

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2023.12.004

增值税进项税额加速抵扣的投资效应^①

——基于 2018 年财税 70 号文件的证据

方军雄¹, 陈 宁², 何慧华^{3*}, 于雪航⁴

(1. 浙江财经大学会计学院, 杭州 310018; 2. 上海对外经贸大学金融管理学院, 上海 201620;
3. 华南理工大学工商管理学院, 广州 510641; 4. 华东理工大学商学院, 上海 200237)

摘要: 在经济下行的背景下, 如何刺激企业维持、增加投资日益成为有为政府重要而艰难的课题。与关注货币政策和传统财政政策的研究不同, 本文关注的是加快增值税进项税额抵扣/退回的增值税留抵退税政策对企业投资决策的影响。基于 2018 年颁布的财税 70 号文件所做的双重差分研究发现, 相比对照组公司, 受税收政策影响的处理组公司随后年份中投资显著增加, 不过这种投资效应主要存在于一般的资本性投资, 而对风险较高的研发投入影响甚微。机制检验发现, 增值税留抵退税政策有助于企业融资约束的缓解, 进而刺激投资的增加。研究表明, 增值税固有的征收方式所形成的资金占用会对企业投资产生重要的负面影响, 改善增值税扣缴方式以减少资金占用应该成为常态的解决对策。

关键词: 资本性投资; 融资约束; 增值税留抵退税政策; 增值税进项税额加速抵扣

中图分类号: F812.42; F272.3 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2023)12-0062-23

0 引言

投资是企业维系竞争力的重要决策, 也是支撑一国经济发展的关键驱动因素。尤其在经济下行和全球流行疫情爆发的背景下, 如何刺激企业维持, 乃至增加投资日益成为有为政府重要而艰难的课题^[1-2]。现有文献主要关注货币政策以及传统的财政政策的影响, 包括宽松的货币政策、激进的财政支出和企业税负的降低^[3-8]。具体到税收政策方面, 先前的文献广泛分析了税收对公司投资决策的影响^[10-11], 由于税收政策影响的广泛性、持续性和深入性, 2004 年开始实施的一系列增值税制度改革及其实施效果引起了学者的持续关注^[6, 12-13]。例如, 针对 2004 年试点并于 2009 年全国推广的增值税由生产型向消费型转型的研究发

现, 该政策变化显著提升了企业的固定资产投资^[1, 6, 14], 但是对人力资源投资(劳动雇佣)的影响却发现不一样^[1, 6, 12-13], 最终该政策的实施带来了国家未来税收的更高增长以及企业活力的提升^[13]; 针对 2012 年开始实施的营业税改增值税(营改增)的转型研究发现, 营改增政策变化明显促进了企业的投资^[15-16]。增值税由生产型向消费型的转型, 使得早先不得抵扣的购买固定资产产生的进项税额准予抵减应交增值税, 而营改增的转型, 则使得外购应税服务支付的进项税额得以抵减应交增值税, 两项改革都意味着先前不得或者很难抵扣的进项税额能在企业计缴应交增值税时得以扣除, 以最大限度地消除重复征税, 最终意欲达到降低企业税负的效果^②。不过, 由于产业链

① 收稿日期: 2020-12-14; 修订日期: 2022-08-03。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(72272132; 71872048)。

通讯作者: 何慧华(1995—), 女, 湖南长沙人, 博士, 副教授。Email: hehuihua@scut.edu.cn

② 另一项影响增值税税负的改革就是增值税税率的调整, 1994 年以来, 增值税一般纳税人增值税基本税率为 17%; 2018 年 5 月 1 日起, 制造业税率由 17% 下调至 16%、交通运输、基础电信 11% 税率下调至 10%; 2019 年 4 月 1 日起, 增值税一般纳税人适用 16% 的税率调整为 13%, 原适用 10% 的税率调整为 9%。

上下游企业之间的复杂性^[17]以及生产要素之间的替代作用^[12],上述政策对具体企业的影响并不明朗。此外,现有宏观经济政策通常由于涉及较高的政治成本,使得政策出台颇为艰难,而且政策调整的幅度和频率还会增加经济政策的不确定,进而带来负面后果^[8]。与上述研究不同,本研究关注的是 2018 年 6 月 27 日颁布实施的加快增值税进项税额抵扣/退回的增值税留抵退税政策对企业投资决策的影响。增值税进项税金退还并不涉及税负的增减问题,它只是企业预缴而未来可以抵扣的进项税金的提前变现,相当于税务局给企业提供的一项无息贷款,因此,它的设计和运行成本相对较低,对政府财政收入的影响较为轻微,对上下游企业以及公司内部要素策略调整的影响也较小。2022 年,十三届全国人大五次会议审议的政府工作报告中提出,预计全年退税减税约 2.5 万亿元,其中增值税留抵退税约 1.5 万亿元,退税资金全部直达企业,通过提前返还未抵扣的税款,直接为市场主体提供现金流约 1.5 万亿元,增加了企业现金流,缓解资金回笼压力,有助于激发市场主体活力,促进投资,支持实体经济高质量发展。由此可见,通过实证检验增值税留抵退税的政策效果具有重要的现实意义。

理论上,增值税税负最终由消费者承担,但是由于增值税采用进项和销项的征收方式,企业购买原材料或者服务时先提前承担了部分的增值税(即进项税额),即企业在支付外购货物或者服务时除了向供应商支付相应的价款,还需要同时向供应商支付税率分别为 13%、9%、6%(部分情况适用“零税率^③”)的三档增值税,这就构成了税务当局对企业资金的占用,然后按照规定的期限申报纳税,如果期间出售产品所收取的增值税(销项税额)不足以抵减提前支付的进项税额,之前进项税额形成的资金占用就会自动延期,进一步延长资金占用的时间。随着增值税由生产型向消费型的转型和营改增的全面实施,增值税成为企业承担的最大流转税,实际运作当中其征收方式导致的资金占用较为普遍,而且金额也很大。图 1 中可以看到,一方面,从 2007 年开始,存在未抵扣进项税额的上市公司样本的比例(*DUM_VAT*)由 37.6% 上升到 2010 年的 51.4%,随后开始逐年下降,本研究分析 2007 年以来为应对金融危机实施的“4 万亿”拉动投资的宏观经济刺激政策可能是重要的原因——在财政扩张、央行货币宽松的政策刺激下,许多公司的投资直线上行、产能扩大,而销售没有同步跟上,导致进项税额远超销

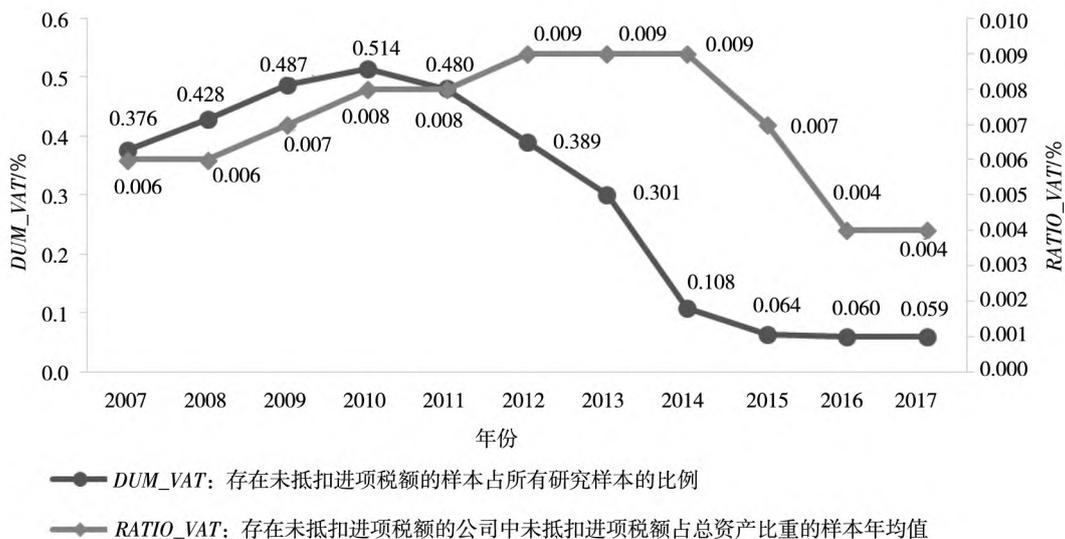


图 1 2007 年—2017 年上市公司未抵扣进项税额情况一览

Fig. 1 Uncredited input tax of listed companies from 2007 to 2017

(数据来源:数据根据上市公司年报年末未抵扣的增值税进项税额手工搜集获得)

③ “零税率”是增值税税率的一种,具有一定的适用范围。只要符合税法规定,就可以适用增值税零税率,并按月向主管退税的税务机关申报办理增值税退(免)税手续。资料来源: <http://www.chinatax.gov.cn/n810341/n810765/n812141/n812272/c1079429/content.html>

项税额,使得大量公司产生了未抵扣进项税额,所以本研究观察到存在未抵扣进项税额的上市公司样本的比例逐年上升;到了后期投资刺激力度下降,相反销售开始逐渐跟上和增加,进项税额与销项税额的差额缩小,自2011年开始,未抵扣进项税额的样本占有研究样本的比例出现明显的下降。此外,新上市公司增加使得总体样本基数的扩大也是导致上述变化的可能原因。另一方面,在所有存在未抵扣进项税额的公司当中,未抵扣进项税额占用资金占总资产比重(*RATIO_VAT*)的均值为0.8%,占当年投资金额比重的均值为26%,绝对金额的均值为8300万元,如果按照2017年一年期的商业贷款基准利率(4.35%)估算,占用的利息费用达到361.05万元,其中研究样本中资金占用最高的达到164.94亿元(中国石化2010年)。

增值税进项税额形成的资金占用,使得企业大量流动资金沉淀于其中,为了维持持续经营不得不通过借款等方式获得新增资金,或者直接推迟、削减企业的投资,上述情况在经济下行的背景可能愈加严重。为此,2018年6月27日,财政部和国家税务总局联合发布了“关于2018年退还部分行业增值税留抵税额有关税收政策的通知”(即财税70号文件),要求为助力经济高质量发展,2018年对满足条件的包括装备制造等先进制造业企业、研发等现代服务业企业(包括专用设备制造业、研究和试验发展等18个大类行业企业)以及电网企业增值税期末留抵税额予以退还。

上述政策变化给本研究提供了非常好的准自然试验契机,考察政府征税形成的资金占用对企业投资的影响^④,具体的,本研究选取18个大类行业企业中2017年年末存在未抵减进项税额的公司作为处理组,同时选取18个大类行业企业中2017年年末不存在未抵减进项税额的公司作为对照组,考察两组公司在2017年前后的投资变化来研究加快增值税进项税额抵扣/退回的增值税留抵退税政策对企业投资决策的影响。其中,处理组是“18个大类行业企业中2017年年末存在未

