

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20221128.203

## 增值税税负、议价能力与企业“脱实向虚”

黄贤环, 张娴婧

(山西财经大学 会计学院, 山西 太原 030006)

**摘要:** 选取2007—2020年沪深A股非金融和非房地产行业上市公司的样本数据, 实证分析增值税税负、议价能力与实体企业“脱实向虚”三者之间的关系。研究发现: 增值税税负降低能够显著抑制企业“脱实向虚”, 同时对产业链总体(上游)议价能力弱的企业以及对下游议价能力强的企业在增值税税负降低时, 能够更加显著地抑制企业“脱实向虚”。机制研究发现, 增值税税负降低通过“实体投资效应”和“现金持有效应”的机制, 进而抑制实体企业“脱实向虚”。进一步地, 对总体(上游)议价能力弱的企业在增值税税负降低时, 能够通过“现金持有效应”抑制企业“脱实向虚”; 而对下游议价能力强的企业, 则通过“实体投资效应”抑制企业“脱实向虚”。研究结论为进一步优化增值税改革, 防范企业“脱实向虚”带来的风险, 实现产业链稳定及经济可持续发展提供经验证据。

**关键词:** 增值税税负; 议价能力; 脱实向虚; 实体投资; 产业链

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2023)05-0084-17

### 一、引言

近年来, 我国金融业快速发展, 而作为国民经济的命脉, 实体经济的发展却日趋低迷, 国内资本呈现出明显的“脱实向虚”趋势。实体企业“脱实向虚”不利于金融系统稳定, 易引发严重的经济问题, 如房地产市场产生价格泡沫、企业管理计划周期缩短、企业集聚影子银行风险等。当前, 我国已经迈向高质量发展这一新的阶段, 正处于产业转型升级、经济结构优化的攻关期, 推动实体企业“脱虚向实”势在必行, 然而中国虚拟经济却仍然高度繁荣。从宏观层面看, 房地产与金融行业增加值占GDP比重在2020年分别上涨至7.3%和8.3%, 已然成为国民经济的重要组成部分。从微观层面看, 由于金融投资本身具有回报周期短、收益高等特点, 企业通常会出于逐利动机将本应投入主业的资金投入金融领域, 忽视了企业的长期发展(Orhangazi, 2008), 而仅有少数研究发现金融投资可以适度发挥“蓄水池”效应。企业“脱实向虚”会促使生产模式发生改变, 造成实体企业空心化运转, 不利于企业进行创新升级, 进而削弱主业盈利能力。受资本逐

收稿日期: 2022-08-15

基金项目: 国家社科基金青年项目(21CGL011)

作者简介: 黄贤环(1989—), 男, 江西吉安人, 山西财经大学会计学院副教授, 硕士研究生导师(通讯作者, 158982753@qq.com);

张娴婧(1999—), 女, 山西晋城人, 山西财经大学会计学院硕士研究生。

利性的影响,企业会将更多的资金投入 to 金融市场中,使得实体投资环境进一步恶化。

如何治理实体企业“脱实向虚”所带来的虚实发展不平衡问题以及防范宏观层面的风险引起了政府部门的高度重视。党的十九大报告提出,建设现代化经济体系,要着力发展实体经济,推动供给体系改革,显著增强我国经济质量优势。同时,我国也相继颁布了十大产业调整振兴规划、《中国制造2025》行动纲领等,并实施增值税改革,助力实体经济的发展。自2004年我国在东北地区试点增值税转型改革以来,2012年在上海等地试点“营改增”,并且在2017年开始了包含税率式、税基式和税额式的增值税综合改革。这一系列减税政策有效降低了企业增值税税负,对宏观微观经济层面产生重要影响。已有文献显示,增值税改革降低了增值税税负,并通过增加企业内部可用资金促进实体投资,对企业提升资本回报率,提高资源配置效率等具有积极影响(申广军等,2016;孙正等,2020)。此外,少数文献考察了增值税转型改革(徐超等,2019)、“营改增”、增值税期末留抵退税政策(黄贤环和杨钰洁,2022)等单个增值税政策与企业金融化的关系。然而,我国增值税改革包含税率式、税基式、税额式等多方面的政策,单纯从某一政策角度出发可能难以全面反映其对微观企业层面金融投资活动的影响,且单一的增值税减税政策研究存在时效性,而无论以上哪一种方式的改革最终都会反映到增值税税负的高低上。因此,为突破增值税改革单一政策对企业投资行为影响研究的局限,本文从企业增值税税负整体的角度,考察增值税税负如何影响实体企业“脱实向虚”行为显得尤为必要,而这一问题目前尚未有文献关注。

企业议价能力主要从两方面影响增值税税负与金融化间的因果关系。一方面,增值税作为一项流转税,在供销关系中,不可避免地会涉及产业链上下游间的税负转嫁问题,而企业的税负转嫁能力主要通过与其上下游企业的议价能力表现出来。企业议价能力反映了企业与相关厂商达成协议时所掌握的主动权,并影响企业税负转嫁,而税负转嫁则很大程度上决定了降税红利在企业间的分配情况。增值税税负降低时,议价能力强的企业更容易将自身税负转嫁给上下游企业从而减轻自身税收负担,获得更多税收红利。而议价能力相对较弱的企业则成为了上下游企业转出税负的承担方,所获税收红利也相对较少。另一方面,从企业的角度来看,处于产业链不同节点的实体企业所具有的话语权不同,其风险感知与投资偏好会存在较大差异(黄贤环等,2022)。企业对增值税税负变化的敏感程度也会随着自身议价能力的不同而具有差异性。那么,增值税税负变动时,拥有不同议价能力的企业是否会由于所承担税负及面临风险的不同而存在投资结构的差异性表现?其作用机制又是怎样的?

