

零基预算改革与企业投资效率

——基于有为政府赋能有效市场的视角

曹文成 任晓姝*

摘要:深化零基预算改革是打破既有财政资金分配格局,提高资金使用和预算执行效率的重要举措,对于强化财政逆周期调节政策的有效性具有突破性意义。本文将零基预算改革作为一项准自然实验,采用交叠双重差分模型系统探究零基预算改革对企业投资效率的影响及其作用机制。实证结果表明,零基预算改革带来的政府部门整体财政支出效率提升,显著提高了企业投资效率。作用机制检验表明,零基预算改革提升企业投资效率的核心逻辑在于降低企业面临的制度性交易成本、改善企业融资环境和降低企业的市场不确定性预期。进一步研究发现,零基预算改革不仅抑制了企业的过度投资,还缓解了企业的投资不足。此外,零基预算改革通过提升投资效率促进了企业价值提升。本文从企业投资效率视角为零基预算改革的微观有效性提供了经验证据,对于新时期全面实施零基预算改革以推动财政资金使用提质增效和实现经济高质量发展具有重要的启示意义。

关键词:零基预算改革 企业投资效率 制度性交易成本 融资环境 不确定性预期

一、引言

在中国经济迈向高质量发展的关键阶段,作为拉动GDP增长“三驾马车”之一的投资被赋予了前所未有的重要战略意义。习近平总书记强调,要“扩大有效益

* 曹文成,博士研究生,中国人民大学商学院,电子邮箱:wencheng0709@163.com;任晓姝(通讯作者),博士研究生,厦门大学管理学院,电子邮箱:rxsss1998@163.com。本文获得国家自然科学基金青年项目(72503131)的资助。本文未使用AI。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

的投资,形成消费和投资相互促进的良性循环”。2016年国务院常务会议指出,合理扩大有效投资。2024年中央经济工作会议进一步强调“加强财政与金融的配合,以政府投资有效带动社会投资”,并提出要“提高投资效益”,通过扩大有效投资进一步稳定预期、激发活力,推动经济持续回升向好。2025年党的二十届四中全会将“扩大有效投资”作为构建新发展格局的核心抓手,明确提出“保持投资合理增长,提高投资效益”的战略部署,强调聚焦提高投资效益精准发力,以有效投资驱动高质量发展。作为投资活动最基本、最活跃的主体,企业是资源配置中通过质量效益提升和全要素生产率提升创造乘数效应的核心载体,承担着推动创新和供给侧结构升级的重要任务。由此可见,探索如何提升微观企业的投资效率,持续增强投资增长后劲以实现经济持续健康发展始终是各级政府部门的工作重点。

学界已经围绕如何引导微观主体扩大有效投资规模、着力提高投资效率开展了深入研究(蔡庆丰和陈熠辉,2023)。从实际情况来看,企业投资效率通常取决于企业能否将有限的资本资源投入边际回报率不低于其资本成本的项目中(Richardson,2006)。部分学者发现企业的投资效率受到委托代理问题、内部控制环境以及融资约束等因素的影响(Shleifer和Vishny,1989;Zheng和Xiao,2020)。当企业在代理冲突严重或外部监督不足时,很可能进行超出最优规模的非理性投资(李万福等,2011);企业内部融资能力弱、外部融资约束强时无法实现原本应有的最优投资水平,则会降低资源配置效率和投入产出比(喻坤等,2014)。但随着企业内部控制的改善以及委托代理问题缓解,企业投资效率会显著提高(柳建华等,2015)。此外,企业面临的投融资环境的改善,也会提高企业资金可得性,从而促进企业积极扩大有效投资规模并提高投资效率(马融和王光丽,2025)。另有部分学者重点关注政府行为、法治环境等宏观环境对企业投资效率的影响(赵仁杰和范子英,2021)。特别地,申志轩等(2025)研究发现,政府进行数字治理改革可以提升政府协同治理能力和政府政策透明度,降低企业制度性交易成本和面临的政策不确定性,进而促进企业投资效率提升。莫长炜等(2024)的研究表明,提高政府财政支出效率能够产生直接的扩张需求效应,从而对企业投资产生促进作用。然而,政府财政支出效率的提高离不开政府有效的预算管理体制(孙克竞等,2023)。因此,从制度的角度提升财政资源配置效率和资金使用效益,让有效的产业发展和升级得到应有的财政支持,已成为政府预算管理制度创新的重要方向。

不同于当前普遍采用的“基数+增长”模式,零基预算为重构政府预算编制逻辑提供了新的技术支撑。为进一步优化政府支出结构和提高财政资金使用效率,自2014年新修订的《中华人民共和国预算法》实施之后,多地重新探索零基预算试点,开展强化定额、定员管理、硬化预算约束等改革。例如,2014年广东省正式印发《广

东省省级财政零基预算改革方案》,明确自2015年启动改革试点工作,探索试行零基预算改革。2015年陕西省印发《陕西省人民政府关于深化预算管理制度改革的实施意见》,要求完善财政专项资金预算分配方式,推行零基预算。进一步地,为推动零基预算改革不断深入,2021年国务院发布《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(国发〔2021〕5号),要求积极运用零基预算理念。2024年,党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》明确提出,要“深化零基预算改革”。2025年,零基预算改革首次写入政府工作报告,提出要“开展中央部门零基预算改革试点,支持地方深化零基预算改革”。零基预算改革打破了传统的“基数+增长”模式,遵循让资金跟着项目走、项目跟着政策走,先谋事、再排钱,将有限的资金花在刀刃上的预算编制思路,旨在打破现行预算编制“基数”观念和支出固化僵化格局,破解路径依赖和惯性支出,以提高财政资源配置效率和资金使用效益,让有限的资金发挥最大的效益(崔惠玉等,2025)。作为当前预算管理制度改革的重要抓手,零基预算改革对于构建更透明、更高效的现代财政制度具有重要意义。目前有少数研究关注到了政府预算管理对微观企业行为的影响(刘蓉等,2023),然而,尽管近年来零基预算改革在地方实践中不断推进,但对零基预算改革经济后果的关注不足,特别是零基预算改革对微观企业行为影响的系统研究仍相对有限。因此,通过厘清零基预算改革与企业投资效率的内在关系,可以丰富对于企业投资效率决定因素以及零基预算改革经济后果的学术认知,并为建成与中国式现代化相适应的中国特色零基预算制度提供经验数据支撑。

既有研究表明,在政府重点支出刚性增长的情况下,零基预算改革作为为经济社会高质量发展提供财政保障的系统性工程,不仅能够实现财政资金的最优配置(Lewis, 1952),还能够促进政府治理体系完善和治理能力提升。实体企业作为经济体系中的基本微观单元,其行为容易受到宏观经济政策环境的影响。大量文献表明,加快建设现代化的预算管理制度能够有效规范政府收支行为,提升政府治理效能,从而能够降低制度性交易成本和改善企业市场预期,最终实现企业经营绩效提升(吕冰洋等,2022)。理论上,零基预算改革能够通过提高财政资金配置效率和使用效益,重塑企业所处的市场环境、融资环境和资源获取条件,从而影响微观企业的投资决策。第一,在政府预算分配环节,零基预算改革打破了政府财政的既有支出惯性,使财政资源能够更多流向与公共治理和市场运行相关的关键领域,从而降低企业在制度性交易过程中面临的成本,改善整体营商环境,有助于减少企业在投资决策中的制度性摩擦。第二,零基预算改革通过提升政府财政资金使用绩效、增强财政资源统筹能力,有助于减少资源配置的效率损失,降低政府活动对企业信贷资源的挤出效应,进而释放更多银行信贷资源、优化企业融资环境,使企业能够更有效地响应市场投资机会,最终促进企业投资效率的提升。第三,零基预算改革通

过增强政府支出的稳定性,能够使企业持更乐观的市场预期,缓解企业在投资过程中因外部环境波动而产生的观望情绪。同时,政府支出方向和政策重点的公开透明也有利于推动企业更理性和高效地配置资本。因此,本文预期零基预算改革的实施有助于提高企业投资效率。