抵减进项税额的公司”,因为只有当政策实施的前一年,即2017年年末,存在未抵减增值税进项税额的公司才可以享受政府将以前年份的留抵税额提前退还的优惠政策;对照组是“18个大类行业企业中2017年年末不存在未抵减进项税额的公司”,当政策实施的前一年,即2017年年末,如果公司不存在以前年份未抵减的增值税进项税额,那么这类公司本身就不存在留抵退税的问题,因此不属于此次试点改革的直接实施对象。在这一研究设计下,一方面,本研究可以根据财税70号文件中明确的试点行业和上市公司的行业分类匹配起来,并结合公司是否存在未抵扣进项税额明确该公司是否直接受到此次改革的影响,从而区分处理组和对照组公司,这能更加精准地识别出实施对象,进而较好地识别留抵退税改革与企业投资之间的因果关系;另一方面,财税70号文件中试点行业的选取由政策制定者规定,避免了企业自主选择的空间,此次试点改革相对于企业投资而言是一个相对外生的冲击。最后,尽管对照组公司可能存在学习效应,即基于留抵退税政策将来广泛推行的预期,对照组公司也可能相应地做出投资策略的改变,但这会使得本研究的实证结果更加不显著。由于财税70号文件是增值税留抵退税政策的试点阶段文件,未来增值税留抵退税政策是否可行、是否会广泛实施、是否需要修改完善仍存在一定的政策不确定性,由于这种政策不确定性的存在增加了本研究的研究张力。

随着70号文件的实施,那些存在未抵减进项税额的公司由此将会取得大量现金流入,而资金的增加,加之企业管理层对未来增值税现金流出期限拉长的预期将会刺激其增加资本性投资的支出。

基于此,本研究选取2015年—2019年18个试点行业企业上市公司数据,采用双重差分法进行了检验。研究发现,相比对照组公司,受政策影响的处理组公司随后年份中投资显著增加,尤其在政策实施后的第二年即2019年,不过这种投资

^④ 李昊楠^[9] 研究了中国税收的预缴制度对企业融资约束的影响,以及企业的税收遵从行为,研究发现,企业所得税的预缴制度恶化了企业的融资约束,进而降低了企业的税收遵从度。

刺激效应主要存在于一般的资本性投资,而对风险较高的研发投资影响甚微,这意味着风险更大的研发投资决策除了受融资约束影响之外,更多受到项目前景的影响。此外,本研究发现,上述投资刺激效应在民营公司和融资约束高的公司中表现更为强烈,这意味着融资约束的缓解的确是政策产生效果的重要机制和渠道。综合的研究表明,增值税固有征收方式所形成的资金占用会对企业的投资产生重要影响,尤其在营改增基本完成的大背景下,更需要采取有效的常态解决对策,尽量减少税收对企业经营不恰当的负面影响。

本研究可能的贡献有以下几点:第一,补充了政府行为对企业投资决策影响的文献。现有文献主要关注货币政策以及传统的财政政策的影响,例如宽松的货币政策、激进的财政支出、降低企业税负^[4-8]对投资的影响。与上述研究不同,本研究关注的是加快增值税进项税额抵扣/退回对企业投资决策的影响。研究发现,只要政府稍微调整相应的税收征收政策,在不影响税负的情况下,就会对企业的投资产生重大的影响。这也是对近期研究美国政府加快对私付款进度的经济效应文献的一个基于中国研究的呼应。Barrot 和 Nanda^[4]研究了美国联邦政府 2011 年实施的加快对私付款进度改革的劳动雇佣效果,研究发现,付款进度的加快显著提升了企业的雇佣量。与他们研究视角不同,本研究考察的是作为收款方的政府允许企业延迟付款的经济后果,这是对 Barrot 和 Nanda^[4]的有益补充。

第二,本研究对增值税改革经济后果的文献也有增量贡献。增值税的持续改革是过去十几年间中国财税体系中的典型事实,从而引起了众多学者的关注。现有研究主要考察了前两次改革的效果^[6, 12-13, 15-16],这两次改革都涉及整体税负的降低,而 2018 年实施的 70 号文件不影响企业的增值税税负,其是否会产生同样的投资效应依然有待检验。留抵退税政策作为直接影响增值税返还链条以及企业现金流的制度,尚未受到足够的关注和研究,以往留抵不退的财税制度设计带来的财政收支不平衡将会对我国未来的经济发展带来巨大隐患,此次改革帮助企业消化多年积累的留抵进项税额,极大地缓解企业资金压力,对促进

企业投资具有一定的积极溢出效应,本研究有助于更全面的评估增值税及其改革的经济后果。

第三,政策上本研究也提供了较大的启迪。增值税已经成为中国经济的最大税种,虽历经了 2004 年—2009 年的由生产型向消费型的转型阶段和 2012 年—2016 年的营改增转型阶段,本研究表明,对其进行更细致研究和持续改革的需求依然存在。未来的改革需要协调好政府和企业的关系,在确保企业活力和持续健康发展的前提下稳妥做好增值税的改革,最终实现政府和企业的双赢。

1 制度背景与研究问题

1.1 我国增值税改革制度背景

伴随着 1994 年分税制的实施,增值税逐渐成为我国税收体系中最重要税种,其不仅是国家税收收入的主要来源,开征以来增值税占总税收的比重持续在 35% 以上,2018 年已经达到 45.7% (2019 年国家统计局),它也是企业承担的最主要税负。因此,增值税的改革不仅对国家财政收入影响重大,也会对企业行为产生重大影响。正由于此,增值税的改革和调整成为政府拉动经济增长、优化产业结构和促进地区平衡发展的重要政策工具^[6]。

过去 26 年间,对增值税的重大改革主要有两次。第一次肇始于 2004 年,财政部和国家税务总局发布了《东北地区扩大增值税抵扣范围若干问题的规定》(财税[2004]156 号文件),准许黑龙江、吉林和辽宁(含大连)等东北 3 省的装备制造业、石油化工业、冶金业、船舶制造业、汽车制造业和农产品加工业等 6 个行业的一般纳税人企业在缴纳增值税时,可以在进项税额中抵扣购买固定资产所缴纳的税额,该政策于 2004 年 7 月 1 日开始实施。这一政策标志着增值税由生产型转变为消费型,意味着此前不允许抵扣的外购固定资产支付的进项税额在计算应缴增值税时准予抵扣,自然减少了企业的增值税负担。随后,其抵扣方式由增量抵扣改为全额抵扣,并且其抵扣范围中增加了军品和高新技术产品。2006 年,财政部和国家税务总局又将第二批军品工业和高新技术产业

纳税人纳入东北地区增值税转型政策的实施范围。2007年,该项增值税转型政策相继推广到山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等中部6省26个老工业基地城市。2008年,这一政策进一步惠及内蒙古东部地区。2009年1月,该项增值税转型政策推广到全国。

第二次增值税改革则是发端于2012年1月1日,上海率先实施的交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税(简称“营改增”)试点。通过营改增,原先企业外购服务所支付的税金(进项税额)可以在计缴应交增值税时得以抵扣,自然减少了企业的增值税负担。随后,“营改增”试点范围分批扩大至北京、江苏、安徽、福建(含厦门)、广东(含深圳)、天津、浙江(含宁波)及湖北等8个省市,并于2013年8月1日起在全国推行,同时将广播影视服务纳入试点范围;2014年1月1日,铁路运输业和邮政业在全国范围实施营改增试点;2014年6月1日,电信业在全国范围实施营改增试点;从2016年5月1日起,“营改增”试点范围扩大到建筑业、房地产业、金融业、生活服务业,并将所有企业新增不动产所含增值税纳入抵扣范围。

总而言之,增值税由生产型向消费型的转型,使得早先不得抵扣的购买固定资产产生的进项税额准予抵减应交增值税,而营改增的转型,则使得外购应税服务支付的进项税额得以抵减应交增值税,两项改革意味着先前不得或者很难抵扣的进项税额得以在企业计缴应交增值税时准予扣除,以最大限度消除重复征税,最终意欲达到降低企业税负的效果。不过,由于产业链上下游企业之间的复杂性^[17]以及要素之间的替代作用^[12],上述政策对具体企业的影响并不明朗。例如,针对增值税由生产型向消费型转型的研究发现,该政策变化显著提升了企业的固定资产投资^[6],但是对人力资源投资(雇佣)的影响却发现不同^[6,12-13],最终该政策的实施带来了国家未来税收的更高增长以及企业活力的提升。针对“营改增”转型的研究发现,营改增政策变化明显促进了企业的投资^[15-16],对企业固定资产投资的促进作用依赖于

其上下游产业互联的状况^[17]。

1.2 我国增值税留抵退税政策

自1994年开始实施的《中华人民共和国增值税暂行条例》第四条中规定“当期销项税额少于当期进项税额不足抵扣时,其不足部分可以结转下期继续抵扣”,因此,我国长期以来对纳税企业留抵税额采取的处理方法是只允许结转抵扣,而不能直接退税。随着近年来“营改增”的全面推开和增值税改革的深化,纳税企业的留抵税额呈现总量不断积累、数额越来越大的显著特点。据中国经济50人论坛2018年年会上国家税务总局原副局长许善达的预估,我国的增值税留抵税额已高达上万亿元^⑤。增值税留抵税额会导致企业资金被占用、成本增加,进而影响企业的生产经营活动,其弊端愈加显现,社会各界对留抵退税制度化的呼声也越来越高。回溯过往,我国也曾在特定行业试行过一些特定的退税办法,例如,《财政部国家税务总局关于退还集成电路企业采购设备增值税期末留抵税额的通知》(财税〔2011〕107号)、《财政部国家税务总局关于利用石脑油和燃料油生产乙烯芳烃类产品有关增值税政策的通知》(财税〔2014〕17号)、《财政部国家税务总局关于大型客机和新支线飞机增值税政策的通知》(财税〔2016〕141号)等。而对留抵退税制度化的初步尝试则是开始于2018年6月27日,财政部和国家税务总局联合发布的《关于2018年退还部分行业增值税留抵税额有关税收政策的通知》(财税〔2018〕70号),对18个行业试行增值税期末留抵税额予以退还的政策,以减少增值税资金占用可能产生的负面影响。

上述政策的颁布为本研究增值税征收方式所带来的资金占用是否影响企业投资决策提供了难得的研究机会。理论上,增值税税负最终会转嫁到消费者身上,但是由于增值税采用进项和销项的征收方式,企业在外购原材料、固定资产和应税服务等投入品时需要提前预缴部分增值税(即进项税额),在企业最终产品出售之后最终根据销售收入计算的增值税(销项税额)扣减之前缴纳的进项税额得到当期需要缴纳的应交增值税,如果