为回答以上问题,本文选取2007—2020年沪深A股非金融和非房地产行业上市公司的样本数据,探究增值税税负对实体企业“脱实向虚”的影响及其作用机理。在此基础上,本文加入了议价能力因素的考量,探究对产业链总体以及对产业链上下游议价能力不同的企业,其增值税税负与“脱实向虚”间关系的差异性和作用机理的异质性。

本文的研究贡献在于:第一,已有研究集中于单纯考察增值税转型改革、“营改增”、增值税期末留抵退税政策等增值税改革单一政策对企业“脱实向虚”的影响,本文在产业链不同层面议价能力的差异化情境下,检验了增值税税负对企业“脱实向虚”的影响,丰富了增值税经济后果和实体企业“脱实向虚”影响因素的理论研究。虽然,已有研究已经从货币政策(胡奕明等,2017)、经济环境(Theurillat,2010)等宏观层面以及企业社会责任(顾雷雷等,2020)、高管金融背景(杜勇等,2019)等微观层面探究了实体企业脱实向虚的影响因素,也有少量文献将增值税减税政策作为一个外生政策冲击构建准自然实验,探究增值税减税在短期内对企业金融化的影响(徐超等,2019)。同时,已有文献虽指出增值税税负对实体投资(樊勇等,2018)、企业价

值(汤泽涛和汤玉刚,2020)以及企业转型升级(刘建民等,2020)等具有积极影响。然而,鲜有文献关注到增值税税负的下降在不同议价能力下对企业“脱实向虚”的治理效果。本文考察不同议价能力情境下,增值税税负对实体企业“脱实向虚”的影响,是对增值税改革及企业“脱实向虚”相关理论研究的有益补充。第二,挖掘了增值税税负影响实体企业“脱实向虚”的作用路径。通过机制检验发现,增值税税负会通过“现金持有效应”和“实体投资效应”影响实体企业“脱实向虚”,这有助于打开增值税税负作用于实体企业“脱实向虚”的黑箱,为更好地理解二者间关系及传导路径提供理论支持。第三,识别了产业链中具有不同议价能力的企业其增值税税负与“脱实向虚”间关系的差异性及其作用机理的异质性。对产业链总体、上游和下游具有不同议价能力的企业在产业链中具有不同的地位,在交易中也扮演着不同的角色,这直接影响增值税税负与企业“脱实向虚”的关系。因此,在考察增值税税负与企业“脱实向虚”的关系时,加入企业议价能力的考量有助于更全面地理解二者关系。第四,从实践来看,在我国虚拟经济高度繁荣的背景下,本文研究结论能够为我国系列增值税政策可以改善实体经济与虚拟经济发展失衡的现象提供微观层面的经验证据。同时,本文发现增值税税负降低总体上能够抑制企业“脱实向虚”,但在议价能力不同的企业间具有异质性。这些发现有助于政府对症下药,优化税收改革的着力点,有针对性地引导企业理性投资,维护产业链以及金融体系的稳定。

## 二、文献综述

### (一)增值税税负与企业“脱实向虚”的相关研究

目前,已有部分学者关注到增值税政策对企业投资结构的影响,并以税收政策为准自然实验研究了增值税与企业金融化间的因果关系。刘金东和管星华(2019)以房地产业纳入“营改增”试点为政策背景探究了不动产抵扣对企业投资结构的影响。该研究发现不动产抵扣对我国非国有企业涉房投资具有积极影响,助推了非国有企业的“脱实向虚”趋势。进一步地,有研究指出,“营改增”政策的实施会促使国有企业增加长期金融资产配置,而非国有企业则会减少短期金融资产的持有量(强国令和王梦月,2021)。同样,也有研究从增值税转型改革这一视角,构建准自然实验考察制造业企业金融化的治理措施,并发现增值税转型改革会通过提高企业实体资产收益率,加大企业固定资产与技术创新投入从而抑制制造业企业的金融化趋势(徐超等,2019)。而黄贤环和杨钰洁(2022)则是基于增值税期末留抵退税政策,构建双重差分模型,研究发现期末留抵退税政策会抑制企业金融化,并且这一抑制作用在非国有企业、金融法制环境好的地区更为明显。综上所述,已有研究增值税与企业金融化间关系的文献仅考察了“营改增”、增值税减税及期末留抵退税等单个政策对企业“脱实向虚”的影响,尚未有文献从增值税税负整体的角度探究增值税税负与实体企业“脱实向虚”间的关系。然而,突破单个增值税改革政策研究的局限,从增值税税负整体把握其对企业“脱实向虚”的影响,有助于政府部门更好地制定宏观经济调控政策。

### (二)议价能力与企业“脱实向虚”的相关研究

对于议价能力与企业“脱实向虚”间的联系,目前还少有学者进行研究。从议价能力角度看,已有文献表明,对供应商和客户议价能力强的企业在与相关企业谈判中更具有话语权,会通过降低产品成本,提升产品售价达到提升企业业绩的目的(唐跃军,2009)。Ahern(2012)提出,企业议价能力会影响并购收益的分配。即在企业进行纵向兼并的过程中,拥有较强议价能力的企业会获得更大份额的并购收益。而孟庆玺等(2018)研究发现,客户议价能力较强时,较高的客户集中度会对企业技术创新存在阻碍效应,且这一阻碍效应并不会受到客户是否处于高新技术行业的影响。此外,也有学者指出当企业市场地位较高,而供应商议价能力相对较弱

时,本企业会通过延期付款等方式向供应商索求更多的商业信用支持(Summers和Wilson, 2002)。从企业“脱实向虚”的角度看,宏观层面上,实体企业在逐利动机的驱使下,更倾向于将本应用于实体投资的资金转投于金融资产以取得更高的利润,加剧了金融“挤出”实体的局面(Davis, 2018)。与之相反,也有学者认为金融化趋势只是企业在经济下行期的应急举动,而这一举动使得金融在一定程度上可以更好地服务于实体部门(Theurillat等, 2010)。此外,胡奕明等(2017)基于货币流动性、经济周期以及股票与债券市场变化等角度,也得出了M2、法定准备金率和GDP增长趋势对企业金融化具有正向作用,而GDP周期变量与股票增长率对企业金融化具有负向影响的结论。微观层面的实体企业“脱实向虚”主要反映了企业在投资组合选择与资产配置方面越来越倾向于金融体系(Orhangazi, 2008)。关于企业金融化的微观动机,现有文献大多从高管背景、企业社会责任以及公司治理等方面进行研究。首先,已有研究表明,CEO金融背景会对实体企业金融化产生显著的正向影响(杜勇等, 2019)。其次,顾雷雷等(2020)研究发现,企业履行社会责任也会通过缓解自身融资约束产生“金融化效应”。最后,从企业财务状况和内部控制的角度来看,黄贤环等(2019)发现业绩上升会致使企业金融化水平提升。而内部控制作为一种内部监督机制,可以在企业资金水平高、代理问题严重的情况下有效抑制实体企业的金融化行为(王瑶和黄贤环, 2020)。然而,对于议价能力与企业“脱实向虚”间关系的探究,目前仅有少量文献将企业议价能力视作调节变量,探究不同议价能力情境下,客户集中度与企业金融投资水平的关系(李馨子等, 2019)。