基于上述分析,本文将各地区零基预算改革的探索推进作为一项准自然实验,对零基预算改革和地方政府财政支出效率的关系进行事实检验,证实了零基预算改革对政府部门整体财政支出效率的提升作用。继而综合选取2009~2023年中国沪深A股非金融类上市公司年度样本数据,通过构建公司一年度双向固定效应的交叠双重差分模型,系统考察了零基预算改革对企业投资效率的影响及其作用机制。较之以往文献,本文的边际贡献主要体现在以下几个方面。第一,丰富和拓展了财政政策对企业投资效率影响的研究。已有文献聚焦于宏观层面的财政政策变量和具体财政制度变革对企业投资或经济增长的影响(韩东平和张鹏,2015),在研究预算制度对企业行为影响的文献中,也多关注预算透明度等因素(吕冰洋等,2022)。零基预算作为一种重构预算编制逻辑、提升支出效率的新型制度工具,其对资源配置及企业投资行为的影响尚缺乏系统性分析。本文将零基预算改革纳入财政制度研究框架,为财政政策研究提供了新的理论视角与实证维度。

第二,为零基预算改革实施效果提供了企业层面的微观经验证据。以零基预算为核心的预算管理制度改革已上升为国家层面的财政管理革新,其目标是打破预算编制的路径依赖、压缩低效无效支出、提升财政资金使用效益。但在政策层面和实践层面,零基预算改革实施效果的评估尚处于探索阶段,尤其缺乏以微观企业为研究对象的经验证据。本文将地方政府零基预算改革的试点推进作为准自然实验识别改革对企业投资效率的因果效应,填补了当前零基预算改革效果评估在企业层面研究的空白,验证了零基预算改革在微观经济层面的正向外部性效应。

第三,本文的研究结论具有较强的政策意义。近年来,政府部门把“提振消费、提高投资效益、全面扩大内需”作为九大重点经济任务之首,部署了一系列积极扩大有效投资以增强投资增长后劲的相关政策。本文结论表明,零基预算改革通过降低企业的制度性交易成本、改善企业的融资环境和降低企业的市场不确定性预期,进而显著提高了企业投资效率,且这种影响因企业特征、所处地区特征的不同存在显著差异。这启示政府部门应加快构建“普惠+精准”的零基预算改革政策组合,避免因“一刀切”式决策而出现“政策洼地”或“制度断层”。此外,本文还发现零基预算改革显著提高了企业价值。这一研究结论亦对政府部门加快实施零基预算改革以实现经济高质量发展提供了较强的现实借鉴意义。

二、制度背景与研究假设

(一)制度背景

鉴于宏观经济形势变化及财政收支压力持续加大,财政部在预算报告中作出“2025年财政收支矛盾仍然突出”的判断。如何在重点支出刚性增长的情况下,为经济社会高质量发展提供财政保障,成为各级政府的重点任务。在传统预算模式下,财政预算一般以上年支出为基数,适当考虑一定增长比例分配资金。与“基数预算”相比,财政零基预算管理不受以往预算安排情况的影响,所有预算支出均以“零”为基点编制,有助于打破支出固化格局,构建应省尽省、讲求绩效的资金安排机制,充分发挥财政资金效益。在当前财政紧平衡背景下,深化零基预算改革被寄予厚望。零基预算改革的核心在于卡紧预算“编制关”,一方面要打破支出固化格局,贯彻“先谋事、后排钱”的理念,保证财政预算紧扣重大战略安排,提升保障重点的能力;另一方面要加强预算资金绩效目标的编制和审核,压减一般性支出用于保障重点支出,从而达到优化预算支出结构的目的。值得注意的是,零基预算并非全新的制度创新,而是在长期财政体制改革探索中不断完善成果。

中国对零基预算的探索最早可追溯至20世纪90年代,河北、湖北、安徽等地试图通过强化定员定额管理、统一预算标准,缓解财政压力。2014年《中华人民共和国预算法》的颁布为加快建立和完善现代财政制度提供了强有力支持。广东、陕西等地区开展了新一轮零基预算实践探索,通过逐项审核支出、建立分类定员定额体系和完善项目评估机制,为改革奠定了制度基础。2019年,受一系列减收增支因素叠加影响,天津、贵州等省市施行预算改革。贵州“资金跟着项目走”、天津“全流程闭环管理”,均体现出以“零”为起点、突出项目审核与绩效评价的特点,推动了零基预算改革不断深入。此后,《关于2019年中央和地方预算执行情况与2020年中央和地方预算草案的报告》明确提出,要深化预算管理制度改革,运用零基预算理念,打破支出固化格局,提高预算编制的科学性和准确性。2020年,浙江与宁夏积极推行零基预算,致力于提升预算编制的科学化、标准化、规范化水平。2021年,国务院发布《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(国发〔2021〕5号),要求坚持量入为出原则,积极运用零基预算理念,打破支出固化僵化格局,合理确定支出预算规模,调整完善相关重点支出的预算编制程序,不再与财政收支增幅或生产总值层层挂钩。随后三年内,安徽、云南等省市相继出台相应的零基预算改革方案,创新性地引入竞争筛选、绩效评价等机制,并与数字财政建设相结合,推动改革走向纵深。为了进一步推动零基预算制度的横向边界不断扩展,2024年,党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》明确提出,要“深化零基预算改革”,为零基预算的推进提供了明确的中央层面指引。随后,四川、吉林、江苏、湖南、内蒙古等省区陆续部署深化零基预算改革的实施方案。更突出地,2025年《政府工作

报告》首次将零基预算改革写入其中,明确要开展中央部门零基预算改革试点,支持地方深化零基预算改革,标志着零基预算改革上升为国家层面的财政管理革新。

零基预算改革既有多年逐渐完善的分税制财政体制作为基础,更伴随着新预算法的实施和新一轮财税体制改革的推行。总体来看,各地在零基预算改革实务探索中,侧重点和力度均有所不同,但零基预算改革的阶段性成效已逐渐显现。例如,江西省在2025年预算中退出142个到期项目,腾出资金7.3亿元,省本级率先压减行政开支,会议费、培训费、委托业务费支出同比分别下降31.4%、46.1%、19.1%;广东省2025年预算中优化调整专项资金项目112个,腾出超过100亿元资金,同时取消支出项目180个,收回27亿元,并推动科技创新、就业创业、县镇村建设、贴息担保等4类资金整合,破解多头安排、交叉重叠问题;安徽省2023年全面清理了省级185项支出政策,变“只增不减”为“能增能减”,2024年预算部门项目数较改革前下降22%,并在此基础上出台了稳经济一揽子政策措施。

为进一步揭示零基预算改革对地方政府支出效率的实际影响,本文选取2009~2023年全国城市层面的样本数据进行分析。附表1和附图1的实证结果显示^①,零基预算改革显著提升了政府财政支出效率,凸显了地方政府通过推进零基预算改革,在优化财政支出结构、提升财政资源配置效率与资金使用效益方面的积极作用。这也正是当前背景下,零基预算理念重新受到重视,并被确立为财税体制改革核心任务的现实动因。

整体而言,零基预算改革突破了传统的“基数+增长”预算编制模式,通过建立更为实质性的支出退出机制、强化以优先级排序为基础的项目运作方式,缓解了支出固化与僵化问题。同时,改革通过细化预算标准、引入绩效评价机制,极大促进了财政支出结构的优化和资金使用效率的提升。此外,该改革也为统筹财政资源、推进政府治理能力现代化提供了重要的制度保障。因此,零基预算改革对于加快建设与中国式现代化相适应的预算管理制度,最终实现资源配置效率与国家治理能力的双重提升,以及促进实体经济的高质量发展具有重要意义。本文接下来将重点探讨在提升政府财政支出效率的背景下,零基预算改革是否能够进一步促进实体经济部门投资效率的提高。

(二)理论分析与研究假设

企业投资行为是其资源配置、战略执行和价值创造的核心环节,直接关系到企业的成长性、竞争力与可持续发展能力(马融和王光丽,2025)。然而,企业不仅要做出是否投资的决策,更重要的是要实现投资效率的最优化,即在资源约束条件下,使资本投入产出比最大化。现实中,非效率投资广泛存在于实际企业运营中,融资约束、政策不确定性或管理层风险规避倾向往往引发投资不足,导致企业错失

^① 本文附录详见《数量经济技术经济研究》杂志网站,下同。

市场扩张和技术升级机会(申志轩等,2025;叶永卫等,2025);而投资过度则多源于代理问题下的非理性逐利、过度乐观预期或资本误配,往往造成资源浪费与财务风险累积(Richardson,2006)。无论是投资不足还是投资过度,都会降低资本使用效率,甚至影响企业长期价值和可持续经营能力。对此,已有研究基于公司内部治理和外部监督机制对影响企业投资效率的因素进行了广泛的探讨。特别地,部分学者发现政府行为等宏观因素是影响企业投资效率的重要方面(郝颖和刘星,2011)。政府构建公平竞争的市场机制,能够发挥有效的外部监督和治理作用,通过降低企业代理成本和挤出企业无效率行为,提高企业投资效率(王雄元和徐晶,2022)。而且政府治理能力的提高可以通过“有为政府”与“有效市场”双重赋能,降低企业的制度性交易成本和缓解企业的不确定性预期,最终为企业投资效率的提升提供有力的支持(申志轩等,2025)。