⑤ 资料来源: https://www.sohu.com/a/227143500_665862

当期出售产品所收取的增值税(销项税额)不足以抵减提前支付的进项税额,就会挂账留待以后年度扣减,这就形成了税务局对企业资金的长期事实占用。随着增值税由生产型向消费型的转型以及“营改增”的全面实施,增值税成为企业承担的最大流转税,加之企业销售会遇到种种障碍,实际运作当中因先预交再抵扣的征收方式导致的资金占用较为普遍,而且金额也很大。增值税进项税额形成的资金占用,使得企业大量流动资金沉淀于其中,为了维持持续经营不得不通过借款等方式获得新增资金,或者直接推迟削减企业的投资,上述情况在经济下行的背景中可能愈加严重。为此,2018年6月27日,财政部和国家税务总局联合发布了“关于2018年退还部分行业增值税留抵税额有关税收政策的通知”(即财税70号文件),要求为助力经济高质量发展,2018年对符合条件的装备制造等先进制造业企业、研发等现代服务业企业(包括专用设备制造业、研究和试验发展等18个大类行业企业)以及电网企业增值税期末留抵税额予以退还^⑥。在我国增值税留抵退税政策出台以前,企业增值税留抵税款当期不退,结转下期抵扣;而按照70号文件,符合条件的纳税人可以向主管税务机关申请退还当期期末留抵税额,在审核合格之后主管税务机关应当予以提前全额退还。从上可知,增值税进项税金退还不是一个税负减少的行为,它只是企业预缴而未来可以抵扣的进项税金的提前变现,相当于税务局给企业提供的一项无息贷款,因此它的设计和运行成本相对较低,对上下游企业以及公司内部要素策略调整的影响也较小。

1.3 我国增值税留抵退税政策对企业投资影响的机理分析

本研究关注的是,这个操作更为便捷、制度成本低廉的增值税政策调整是否会对企业投资产生积极影响。投资作为企业重大的决策常常受到融资约束的制约^[18-19],由于中国金融服务体系不够健全、金融市场仍待发展,中国企业尤其民营企业普遍面临着比较严重的融资约束^[20-22],而增值税

的征收方式会对企业的融资约束产生影响^[23],增值税留抵退税政策作为一项税收优惠,改变了增值税的征收方式,使得预先征收尚未抵扣的进项税额可以在当期予以提前退还,进而缓解纳税企业面临的融资约束。具体的:首先,预先征收尚未抵扣的进项税额形成的资金占用,直接减少了企业经营活动产生的现金流,而经营活动产生的现金流是企业应对投资最为重要的资金来源^[24-25];其次,经营活动现金流的减少会牵连影响到外部融资,一方面,经营活动现金流的减少会直接增加企业对外部融资的需求,而外部融资成本远高于内源性融资,增加企业的融资压力,另一方面,经营活动现金流是债权人评价企业财务风险的重要指标^[26]。因此,本研究可以预期增值税进项税额的延迟抵扣会加剧企业的融资约束,最终导致投资的萎缩。相反,随着增值税进项税额的提前抵扣/退回,经营活动产生的现金流由此增加,同时企业未来因为增值税征缴方式而导致资金被占用的担忧将大大缓解,此外银行信贷的评价也随之上升,这样企业面临的融资约束自然可能随之缓解,投资也将随着增加。当然,如果企业面临的融资约束较轻微,或者进项税额导致的资金占用金额较小,上述增值税政策调整的影响可能微乎其微。因此,加快增值税进项税额抵扣/退回政策对企业投资的影响是一个有待检验的实证问题。

2 样本选择与研究设计

2.1 样本选择和数据来源

鉴于70号文件影响的是包括装备制造等先进制造业企业、研发等现代服务业企业(包括专用设备制造业、研究和试验发展等18个大类行业企业)以及电网企业,而且予以退回的“以纳税人2017年底期末留抵税额为上限”,因此,本研究选取隶属于18个大类行业企业以及电网企业的上市公司2017年年报,手工搜集其2017年年末未抵扣的增值税进项税额,共2257家公司,剔除

^⑥ 2019年4月1日三部委联合颁布的《财政部税务总局海关总署关于深化增值税改革有关政策的公告》(财政部税务总局海关总署公告2019年第39号)进一步将“留抵退税”政策扩大到全行业,不过采取的是“增量留抵税额”,即予以退回的是与2019年3月底相比新增的期末留抵税额。可退回金额的萎缩,加之2018年以后未抵扣增值税进项税额现象的减少,影响到了该政策对企业投资的影响。

2018年样本缺失的公司(286个),剔除投资变量缺失的公司(258个),剔除控制变量缺失的公司(490)最后样本公司为1223家公司。在这1223家上市公司中,存在未抵扣进项税额的公司数为64家,不存在未抵扣进项税额的公司数为1159家。然后选取这1223家公司2015年—2019年的数据作为研究数据,合计5610个公司-年份样本,其中64家处理组公司变量 $TREAT$ 取值为1,处理组样本量为309个,另外1159家对照组公司变量 $TREAT$ 取值为0,对照组样本量为5301个。此外, $POST$ 哑变量为刻画70号文件的哑变量,具体的,2018年和2019年 $POST$ 取值为1,其他年份取值为0。除了未抵扣进项税额数据之外,其他公司财务和公司治理数据均来自CSMAR数据库。为了排除极端值的影响,对所有连续型变量在1%和99%分位数上进行缩尾处理。

2.2 研究模型

借鉴Badertscher等^[27]的投资决策模型,采用如下双重差分模型检验70号文件对企业投资的影响

$$\begin{aligned} INVEST_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 POST \times TREAT_{i,t} + \beta_2 \times \\ & LNASSET_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \\ & \beta_5 CASH_{i,t} + \beta_6 PPE_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \\ & \beta_8 MB_{i,t} + \beta_9 PRIVATE_{i,t} + \beta_{10} \times \\ & OWNERSHIP_{i,t} + \beta_{11} BH_{i,t} + \beta_{12} \times \\ & MINDEX_{i,t} + \eta_t + \theta_i + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中 i, t 分别表示公司和年份,被解释变量 $INVEST_{i,t}$ 为上市公司 i 的 t 年投资,具体的,分别用 $CAPERD_{i,t}$ ((资本性支出+研发支出)/固定资产), $CAPE_{i,t}$ (资本性支出/固定资产) 和 $RD_{i,t}$ (研发支出/固定资产) 来衡量企业的投资决策。其中,本研究使用的“固定资产”是指公司的固定资产存量,“资本性支出”是指公司现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”项目,“研发支出”是指公司研发支出期初数加上本期增加数。解释变量 $POST \times TREAT_{i,t}$ 反映的是处理组公司在70号文件实施前后投资的变化,相比于对照组公司投资变化的差异。

此外,根据现有文献,在模型中加入了如下控制变量:

企业规模 $LNASSET$: 企业规模是衡量公司财

务约束的指标之一,有学者认为小公司更容易受到不完美资本市场的影响而使公司财务受到限制,进而影响到公司投资决策^[28-29],但也有学者认为小公司更具有强烈的动机去扩张规模^[30],而大公司的代理问题往往可能更为明显,其现金流敏感性显著高于小公司^[31]。因此,本研究中控制了这一因素的影响。

长期负债率 LEV : 公司资本结构中,债权比例会影响公司经理人的投资决策,当债权比例较低时,经理人能有更多的自由度利用内外部资金投资,甚至导致投资过度,而当公司债权比例过高时,公司面临较高的债务危机,可能使得经理人放弃投资机会,产生投资不足现象^[32],已有学者研究发现,负债比例越高的公司投资规模越小^[33]。因此,本研究中控制了这一因素的影响。

现金流: 已有学者研究表明投资水平与公司内部可用资金之间存在着重要关系^[31],公司投资与内部现金流呈显著正相关关系^[34]。因此,本研究中加入现金流量 OCF 、持有现金比例 $CASH$ 作为控制变量。

固定资产比重 PPE : 固定资产是公司投资决策的重要方面,此外也有学者认为实物资产可以通过抵押等途径帮助公司获得更多资金,增加公司投资的资金来源^[35-36]。因此,本研究中控制了这一因素的影响,但是由于固定资产变量同时在被解释变量分母的位置,所以难以预期其影响方向。

盈利能力 ROA : 盈利能力越高,表明公司效益越好,不仅可以为投资活动提供资本支持,而且为了保持优势,扩大生产能力,占领更大的市场,公司更可能进行投资^[30]。因此,本研究中用总资产收益率作为盈利能力代理变量,控制其对投资活动的影响。

企业的成长性 MB : 已有学者用成长性来衡量公司的投资机会,投资机会是影响公司投资支出的重要因素,公司的投资机会越多,其投资水平可能就越高^[30]。因此,本研究中用市价账面比作为企业成长性的代理变量,控制其对投资水平的影响。

产权性质 $PRIVATE$: 已有学者研究表明,产权性质是影响公司投资决策的重要因素^[37,38],但是其影响表现较为复杂,得出的结论并不一致,因此本研究仅区分出民营企业 and 国有企业,而难以预

期其影响方向^[35]。

大股东持股比例 *OWNESHIP*: 控股股东持股比例越高, 表明其控制权越大, 越有能力通过控制权影响公司的投资决策, 控股股东的利益输送与资金占用既有可能导致公司的投资过度, 也可能导致公司的投资不足^[35], 因此, 本研究中控制了这一因素的影响。

交叉上市 *BH*: 已有学者研究发现交叉上市会让公司面临更复杂的市场环境和监管, 更多的政府干预会降低公司的投资水平和投资效率^[39-40]。本研究中控制了这一因素的影响。

地区市场化程度 *MINDEX*: 已有学者研究发

现公司投资水平与我国的宏观经济环境具有显著的正向关联性^[14]。因此, 本研究中用市场化指数作为公司所在地经济发展与市场化水平的代理变量, 控制其对公司投资决策的影响。

最后, 本研究控制了年度固定效应(η_t)和公司固定效应(θ_i)。具体变量定义可见表 1。

为了使本研究的模型回归结果更加具有可信度, 在进行多元线性回归之前, 对各变量进行了平稳性检验, 也对控制变量与被解释变量之间进行了协整检验, 未报告结果表明, 各变量通过了面板单位根检验, 并且本研究的控制变量与被解释变量之间存在协整关系。

表 1 变量定义表

Table 1 Variable definition

变量类别	变量	定义
被解释变量: 投资决策 <i>INVEST</i>	<i>CAPERD</i>	总投资水平 (资本性支出 + 研发支出) / 固定资产
	<i>CAPE</i>	一般的资本性投资, 资本性支出 / 固定资产
	<i>RD</i>	研发投资, 研发支出 / 固定资产
解释变量	<i>TREAT</i>	存在未抵扣进项税额的公司, 取值为 1, 否则取 0
	<i>POST</i>	2018 年和 2019 年取值为 1, 其他取值为 0
控制变量	<i>ln ASSET</i>	企业规模, 公司年末总资产的自然对数
	<i>LEV</i>	长期负债率, 公司长期负债除以总资产
	<i>OCF</i>	经营活动现金流量
	<i>CASH</i>	持有现金比例, 现金等价物除以总资产
	<i>PPE</i>	固定资产比重, 固定资产除以总资产
	<i>ROA</i>	净利润除以总资产
	<i>MB</i>	公司市值除以股东权益
	<i>PRIVATE</i>	产权性质, 公司是民营企业的, 取值为 1, 否则取 0
	<i>OWNESHIP</i>	直接控股股东持股比例
	<i>BH</i>	上市公司同时发行 B 股或者 H 股, 取值为 1, 否则取 0
	<i>MINDEX</i>	樊纲市场化指数