### (三)增值税税负与企业议价能力的相关研究

对于增值税税负与企业议价能力关系的研究,现有文献大多认为企业议价能力与增值税税负转嫁能力息息相关(童锦治等, 2015)。议价能力高的企业在与供应商和客户的谈判中处于相对强势的地位,这样议价能力高的企业就更容易将税收负担通过降低进价或者抬高售价而转移给供应商和客户(乔睿蕾和陈良华, 2017),从而使得自身增值税实际税负降低。钱晓东(2018)研究发现,企业议价能力越强,税负转嫁能力越强,“营改增”促进企业投资价值相关性的效应越显著。也有文献表明,增值税降低会为议价能力强的企业带来更多的税收红利,从而促进其创新投入(谷成和王巍, 2021),提升企业价值(汤泽涛和汤玉刚, 2020)。因此,只有在一般均衡的框架下考虑企业增值税税负在生产者、消费者以及产业链上的传递,才能更好地理解增值税对企业可能产生的影响(Rozema, 2018)。

综上所述,已有文献探究了“营改增”、增值税减税以及增值税期末留抵退税等单个增值税政策对企业金融化水平的影响,但目前还少有学者从增值税税负整体的角度出发考察增值税税负与企业“脱实向虚”间的关系。但本文注意到,不同政策所想达到的目的不同,对企业所造成的影响也具有差异性,因此这种方法只能判断具体的税改政策对企业金融化水平的短期作用效果,而在增值税系列改革的背景下,有必要从增值税税负整体的角度出发,探究其对实体企业“脱实向虚”的影响,这对于考查增值税系列改革的效果及维护金融长期稳定具有重要意义。再者,一方面,增值税税负会通过企业与其相关厂商的谈判而在产业链上下游间转移。另一方面,处于产业链不同位置的企业,内外部融资能力与其所面临风险的差异性也可能会影响到企业的金融投资行为。然而,目前还未有文献将企业在产业链不同层面的议价能力纳入增值税税负与企业“脱实向虚”的因果关系中进行研究。将企业议价能力纳入研究有助于更深层次地揭示增值税税负对企业“脱实向虚”的影响机理,促进经济稳定健康发展。基于此,本文考察增值税税负与实体企业“脱实向虚”间的关系,并考虑企业在产业链中的议价能力对二者关系的影响,探究三者之间的深层联系。

### 三、理论分析与假设提出

#### (一) 增值税税负与企业“脱实向虚”

企业“脱实向虚”是指企业偏离实业,将本该投资于实业的资金投向金融和房地产等虚拟行业领域的行为。从理论层面看,实体企业“脱实向虚”的成因主要为蓄水池效应的“预防储蓄动机”或投资替代效应的“逐利动机”。首先,从“预防储蓄动机”的角度看,金融资产变现成本低、速度快,企业可以在现金流紧张时通过抛售其所持有的金融资产快速获取资金,缓解企业因信用低、金融市场不健全等原因所面临的不同程度的融资约束。因此,企业会将金融资产视作现金进行持有,在企业面临困境时为其发展实业提供资金支持,发挥金融资产的“蓄水池”作用。而“逐利动机”指出,企业投资组合中的实体投资与金融投资间存在可替代性。当实体经济发展动力不足时,企业在逐利动机的驱使下会更倾向于将有限的资金投入回报率较高的金融领域,从而“挤出”实体投资,造成实体企业“脱实向虚”。然而,金融资产的过度持有势必会导致实体经济空心化运转,进而动摇我国现代经济体系的根基。为此,我国出台了系列政策以促进实体经济发展。其中,发挥税收杠杆效应,降低实体企业税收负担是扭转企业“脱实向虚”,振兴实体经济的重要手段。增值税变化会对企业的现金流及投资结构产生影响。增值税税负的降低不仅会通过直接节约企业税收支出、间接增加企业内源资金与降低企业外部融资成本来减少企业现金流出,提升企业可用资金水平,还会通过提升企业实业投资的盈利水平,推动企业投资实体事业的意愿(Chirinko, 2002; 刘建民等, 2020)。因此,本文认为增值税税负降低能够通过削弱预防储蓄动机与投资替代动机进而抑制实体企业“脱实向虚”。具体来说:

首先,增值税税负会通过影响企业预防储蓄动机从而作用于企业“脱实向虚”。增值税税负增加会直接导致税收支出的增加,在更多地占用了企业现金流的同时加大了企业财务风险,这促使企业将资金更多地投放于金融资产中,以保证在特殊时期的资金供应,提升企业应对不确定性的能力。然而,增值税税负降低最直接的影响是减少企业税费支出,为企业节约现金流支出。而我国资本市场并不健全,企业普遍受到不同程度融资约束的情况下,现金流的增加会使得企业普遍增加现金持有量(Almeida等, 2004)。同时,增值税税负降低也会降低产品价格,进而刺激产品需求,这间接提升了企业的盈利能力从而使得企业现金持有量增加(Foley等, 2007),提高企业抵御风险的能力。较低的增值税税负与增值税系列改革为企业提供了更宽松的内外投资环境与更强劲的增长机会,促使企业持有更多现金以备投资(Myers和Majluf, 1984; Opler等, 1999)。总的来说,增值税税负降低对企业现金持有量具有正向影响。而企业现金持有与金融投资存在一定程度的可替代性,即一定的现金保有量可以在企业急需资金时发挥出相较于金融资产流动性更强以及交易成本更低的优势以满足企业实体投资的需求,并且提高企业抵御风险的水平(Bates等, 2009)。因此,增值税税负降低会增加企业内部资金的宽裕程度与外部投资机会,促使企业留存更多现金,使得企业更容易在实体经济发展困难等特殊时期获得资金支持以满足实体投资需求,从而抑制企业金融投资的预防性储蓄动机。