零基预算改革是深化财税体制改革中的核心内容,其核心在于打破当前普遍采用的“基数+调整”模式,要求各级政府部门在预算编制过程中“从零开始”。这种预算管理模式的转变,有助于提升政府预算管理能力、缓解收支矛盾,并打破既有支出格局的固化与僵化(张平等,2025)。该制度变革不仅是财政管理方式的调整,还可能通过财政支出结构的优化和预算透明度的提升,深刻改变企业所处的外部环境,从而对企业投资效率产生影响。本文认为,零基预算改革可以通过降低制度性交易成本、改善融资环境和降低市场不确定性预期三个渠道提高企业投资效率。

1.降低企业面临的制度性交易成本

由于企业生产经营活动嵌入于政府部门的严格监管与公共服务供给体系中,其面临的制度性交易成本往往由公共服务供给不足、部门间不兼容等引发(王雄元和徐晶,2022)。相关研究一致认为,企业在生产经营过程中因应对制度摩擦产生的外部制度性交易成本越高,企业的投资效率越低(Chen等,2011)。以有为政府赋能有效市场,提高政府治理现代化水平是降低企业因遵循政府的公共制度而产生的制度性交易成本的重要渠道(申志轩等,2025)。零基预算改革通过“从零开始”的系统性改革方式突破传统模式的路径依赖,有助于在财政紧平衡状态下打破支出固化格局,通过在资源配置效率与公共服务需求间寻求新的平衡来协调政府与市场的资源配置方式。这种积极的政府行为有望从制度供给的视角降低企业面临的制度性交易成本,促使企业能够将更多的资源投入有助于提高企业价值的项目中。从制度转型视角来看,零基预算改革强调加强跨部门、跨领域的资金整合与政策协调,注重通过预算一体化系统打破“数据孤岛”,以提升预算编制与执行的规则一致性和部门协同性,从而实现财政资源统筹。这有利于推动预算管理由粗放向精细化转型,并相应促进政府职能优化与财政治理能力提升。这不仅能够降低企业在生产经营各环节的时间成本与沟通成本,也有助于减少因政府部门执行口径

不一致导致的制度摩擦,从而缓解企业因面临的制度性交易成本较高而导致的低效率投资行为。从市场环境来看,零基预算改革是程序性和理念性的变革,增强了财政资金分配过程的规范性和透明度,能够塑造公开、透明的市场竞争机制,减少行政随意调整空间与寻租激励,进而降低企业投资活动各环节所面临的制度摩擦。申志轩等(2025)也认为,提高组织协同效率能降低企业在生产经营环节面临的制度性交易成本,驱动企业管理层做出更为理性的投资决策,以此促进投资效率提升。因此,零基预算改革通过优化财政资源配置与制度执行机制,有助于降低企业面临的制度性交易成本,提升其投资效率。

2. 改善企业融资环境

融资环境是企业投资决策的重要约束条件,充足的资金供给有助于企业及时把握优质投资机会,提升其投资意愿与决策理性(祁毓等,2025),并缓解投融资期限错配,进而显著提升企业的投资效率。然而,不完美市场条件下,市场摩擦将会为资金流动与交易带来额外风险与成本,导致企业难以获得足够的资金以匹配其发现的投资机会(喻坤等,2014)。从企业资金“融之不易”角度来看,零基预算改革能够提高财政支出效率,并缓解政府对企业信贷资源的挤占,有助于重塑企业的融资环境,提高银行信贷可得性,降低信贷融资成本。已有研究表明,外部融资摩擦会抬升外部融资溢价并诱发资本错配,进而导致投资效率损失(马融和王光丽,2025);特别地,在金融抑制的客观环境下,政府对企业信贷资源的挤占不仅会推高企业融资成本,还会挤出企业投资(余海跃和康书隆,2020),这也为本文提供了间接的证据支撑。在财政紧平衡的状态下,地方政府往往更加依赖融资来维持支出责任(梁若冰和王群群,2021),从而会挤占有限的金融资源。与此同时,商业银行的信贷投放偏好也使信贷资源进一步向政府部门集中,企业的信贷资源被进一步挤占,使企业面临更高的融资成本和融资约束。而零基预算改革以破解预算固化、提升资源配置效率为核心,能够通过统筹协调财政资源、依优先级排序项目,推动预算管理从局部优化到整体优化转变,有助于提升财政支出效率,并及时清理和退出低效的政府项目,减少政府资金的低效无效占用,进而改善企业的外部融资环境,为企业积极把握好的投资机会提供优质信贷资源供应。此外,零基预算改革强调将预算绩效管理嵌入预算全过程。通过强化成本效益约束、推动绩效结果与预算安排的硬挂钩,能够驱动政府部门积极争取上级转移支付与竞争性资金,高效利用专项债与国债等统筹性资源,并通过盘活存量资产、引导社会力量积极参与公共服务等方式来拓宽资金渠道,从而增强自我造血能力。在此基础上,政府对企业信贷资源的挤出效应将得以有效缓解,商业银行信贷投放偏好亦可能有效改善,从而有助于优化企业融资环境,促使企业更积极的把握投资机会,进而促进企业投资效率提升。

3. 降低企业的市场不确定性预期

新古典主义投资理论认为,保持稳定的市场预期是影响企业投资效率的重要

宏观因素(Jorgenson, 1963)。当市场预期存在较大不确定性时,企业往往倾向于推迟投资,以避免因政策或市场条件变化而导致的损失。这种“观望”行为虽然在短期内降低了风险,但会削弱资本配置效率。彭涛等(2021)的研究表明,市场主体对外部不确定性预期的提高会增加管理层的风险规避行为,导致企业错失最佳投资机会而出现投资效率损失。同时,外部不确定性的上升还会产生较高的外部融资溢价,进而通过金融摩擦渠道降低企业投资效率(谭小芬和张文婧,2017)。稳定的市场预期不仅能够增强企业经营稳定性和投资信心(叶永卫等,2025),还能够提高银行的信贷供给意愿。传统的“基数+增长”预算模式依赖历史基数,使得预算安排难以根据实际情况和政策重点进行灵活调整,削弱了财政资源的配置效率。零基预算改革通过建立年度预算归零机制,强化了预算编制的科学性、规范性和公开性,有助于降低历史基数的路径依赖,为政府应对突发事件等不确定性支出预留政策空间,增强政府财政行为的前瞻性。更重要的是,零基预算改革通过制度化约束强化了政策执行的连贯性,这种制度稳定性不仅提高了预算透明度,还有助于为经济发展注入确定性,从而确保市场主体持更乐观的市场预期,帮助其充分把握投资机会以实现企业价值提升(邵磊和唐盟,2019)。零基预算改革通过积极配置财政资金和优化财政支出结构能够强化政府部门在项目中的支出责任。根据信号传递理论,财政支出效率提升还会向市场释放强烈的正向信号,促使企业形成积极的市场预期。同时,零基预算改革也能够通过寻求财政资源配置效率与公共服务需求间新的平衡,使微观市场主体有更加乐观的市场预期。例如,广东省在零基预算改革方案中提出改变以往财政部门一家审核部门预算的模式,在产业政策、信息化建设及运维两个领域建立重点领域协同审核机制,实现政策、资金、工作有效整合,促进政策协同发力。于文超等(2020)的研究也表明,减少政府行为的“不可预期性”有助于降低企业面临的“事后”政策不确定性,帮助企业精准评估投资项目的预期现金流和潜在收益,准确识别投资机会,避免因政策预期偏误而导致的低效率投资行为。换言之,零基预算改革在优化财政行为规范的同时,也提升了市场环境的可预期性,为企业投资决策提供了稳定的外部条件。因此,零基预算改革可以通过降低企业的市场不确定性预期,进而提升投资效率。

基于以上分析,本文提出研究假说:零基预算改革会提升企业投资效率。

三、研究设计

(一)识别策略与研究模型

考虑到零基预算改革在各地区逐步推进所形成的“地区—时间”维度差异,恰好为本文构建交叠双重差分识别策略提供了良好的准自然实验环境。借鉴已有研究(申志轩等,2025),本文构建如下计量模型对研究假说进行检验:

$$Inveff_{ipt} = \alpha_0 + \theta_1 Reform_{pt} + \gamma_1 X_{ipt}^f + \gamma_2 X_{ipt}^p + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{ipt} \quad (1)$$