2.3 描述性统计

表 2 Panel A 列示了研究变量的描述性统计结果。其中 *CAPERD* 的均值为 0.376, 大部分投资来自于一般资本性投资, 研发投资 *RD* 的均值仅为 0.023。长期负债占资产比率平均为 0.047, 总资产报酬率的均值为 4.2%, 持有现金资产的比率均值为 0.169。5.6% 公司同时发行 B 股或 H 股, 71.4% 样本属于民营上市公司, 大股东持有公司的股权比率均值为 32.2%。此外, 本研究按照样本企业的行业进行分类统计, 进一步了解 64 家存在未抵扣进项税额的处理组公司的行业分布情

况, 和其涉及的增值税抵扣额度行业均值。具体如表 2 的 Panel B。从处理组公司的行业分布情况可以看到, 享受到财税 70 号文件政策提前退还税金优惠的公司主要分布于化学、医药、设备、计算机制造业和软件信息技术服务业。从增值税抵扣额度大小来看政策影响程度, 可以看出受政策影响较大的公司是重资产行业的企业, 由于这类行业前期投资巨大, 其设备更新阶段更会形成大量的留抵税额, 以往只能待建成投产形成销项税额再用于抵扣, 留抵退税政策实施后, 通过退还留抵税额可以极大缓解重资产型企业的阶段性资金压

力,这一笔笔留抵退税税款犹如“源头活水”,为享受政策优惠的企业发展注入了新的活力。

图 2 报告的是样本公司在增值税留抵退税政策实施前后年份中投资变化趋势,在 2018 年之前,对照组公司和处理组公司的投资都呈现小幅下降的趋势,整体上前者的投资水平都明

显高于后者,这可能意味着未抵扣的进项税额制约了它们的投资决策,而在 2018 年处理组公司的投资显著上升,对照组公司却依然下降,到了 2019 年,处理组公司的投资水平甚至超过了对照组公司,这初步说明财税 70 号文件存在投资效应。

表 2 描述性统计

Table 2 Descriptive statistics

Panel A: 研究变量描述性统计						
变量	样本量	均值	标准差	下四分位数	中位数	上四分位数
<i>CAPERD</i>	5 610	0.376	0.676	0.107	0.204	0.383
<i>CAPE</i>	5 610	0.354	0.675	0.086	0.179	0.357
<i>RD</i>	5 610	0.023	0.018	0.010	0.019	0.031
<i>ln ASSET</i>	5 610	22.05	1.157	21.25	21.94	22.71
<i>LEV</i>	5 610	0.047	0.070	0	0.013	0.071
<i>ROA</i>	5 610	0.042	0.050	0.017	0.039	0.067
<i>OCF</i>	5 610	0.039	0.064	0.004	0.037	0.074
<i>CASH</i>	5 610	0.169	0.115	0.089	0.140	0.218
<i>PPE</i>	5 610	0.211	0.140	0.106	0.183	0.283
<i>MB</i>	5 610	4.254	3.851	2.044	3.169	5.084
<i>BH</i>	5 610	0.056	0.231	0	0	0
<i>PRIVATE</i>	5 610	0.714	0.452	0	1	1
<i>OWNERSHIP</i>	5 610	0.322	0.141	0.215	0.301	0.416
<i>MINDEX</i>	5 610	0.757	0.270	0.556	0.889	1
Panel B: 处理组公司样本的行业分布统计						
行业	样本量	增值税抵扣额度行业均值(万元)				
化学原料和化学制品制造业	5	20 059.88				
化学纤维制造业	2	2 513.94				
医药制造业	5	1 243.55				
非金属矿物制品业	5	7 265.07				
金属制品业	2	25 290.19				
通用设备制造业	4	3 676.71				
专用设备制造业	9	11 347.17				
汽车制造业	6	9 580.44				
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4	72 072.60				
电气机械和器材制造业	1	273.04				
计算机、通信和其他电子设备制造业	15	36 869.61				
软件和信息技术服务业	3	477.79				
水利、环境和公共设施管理业	3	165.95				
合计	64					

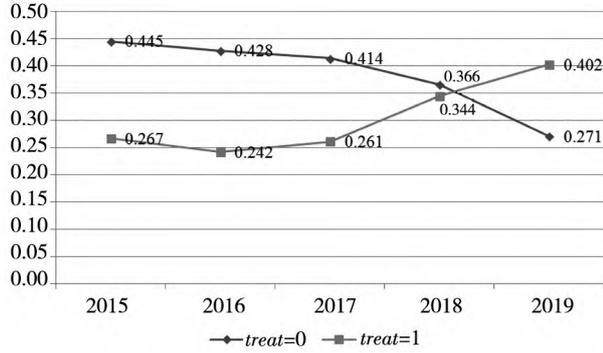


图 2 样本公司投资趋势

Fig. 2 Investment trends of sample companies

表 3 增值税留抵退税政策与企业投资决策

Table 3 VAT rebate policy and corporate investment decision

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAPERD	CAPERD	CAPE	CAPE	RD	RD
CONSTANT	5.987 *** (3.939)	6.221 *** (3.696)	6.028 *** (3.981)	6.241 *** (3.721)	-0.041 ** (-2.033)	-0.020 (-0.899)
POST × TREAT	0.198 *** (3.114)	0.204 *** (3.068)	0.197 *** (3.095)	0.203 *** (3.053)	0.001 (0.695)	0.001 (0.555)
ln ASSET	-0.258 *** (-4.099)	-0.273 *** (-3.885)	-0.261 *** (-4.153)	-0.274 *** (-3.920)	0.002 *** (2.851)	0.001 (1.510)
LEV	0.042 (0.203)	0.291 (0.903)	0.044 (0.211)	0.295 (0.915)	-0.002 (-0.420)	-0.004 (-0.732)
ROA	1.245 ** (2.360)	2.079 *** (2.962)	1.228 ** (2.333)	2.066 *** (2.944)	0.017 *** (2.650)	0.013 (1.279)
OCF	-0.053 (-0.299)	-0.594 (-1.301)	-0.057 (-0.323)	-0.593 (-1.297)	0.004 (1.245)	-0.001 (-0.185)
CASH	0.393 ** (2.479)	0.687 ** (2.444)	0.397 ** (2.507)	0.688 ** (2.452)	-0.004 (-1.554)	-0.001 (-0.285)
PPE	-2.959 *** (-10.139)	-2.851 *** (-9.085)	-2.961 *** (-10.161)	-2.853 *** (-9.102)	0.002 (0.476)	0.002 (0.496)
MB	0.015 ** (2.164)	0.009 (0.620)	0.015 ** (2.185)	0.009 (0.636)	-0.000 (-0.700)	-0.000 (-1.142)
BH	-0.062 ** (-2.472)	-0.019 (-0.359)	-0.059 ** (-2.339)	-0.015 (-0.287)	-0.003 *** (-7.132)	-0.004 *** (-4.190)
PRIVATE	0.067 (0.861)	0.068 (0.750)	0.066 (0.857)	0.067 (0.743)	0.001 (0.253)	0.001 (0.306)
OWNERSHIP	0.490 * (1.829)	0.574 ** (2.083)	0.490 * (1.832)	0.573 ** (2.083)	0.000 (0.010)	0.002 (0.378)
MINDEX	0.430 (0.729)	0.398 (0.653)	0.420 (0.712)	0.387 (0.635)	0.010 ** (2.381)	0.011 ** (2.440)
YEAR FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
FIRM FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Z × YEAR FE	No	Yes	No	Yes	No	Yes
adj. R ²	0.169	0.181	0.171	0.183	0.078	0.087
N	5 610	5 610	5 610	5 610	5 610	5 610

注：本研究的 t 值在公司层面进行了聚类调整 (cluster)。*、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平 (下同)。

3 实证结果及分析

3.1 基准回归结果

表 3 是基于模型 (1) 的基准回归结果。针对每一个投资决策因变量, 第一列列示的是控制年度和公司固定效应的回归结果, 第二列列示的是在控制年度和公司固定效应的基础上再额外控制年度与控制变量交叉项的回归结果, 以最大限度缓解政策变化与公司特征之间可能存在的关系的

影响^[41]。表3列(1)和表3列(2)的投资决策因变量是总投资水平 $CAPERD$, 列(1)显示, 本研究所关注的交叉项 $POST \times TREAT$ 回归系数为 0.198, 在 1% 水平上显著为正, 这意味着, 在允许未抵扣的进项税额退回之后, 处理组公司相比如对照组公司的投资增加了 19.8%, 该影响在经济上具有显著性, 相比样本期平均投资水平增加了 52.66% (0.198/0.376); 表3列(2)在控制年份与控制变量交叉项后, 交叉项 $POST \times TREAT$ 回归系数为 0.204, 说明投资的增加幅度更大, 达到 20.4%。随后, 把企业投资区分为一般资本性投资和研发投入进行回归(见表3列(3)~表3列(6))。表3列(3)和表3列(4)的投资决策因变量是一般资本性投资 $CAPE$, 表3列(3)显示, 交叉项 $POST \times TREAT$ 回归系数为 0.197, 在 1% 水平上显著为正, 这意味着, 在允许未抵扣的进项税额退回之后, 处理组公司相比如对照组公司的一般资本性投资增加了 19.7%, 该影响在经济上也具有显著性, 相比样本期平均投资水平增加了 55.65% (0.197/0.354); 同样表3列(4)在控制年份与控制变量交叉项后, 交叉项 $POST \times TREAT$ 回归系数为 0.203, 也说明一般资本性投资的增加幅度更大, 达到 20.3%。表3列(5)和表3列(6)的投资决策因变量是研发投入 RD , 交叉项 $POST \times TREAT$ 回归系数虽然为正, 但是统计上均不显著。以上结果表明, 增值税加速抵扣的投资效应主要存在于一般的资本性投资项目, 而在风险更高的研发投入上该效应并不显著。

控制变量上, 本研究发现企业盈利能力 ROA 回归系数显著为正, 与许伟和陈斌开^[14]的发现一致, 这表明企业盈利状况和现金流会对未来投资产生重大的正向作用, 而企业规模 $LNASSET$ 回归系数显著为负, 意味着随着公司逐渐成长为成熟的大企业, 其投资规模的增长不如小企业。

