of firms' backward-and forward-looking R&D search behavior [J]. Organization science, 2008, 19(4): 609-622.

[8] 王菁, 程博, 孙元欣. 期望绩效反馈效果对企业研发和慈善捐赠行为的影响[J]. 管理世界, 2014(8): 115-133.

[9] 徐朝辉, 王满四. 财政补贴、企业家信心与实体企业过度金融化[J]. 会计研究, 2023(1): 149-163.

[10] 蒋艺翹, 姚树洁. 组织资本、利益相关者压力与企业绿色创新[J]. 科研管理, 2023, 44(12): 71-81.

[11] 徐超, 庞保庆, 张充. 降低实体税负能否遏制制造业企业“脱实向虚”[J]. 统计研究, 2019, 36(6): 42-53.

[12] 唐飞鹏, 霍文希. 防范“脱实向虚”的另一面: 契税率下调与企业房产投机[J]. 数量经济技术经济研究, 2024, 41(1): 151-171.

[13] 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.

[14] HACKMAN J R. The psychology of self-management in organizations [M]. American psychological association, 1986.

[15] LABIANCA G, FAIRBANK J F, ANDREWSKI G, et al. Striving toward the future: aspiration—performance discrepancies and planned organizational change [J]. Strategic organization, 2009, 7(4): 433-466.

[16] ZHANG Y, GIMENO J. Earnings pressure and competitive behavior: evidence from the US electricity industry [J]. Academy of management journal, 2010, 53(4): 743-768.

[17] BENNER M J. The incumbent discount: stock market categories and response to radical technological change [J]. Academy of management review, 2007, 32(3): 703-720.

[18] 车培荣, 尚茹南, 侯锐. 绩效压力与盈余管理关系探究[J]. 北京邮电大学学报, 2018, 20(6): 65-77.

[19] GREVE H R. A behavioral theory of R&D expenditures and innovations: evidence from shipbuilding [J]. Academy of management journal, 2003, 46(6): 685-702.

[20] KOTILOGLU S, CHEN Y, LECHLER T. Organizational responses to performance feedback: a meta-analytic review [J]. Strategic organization, 2021, 19(2): 285-311.

[21] BARMAN A, DE P K, CHAKRABORTY A K, et al. Optimal pricing policy in a three-layer dual-channel supply chain under government subsidy in green manufacturing [J]. Mathematics and computers in simulation, 2023, 204(2): 401-429.

[22] 余典范, 王超, 陈磊. 政府补助、产业链协同与企业数字化[J]. 经济管理, 2022, 44(5): 63-82.

[23] BEZLEPKINA I, LANSINK A O. Debts, subsidies and performance of Russian agricultural enterprises [C]. Studies on the agricultural and food sector in central and eastern Europe. 2003(20): 67-90.

[24] CATOZZELLA A, VIVARELLI M. The possible adverse impact of innovation subsidies: some evidence from Italy [J]. International entrepreneurship and management journal, 2016, 12(2): 351-368.

[25] TAKALO T, TANAYAMA T. Adverse selection and financing of innovation: is there a need for R&D subsidies? [J]. The journal of technology transfer, 2010, 35(1): 16-41.

[26] 佟爱琴, 陈蔚, TONG, 等. 产权性质、管理层权力与薪酬差距激励效应: 基于政府补助的中介作用[J]. 管理科学, 2017, 30(2): 110-122.

[27] ZHANG H, LI L, ZHOU D, et al. Political connections, government subsidies and firm financial performance: evidence from renewable energy manufacturing in China [J]. Renewable energy, 2014, 63(3): 330-336.

[28] 聂正标. 政府补贴与企业技术创新: 来自新能源产业的证据[J]. 产业经济评论, 2023(6): 27-42.

[29] 王少华, 上官泽明, 吴秋生. 高质量发展背景下实体企业金融化如何助力企业创新: 基于金融化适度性的视角[J]. 上海财经大学学报, 2020, 22(3): 19-34.

[30] GENTRY R J, SHEN W. The impacts of performance relative to analyst forecasts and analyst coverage on firm R&D intensity [J]. Strategic management journal, 2013, 34(1): 121-130.

[31] 夏凡, 冯华. 技术市场规模与区域技术进步: 基于创新投入的多重中介效应分析[J]. 宏观经济研究, 2020(1): 95-111.

[32] IRVINE P J. The incremental impact of analyst initiation of coverage [J]. Journal of corporate finance, 2003, 9(4): 431-451.

[33] 任广乾, 罗新新, 刘莉, 等. 混合所有制改革、控制权配置与国有企业创新投入[J]. 中国软科学, 2022(2): 127-137.

(本文责编: 默 黎)