其中, i 、 p 和 t 分别代表企业、省份和年份;被解释变量 $Inveff_{ipt}$ 为省份 p 的企业 i 在第 t 年的投资效率;核心解释变量 $Reform_{pt}$ 为企业所在省份 p 在第 t 年是否实施零基预算改革的政策虚拟变量; X_{ipt}^f 和 X_{ipt}^p 分别表示企业层面和地区层面的一系列影响企业投资效率的因素; ε_{ipt} 为随机干扰项。此外,为了进一步缓解由宏观趋势变动和不随时间变化的企业个体特质等两类不可观测的遗漏变量带来的内生性问题,本文还控制了企业固定效应(μ_i)与时间固定效应(δ_t)。特别地,由于零基预算改革政策试点是在省份层面展开,为有效缓解混合横截面数据的序列相关和截面异方差问题,本文对回归系数的标准误在省份层面进行了聚类处理。在计量模型(1)中,本文重点关注零基预算改革政策虚拟变量 $Reform$ 的估计系数 θ_1 ,其捕捉了零基预算改革对企业投资效率的实际影响。如果 $Reform$ 的估计系数显著为负,则表明零基预算改革显著提高了企业投资效率,验证了研究假说。

(二)变量选取与定义

1. 企业投资效率

被解释变量为企业投资效率($Inveff$)。参考现有研究(Richardson, 2006;申志轩等, 2025),本文采用投资效率估计模型的回归残差的绝对值来刻画企业的投资效率($Inveff$)^①。 $Inveff$ 的数值越大,说明企业的投资效率越低。

2. 零基预算改革

核心解释变量为零基预算改革 $Reform$,采用虚拟变量进行定义。本文以企业所在的各个地方政府零基预算试点政策发布的具体时间来划分实验组和对照组。如果企业所在地政府在某年发布了零基预算改革试点政策,则当年及以后年份 $Reform$ 赋值为1,否则为0。 $Reform$ 相当于传统双重差分模型中的交互项,其刻画了企业所在地方政府开展零基预算改革试点政策的动态演进趋势。

3. 控制变量

在借鉴以往研究的基础上(Rajkovic, 2020;马融和王光丽, 2025;申志轩等, 2025),本文控制了企业层面可能影响企业投资效率的因素 X_{ipt}^f ,具体度量方式依次为:资产规模($Asset$),用对数化的期末资产总额表征;企业年龄(Age),用对数化的企业成立年限表征;产权性质(Soe),国有企业取值为1,否则为0;盈利能力(ROA),用企业净利润与总资产的比值表征;企业现金流量($Cash$),用企业期末现金持有量与资产总额的比值表征;资产负债率(Lev),用企业期末负债总额与资产总额的比值表征;固定资产比(PPE),用固定资产净额与总资产之比表征;股权制衡度($Balance$),用企业第2-5大股东的持股比例与第一大股东的持股比例的比值表征;独立董事占比($Indep$),用独立董事人数除以董事会总人数表征。

① 投资效率估计模型的具体设定详见附录。

此外,考虑到零基预算改革政策的实施与地区经济发展水平密切相关,本文还控制了地区层面的影响因素 X_{pt}^c ,包括地区经济发展水平($GDPR$),等于地区生产总值年度增长率;地区财政支出规模(Exp),等于地区财政支出与地区生产总值的比值。

(三)样本选择与数据来源

本文以2009~2023年中国沪深A股非金融类上市公司为初始研究对象^①。按照研究惯例与研究需要,本文剔除了金融行业样本、ST类样本、剔除资不抵债以及样本期间存在数据缺失的观测值,最终得到38696个企业一年度样本观测值。此外,对所有连续变量在总样本上下1%的水平进行Winsorize处理,以消除极端异常值对回归结果的影响。本文使用的地方政府零基预算改革数据通过手工整理获得,企业财务与治理数据主要来源于CSMAR数据库和CNRDS数据库。本文采用Stata18.0 MP软件进行数据处理与实证分析。主要变量的描述性统计结果详见附表2。

四、实证结果与分析

(一)基准回归结果

本文基于回归模型(1)对零基预算改革与企业投资效率之间的因果关系进行参数估计,检验结果如表1所示。其中,表1列(1)报告了仅控制企业固定效应和年份固定效应时零基预算改革对企业投资效率影响的检验结果, $Reform$ 的估计系数为-0.005,在1%的水平上显著为负,这初步为前文的理论分析提供了经验证据。同时,列(2)至列(5)为在列(1)的基础上逐步纳入控制变量的检验结果。可以看出,控制了其他因素的影响之后,核心解释变量 $Reform$ 的估计系数仍显著为负,说明零基预算改革显著提高了企业投资效率,研究结果具有一定的稳健性。此外,参考Beck等(2010)的做法,本文选择Weibull Hazard参数估计模型实证检验了零基预算改革相对企业投资效率的外生性^②。

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|---------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | <i>Inveff</i> | <i>Inveff</i> | <i>Inveff</i> | <i>Inveff</i> | <i>Inveff</i> |
| <i>Reform</i> | -0.005*** (0.002) | -0.006*** (0.002) | -0.006*** (0.002) | -0.006*** (0.002) | -0.006*** (0.002) |
| 控制变量 | 否 | 部分 | 部分 | 部分 | 是 |
| 企业固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |

① 样本区间选择的原因详见附录。

② 零基预算改革的外生性检验结果详见附表3。

(续)

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | <i>Inveff</i> | <i>Inveff</i> | <i>Inveff</i> | <i>Inveff</i> | <i>Inveff</i> |
| 年份固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 样本量 | 38696 | 38696 | 38696 | 38696 | 38696 |
| 调整R ² 值 | 0.181 | 0.187 | 0.193 | 0.194 | 0.194 |

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著，括号内为聚类到省份层面的稳健标准误。

(二)稳健性检验

1. 事前平行趋势与动态效应检验

双重差分模型使用的前提假设是处理组和控制组在政策实施前具有平行趋势。参考既有研究(Beck等,2010),本文使用事件研究法检验实验组和对照组两组样本的企业投资效率在零基预算改革之前是否存在显著差异。本文选取零基预算改革前3年和后4年作为观测时间段,将零基预算改革前一年作为基准年份,以排除共线性问题的干扰。图1绘出了95%置信区间下的动态趋势检验估计结果。结果表明,在零基预算改革之前,回归参数均未通过显著性检验,满足事前平行趋势;自零基预算改革当年开始(除改革后第3年不显著外),政策效应持续数年,这表明了零基预算改革对企业投资效率的促进作用,证明了本文双重差分模型识别策略的有效性。

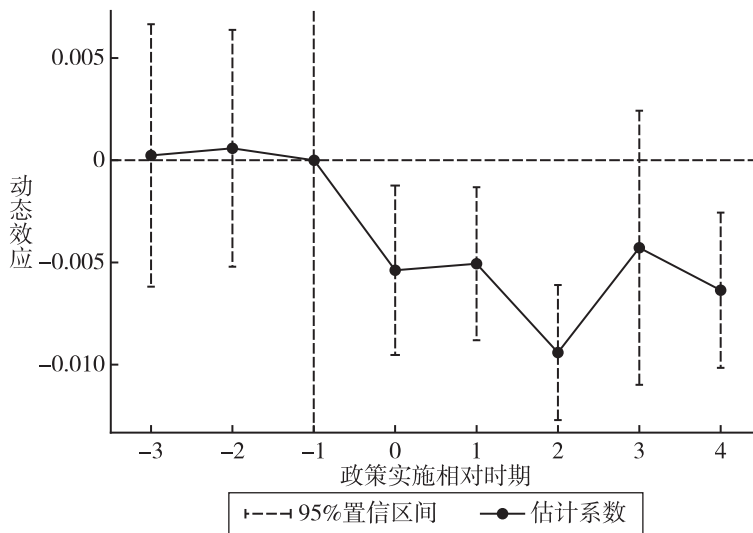


图1 企业投资效率动态趋势检验结果

2. 异质性处理效应检验

既有关于交叠双重差分的文献发现,交叠双重差分可看作是多种不同处理效果的加权平均值,但由于其负权重的存在会导致原始估计产生偏差(Sun 和 Abraham, 2021; 刘冲等, 2022; Nyborg 和 Woschitz, 2025)。为缓解异质性处理效应对参数估计的影响,本文采用 Cengiz 等(2019)提出的堆叠估计量,以及 Clarke 和 Tapia-Schyte(2021)、Sun 和 Abraham(2021)的方法重新估计零基预算改革对企业投资效率的动态影响效应。图 2(a)和图 2(b)报告了在 95% 置信区间下相应的修正后动态效应分析图。结果显示,在考虑了异质性处理效应之后,实验组和控制组企业的投资效率在零基预算改革之前并无显著差异,本文的基准回归结果依然稳健。