综上, 随着 2018 年增值税进项税额退回政策的实施, 处理组公司的现金流量随之增加, 相应的, 其面临的融资约束也得到了不同程度的缓解,

最终刺激其增加了相应的一般资本性投资。上述研究与 Blanchard 等^[42]、Rauh^[43]所做的研究设计类似, 巨额预缴的增值税进项税额的退回就如同企业获得了一笔意外之财 (windfall), 这有助于控制内生性的影响, 本研究所表明, 融资约束的确是制约中国企业进行投资扩张的重要障碍。

双重差分模型的一个重要前提假设就是“平行趋势假设”。为了进行平行趋势检验, 本研究所加入各时点虚拟变量与变量 $TREAT$ 的交叉项。具体地, 如果是 2015 年, 变量 $BEFORE2015$ 取值为 1, 否则取 0; 如果是 2016 年, 变量 $BEFORE2016$ 取值为 1, 否则取 0; 如果是 2017 年, 变量 $BEFORE2017$ 取值为 1, 否则取 0; 如果是政策实施的当年即 2018 年, 变量 $POST2018$ 取值为 1, 否则取 0; 如果是政策实施的后一年即 2019 年, 变量 $POST2019$ 取值为 1, 否则取 0。表 4 报告了平行趋势检验的回归结果, 可以看到, 财税 70 号文件实施以前, 交叉项 $BEFORE2015 \times TREAT$ 、 $BEFORE2016 \times TREAT$ 、 $BEFORE2017 \times TREAT$ 的系数均不显著; 在财税 70 号文件实施以后, 交叉项 $POST2018 \times TREAT$ 、 $POST2019 \times TREAT$ 的系数开始变得显著为正, 基本满足平行趋势假设。

3.2 内生性检验和稳健性检验

70 号文件是政府当局应对经济下行提出的一项政策, 而且从酝酿到出台的时间也较短, 个体企业很难影响到政策的颁布, 因此, 本研究所 DID 的设计一定程度上可以缓解自选择和遗漏变量的影响。此外, 在表 3 中, 借鉴最新文献的做法^[41], 额外控制了年度与控制变量的交叉项以缓解政策变化与公司特征之间可能存在的关系影响。不过, 上述结果依然可能受到遗漏变量等内生性问题的影响, 例如, 有未抵扣进项税额的公司与没有未抵扣进项税额的公司本身存在不一样的特征, 而这个特征同时会影响企业的税收缴纳情况和投资决策, 为此, 本研究所采取以下两种方式加以稳健检验:

表 4 平行趋势检验

Table 4 Parallel trend test

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>CAPERD</i>	<i>CAPERD</i>	<i>CAPE</i>	<i>CAPE</i>	<i>RD</i>	<i>RD</i>
<i>CONSTANT</i>	5.955 *** (3.867)	6.094 *** (4.044)	5.991 *** (3.905)	6.134 *** (4.084)	-0.036* (-1.792)	-0.040* (-1.856)
<i>BEFORE2015 × TREAT</i>	0.032 (1.049)	0.043 (1.223)	0.032 (1.067)	0.043 (1.250)	-0.000 (-0.380)	-0.001 (-0.605)
<i>BEFORE2016 × TREAT</i>	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
<i>BEFORE2017 × TREAT</i>	0.034 (1.106)	0.041 (1.186)	0.033 (1.090)	0.040 (1.173)	0.001 (0.718)	0.001 (0.577)
<i>POST2018 × TREAT</i>	0.159 ** (2.166)	0.178 ** (2.282)	0.157 ** (2.143)	0.176 ** (2.258)	0.002 (0.921)	0.002 (0.901)
<i>POST2019 × TREAT</i>	0.284 *** (3.406)	0.289 *** (3.199)	0.283 *** (3.402)	0.289 *** (3.201)	0.001 (0.314)	-0.000 (-0.053)
<i>ln ASSET</i>	-0.259 *** (-4.116)	0.274 *** (-3.902)	0.261 *** (-4.170)	0.275 *** (-3.938)	0.002 *** (2.864)	0.002 (1.544)
<i>LEV</i>	0.042 (0.202)	0.293 (0.908)	0.044 (0.210)	0.297 (0.920)	-0.002 (-0.424)	-0.004 (-0.750)
<i>ROA</i>	1.247 ** (2.362)	2.082 *** (2.962)	1.231 ** (2.335)	2.069 *** (2.944)	0.017 *** (2.631)	0.013 (1.245)
<i>OCF</i>	-0.055 (-0.310)	-0.592 (-1.294)	-0.059 (-0.334)	-0.590 (-1.290)	0.004 (1.238)	-0.002 (-0.204)
<i>CASH</i>	0.395 ** (2.488)	0.686 ** (2.441)	0.399 ** (2.517)	0.688 ** (2.448)	-0.004 (-1.561)	-0.001 (-0.272)
<i>PPE</i>	-2.955 *** (-10.120)	2.849 *** (-9.081)	2.957 *** (-10.142)	2.852 *** (-9.098)	0.001 (0.467)	0.002 (0.499)
<i>MB</i>	0.015 ** (2.145)	0.009 (0.617)	0.015 ** (2.167)	0.009 (0.633)	-0.000 (-0.694)	-0.000 (-1.142)
<i>BH</i>	-0.061 ** (-2.360)	-0.018 (-0.333)	-0.058 ** (-2.228)	-0.014 (-0.260)	0.004 *** (-6.985)	0.004 *** (-4.206)
<i>PRIVATE</i>	0.067 (0.858)	0.067 (0.742)	0.066 (0.854)	0.066 (0.735)	0.001 (0.249)	0.001 (0.303)
<i>OWNERSHIP</i>	0.492* (1.834)	0.575 ** (2.082)	0.492* (1.837)	0.573 ** (2.081)	0.000 (0.021)	0.002 (0.401)
<i>MINDEX</i>	0.427 (0.724)	0.395 (0.648)	0.417 (0.707)	0.384 (0.630)	0.010 ** (2.385)	0.012 ** (2.450)
<i>YEAR FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>FIRM FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Z × YEAR FE</i>	No	Yes	No	Yes	No	Yes
adj. <i>R</i> ²	0.169	0.181	0.171	0.183	0.078	0.087
<i>N</i>	5 610	5 610	5 610	5 610	5 610	5 610

1) 更换对照组. 选取 2017 年具有未抵扣进项税额但是不属于 70 号文件规定的行业的公司作

为对照组, 这些公司与处理组公司在政策实施之前具有同样的税收处境, 但是政策不会对其税收

处境产生影响,因此可以较好的排除之前是否拥有未抵扣进项税额对研究结果的影响^⑦。回归结果列于表5的Panel A,交叉项 $POST \times TREAT$ 回归系数依然显著为正,分别表明处理组公司相比对照组公司的总投资水平增加了22.7%、一般资本性投资增加了22.2%,而且研发投资也显著增加了0.4%。

2) 基于倾向得分匹配的双重差分PSM-DID。表3中本研究采用2017年度不存在未抵扣增值税进项税额的18类行业公司作为对照组,但是这些公司与处理组公司之间可能存在较大差异,采用文献通行的做法——PSM-DID的设计以控制它们之间在“可观测特征”上的差别。具体的,选取模型(1)中所有控制变量作为解释变量, $TREAT$ 作为被解释变量,由此进行一对一最相邻的倾向评分匹配,得到PSM配对样本,匹配后的处理组和对照组公司样本在“可观测特征”上不再有显著差异,根据配对后的样本得出的回归系数能更好地分离出增值税加速抵扣的投资效应。回归结果见表5 Panel B,交叉项 $POST \times TREAT$ 回归系数依然显著为正,分别表明处理组公司相比对照组公司的总投资水平增加了23.3%、一般资本性投资增加了22.6%,而且研发投资也显著增加了0.7%。

3) 政策的动态效应。借鉴Bertrand和Mullainathan^[44]的方法,本研究将模型1中的交叉项 $POST \times TREAT$ 替换成四个交叉项以考察政策的动态效应,结果见表5 Panel C。本研究发现, $Y_{2016} \times TREAT$ 和 $Y_{2017} \times TREAT$ 回归系数统计上

都不显著,这意味着处理组公司和对照组公司在政策实施前的2016年和2017年相比2015年它们的投资不存在显著差异,这一定程度也表明模型1满足平行趋势假设。 $Y_{2018} \times TREAT$ 的回归系数开始趋近显著, $Y_{2019} \times TREAT$ 回归系数显著为正,这表明由于投资决策对企业发展的的重要性,政策发挥作用需要一段时间。

同时,本研究实际考察了70号文件的实际执行情况,如果政策执行缓慢或者执行中存在偏差,那么理性的管理层应当忽视该政策变化。据国家税务总局报道,全国税务机关一次性退还实现的退税金额达到1148亿元^⑧。就政策实施后2018年和2019年上市公司进行税额抵扣的情况分析发现,64家样本公司中2018年还有1家存在未抵扣的增值税进项税额,到了2019年64家样本公司都实现了清零。扩大到全部上市公司,2018年和2019年依然存在未抵扣进项税额的公司数分别下降到4家和2家,比率为0.1%。这说明70号文件的确得到了各级税务机关的严格高效执行,而且溢出到了其他行业,使得几乎所有公司的增值税资金占用处境得到了改善^⑨。

此外,本研究还做了如下稳健检验:1) 安慰剂测试(falsification test)。首先,选取政策实施前的2016年作为伪“政策日”,具体的,2016年末存在未抵扣增值税进项税额的公司其2017年以后的观测值 $POST \times TREAT_{it}$ 取值为1,其他为0,如果没有观测到企业投资的显著变化,则表明基准回归的结果是稳健的。表5 Panel D的回归结果显

⑦ 虽然2019年4月1月实施的《财政部税务总局海关总署关于深化增值税改革有关政策的公告》将政策扩大到了全部行业,但是18个行业之外的公司是否会做出增加投资的反应,取决于其预期——政策是否会扩大以及政策的力度,新规定对留抵退税金额的限定以及更为严格的申请条件可能影响到了该政策的投资效应。当然,学习效应也可能是影响到新增受益企业反应的重要因素。

⑧ 国家税务总局2019年3月29日“增值税留抵退税14问(2019年4月1日起)”<https://www.shui5.cn/article/ce/126485.html>

⑨ 根据巨潮资讯网的上市公司公告公开信息统计:2018年7月31日丹邦科技(股票代码:002618)公告,其全资子公司收到退还增值税期末留抵税额8065.13万元;2018年8月3日恒星科技(股票代码:002132)公告,公司收到退还增值税期末留抵税额1551.95万元;2018年9月10日章源钨业(股票代码:002378)公告,其全资子公司收到退还增值税期末留抵税额10336.04万元;2018年9月12日高斯贝尔(股票代码:002848)公告,公司收到退还增值税期末留抵税额2975.57万元;2018年9月12日高新兴(股票代码:300098)公告,公司收到退还增值税期末留抵税额5196.46万元;2019年恩捷股份(股票代码:002812)两家全资子公司收到退还增值税期末留抵税额合计4770.45万元;2020年恩捷股份三家全资子公司收到退还增值税期末留抵税额合计17618.65万元;2021年恩捷股份三家全资子公司收到退还增值税期末留抵税额合计14902.40万元。从上市公司的公告内容可以看出,公司收到的退税金额还是一笔非常可观的收入。资料来源:<http://www.cninfo.com.cn/new/fulltextSearch?notautosubmit=&keyWord=%E6%94%B6%E5%88%B0%E9%80%80%E8%BF%98%E5%A2%9E%E5%80%BC%E7%A8%8E%E7%95%99%E6%8A%B5%E7%A8%8E%E9%A2%9D>