其次,企业金融投资和实体投资间存在替代关系,增值税税负会通过改变企业投资实体的意愿与能力,进而对企业“脱实向虚”造成影响。一方面,在增值税税收中性的前提下,实体企业增值税税负水平高意味着企业成本较高而留利较少,这促使企业积极寻找主业之外的收益补偿,从而加大金融资产配置,削弱了企业进行实物投资的意愿(Orhangazi, 2008)。反之,增值税税负降低释放了企业的主业利润空间,在逐利动机的驱使下,企业会将有限的资金更多地投入实业领域,从而“挤出”金融资产投资。另一方面,增值税虽具有价外税的特征,但目前增值税价外税特征在我国还仅在专用发票上体现,商品标价等都习惯采用含税价格(赵迎春和王钰,

2020)。这意味着实体资产的价格与其增值稅款很容易被企业放入同一心理账户中,从而使得企业在进行投资决策时误将增值稅当作是商品价格的一部分而高估增值稅对企业现金流的影响(樊勇等,2018)。在增值稅稅負较高时,企业易高估实体资产的价格,从而减弱实体投资意愿,转而将资金投入收益更高的金融资产中。同样,企业在销售主业商品时,较高的增值稅稅負也会抬高产品的含税价格,不利于产品需求的激发,间接压缩了企业的利润空间。而较低的增值稅稅負则可以有效缓解这一现象,增值稅稅負的降低会反映到商品含税价格中,而商品含税价格降低不仅会直接增强企业的实体投资意愿,还有利于激发企业的主业产品需求,间接扩大企业的利润空间。理论上,增值稅稅負降低对企业主业利润的提升具有积极影响,企业可以将这部分资金投资于实体经济或继续投资于金融领域。但由于我国市场竞争激烈且金融投资风险较大,短期内,稅負降低会减少企业投资成本,抑制企业进行高风险投资的冲动(彭俞超等,2018)。长远来看,企业为了继续维持在市场中的优势地位,也会充分利用较低的增值稅稅負发展实体。因此,增值稅稅負的降低不仅直接增大了实体投资的需求,还会通过提高主业获利能力间接推动企业扩大实体投资,从而削弱企业因金融投资获利较高而产生的投资替代动机。综上所述,本文提出以下假设:

H1:增值稅稅負降低能够抑制实体企业“脱实向虚”。

产业链中上下游企业间存在市场博弈关系,即相对于上下游企业来说,本企业议价能力越强就越会在产业链资源分配中占据更优势的位置。一方面,稅收理论表明,增值稅作为一项流转稅并不会由企业负担,而是由最终客户实际承担(Baum,1991),但由于价格倒挂、多档稅率等原因,企业承担了部分稅負。而企业承担的这部分稅負很容易通过价格效应在产业链中流转与分配。另一方面,实体企业处于产业链的不同位置,其所拥有的融资能力及所面临的风险也存在较大差异。因此,本文接下来站在本企业的角度,分别从对产业链上游、下游及总体议价能力三个维度分析增值稅稅負与企业“脱实向虚”间深层次的关系。

(二)增值稅稅負、对产业链上游企业的议价能力与企业“脱实向虚”

当企业处于产业链下游位置时,其与上游企业间是一种购买与销售的关系。企业对产业链上游具有较强的议价能力意味着本企业在与上游企业进行谈判时居于主导地位,能够在交易中获得更多的资金支持。首先,根据商业信用竞争理论,上游企业为了控制自身信用风险等,往往更愿意为强势企业提供商业信用融资等福利。也就是说,对上游议价能力强的企业信用基础好,有较强的担保能力,更容易获得上游企业的信任,因此更容易得到来自供应商的融资以及管理库存等福利,具有良好的商业信用筹资环境。其次,当企业具备更强的议价能力时,可以迫使上游企业在合约中作出让步,如降低产品进价,提高产品质量等,从而提升企业自身的利润率,获得更多的内部现金流量(唐跃军,2009)。而从稅負转嫁的角度看,即使在增值稅稅負较高的情况下,议价能力强的企业也可以通过压低产品成本而將稅負转嫁给上游企业,从而减轻自身稅收负担,削弱企业出现资金问题的可能性。最后,上游企业议价能力弱一定程度上凸显出了上游企业产品的可替代性,即本企业对于材料的来源厂商具有更多选择,削弱了企业的经营风险。综上所述,对上游议价能力较强的企业即使在稅負较高的情况下也具有与生俱来的内外融资优势且面临风险较小。与之相反,首先,对上游议价能力弱的企业难以受到供应商的青睐,商业信用筹资环境较差,融资压力较大。其次,企业对上游企业议价能力较低,也就是说本企业在与供应商企业进行商业谈判时处于相对弱势的一方,企业不仅无法通过与供应商的讨价还价获得对自身有利的合同条款,还会被迫承担更多稅負,使得企业利润被上游企业所侵蚀。最后,企业对上游议价能力较弱,往往表现为更多的预付账款。这可能意味着供应商产品具有独特性,企业无法在短时间内找到合适的可替代的供应商,影响企业正常生产,甚至导致企

业客户流失,经营风险较大。基于此,企业对上游企业的议价能力越强,其占用上游企业的资金越多。而企业议价能力越弱,其所面临的风险越高,所受内外部融资约束越强。

增值税税负变动会直接影响企业现金流状况。增值税税负升高时,议价能力强的企业易于将自身税负转嫁给上游企业,本企业税负压力相对来说并不明显。增值税税负降低时,即使对上游议价能力强的企业会由于其较强的税负转嫁能力而获得更多的税收红利(谷成和王巍,2021),但由于其本身就具有相对更充裕的现金流,因此会对增值税税负变化所带来的现金流变化反应较小。也就是说,对上游议价能力强的企业对税负引起的现金流变动的敏感性较差。反之,对上游议价能力较弱的企业由于本身就承担了较大的税负压力并受到较多约束,会对增值税税负变化所造成的现金流变动更为敏感(Foley等,2007;戴贇等,2018)。在税负较高时,对上游议价能力弱的企业不仅面临较大的风险及融资压力,还会因其较弱的讨价还价能力而成为上游企业税负转嫁的承担方,加剧企业融资约束。在此情形下,对上游议价能力弱的企业更倾向于选择流动性好,变现快的金融资产,以备在企业面临困境时快速变现,有效帮助企业规避未来不确定性,发挥金融资产的“蓄水池效应”。而增值税税负降低所带来的现金流对于议价能力弱的企业无异于“雪中送炭”,不仅通过节约税费支出、提高盈利能力提升企业现金持有,还为企业提供更为宽松的成长环境,降低企业经营风险,一定程度上抑制对上游议价能力弱的企业持有金融资产的预防性储蓄动机。由此,本文提出以下假设:

H2:相对于对产业链上游议价能力强的企业而言,对上游议价能力弱的企业,增值税税负降低对企业“脱实向虚”的抑制效应更显著。

### (三)增值税税负、对产业链下游企业的议价能力与企业“脱实向虚”

当企业处于产业链上游时,其与下游客户间为销售与购买的关系。客户作为企业重要的外部利益相关者,对企业融资、投资等方面产生重要影响。对下游企业议价能力高,意味着本企业在与下游企业进行谈判时处于优势地位,有利于提升自身产品的价格,扩大利润空间,使得企业业绩上升(唐跃军,2009)。从税负转嫁的角度来看,议价能力强的企业更容易转嫁自身税负,即使在税负压力较大的情况下也可以将自身税负转嫁给下游企业,从而减轻自身税负压力。同时,对产业链下游企业的议价能力强可能意味着企业产品具有较强的独特性,企业客户不易流失,经营风险较低。与之相反,虽然对产业链下游议价能力弱的企业在与客户谈判时处于劣势地位,会被迫压缩产品利润,并承担更多的增值税税负,面临更强的融资约束。然而,从产业链关系的角度看,对产业链下游企业议价能力弱,往往代表企业赊销较多,交易双方关系紧密,利益趋向一致。对客户议价能力弱的企业更容易从下游企业了解到消费者需求变化等市场信息,降低企业进行市场调查的成本。从风险感知的角度来看,在供销关系中,由于赊销方式的普遍存在,上游企业往往更关注下游企业的经营动态,以了解下游企业是否能按时还款并及时采取应对措施,这意味着上游企业所面临的经营风险是可控的。具体来说,供应商具有信息获取以及交易成本等方面的优势。其中,信息获取优势指上游企业在正常的业务过程中可以通过买方的订单规模与时间对买方的业务状况有所了解,同时买方无法利用现金折扣也会提醒供应商买方的信誉恶化。而交易成本指企业产品销售可能有很强的季节性,为了保持平稳的生产周期,企业不得不建立大量库存,这会导致库存的仓储成本和融资成本的增加。而上游企业在存货积压时,也可以通过降低价格以实现早期销售,以此降低企业仓储成本(Petersen和Rajan,1997),同时较低的产品销售价格也有利于维护现有客户群体,降低客户流失风险。

因此,本文认为增值税税负较高时,由于本企业是客户的上游企业,会具有成本与风险感知层面的优势,即使对下游议价能力弱的企业受到了较多约束,但由于企业成本较低且面临的经营风险相对可控,其进行金融投资的预防性储蓄动机可能并不强烈,对增值税税负下降带来

现金流的反应相对于上游来说可能也并不明显。相反,对下游议价能力强的企业内外部融资环境较好,因此在税负较高时,对下游议价能力强的企业很可能出于逐利动机,将资金投资于风险较大但收益更高的金融领域,而减少对实体资产的投资。而增值税税负降低时,对下游议价能力强的企业会通过税负的转嫁而获得更多降税红利,面临更多的投资选择。然而我国是买方市场,“供大于求”的现状使得供应商市场竞争激烈。如果企业追求短期利益,将资金主要投资于金融市场,很可能在激烈的市场竞争中丧失一席之地。因此,企业在考虑长远利益的情况下,可能更倾向于抓住增值税系列改革的机会,将资金投入实体,以维护现有的市场地位,从而挤出金融投资。由此,本文提出以下假设:

H3:相对于对产业链下游议价能力弱的企业而言,对下游议价能力强的企业,增值税税负降低对企业“脱实向虚”的抑制效应更显著。

#### (四)增值税税负、对产业链总体的议价能力与企业“脱实向虚”

企业对产业链总体具有较强的议价能力,意味着其在短时期内无偿占用了产业链上下游企业的资金,对产业链上游和下游企业都具备较强的议价能力,反映出企业在市场中的强势地位。企业对供应商和客户的议价能力越强,越容易通过压低成本及抬高售价更多地侵占上下游企业的利润,从而获得更好的企业绩效(唐跃军,2009)。同时,作为交易双方实力对比的体现,企业对产业链上下游的议价能力会在一定程度上影响供应商与客户在与本企业停止交易时所付出的转换成本。供应商及客户在与议价能力强的企业停止交易时需要付出更多转换成本,因此对产业链总体拥有较高议价能力的企业会拥有更为稳定的产业链关系,进而缓解银行对企业面临套牢风险的顾虑(王迪等,2016),具有外部融资优势。此外,对产业链总体具备较强的议价能力意味着企业占用上下游企业资金较多,本企业不仅可以获得来自供应商的商业信用支持,还大大降低了因赊销过多所带来的坏账风险。相比之下,对产业链总体议价能力弱的企业,一方面,较高的进货成本与较低的销售价格压缩了企业的利润空间。另一方面,由于供应商和客户在与对产业链总体议价能力较弱的企业中断交易时付出的交易成本较低,因此极易导致供应商与客户的流失,这不仅不利于对产业链总体议价能力低的企业进行银行借款,还会增加企业的经营风险。并且,对产业链总体议价能力弱的企业不仅难以得到供应商的商业信用支持,还极易发生坏账,这会使得企业财务风险增大。

因此,对产业链总体议价能力强的企业是产业链资源的掌控者,即使在增值税税负较高时也拥有十分充裕的现金流并面临较小的风险,进行金融投资的意愿较弱。同时,也正是因为对总体议价能力强的企业所受约束与承担的风险很小,增值税税负变动时,对总体议价能力强的企业会缺乏对现金流变化的敏感性。而增值税税负增加时,对产业链总体议价能力弱的企业在进行内外部融资时,不仅受到上游企业的约束,还受到下游企业的打压,这会加剧对产业链总体议价能力较弱企业的融资压力。同时,由于对总体议价能力弱的企业本就面临较大的财务及经营风险,在内外部融资环境与风险的双重压力下,对总体议价能力弱的企业更有将资金投资于金融领域,以备“不时之需”的动机。增值税税负较高会加剧企业缺少资金的困境,促使企业将目光投放于盈利能力高,变现快的金融资产投资,防止企业因资金链断裂所造成的财务困境。而增值税税负降低时,税负减轻所带来的现金流会为企业带来喘息的机会,在为企业提高了可用资金水平的同时,降低了资金链断裂的风险,挤出了企业金融投资。因此,对产业链总体议价能力弱的企业,其增值税税负降低会抑制企业出于预防储蓄动机而造成的“脱实向虚”趋势。由此,本文提出假设H4:

H4:相对于对产业链总体议价能力强的企业而言,对总体议价能力弱的企业,增值税税负降低对企业“脱实向虚”的抑制效应更显著。



## 四、研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

为检验增值税税负对企业“脱实向虚”的影响并考虑到2007年新会计准则的规定,本文选取2007—2020年我国沪深A股上市公司作为研究对象。本文删除了金融业与房地产业的样本、ST类样本以及存在数据缺失的样本后得到8329个样本观测值。同时,为缓解极端值对回归结果的影响,本文还对样本中的所有连续变量进行了上下1%的缩尾处理。本文采用excel和stata15对数据进行处理与实证分析,变量数据主要来源于CSMAR数据库。

### (二) 变量测度

1. 增值税税负的测度。已有文献对增值税税负的测量主要基于两种方法。第一种是利用教育费附加和城市维护建设税来推算增值税税负(童锦治等,2015)。第二种是基于企业现金流来计算增值税税负。由于教育费附加和城市维护建设税数据的缺乏,本文采用第二种方法来计算增值税税负。借鉴刘骏和刘峰(2014)的研究,第一步,计算 $TaxNCF=(\text{支付的各项税费}-\text{收到的税费返还})$ 。第二步,算出 $EITNCF=\text{所得税费用}-\text{递延的所得税}-\text{应交所得税}$ 相对于上年变动额。第三步,算出 $B\&SNCF=\text{营业税金及附加}-\text{应交的营业税金及附加}$ 相对于上年的变动额。其中,应交的营业税金及附加 $=\text{应交税费}-\text{应交所得税}-\text{应交增值税}$ 。最后,计算出增值税税负( $VATburden$ ) $=(TaxNCF-EITNCF-B\&SNCF)/\text{营业收入}$ 。值得说明的是,由于2016年我国完成了营改增,因此在测度增值税税负时,2016年及以后用“税金及附加”替代“营业税金及附加”。

2. 脱实向虚程度的测度。根据戴贇等(2018)、徐超等(2019)的研究,宏观层面的“脱实向虚”被称为经济“金融化”,而本文所研究的微观层面的企业“脱实向虚”亦被称为企业金融化。根据金融资产的定义,房地产本不属于金融资产范畴,但由于“炒房热”现象的出现,使得投资性房地产获得了金融资产的属性。同时,金融资产定义中的货币资金主要是为了满足企业经营需要而并未表现出金融属性。企业应收股利、应收利息的数据存在大量缺失。因此,为提升实证结果的准确性,本文借鉴黄贤环等(2021)的研究,通过 $(\text{交易性金融资产}+\text{可供出售金融资产净额}+\text{持有至到期投资净额}+\text{长期股权投资}+\text{投资性房地产净额})/\text{资产总额}$ 来衡量2007—2018年企业“脱实向虚”程度,而考虑到2018年开始新会计准则陆续在企业中适用,本文通过 $(\text{交易性金融资产}+\text{长期股权投资}+\text{投资性房地产净额}+\text{债权投资}+\text{其他债权投资}+\text{其他权益工具投资}+\text{其他非流动性金融资产})/\text{资产总额}$ 衡量2019—2020年的企业“脱实向虚”程度,记为 $Fin$ 。

3. 议价能力的测度。现有关于企业议价能力的测度大多以供应商(客户)议价能力衡量。其中,供应商议价能力为上市公司年报中“前五大供应商采购额总数占年度采购总额的比例”;客户议价能力为年报中“前五大客户销售额总数占年度销售总额的比例”。但由于此方法收集到的缺失值较多,可能导致实证结果出现偏差。因此,本文借鉴已有文献(唐跃军,2009;黄贤环等,2022)的研究,通过 $(\text{应付账款}+\text{预收账款}+\text{应付票据}-\text{应收账款}-\text{预付账款}-\text{应收票据})/\text{资产总额}$ 表示本企业产业链总体的议价能力;以 $(\text{应付账款}+\text{应付票据}-\text{预付账款})/\text{资产总额}$ 表示本企业对上游企业的议价能力;以 $(\text{应收账款}+\text{应收票据}-\text{预收账款})/\text{资产总额}$ 表示企业对下游企业的议价能力。值得注意的是,对产业链总体及上游企业的议价能力指标数值越大,表明本企业议价能力越强。而对下游企业的议价能力指标数值越大,意味着企业议价能力越弱。

4. 控制变量的选择。借鉴黄贤环等(2021)的研究,本文选取了如下控制变量:企业年龄( $Age$ )、平均现金持有量( $Avcash$ )、对上游企业的议价能力( $Supplier$ )、对下游企业的议价能力

(Buyer)、企业规模(Size)、产权性质(Soe)、股权集中度(Top1)、营业收入增长率(Growth)、财务杠杆(Lev)、资产回报率(ROA)、二职合一(Dual)、董事会规模(Board)、独立董事占比(Indirect)。同时,本文控制了年度固定效应和行业固定效应。具体变量说明见表1。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
增值税税负	VATburden	(TaxNCF-EITNCF-B&SNCF)/营业收入
脱实向虚程度	Fin	2007—2018:(交易性金融资产+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+长期股权投资+投资性房地产净额)/资产总额 2019—2020:(交易性金融资产+长期股权投资+投资性房地产净额+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资+其他非流动性金融资产)/资产总额
企业年龄	Age	企业成立年限
平均现金持有量	Avcash	企业年平均现金持有量/资产总额
对上游企业的议价能力	Supplier	(应付账款+应付票据-预付账款)/资产总额
对下游企业的议价能力	Buyer	(应收账款+应收票据-预收账款)/资产总额
企业规模	Size	企业资产总额的自然对数
产权性质	Soe	国有企业为1,非国有企业为0
股权集中度	Top1	第一大股东持股比例
营业收入增长率	Growth	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
财务杠杆	Lev	负债总额/资产总额
资产回报率	ROA	税后净利润/总资产
二职合一	Dual	董事长和总经理为同一人则取值为1,否则为0
董事会规模	Board	董事会人数
独立董事占比	Indirect	独立董事人数/董事会人数