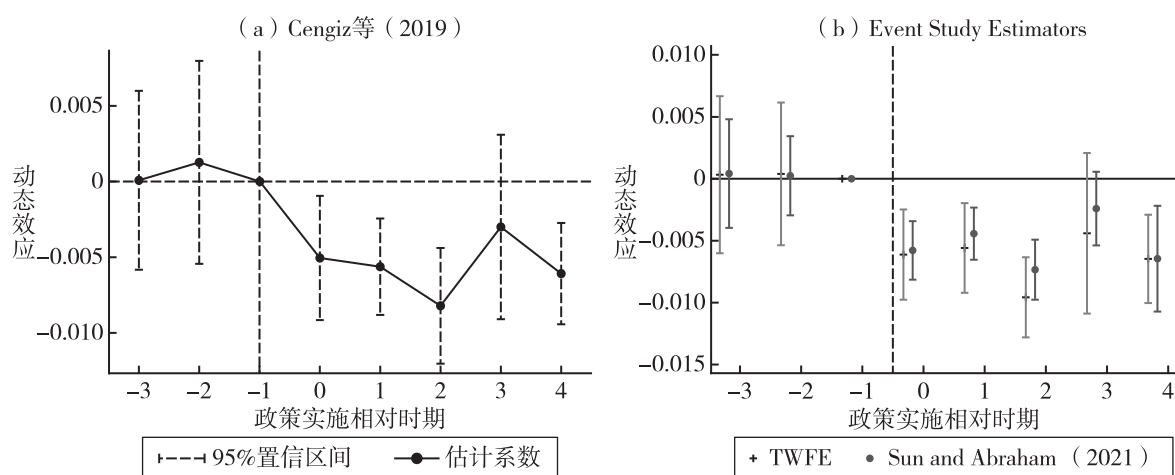


图 2 修正后动态趋势检验结果

3. 安慰剂检验

为了进一步排除其他未观察到的随机因素对零基预算改革政策效果的干扰,以保证结论的稳健性,采用随机构造虚假处理组和政策时间的方式进行安慰剂检验。本文通过在全部样本数据集中随机设置政策发生时间,并且在省份层面进行随机分配来构造虚拟的实验组和对照组,进而构建出“新”的零基预算改革政策虚拟变量 \widetilde{Reform} ,对回归模型(1)重新进行参数估计。为避免偶然性结果,重复上述过程 1000 次。图 3 报告了 1000 次随机抽取的交互项的估计系数的分布及其对应 P 值。检验结果说明,1000 次随机分配的安慰剂样本几乎不具有相同的处理效应,验证了基准回归结果并非偶然因素所致。

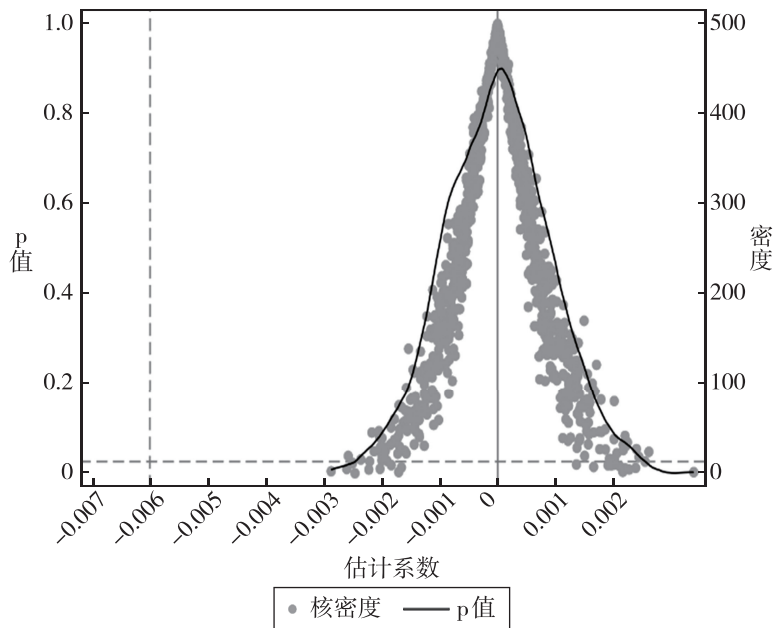


图3 安慰剂检验结果

4. 内生性检验

为进一步缓解潜在内生性问题带来的干扰,采取排除滞后性问题、控制事前趋势、控制时间趋势、排除不可观测的行业时变特征和行业省份特征等方法来进行稳健性检验。此外,还采用倾向得分匹配和熵平衡匹配等方法来进行稳健性检验。附表4和附表5中的实证结果表明本文的结论依然成立。

5. 变量敏感性检验

为排除变量度量方法对本文基本结论的影响,进一步改变企业投资效率的测度模型:一是采用Biddle等(2009)模型回归残差项的绝对值来度量企业投资效率(*Inveff2*);二是采用Chen等(2011)的投资模型回归残差的绝对值来衡量企业投资效率(*Inveff3*);三是参考既有研究(王雄元和徐晶,2022;Xu等,2024),使用“投资—投资机会”敏感性模型来测度企业投资效率。附表6表明本文的核心结论不受关键变量测度方式的影响。

6. 其他稳健性检验

为进一步增强基准回归结果的稳健性,除了上述检验之外,本文还进行了纳入更多固定效应、排除政策实施层级和实施范围偏差的影响和改变样本区间的稳健性测试。由附表7的实证结果可知,本研究结论未发生改变。

(三)排除同期其他政策影响

本文还排除了地方债管理体制、预算管理改革、减税降费政策、公共数据开放政策和数字金融发展政策的干扰,并控制了上述政策的联合影响。附表8

的检验结果表明,零基预算改革对企业投资效率的提升作用不受同时期其他政策影响,研究结论真实可靠。

五、作用机制检验、异质性分析与进一步讨论

(一)作用机制检验

前述回归结果证实,零基预算改革能够显著提高企业投资效率。根据理论分析可知,零基预算改革通过降低制度性交易成本、改善企业融资环境和降低企业的市场不确定性预期三个渠道促进企业投资效率提升。接下来,本文对上述机制进行实证检验。

第一,本文考察了零基预算改革是否降低了企业的制度性交易成本。由于企业一般将政府审批和谈判决策成本等事项的相关支出均计入资产负债表的管理费用科目(李华和王爱爱,2025),因此,本文参考既有研究(Cai等,2011;陈骏和徐捍军,2019),采用如下两个指标度量企业面临的制度性交易成本:一是企业的业务招待费与营业收入的比值($Mcost$),为使回归结果可视化,对 $Mcost$ 进行乘以100的技术处理;二是企业的超额管理费用($Rent$)。 $Mcost$ 和 $Rent$ 的数值越大,说明企业面临的制度性交易成本越高,企业的投资环境越差。然后将上述两个变量作为被解释变量进行回归,检验结果如表2列(1)和列(2)所示。观察回归结果可知,核心解释变量 $Reform$ 的估计系数均显著为负,这表明零基预算改革可以在一定程度上改善企业的制度性交易成本,从而验证了制度性交易成本机制。

第二,本文考察了零基预算改革是否改善了企业融资环境。借鉴已有研究(方颖等,2024;马融和王光丽,2025),本文构建如下两个度量指标对企业的融资环境进行刻画。具体做法为:一是采用企业的利息费用与有息负债的比值测度企业的融资成本($Dcost$),为使回归结果可视化,特对 $Dcost$ 进行乘以100的技术处理, $Dcost$ 的数值越大,说明企业面临的债务融资成本越高,融资环境越差;二是选取FC指数来度量企业的融资约束(FC), FC 的数值越大,说明企业的融资约束越严重,企业面临的融资环境越差。然后将上述两个变量作为被解释变量重新对计量模型(1)进行回归,检验结果如表2列(3)和列(4)所示。回归结果显示,核心解释变量 $Reform$ 的估计系数均至少在10%的统计水平上显著为负,表明零基预算改革可以在一定程度上改善企业的融资环境,并通过改善融资环境提高企业投资效率。

第三,本文考察了零基预算改革是否降低了企业的市场不确定性预期。借鉴已有文献的经典做法(叶永卫等,2025),采用聂辉华等(2020)基于上市公司“管理层讨论与分析”模块利用文本分析方法计算得到的经济政策不确定性词语数量占比($PEPU1$)和经济政策不确定性句子数量占比($PEPU2$)来刻画企业对市场的的市场不确定性预期。 $PEPU1$ 和 $PEPU2$ 的数值越大,说明企业预期的市场不确定性程度越