示 $POST \times TREAT$ 回归系数统计上不显著, 说明本研究的结果并不是由不可观测因素导致的, 本研究结论仍是稳健的. 其次, 本研究将不属于财税 70 号文件规定行业的非试点行业公司作为研究样本, 其中, 将 2017 年具有未抵扣进项税额的公司作为“伪处理组”, 此时变量 $TREAT2$ 取值为 1; 将 2017 年没有未抵扣进项税额的公司作为控制组, 此时变量 $TREAT2$ 取值为 0; 变量 $POST$ 定义与基准回归模型一致. 表 5 Panel E 的回归结果显示 $POST \times TREAT2$ 回归系数在统计上不显著, 本研究结论较为稳健; 2) 考虑到 70 号文件在 2018 年 6 月份颁布, 而重大的投资决策通常是公司在年初就已经制定, 本研究剔除 2018 年样本重新进行了检验, 未报告的回归结果与表 3 基本一致; 3) 表 3 当中因变量用固定资产除权, 本研究换成根据总资产除权^[21, 45], 未报告的回归结果与表 3 基本一致; 4) 为了排除企业自身发展规划的竞争性假说, 在模型中增加控制投资的滞后一期变量^[14, 46], 未报告的回归结果与表 3 基本一致, 滞后一期的投资变量回归系数显著为正, 这意味着企业投资具有很强的持续性^[14]; 5) 考虑到行业差异对投资的内生性影响, 在模型 (1) 中控制年度固定效应和行业固定效应重新回归, 未报告的回归结果与表 3 基本一致; 6) 本研究还按照 Fee 等^[45] 的设计考察了政策对企业广告支出的

影响, 未报告的回归结果显示交叉项在统计上不显著, 这可能由于中国企业的广告支出金额相对较小, 受融资约束影响较轻微所致; 7) 在双重差分模型中, 除了增值税留抵退税政策的影响外, 还可能不存在其他政策对处理组与对照组公司产生不一致的影响, 从而导致估计结果还不够干净. 因此, 本研究还设计了三重差分模型, 找到不受增值税留抵退税政策影响的处理组与对照组. 由于非试点行业不受增值税留抵退税政策的影响, 所以可以设计成第三重差分, 控制住其他政策的影响, $INDgroup_{i,t}$ 为虚拟变量, 当企业属于试点行业时取值为 1, 否则为 0. 此时, 将试点行业处理组与对照组的差异 (包含留抵退税政策和其他政策的差异) 减去非试点行业处理组与对照组的差异 (只包含其他政策的差异), 可以得到留抵退税政策的净效应. 当 $POST \times TREAT_{i,t} \times INDgroup_{i,t}$ 取值为 1 时, 表示实施留抵退税政策后处于试点行业的处理组企业, 本研究关注该三项交叉项的回归系数, 代表留抵退税政策对企业投资决策的平均处理效果. 未报告的回归结果显示, 三项交叉项的回归系数基本上都显著为正, 即 2018 年增值税留抵退税政策实施后, 刺激了试点行业存在留抵税额的处理组公司增加了相应的一般资本性投资, 说明本研究的结果具有较好的稳健性.

表 5 稳健性检验

Table 5 Robustness tests

Panel A: 更换对照组			
变量	(1)	(2)	(3)
	<i>CAPERD</i>	<i>CAPE</i>	<i>RD</i>
<i>CONSTANT</i>	1.522 (0.452)	1.504 (0.447)	0.017 (0.666)
<i>POST</i> × <i>TREAT</i>	0.227 *** (2.759)	0.222 *** (2.714)	0.004 *** (2.749)
CONTROL VARIABLES	Yes	Yes	Yes
YEAR FE	Yes	Yes	Yes
FIRM FE	Yes	Yes	Yes
adj. R^2	0.127	0.127	0.101
<i>N</i>	551	551	551

续表5

Table 5 Continues

Panel B: PSM-DID			
变量	(1)	(2)	(3)
	<i>CAPERD</i>	<i>CAPE</i>	<i>RD</i>
<i>CONSTANT</i>	0.496 (0.281)	0.534 (0.302)	-0.038 (-0.724)
<i>POST</i> × <i>TREAT</i>	0.233 ** (2.125)	0.226 ** (2.069)	0.007 * (1.712)
CONTROL VARIABLES	Yes	Yes	Yes
YEAR FE	Yes	Yes	Yes
FIRM FE	Yes	Yes	Yes
adj. <i>R</i> ²	0.208	0.207	0.107
<i>N</i>	616	616	616
Panel C: 动态效应			
变量	(1)	(2)	(3)
	<i>CAPERD</i>	<i>CAPE</i>	<i>RD</i>
<i>CONSTANT</i>	6.006 *** (3.954)	6.047 *** (3.996)	-0.041 ** (-2.047)
<i>Y2016</i> × <i>TREAT</i>	-0.032 (-1.049)	-0.032 (-1.067)	0.000 (0.380)
<i>Y2017</i> × <i>TREAT</i>	0.002 (0.057)	0.001 (0.031)	0.001 (0.749)
<i>Y2018</i> × <i>TREAT</i>	0.127 (1.636)	0.125 (1.610)	0.002 (1.016)
<i>Y2019</i> × <i>TREAT</i>	0.252 *** (2.782)	0.251 *** (2.778)	0.001 (0.506)
CONTROL VARIABLES	Yes	Yes	Yes
YEAR FE	Yes	Yes	Yes
FIRM FE	Yes	Yes	Yes
adj. <i>R</i> ²	0.169	0.171	0.078
<i>N</i>	5 610	5 610	5 610
Panel D: 安慰剂测试一: 伪政策日			
变量	(1)	(2)	(3)
	<i>CAPERD</i>	<i>CAPE</i>	<i>RD</i>
<i>CONSTANT</i>	5.959 *** (3.909)	6.000 *** (3.950)	-0.041 ** (-2.033)
<i>POST</i> × <i>TREATF</i>	0.049 (0.463)	0.049 (0.467)	-0.001 (-0.304)
CONTROL VARIABLES	Yes	Yes	Yes
YEAR FE	Yes	Yes	Yes
FIRM FE	Yes	Yes	Yes
adj. <i>R</i> ²	0.167	0.169	0.078
<i>N</i>	5 610	5 610	5 610

续表 5

Table 5 Continues

Panel E: 安慰剂测试二: 伪处理组			
变量	(1)	(2)	(3)
	<i>CAPERD</i>	<i>CAPE</i>	<i>RD</i>
<i>CONSTANT</i>	8.317 *** (4.247)	8.300 *** (4.232)	0.018 * (1.781)
<i>POST × TREAT2</i>	0.009 (0.112)	0.009 (0.117)	-0.000 (-0.826)
CONTROL VARIABLES	Yes	Yes	Yes
YEAR FE	Yes	Yes	Yes
FIRM FE	Yes	Yes	Yes
adj. R^2	0.070	0.070	0.037
<i>N</i>	5 931	5 931	5 931

3.3 机制检验

研究发现,随着 2018 年增值税进项税额加速抵扣/退回政策的实施,受益公司随后显著提升了投资水平,本研究推测其可能的作用渠道和机制在于该政策降低了相关公司的融资约束,而融资约束是制约公司投资决策的重要障碍。如果上述分析成立的话,不难预期,增值税进项税额提前抵扣/退回政策的投资效应应在融资约束高的公司中更为明显。为进一步检验上述影响渠道的存在性,本研究分别采用公司所有制性质—国有/民营^[20,46]以及 Hadlock 和 Pierce^[47]提出的 SA 融资约束指数来衡量融资约束。具体的,将样本区分成国有和民营组,高 SA 指数组(大于等于样本中位数)和低 SA 指数组(小于样本中位数)进行分组

回归,如果样本公司属于民营企业或者 SA 指数高,表明公司面临的融资约束越强。回归结果见表 6。

表 6 显示,在国有企业与民营企业组当中,交叉项 $POST \times TREAT$ 的回归系数都显著为正,chow 检验(单尾检验)表明后者统计上显著大于前者。而在按照 SA 指数分组的回归结果看,交叉项 $POST \times TREAT$ 的回归系数仅在高 SA 组显著为正,而且 Chow 检验(单尾检验)该系数差异在统计上显著。上述结果表明,融资约束是影响增值税留抵退税政策投资效应的重要渠道。具体的,融资约束是制约着中国企业投资的重要因素,而增值税进项税额的加速退回则有助于缓解企业的融资约束,进而促使企业投资的增加。

表 6 融资约束与增值税留抵退税政策投资效应

Table 6 Financial constraints and VAT rebate policy's investment effect

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>CAPERD</i>	<i>CAPERD</i>	<i>CAPERD</i>	<i>CAPERD</i>
	国有	民营	低 SA	高 SA
<i>CONSTANT</i>	2.360 (0.977)	7.468 *** (4.252)	5.286 *** (3.243)	5.248 ** (2.135)
<i>POST × TREAT</i>	0.098 *** (3.220)	0.252 ** (2.471)	0.046 (0.864)	0.210 ** (2.191)
CONTROL VARIABLES	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR FE	Yes	Yes	Yes	Yes
FIRM FE	Yes	Yes	Yes	Yes
adj. R^2	0.102	0.191	0.155	0.200
<i>N</i>	1 604	4 006	2 779	2 831
Chow test	4.48* (0.067)		4.86* (0.06)	

3.4 基于2007年—2019年上市公司数据的研究

图1显示2015年前上市公司增值税进项税额未抵扣的情况更为普遍和严重,普遍达到20%以上,而2015年—2017年则已经相对改善,为了提供更广泛的关于未抵扣增值税进项税额对企业投资的影响,本研究选取2007年—2019年上市公司的数据进行研究,之所以选择2007年作为起始点,是因为2007年发生了许多对公司影响重大的制度变化,包括新企业会计准则的实施和股权

分置改革的基本完成等.其中核心的解释变量为哑变量 DUM_DEF ,具体的,如果当年存在未抵扣的增值税进项税额取值为1,否则为0.鉴于2018年和2019年存在未抵扣增值税进项税额的公司数小的情况,剔除2018年和2019年的样本重新进行了回归,未列示的回归结果与表7基本一致.上述结果再次表明,未及时足额抵扣的增值税进项税额形成的资金占用使得企业大量流动资金沉淀于其中,为了维持持续经营企业不得不推迟或者削减企业的投资.