### (三)模型设计

为了考察增值税税负与企业金融化的关系,本文建立以下实证模型:

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VATburden_{i,t} + \sum Controls + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,  $Fin_{i,t}$  表示企业“脱实向虚”程度,  $VATburden_{i,t}$  代表企业增值税税负。 $Controls$  为控制变量集合,  $Year$  和  $Ind$  分别为年度和行业固定效应。若  $\beta_1$  显著为正,则说明增值税税负越低,企业金融化水平越低,即增值税税负降低抑制了企业“脱实向虚”。

## 五、实证分析

### (一)描述性统计

表2呈现了变量的描述性统计结果。其中,  $Fin$  平均值为0.062,说明样本企业金融资产平均占比为6.2%,最小值趋于0,最大值达到0.435,表明仍有实体企业存在严重的“脱实向虚”现象,并且样本企业间金融投资差异较大。 $VATburden$  平均值为0.028。 $Supplier$  的最大值为0.619,最小值为-0.380,均值为0.123; $Buyer$  的最大值为1.372,最小值为-0.557,均值为0.138,这说明样本企业对上下游企业的议价能力存在较大差异,可能会通过影响税负带来的现金红利从而影响企业金融投资。其余变量描述性统计结果如表2所示,在此不赘述。

### (二)实证结果分析

表3第(1)列报告了增值税税负对实体企业“脱实向虚”的影响。结果显示,在全样本中,增值税税负( $VATburden$ )的系数为0.180,在1%的水平上显著。这意味着增值税税负下降时,企业“脱实向虚”程度显著下降,假设H1得以验证,即增值税税负降低能够抑制企业“脱实向虚”。同

表2 变量描述性统计结果

variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	Max
Fin	8329	0.062	0.086	0.000	0.007	0.028	0.079	0.435
VATburden	8329	0.028	0.037	-0.067	0.008	0.024	0.046	0.156
Age	8329	10.110	5.837	2.000	5.000	10.000	15.000	24.000
Size	8329	22.300	1.260	20.120	21.390	22.090	23.020	26.110
SOE	8329	0.507	0.500	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
Avcash	8329	0.140	0.097	0.000	0.073	0.117	0.181	0.823
Inv	8329	20.650	1.504	13.590	19.670	20.470	21.530	26.660
Supplier	8329	0.123	0.105	-0.380	0.051	0.102	0.176	0.619
Buyer	8329	0.138	0.139	-0.557	0.045	0.125	0.219	1.372
Top1	8329	0.357	0.150	0.089	0.236	0.340	0.464	0.740
Growth	8329	0.169	0.358	-0.410	-0.015	0.112	0.261	2.262
Lev	8329	0.486	0.189	0.095	0.343	0.490	0.634	0.876
ROA	8329	0.037	0.048	-0.150	0.013	0.033	0.061	0.177
Dual	8329	0.204	0.403	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
Board	8329	8.993	1.742	5.000	8.000	9.000	9.000	15.000
Indirect	8329	0.369	0.053	0.300	0.333	0.333	0.400	0.571

表3 增值税税负与实体企业“脱实向虚”的检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	全样本	对上游议价 能力强	对上游议价 能力弱	对下游议价 能力强	对下游议价 能力弱	对总体议价 能力强	对总体议价 能力弱
VATburden	0.180*** (6.545)	0.072 (1.558)	0.216*** (5.986)	0.220*** (5.959)	0.068 (1.605)	0.062 (1.406)	0.142*** (3.737)
Supplier	-0.035*** (-3.091)						
Buyer	-0.096*** (-10.194)						
Controls	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Year/Ind	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Constant	0.462*** (10.205)	0.409*** (6.900)	0.426*** (5.806)	0.549*** (7.095)	0.303*** (3.749)	0.599*** (9.102)	0.410*** (6.573)
N	8329	3538	4791	4510	3819	4072	4257
R <sup>2</sup>	0.181	0.209	0.180	0.173	0.193	0.186	0.192

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

时,本文参考童锦治等(2015)、谷成和王巍(2021)的做法,将对产业链总体以及对产业链上下游企业的议价能力指标都按均值分为高低两组,进一步验证对产业链总体及产业链上游、下游具有不同议价能力的企业,其增值税税负与“脱实向虚”程度间关系的差异性。表3第(2)至(7)列报告了不同议价能力情况下增值税税负对企业“脱实向虚”的影响。表3第(2)列和第(3)列是假设H2的检验结果。通过对比可以看到,当企业对产业链上游的议价能力较弱时,增值税税负对企业“脱实向虚”程度的影响在1%的水平上显著为正,而对产业链上游议价能力较强的企业并没有显著影响。本文认为出现这种情况的主要原因在于,对产业链上游议价能力较弱的企业会受到较强的融资约束且面临的风险更大,因此企业在税负较高时更倾向于持有金融资产以应对不确定因素的冲击。而增值税税负降低会使得企业现金流增加,在一定程度上缓解企业所受融资约束(刘行和赵健宇,2019),并减少其所面临的风险,抑制了企业出于预防性储蓄动机而显现的“脱实向虚”趋势,假设H2得到验证。对比表3第(4)列和第(5)列的结果,发现相对于对产业链下游议价能力弱的企业,增值税税负降低更能够抑制对下游议价能力强的企业的“脱实向虚”趋势。原因可能在于,本企业相对下游企业处于产业链的上端,现金流风险较小,因此

对下游议价能力弱的企业持有金融资产的预防性动机相对较弱。由于我国是买方市场,供应商市场竞争激烈,在增值税税负降低时,对下游议价能力强的企业由于其较强的税负转嫁能力会获得更多的税收红利,得到更多的投资机会,因此企业更有可能为了稳定自身市场地位而将税负降低带来的现金流投资于实体,进而抑制企业的“脱实向虚”倾向,假设H3得到验证。而对比表3第(6)列和第(7)列的结果发现,在对产业链总体议价能力弱的这一组样本中,增值税税负与企业“脱实向虚”为显著正相关关系。原因可能在于,对总体议价能力弱的企业受到的内外部融资约束更为明显,承担的风险更大,在增值税税负较高时持有金融资产的预防性储蓄动机更强。因此,对总体议价能力弱的企业会对税负降低所带来的现金流更为敏感,抑制了实体企业“脱实向虚”,假设H4得到了验证。