高。检验结果如表2列(5)和列(6)所示。回归结果显示,核心解释变量 *Reform* 的估计系数均显著为负,这表明零基预算改革可以在一定程度上降低企业对市场不确定性的预期,支持了企业市场不确定性预期改善机制。以上结果证实了本文理论分析的可靠性,表明政府零基预算改革可以显著降低企业的制度性交易成本、改善企业的融资环境和降低企业的市场不确定性预期,由此促进企业投资效率提升。

表2 作用机制检验结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|---------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|---------------------|----------------------------|----------------------------|
| | 交易成本机制 <i>Mcost</i> | 融资环境机制 <i>Rent</i> | 融资环境机制 <i>Dcost</i> | 融资环境机制 <i>FC</i> | 市场不确定性预期机制 <i>PEPU1</i> | 市场不确定性预期机制 <i>PEPU2</i> |
| <i>Reform</i> | -0.019** (0.009) | -0.003* (0.002) | -0.314* (0.163) | -0.011** (0.004) | -0.008** (0.003) | -0.135** (0.050) |
| 控制变量 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 企业固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 年份固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 样本量 | 27602 | 38640 | 38696 | 38696 | 32125 | 32173 |
| 调整 R ² 值 | 0.687 | 0.564 | 0.503 | 0.886 | 0.409 | 0.404 |

注:同表1。

(二)异质性分析

第一,企业产权性质的异质性。根据前文理论分析可知,零基预算改革能够提升企业投资效率,根源在于其能够改善企业融资环境。既有研究指出,国有企业不仅面临严格的政府监管与较高的社会关注度,而且便利的融资环境也为其积极扩大有益投资提供了强有力支撑(申志轩等,2025);相对而言,非国有企业则常因市场议价能力较弱、融资渠道相对有限,而面临更高的制度性交易成本与政策不确定性(于文超等,2020),对其积极开展有益投资形成一定的外部融资环境制约。因此,从企业资金“融资不易”角度来看,零基预算改革通过重构财政支出框架,提升了公共资源配置的规范性与透明度,有助于优化非国有企业的融资环境,增加企业资金可得性,进而增强其积极扩大有益投资的信心。基于此逻辑,本文预期,相对于国有企业,零基预算改革对企业投资效率的提升作用在非国有企业中更为凸显。本文依据企业产权性质的不同将企业划分为国有企业和非国有企业两大类,附表9列(1)至列(2)的结果显示,零基预算改革对企业投资效率的促进作用在非国有企业中更强。

第二,企业非税负担的异质性。在要素替代理论框架下,企业非税负担的上升不仅会对企业固定资产投资产生挤出效应,还会挤压企业投资的边际收益和利润空

间,从而诱发投资效率损失(赵仁杰和范子英,2021)。相较于非税负担较轻的企业而言,非税负担较重的企业面临较弱的财务灵活性和更强的资源约束,改革红利难以有效释放。相反地,非税负担较轻的企业拥有更大的资金自主支配空间和资源配置灵活性,能够更好地响应外部制度环境改善带来的投资激励。在零基预算改革彻底打破支出惯性从而提高政府财政资金配置效率的情况下,更有助于借助改革带来的潜在利好优化资源配置,积极将投资机会转化为实际投资,促进企业投资效率提升。本文借鉴既有文献(赵仁杰和范子英,2021)的惯用做法,采用企业应交的相关税费与营业收入的比值来刻画企业的非税负担,基于样本行业一年度中位数将样本划分为非税负担较重组和非税负担较轻组。附表9列(3)、列(4)的结果表明,与非税负担较重的企业相比,零基预算改革对企业投资效率的提升作用在非税负担较轻的企业中更凸显。

第三,地区财政状况的异质性。零基预算改革旨在提升财政支出合理性和资源配置效率,地方政府的财政压力与零基预算改革作用的发挥有直接关联。当地方财政压力较大时,往往意味着地方政府存在财政收入增长乏力、收支矛盾突出的情况。在这种环境下,财政资金的稀缺性使得每一笔支出都面临更严格的效率约束,零基预算改革通过“从零开始”的支出审视与重新分配,能够更有效地清理低效支出,并将有限资源优先投向基础设施、公共服务和科技创新等具有生产外部性的领域,此时其对企业投资环境的改善作用可能更显著。本文参考梁上坤等(2024)的做法,采用企业所在城市的预算支出与预算收入之差除以地区生产总值来刻画地方政府财政压力,将处于样本中位数以上地区划分为地方财政压力较大组,处于样本中位数及以下的地区划分为地方财政压力较小组。附表10列(1)、列(2)的检验结果证实,零基预算改革对企业投资效率的提升作用在地方财政压力较大时更显著。

第四,地区市场化程度的异质性。地区市场化程度可能影响制度变革的实施质量与政策效果的传导效率。理论上,在市场化程度高的地区,更为成熟的市场机制和完善的法制制度更有利于零基预算改革的顺利进行,从而更有效地提升政府支出效率与财政资源配置质量,间接改善企业的投资环境。而在市场化程度较低的地区,零基预算改革可能受到预算执行不规范、信息不透明等问题的制约,导致在微观层面的传导效果被弱化。遵照既有文献的做法,选取中国分省份市场化指数来刻画地区市场化环境,并根据样本中位数将全样本划分为市场化水平较高和市场化水平较低两组。附表10列(3)、列(4)的结果表明,零基预算改革对企业投资效率的提升作用在所处地区市场化水平较高的企业中更为凸显。

(三)进一步讨论

1. 企业投资效率提升方向

考虑到投资过度和投资不足是企业投资效率的两个不同方面,参考已有研究

(曲进和高升好,2015;马融和王光丽,2025),将Richardson(2006)模型残差大于0的部分视为过度投资(*Overinv*),残差小于0的部分视为投资不足(*Underinv*)(进行取绝对值的技术处理),以考察零基预算改革对企业投资效率提升方向的影响,回归结果如表3所示。其中,列(1)、列(2)为零基预算改革对企业过度投资影响的检验结果;列(3)、列(4)为零基预算改革对企业投资不足影响的检验结果。观察上述回归结果可知,无论是否加入控制变量,核心解释变量 *Reform* 的估计系数均显著为负。这表明零基预算改革不仅能够有效抑制企业的过度投资行为,还有助于缓解投资不足。这表明,零基预算改革既缓解了企业在资源受限状况下的“观望”,也避免了政策导向和市场不确定性下的低效投资,为研究假说提供了更有力的证据支持。

表3 企业投资效率提升方向检验结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) |
|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | <i>Overinv</i> | <i>Overinv</i> | <i>Underinv</i> | <i>Underinv</i> |
| | 过度投资 | | 投资不足 | |
| <i>Reform</i> | -0.009** (0.004) | -0.010** (0.004) | -0.004** (0.002) | -0.004** (0.002) |
| 控制变量 | 否 | 是 | 否 | 是 |
| 企业固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 年份固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 样本量 | 16278 | 16278 | 22418 | 22418 |
| 调整R ² 值 | 0.156 | 0.196 | 0.233 | 0.275 |

注:同表1。

2. 企业投资效率提升的经济后果

投资效率是企业资源配置和战略执行的核心指标,其提升不仅反映了资本运用的合理性,更可能对企业长期价值产生重要影响。因此,考察零基预算改革对企业投资效率的影响能否进一步转化为企业价值提升,对于评估政策经济效应具有重要意义。企业价值的提升不仅意味着企业未来现金流更加稳健、盈利能力增强,同时也象征企业市场竞争力和股东财富的积累。为考察零基预算改革对企业价值的影响,本文构建如下计量模型进行检验:

$$TobinQ_{ipt} = \alpha_0 + \theta_1 Reform_{pt} \times Inveff_{ipt} + \theta_2 Reform_{pt} + \theta_3 Inveff_{ipt} + \gamma_1 X_{ipt}^f + \gamma_2 X_{ipt}^p + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{ipt} \quad (2)$$

其中,交互项 $Reform_{pt} \times Inveff_{ipt}$ 的估计系数 θ_1 是关注的重点,当估计系数 θ_1 显著为负时,表明零基预算改革有助于通过改善投资效率进而促进企业价值提升。检验结果如表4所示,可以看出,无论是否纳入所有控制变量,交互项 $Reform \times Inveff$