表7 是否存在未抵扣进项税额与企业投资决策

Table 7 Uncredited input tax and corporate investment decisions

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>CAPERD</i>	<i>CAPE</i>	<i>RD</i>
<i>CONSTANT</i>	3.219 *** (6.740)	3.197 *** (6.693)	0.022 *** (3.644)
<i>DUM_DEF</i>	-0.146 *** (-8.626)	-0.146 *** (-8.600)	-0.000 5* (-1.948)
$\ln ASSET$	-0.111 *** (-5.239)	-0.110 *** (-5.198)	-0.001 *** (-3.127)
<i>LEV</i>	0.294 ** (2.340)	0.300 ** (2.392)	-0.006 *** (-4.311)
<i>ROA</i>	0.915 *** (4.745)	0.905 *** (4.697)	0.010 *** (3.778)
<i>OCF</i>	-0.040 (-0.376)	-0.042 (-0.394)	0.002* (1.667)
<i>CASH</i>	0.681 *** (7.066)	0.683 *** (7.086)	-0.002 (-1.382)
<i>PPE</i>	-2.436 *** (-22.340)	-2.438 *** (-22.364)	0.002* (1.693)
<i>MB</i>	0.013 *** (4.158)	0.013 *** (4.164)	-0.000 (-0.598)
<i>BH</i>	-0.021 (-0.179)	-0.022 (-0.189)	0.001 (0.698)
<i>PRIVATE</i>	0.153 *** (2.578)	0.153 ** (2.569)	0.001 (0.615)
<i>OWNERSHIP</i>	0.415 *** (4.242)	0.417 *** (4.267)	-0.003* (-1.955)
<i>MINDEX</i>	-0.159 (-1.188)	-0.161 (-1.209)	0.003* (1.680)
YEAR FE	Yes	Yes	Yes
FIRM FE	Yes	Yes	Yes
adj. R^2	0.122	0.122	0.094
<i>N</i>	28 204	28 204	28 204

3.5 增值税留抵退税政策投资效应的经济后果

本研究将进一步分析增值税留抵退税政策所带来的投资增加对企业价值的影响, 增值税留抵退税是有助于增加企业价值呢, 还是毁损企业价值? 一方面, 代理成本引致的企业过度投资常常会导致企业价值的毁损; 另一方面, 融资约束产生的企业投资不足又会导致企业价值的长期低迷. 如果中国企业的投资主要受委托代理成本的影响, 即体现为过度投资, 那么增值税留抵退税政策刺激的投资扩张会进一步恶化企业的价值; 相反, 如果中国企业的投资主要受融资约束影响, 即体现为投资不足, 那么增值税留抵退税政策刺激的

投资扩张将有助于企业价值的提升. 为此, 借鉴文献的通用做法, 本研究分别采用市场价值 *TO-BINQ* 和会计业绩 *ROA* 衡量企业价值进行检验, 具体的回归结果见表 8.

表 8 显示交叉项 *POST* × *TREAT* 的回归系数在两个模型中都显著为正: 表 8 列(1)的回归结果意味着相比对照组公司, 处理组公司在政策实施后公司价值提升了 34.1%; 表 8 列(2)的回归结果意味着相比对照组公司, 处理组公司在政策实施后公司会计业绩提升了 1.4%. 这表明, 随着增值税留抵退税政策的实施, 随后增加的投资有助于企业业绩的提升, 从而也给企业带来了更高的估值.

表 8 增值税留抵退税政策投资效应与企业价值

Table 8 VAT rebate policy and corporate value

变量	(1)	(2)
	<i>TOBINQ</i>	<i>ROA_NEXT</i>
<i>CONSTANT</i>	31.574 *** (9.665)	0.834 *** (5.743)
<i>POST</i> × <i>TREAT</i>	0.341 ** (2.324)	0.014 ** (2.405)
<i>ln ASSET</i>	-1.418 *** (-10.910)	-0.030 *** (-5.126)
<i>LEV</i>	-0.836 * (-1.936)	0.004 (0.125)
<i>ROA</i>	4.357 *** (5.590)	0.228 *** (4.491)
<i>OCF</i>	0.103 (0.232)	0.072 ** (2.487)
<i>CASH</i>	1.243 *** (3.542)	0.057 *** (3.383)
<i>PPE</i>	0.161 (0.303)	0.003 (0.100)
<i>MB</i>		0.001 (1.107)
<i>BH</i>	-0.804 *** (-14.599)	-0.004 (-1.564)
<i>PRIVATE</i>	0.192 (0.689)	0.001 (0.088)
<i>OWNERSHIP</i>	0.943 ** (2.470)	0.042 * (1.843)
<i>MINDEX</i>	3.783 * (1.918)	-0.245 *** (-3.594)
YEAR FE	Yes	Yes
FIRM FE	Yes	Yes
adj. <i>R</i> ²	0.517	0.099
<i>N</i>	5 610	5 610

4 结束语

投资是企业维系竞争力的重要决策,也是支撑一国经济发展的关键驱动因素^[48]。尤其在经济下行的背景下,如何刺激企业维持,乃至增加投资日益成为有为政府重要而艰难的课题。基于未抵扣增值税进项税额所形成的资金占用的普遍性和严重程度,2018年6月27日财政部和国家税务总局联合发布财税70号文件,允许满足条件的企业增值税期末留抵税额予以退还。与其他财政政策相比,加快增值税进项税额的抵扣/退回具有操作简便、执行成本低廉的特点。为此,本研究采用2018年颁布的财税70号文件所做的双重差分模型研究了进项税额资金占用对投资的影响。研究发现,相比对照组公司,受税收政策影响的处理组公司随后年份中投资显著增加,不过这种投资效应主要存在于一般的资本性投资,而对风险较高的研发投资影响甚微。机制检验发现,增值税留抵退税政策有助于企业融资约束的缓解,进而刺激投资的增加。最后,根据财税70号文件的相关规定设计准自然实验,处理组与对照组的选取并非

是完美符合理想自然实验状态的,在错综复杂的政治经济生活当中,本研究也难以完全排除和分离出其他未观测到的原因对文章结果造成的偏误,导致本研究可能高估了增值税留抵退税改革对企业投资产生的政策效应,这也是本研究的局限性。

从政策含义上看,研究表明,增值税固有的征收方式所形成的资金占用会对企业的投资产生重要影响,简单的税收调整就会对企业的投资产生重大作用。因此,建议如下:第一,在营改增基本完成的大背景下,政府相关部门需要采取有效的常态解决对策,尽量减少税收对企业经营不恰当的负面影响;第二,严格监督地方税务机关落实中央政府制定的税收政策,这也是政策真实发生作用的关键,例如,针对2019年省级预算执行和其他财政收支的审计发现,不少省份存在未向符合条件的企业办理增值税增量留抵退税的情况;第三,另外的措施是加快政府对私付款进度,例如,2019年发布的《中共中央国务院关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》,要求“建立清理和防止拖欠账款长效机制”,最终减少对企业的资金占用。

参 考 文 献:

- [1]申广军,陈斌开,杨汝岱. 减税能否提振中国经济?——基于中国增值税改革的实证研究[J]. 经济研究,2016,51(11):70-82.
Shen Guangjun, Chen Binkai, Yang Rudai. Can tax-reduction boost economy in China?: An empirical study based on China's value-added tax reform[J]. Economic Research Journal, 2016, 51(11): 70-82. (in Chinese)
- [2]林毅夫,沈艳,孙昂. 中国政府消费券政策的经济效应[J]. 经济研究,2020,55(7):4-20.
Lin Yifu, Shen Yan, Sun Ang. Evaluating the stimulus effect of consumption vouchers in China[J]. Economic Research Journal, 2020, 55(7): 4-20. (in Chinese)
- [3]Alesina A, Ardagna S, Perotti R, et al. Fiscal policy, profits, and investment[J]. American Economic Review, 2002, 92(3): 571-589.
- [4]Barrot J N, Nanda R. The employment effects of faster payment: Evidence from the federal quickpay reform[J]. The Journal of Finance, 2020, 75(6): 3139-3173.
- [5]卞志村,杨源源. 结构性财政调控与新常态下财政工具选择[J]. 经济研究,2016,51(3):66-80.
Bian Zhicun, Yang Yuanyuan. Structural fiscal policy regulation and fiscal tools choice in the new normal[J]. Economic Research Journal, 2016, 51(3): 66-80. (in Chinese)

- [6] 聂辉华, 方明月, 李 涛. 增值税转型对企业行为和绩效的影响——以东北地区为例[J]. 管理世界, 2009, (5): 17-24.
Nie Huihua, Fang Mingyue, Li Tao. The impact of VAT transition on corporate behavior and performance[J]. Journal of Management World, 2009, (5): 17-24. (in Chinese)
- [7] 王义中, 宋 敏. 宏观经济不确定性、资金需求与公司投资[J]. 经济研究, 2014, 49(2): 4-17.
Wang Yizhong, Song Min. Macroeconomic uncertainty, demand for financing and corporate investment[J]. Economic Research Journal, 2014, 49(2): 4-17. (in Chinese)
- [8] 张成思, 刘贯春. 中国实业部门投融资决策机制研究——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角[J]. 经济研究, 2018, 53(12): 51-67.
Zhang Chengsi, Liu Guanchun. The investing and financing decision mechanism of the Chinese real sector: Economic uncertainty and the financial constraints perspective[J]. Economic Research Journal, 2018, 53(12): 51-67. (in Chinese)
- [9] 李昊楠. 预缴退税、融资约束与纳税遵从[J]. 财经研究, 2020, 46(9): 48-62.
Li Haonan. Tax prepayment system, financial constraints and tax compliance[J]. Journal of Finance and Economics, 2020, 46(9): 48-62. (in Chinese)
- [10] Alstadsæter A, Jacob M, Michaely R. Do dividend taxes affect corporate investment? [J]. Journal of Public Economics, 2017, (151): 74-83.
- [11] Jacob M, Michaely R, Müller M A. Consumption taxes and corporate investment[J]. The Review of Financial Studies, 2019, 32(8): 3144-3182.
- [12] 陈 烨, 张 欣, 寇恩惠, 等. 增值税转型对就业负面影响的 CGE 模拟分析[J]. 经济研究, 2010, 45(9): 29-42.
Chen Ye, Zhang Xin, Kou Enhui, et al. VAT tax reform and its negative impact on employment in China: A CGE analysis [J]. Economic Research Journal, 2010, 45(9): 29-42. (in Chinese)
- [13] 马 双, 吴 夕, 卢 斌. 政府减税、企业税负与企业活力研究——来自增值税转型改革的证据[J]. 经济学(季刊), 2019, 18(2): 483-504.
Ma Shuang, Wu Xi, Lu Bin. Tax cut, firms' performance and government taxation revenue: Evidence from value-added tax reform in the northeast China[J]. China Economic Quarterly, 2019, 18(2): 483-504. (in Chinese)
- [14] 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.
Xu Wei, Chen Binkai. Tax incentives and corporate investment: A natural experiment based on the value-added tax transformation from 2004 to 2009[J]. Journal of Management World, 2016, (5): 9-17. (in Chinese)
- [15] 袁从帅, 刘 晔, 王治华, 等. “营改增”对企业投资、研发及劳动雇佣的影响——基于中国上市公司双重差分模型的分析[J]. 中国经济问题, 2015, (4): 3-13.
Yuan Congshuai, Liu Ye, Wang Zhihua, et al. The effect of the replacement of business tax by vat on business investment, r&d and labor employment: A did model analysis basing on Chinese listed company's data[J]. China Economic Studies, 2015, (4): 3-13. (in Chinese)
- [16] 李 成, 张玉霞. 中国“营改增”改革的政策效应: 基于双重差分模型的检验[J]. 财政研究, 2015, (2): 44-49.
Li Cheng, Zhang Yuxia. The policy effect of China's "replacement of business tax with value added tax" reform: A test based on the DID model[J]. Public Finance Research, 2015, (2): 44-49. (in Chinese)
- [17] 范子英, 彭 飞. “营改增”的减税效应和分工效应: 基于产业互联的视角[J]. 经济研究, 2017, 52(2): 82-95.
Fan Ziyang, Peng Fei. The effects of "business tax replaced with vat reform" on firms' tax cuts and industrial division based on the perspective of industrial interconnection[J]. Economic Research Journal, 2017, 52(2): 82-95. (in Chinese)