的估计系数 θ_1 均在5%的水平上显著为负,说明零基预算改革通过降低企业的制度性交易成本、改善企业的融资环境以及降低企业的市场不确定性预期,不仅提高了企业投资效率,也有效转化为了企业的经济价值。这一结果突出显示了零基预算改革在微观经济层面的重要作用,财政制度优化不仅改善了公共资源配置和市场环境,更通过企业投资行为的改善,为企业创造了可持续的价值提升空间。

表4 经济后果检验

| 变量 | (1) | (2) |
|-------------------------------|----------------------|----------------------|
| | <i>TobinQ</i> | <i>TobinQ</i> |
| <i>Reform</i> | -0.022 (0.037) | 0.010 (0.044) |
| <i>Reform</i> × <i>Inveff</i> | -0.425** (0.156) | -0.392** (0.149) |
| <i>Inveff</i> | -0.438*** (0.072) | -0.269*** (0.064) |
| 控制变量 | 否 | 是 |
| 企业固定效应 | 是 | 是 |
| 年份固定效应 | 是 | 是 |
| 样本量 | 38696 | 38696 |
| 调整R ² 值 | 0.587 | 0.632 |

注:同表1。

六、研究结论与政策启示

深化零基预算改革有助于推动财政支出结构优化,促进财政资金使用不断提质增效,改革对于微观企业行为是否也会产生影响呢?本文通过对零基预算改革和地方政府财政支出效率的关系进行事实检验,证实了零基预算改革对政府部门整体财政支出效率的提升作用。利用2009~2023年中国沪深A股非金融类上市公司年度数据,将零基预算改革作为一项准自然实验,采用交叠双重差分模型系统考察了零基预算改革对企业投资效率的影响及其作用机制。研究发现,零基预算改革带来的政府部门整体财政支出效率提升,显著提高了企业投资效率。作用路径检验表明,零基预算改革通过降低企业制度性交易成本、改善企业的融资环境和降低企业的市场不确定性预期进而促进了企业投资效率提升。异质性分析发现,零基预算改革对企业投资效率的提升作用在非国有企业、非税负担较轻的企业,以及地方财政压力较大和市场化程度较高地区的企业中影响作用更为突出。进一步的研究结果显示,零基预算改革对企业投资不足和投资过度都有显著的改善作用,并

促进了企业价值提升,进一步说明了零基预算改革对促进企业高质量发展具有重要的战略价值。

零基预算改革不仅是提高财政资金配置效率的制度创新,更是优化企业投资环境、激发微观经济活力的重要政策工具。鉴于当前中国零基预算改革仍处于深化推进阶段,改革在理念普及、执行机制、信息化支撑及激励约束体系等方面仍存在瓶颈,如何在巩固改革成果的基础上进一步提升其对企业投资效率的促进作用,是下一步政策设计的关键。结合前文分析及当前零基预算改革的难点,本文提出以下几个方面的政策建议。

第一,强化绩效导向与制度约束,打破预算刚性以释放企业投资活力。当前,零基预算改革在一些地区仍面临传统预算惯性的阻碍,部分部门沿用“基数+调整”的增量预算模式,存在“守基数”“保盘子”的现象,导致财政支出结构固化、资源配置效率不高。这种惯性削弱了财政支出对企业投资环境的正向引导作用,使得部分具有生产外部性的领域难以获得足够支持。为此,应当以绩效为核心,建立健全以结果为导向的预算分配机制。一方面,政府部门应将预算收支全面纳入绩效考核体系,强化预算执行与绩效评价的联动,通过“花钱必问效、无效必问责”的制度安排,倒逼资金流向高效率、高产出的领域,从根源上提升企业投资效率;另一方面,应完善预算执行的约束与监督机制,防止预算执行过程中出现随意调整和突击花钱现象,确保财政支出的可预期性与稳定性,从而使企业能够更准确地判断宏观环境,减少“观望型”投资行为。此外,应鼓励地方政府建立激励约束机制,将绩效结果与预算安排、干部考核直接挂钩。对于改革推进成效显著的部门和地方给予奖励,对改革流于形式的单位实行问责,从而在制度上形成推动财政支出结构优化的长效机制。

第二,加快推进数字财政建设,提升信息公开与政策可预期性。信息化水平不足、预算数据分散以及财政决策透明度不高,是当前零基预算改革面临的另一突出难题。传统预算管理方式难以实现对资金流向、支出绩效和政策效果的全流程、动态监控,这不仅限制了预算执行的科学化与精细化,也使企业难以及时获得财政政策和支出信息,增加了市场预期不确定性。因此,应加快建设全国统一的数字财政管理平台,推动预算编制、执行、评估与监督的一体化信息系统建设。通过引入大数据、人工智能与机器学习等技术手段,对财政支出进行全生命周期的动态监测和绩效分析,实现资金配置的精准化和可追溯化。预算信息的系统化与可视化披露,可以帮助企业及时了解政府支出方向与重点领域投资计划,增强政策预期稳定性,降低企业在投资决策中的信息搜寻成本与制度不确定感。同时,数字财政建设还应与公共数据开放相结合。应逐步推动财政信息、绩效评价结果、专项资金使用等数据的分级公开,构建透明财政环境。对于企业而言,公开透明的财政信息不仅提升了政策信号的可信度,也为投资方向选择、风险评估与战略规划提供了更充分的

参考。

第三,统筹财政约束与区域差异,增强零基预算改革的结构性激励效应。本文发现,零基预算改革在财政压力较大和市场化程度较高地区的促进作用更为显著,说明在资源紧约束与市场机制更完善的环境下,改革能够更好地激发财政支出效率与企业投资活力的协同效应。然而,在部分财政状况较弱或市场化水平较低的地区,改革推进仍存在“有心无力”的问题,财政部门在保障基本民生支出的同时,难以兼顾对生产性投资领域的资金倾斜。因此,应在中央层面统筹协调财政约束与改革进度,建立与零基预算改革配套的财政激励机制。一方面,可以通过专项转移支付、财政奖励基金或改革绩效考核激励,对积极推进改革并取得显著绩效的地区给予资金支持和政策倾斜;另一方面,应合理安排地方债务结构,引导财政资金优先投向具有长期生产性回报的领域,如科技创新、产业升级和基础设施建设,以增强改革对企业投资效率的结构性支持作用。此外,应注重不同地区改革的差异化推进。对于财政压力较大的地区,可先在重点支出领域推行零基预算改革,通过逐步扩展改革范围、积累经验实现稳步深化;而对于市场化程度较高的地区,则可率先探索预算编制、绩效考核与政策反馈的一体化改革模式,借助市场机制和信息透明度提升改革绩效,形成可复制、可推广的制度经验。

参考文献

- [1]蔡庆丰,陈熠辉.财政纵向失衡、地方激励异化与企业投资[J].管理世界,2023,(5):25~40.
- [2]陈骏,徐捍军.企业寻租如何影响盈余管理[J].中国工业经济,2019,(12):171~188.
- [3]崔惠玉,徐思维,楚文月.深化零基预算改革与协同式预算管理创新研究[J].财政研究,2025,(1):26~38.
- [4]方颖,汪怀,郭晔.贷款市场化定价、企业融资成本与信贷配置效率[J].金融研究,2024,(4):38~55.
- [5]韩东平,张鹏.货币政策、融资约束与投资效率——来自中国民营上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2015,(4):121~129+150.
- [6]郝颖,刘星.政府干预、资本投向与结构效率[J].管理科学学报,2011,(4):52~73.
- [7]李华,王爱爱.普遍性税收征管制度如何影响资本跨区域流动[J].数量经济技术经济研究,2025,(5):157~178.
- [8]李万福,林斌,宋璐.内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制?[J].管理世界,2011,(2):81~99+188.
- [9]梁若冰,王群群.地方债管理体制改革的与企业融资困境缓解[J].经济研究,2021,(4):60~76.
- [10]梁上坤,王思超,董青,等.地方政府财政压力与企业违约风险[J].金融研究,2024,

(6):78~96.

[11]刘冲,沙学康,张妍.交错双重差分:处理效应异质性与估计方法选择[J].数量经济技术经济研究,2022,(9):177~204.

[12]刘蓉,陈凌庆,王睿霆,等.预算管理与减税效能提升——来自小微企业动态群聚的证据[J].经济研究,2023,(8):120~138.

[13]柳建华,卢锐,孙亮.公司章程中董事会对外投资权限的设置与企业投资效率——基于公司章程自治的视角[J].管理世界,2015,(7):130~142+157.

[14]吕冰洋,陈怡心,詹静楠.政府预算管理、征税行为与企业经营效率[J].经济研究,2022,(8):58~77.

[15]马融,王光丽.地方债管理体制变革与企业投资效率[J].数量经济技术经济研究,2025,(4):176~196.