- [18] Hubbard R G. Capital-market imperfections and investment [J]. *Journal of Economic Literature*, 1998, 36(1): 193 – 225.
- [19] 唐珏, 封进. 社会保险缴费对企业资本劳动比的影响——以 21 世纪初省级养老保险征收机构变更为例 [J]. *经济研究*, 2019, 54(11): 87 – 101.
Tang Jue, Feng Jin. Do social security contributions affect the capital-labor ratio: Evidence from China [J]. *Economic Research Journal*, 2019, 54(11): 87 – 101. (in Chinese)
- [20] 方军雄. 所有制、制度环境与信贷资金配置 [J]. *经济研究*, 2007, (12): 82 – 92.
Fang Junxiong. Ownership, institutional environment and capital allocation [J]. *Economic Research Journal*, 2007, (12): 82 – 92. (in Chinese)
- [21] 李青原, 王红建. 货币政策、资产可抵押性、现金流与公司投资——来自中国制造业上市公司的经验证据 [J]. *金融研究*, 2013, (6): 31 – 45.
Li Qingyuan, Wang Hongjian. Monetary policy, asset mortgage, cash flow and corporate investment: Empirical evidence from Chinese manufacturing listed companies [J]. *Journal of Financial Research*, 2013, (6): 31 – 45. (in Chinese)
- [22] 刘莉亚, 何彦林, 王照飞, 等. 融资约束会影响中国企业对外直接投资吗? ——基于微观视角的理论和实证分析 [J]. *金融研究*, 2015, (8): 124 – 140.
Liu Liya, He Yanlin, Wang Zhaofei, et al. Do financial constraints affect Chinese firms' outward FDI behavior?: A theoretical and empirical analysis based on the micro perspective [J]. *Journal of Financial Research*, 2015, (8): 124 – 140. (in Chinese)
- [23] Morita K. Advance tax payment and tax evasion: Expected utility analysis [J]. *The Singapore Economic Review*, 2014, 59(2): 1450014.
- [24] Almeida H, Campello M, Weisbach M S. The cash flow sensitivity of cash [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(4): 1777 – 1804.
- [25] 刘波, 李志生, 王泓力, 等. 现金流不确定性与企业创新 [J]. *经济研究*, 2017, 52(3): 166 – 180.
Liu Bo, Li Zhisheng, Wang Hongli, et al. Cash flow uncertainty and corporate innovation [J]. *Economic Research Journal*, 2017, 52(3): 166 – 180. (in Chinese)
- [26] Beaver W H. Financial ratios as predictors of failure [J]. *Journal of Accounting Research*, 1966, (4): 71 – 111.
- [27] Badertscher B, Shroff N, White H D. Externalities of public firm presence: Evidence from private firms' investment decisions [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(3): 682 – 706.
- [28] Dang T V, Xu Z. Market sentiment and innovation activities [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2018, 53(3): 1135 – 1161.
- [29] Erickson T, Whited T M. Measurement error and the relationship between investment and q [J]. *Journal of Political Economy*, 2000, 108(5): 1027 – 1057.
- [30] 姜付秀, 伊志宏, 苏飞, 等. 管理者背景特征与企业过度投资行为 [J]. *管理世界*, 2009, (1): 130 – 139.
Jiang Fuxiu, Yi Zhihong, Su Fei, et al. Managerial background characteristics and enterprise overinvestment behavior [J]. *Journal of Management World*, 2009, (1): 130 – 139. (in Chinese)
- [31] Kadapakkam P, Kumar P C, Riddick L A. The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence [J]. *Journal of Banking and Finance*, 1998, 22(3): 293 – 320.
- [32] 范寅. 企业的资本结构与投融资决策 [J]. *财经研究*, 1998, (9): 41 – 46.
Fan Yin. Capital structure and investment and financing decisions of enterprises [J]. *Journal of Finance and Economics*, 1998, (9): 41 – 46. (in Chinese)
- [33] 董盼, 陆正飞. 负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据 [J]. *经济研究*, 2005,

(5): 75 - 84.

Tong Pan , Lu Zhengfei. Debt financing , the sources of debt , and the firms' investment behavior: Evidence from listed companies in China [J]. *Economic Research Journal* , 2005 , (5) : 75 - 84. (in Chinese)

[34] 沈红波, 寇宏, 张川. 金融发展、融资约束与企业投资的实证研究 [J]. *中国工业经济* , 2010 , (6) : 55 - 64.

Shen Hongbo , Kou Hong , Zhang Chuan. An empirical study of financial development , financing constraints and corporate investment [J]. *China Industrial Economics* , 2010 , (6) : 55 - 64. (in Chinese)

[35] 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.

Li Wanfu , Lin Bin , Song Lu. A study on the motivation of the stimulation of terms in the contracts for risk investment and on its affecting mechanism? [J]. *Journal of Management World* , 2011 , (2) : 81 - 99. (in Chinese)

[36] Almeida H , Campello M. Financial constraints , asset tangibility , and corporate investment [J]. *The Review of Financial Studies* , 2007 , 20(5) : 1429 - 1460.

[37] 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.

Cheng Zhongming , Xia Xinping , Yu Minggui. Government intervention , pyramid structure and local state-owned listed company investment [J]. *Journal of Management World* , 2008 , (9) : 37 - 47. (in Chinese)

[38] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资 [J]. *经济研究* , 2007 , (8) : 110 - 122.

Xin Qingquan , Lin Bin , Wang Yanchao. Government control , executive compensation and capital investment [J]. *Economic Research Journal* , 2007 , (8) : 110 - 122. (in Chinese)

[39] 覃家琦, 邵新建. 中国交叉上市公司的投资效率与市场价值——绑定假说还是政府干预假说? [J]. *经济学(季刊)* , 2016 , 15(3) : 1137 - 1176.

Qin Jiaqi , Shao Xinjian. The investment efficiency and market value of China' s cross-listed companies: Hypothesis of bonding or government intervention? [J]. *China Economic Quarterly* , 2016 , 15(3) : 1137 - 1176. (in Chinese)

[40] 佟岩, 孙毓, 王茜. 交叉上市与企业创新——以 A + H 上市公司为例 [J]. *科研管理* , 2022 , (6) : 121 - 131.

Tong Yan , Sun Yu , Wang Xi. Cross-listing and corporate innovation: A case study by taking A + H listed companies as an example [J]. *Science Research Management* , 2022 , (6) : 121 - 131. (in Chinese)

[41] Goldman J. Government as customer of last resort: The stabilizing effects of government purchases on firms [J]. *The Review of Financial Studies* , 2020 , 33(2) : 610 - 643.

[42] Blanchard O J , Lopez-de-Silanes F , Shleifer A. What do firms do with cash windfalls? [J]. *Journal of Financial Economics* , 1994 , 36(3) : 337 - 360.

[43] Rauh J D. Investment and financing constraints: Evidence from the funding of corporate pension plans [J]. *The Journal of Finance* , 2006 , 61(1) : 33 - 71.

[44] Bertrand M , Mullainathan S. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences [J]. *Journal of Political Economy* , 2003 , 111(5) : 1043 - 1075.

[45] Fee C E , Hadlock C J , Pierce J R. Investment , financing constraints , and internal capital markets: Evidence from the advertising expenditures of multinational firms [J]. *The Review of Financial Studies* , 2009 , 22(6) : 2361 - 2392.

[46] Huang Y , Pagano M , Panizza U. Local crowding-out in China [J]. *The Journal of Finance* , 2020 , 75(6) : 2855 - 2898.

[47] Hadlock C J , Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index [J]. *The Review of Financial Studies* , 2010 , 23(5) : 1909 - 1940.

[48] 林灵, 曾海舰. 社会保险成本过高是否抑制企业投资? [J]. *管理科学学报* , 2020 , 23(7) : 57 - 75.

Lin Ling , Zeng Haijian. Does high social insurance cost discourage firm investment? [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2020 , 23(7) : 57 - 75. (in Chinese)

The effect of accelerated deduction of input VAT on investment: Evidence on No. 70 Fiscal and Tax Notification in 2018

*FANG Jun-xiong*¹, *CHEN Ning*², *HE Hui-hua*^{3*}, *YU Xue-hang*⁴

1. School of Accounting, Zhejiang University of Finance & Economics, Hangzhou 310018, China;
2. School of Finance and Management, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China;
3. School of Business Administration, South China University of Technology, Guangzhou 510641, China;
4. School of Business, East China University of Science and Technology, Shanghai 200237, China

Abstract: Stimulating enterprises to maintain and increase investment has increasingly become an important and difficult issue for the government. Different from studies that focus on monetary policy and traditional fiscal policy, this paper studies the effect of accelerated deduction of input VAT on investment. The DID test based on No. 70 Fiscal and Tax Notification in 2018 shows that investment in the treatment group has significantly improved after the policy compared with the control group, but the effect mainly exists in ordinary capital investments and had little impact on higher-risk R&D investments. Mechanism test shows that the policy is conducive to the alleviation of financing constraint which in turn increases investment. In addition, the capital occupation formed by the input VAT has an obvious negative impact on enterprise investment. Therefore, improving the VAT with holding method to reduce capital occupation should become a normal solution.

Key words: capital investment; financial constraint; VAT rebate policy; accelerated deduction of input VAT