[16]莫长炜,邹乐欢,王燕武.减税抑或增支:企业投资主导因素差异下的政策效应比较[J].中国工业经济,2024,(2):22~41.

[17]聂辉华,阮睿,沈吉.企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置[J].世界经济,2020,(6):77~98.

[18]彭涛,黄福广,孙凌霞.经济政策不确定性与风险承担:基于风险投资的证据[J].管理科学学报,2021,(3):98~114.

[19]祁毓,尹傲雪,刘雪欣,等.地方政府专项债对企业投资效率的影响研究[J].数量经济技术经济研究,2025,(11):66~86.

[20]曲进,高升好.银行与企业关联提升抑或降低了企业投资效率?[J].数量经济技术经济研究,2015,(1):36~51.

[21]邵磊,唐盟.政府财政透明“稳预期”了吗?[J].财政研究,2019,(8):37~48.

[22]申志轩,祝树金,文茜,等.以有为政府赋能有效市场:政府数字治理与企业投资效率[J].世界经济,2025,(2):166~195.

[23]孙克竞,邱永乐,张宇鑫.效率竞争优势与预算支出决策——基于间断均衡理论的实证研究[J].财政研究,2023,(5):3~20.

[24]谭小芬,张文婧.经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析[J].世界经济,2017,(12):3~26.

[25]王雄元,徐晶.放松市场准入管制提高了企业投资效率吗?——基于“市场准入负面清单”试点的准自然实验[J].金融研究,2022,(9):169~187.

[26]叶永卫,余田田,陶云清,等.政府数据要素共享的稳投资效应:来自公共数据开放平台的证据[J].数量经济技术经济研究,2025,(1):136~156.

[27]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,(3):1041~1058.

[28]余海跃,康书隆.地方政府债务扩张、企业融资成本与投资挤出效应[J].世界经济,2020,(7):49~72.

[29]喻坤,李治国,张晓蓉,等.企业投资效率之谜:融资约束假说与货币政策冲击[J].经

济研究,2014,(5):106~120.

[30]张平,苟燕楠,庞清月,等.零基预算新假设的建构——理论脉络与中国实践的协同探讨[J].财政研究,2025,(3):18~29.

[31]赵仁杰,范子英.税费替代:增值税减税、非税收入征管与企业投资[J].金融研究,2021,(1):71~90.

[32]Beck T., Levine R., Levkov A., 2010, *Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States* [J], *The Journal of Finance*, 65(5), 1637~1667.

[33]Biddle G.C., Hilary G., Verdi R.S., 2009, *How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?* [J], *Journal of Accounting and Economics*, 48(2~3), 112~131.

[34]Cai H., Fang H., Xu L.C., 2011, *Eat, Drink, Firms, Government: An Investigation of Corruption from the Entertainment and Travel Costs of Chinese Firms* [J], *The Journal of Law and Economics*, 54(1), 55~78.

[35]Cengiz D., Dube A., Lindner A., Zipperer B., 2019, *The Effect of Minimum Wages on Low-wage Jobs* [J], *The Quarterly Journal of Economics*, 134(3), 1405~1454.

[36]Chen F., Hope O., Li Q., Wang X., 2011, *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets* [J], *The Accounting Review*, 86(4), 1255~1288.

[37]Clarke D., Tapia-schythe K., 2021, *Implementing the Panel Event Study* [J], *The Stata Journal*, 21(4), 853~884.

[38]Jorgenson D.W., 1963, *Capital Theory and Investment Behavior* [J], *American Economic Review*, 53(2), 247~259.

[39]Lewis V.B., 1952, *Toward a Theory of Budgeting* [J], *Public Administration Review*, 12(1), 42~54.

[40]Nyborg K.G., Woschitz J., 2025, *Robust Difference-in-differences Analysis When there is a Term Structure* [J], *Journal of Financial Economics*, 170, 104081.

[41]Rajkovic T., 2020, *Lead Independent Directors and Investment Efficiency* [J], *Journal of Corporate Finance*, 64, 101690.

[42]Richardson S., 2006, *Over-investment of Free Cash Flow* [J], *Review of Accounting Studies*, 11(2), 159~189.

[43]Shleifer A., Vishny R.W., 1989, *Management Entrenchment: The Case of Manager-specific Investments* [J], *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123~139.

[44]Sun L., Abraham S., 2021, *Estimating Dynamic Treatment Effects in Event Studies with Heterogeneous Treatment Effects* [J], *Journal of Econometrics*, 225(2), 175~199.

[45]Xu W., Luo Z., Li D., 2024, *Investor-firm Interactions and Corporate Investment Efficiency: Evidence from China* [J], *Journal of Corporate Finance*, 84, 102539.

[46]Zheng B., Xiao J., 2020, *Corruption and Investment: Theory and Evidence from China* [J], *Journal of Economic Behavior & Organization*, 175, 40~54.

**Zero-based Budgeting Reform and Corporate Investment Efficiency:
From the Perspective of an Active Government
Empowering an Efficient Market**

CAO Wencheng¹ REN Xiaoshu²

(1.Business School, Renmin University of China;
2.School of Management, Xiamen University)

Summary: Enhancing corporate investment efficiency is critical to achieving optimal resource allocation and sustainable development and has long been a focal concern for both policymakers and scholars. Higher investment efficiency not only implies that firms allocate scarce capital more precisely toward high-return and sustainable projects but also affects the macro-level upgrading of the supply structure and enhances total factor productivity. Unlike the conventional “baseline-plus-growth” budgeting inertia, the zero-based budgeting (ZBB) reform releases fiscal resource allocation from historical spending paths and emphasizes a performance- and necessity-oriented logic, thereby enhancing the effectiveness of public spending and improving the efficiency of fiscal fund utilization. This reform is pivotal for strengthening the macro-regulatory capacity of fiscal policy, improving government governance effectiveness, and invigorating market participants. In recent years, China has rolled out ZBB reform in a staggered manner across provinces, leading to institutional change that varies both over time and across regions and providing a clean and identifiable policy setting for examining how budget management reforms shape corporate behavior.

We treat the staggered implementation of ZBB reform across provinces as a quasi-natural experiment and employ a staggered difference-in-differences design to systematically assess its impact on corporate investment efficiency and the underlying mechanisms. The results indicate that ZBB reform significantly improves corporate investment efficiency. This finding remains robust after controlling for a broad set of potential confounders using alternative measures, adjusting the sample period, and conducting a number of robustness checks, thereby underscoring the stability of the estimated effect. Heterogeneity analyses further indicate that the reform effect is more pronounced among non-state-owned enterprises and firms facing lighter non-tax burdens, implying that improvements in fiscal resource allocation generate stronger incentives and discipline for more market-oriented entities. Moreover, the efficiency gains are larger in regions with greater fiscal pressure and higher levels of marketization, implying that tighter

local fiscal constraints and high-quality institutional environments jointly strengthen the governance and transmission effects of the reform.

We further explore the channels through which ZBB reform affects corporate investment efficiency. The study reveals that the ZBB reform primarily operates by reducing firms' institutional transaction costs, improving the financing environment, and alleviating expectations of market uncertainty, thereby enhancing investment efficiency. We also examine the direction of the efficiency improvement and find that the reform not only effectively curbs overinvestment but also helps mitigate underinvestment, highlighting a two-sided correction of resource misallocation. Additional analyses reveal that by improving investment efficiency, ZBB reform increases firm value, indicating that its effects extend beyond more efficient investment on the input side and translate into high-quality development outcomes.

This study provides empirical evidence on the micro-level effectiveness of ZBB reform from the perspective of corporate investment efficiency and deepens our understanding of the linkage between budget management reforms and corporate financial behavior. The findings yield important policy implications for improving the efficiency of fiscal fund utilization, optimizing the business environment, and promoting high-quality economic development. Policymakers should build on existing pilot experiences and steadily expand ZBB reform in both scope and depth, strengthen performance evaluation and budget discipline, reduce path dependence in fiscal resource allocation, and continuously enhance institutional supply and the market environment to bolster firms' investment confidence and allocation efficiency. Future research may further explore heterogeneous effects across specific corporate governance characteristics and interactions with regional institutional environments. Incorporating more granular measures of fiscal expenditure composition and policy implementation intensity would further enrich the theoretical dialogue and the policy evaluation framework linking ZBB reform to corporate investment behavior.

Keywords: Zero-based Budgeting Reform; Corporate Investment Efficiency; Institutional Transaction Costs; Financing Environment; Expectations of Market Uncertainty

JEL Classification: E62; G31

(责任编辑:许雪晨;数据编辑:礼 铂)