### (三)稳健性检验

1. 改变变量测度方式。首先,改变增值税税负的测度方式,借鉴李旭红和杨武(2019)的研究测算增值税税负( $Zzssf$ )。具体分为三步:第一,计算企业当期所得税=所得税费用-递延所得税。第二,计算当期企业增值税=支付的各项税费-企业当期所得税。第三,计算企业增值税税负=增值税额/营业收入。经过以上处理,重新回归后所得结论与主检验结论一致。

此外,已有文献关于企业“脱实向虚”变量的度量尚未形成统一的见解,本部分借鉴黄贤环等(2018)的研究,通过“(交易性金融资产+衍生金融资产+发放贷款和垫款+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+长期股权投资+投资性房地产净额)/资产总额”重新计算实体企业“脱实向虚”程度( $Fin1$ )。经过以上处理,重新回归后所得结论与主检验结论一致。

2. 剔除干扰样本。考虑到金融危机期间,经济波动较大,会影响到企业实体投资,本文删除2008—2010年的样本数据。2018年部分企业开始适用2017年新出台的金融工具准则而部分企业未适用,因此删除2018年的数据样本。同时,由于2020年疫情爆发,全民抗疫,可能对实体经济的发展有所影响,因此删除2020年数据样本。本文运用2007年、2011—2017年、2019年的数据重新进行回归,依然得到与主检验一致的结论。

3. 仅考虑制造业企业样本。制造业既是实体的重要象征,也是国民经济的基础性产业。随着全球经济的不断发展,制造业发展不仅能够为我国创造大量就业岗位,还可以促进各个行业的技术发展,拉动经济高速发展。鉴于此,本文仅考虑制造业企业样本数据进行回归,研究结论与主检验结论一致。

4. 考虑内生性问题。本文可能存在反向因果、变量测度误差和样本选择等原因带来的内生性问题。在实证研究增值税税负和企业“脱实向虚”之间关系时,可能存在反向因果问题,即企业金融投资行为会对其所承担的增值税税负产生影响。同时,本文增值税税负和企业“脱实向虚”采用的都是代理变量,也可能会存在变量测度误差所造成的内生性问题。此外,在实证研究增值税税负和企业“脱实向虚”间关系时,也可能会存在样本选择对实证结果的影响。因此,为缓解由于反向因果、变量测度误差和样本选择等导致的内生性问题,本文采用工具变量2SLS做进一步检验。具体地,首先生成增值税税负的企业所在省份的分行业分年度均值( $mVATburden$ ),然后将其作为工具变量进行2SLS回归,回归结果仍与主检验结论一致。

## 六、进一步分析

### (一)增值税税负对企业“脱实向虚”的影响机制检验

根据前文研究,增值税税负降低会抑制企业“脱实向虚”。加入企业议价能力的考量后,假设H2、H3、H4也都得到了实证检验。然而,对于其中的作用机理,仅仅是停留在理论分析层面,还未从实证层面进行检验。因此,本部分试图从实证层面进一步检验增值税税负变化对企业

“脱实向虚”的作用机制以及在产业链不同层面存在异质性议价能力的情境下,增值税税负与实体企业“脱实向虚”的差异化作用机理。

前文已从理论层面阐明了增值税税负对实体企业“脱实向虚”倾向的作用机理,即增值税税负会通过“实体投资效应”和“现金持有效应”分别影响实体企业金融资产配置的投资替代动机和预防性储蓄动机,进一步作用于实体企业“脱实向虚”。一方面,增值税税负会影响企业投资结构。较高的增值税税负不仅直接提高了企业的实体投资成本,还挤占了企业的获利空间,促使实体企业将资金投资于金融领域以谋求更丰厚的利润。而增值税税负降低则有利于企业实体投资成本的减少,释放了企业的利润空间,削弱了实体企业配置金融资产的逐利动机,使企业在激烈的竞争环境下更加注重实体投资。因此,本文认为增值税税负影响企业“脱实向虚”的可能路径为:增值税税负—实体投资—企业“脱实向虚”。另一方面,较高的增值税税负意味着企业现金流支出的增加,财务风险提高。为预防财务困境给企业带来严重损失,企业会加大金融资产的投资,发挥金融资产的蓄水池效应。相反,增值税税负降低丰富了企业现金流,在企业普遍面临不同程度融资约束的情况下,现金流的增加一定程度上提升了企业的现金保有量,现金的高流动性为企业在财务困境时期发展主业提供了支持,从而削弱了企业配置金融资产的预防性储蓄动机。因此,本文认为增值税税负影响企业“脱实向虚”的第二条可能的路径为:增值税税负—现金持有—企业“脱实向虚”。

为了验证路径一,本文以实体投资(*Inv*)作为中介变量,采用企业期末持有固定资产账面价值的对数进行衡量,并在模型(1)的基础上构建以下中介效应模型:

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VATburden_{i,t} + \sum Controls + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VATburden_{i,t} + \beta_2 Inv_{i,t} + \sum Controls + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

模型(1)至(3)用于检验增值税税负—实体投资—企业“脱实向虚”这一路径是否成立。结果如表4所示,第(1)列显示了增值税税负降低显著抑制了实体企业金融化水平,与主检验结果相符。由第(2)列可知,增值税税负与实体投资的确存在显著负相关关系。第(3)列反映出增值税税负系数为正,实体投资系数为负,且二者都在1%的水平上显著。同时,Sobel检验的系数为-0.010,在10%的水平上显著。这表明增值税税负降低的确通过提升企业实体投资,抑制了实体企业“脱实向虚”。因此,路径“增值税税负—实体投资—企业‘脱实向虚’”得到验证。

表4 现金持有机制与实体投资机制检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	实体投资机制检验			现金持有机制检验		
	<i>Fin</i>	<i>Inv</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Avcash</i>	<i>Fin</i>
<i>VATburden</i>	0.183*** (6.581)	-0.648*** (-2.945)	0.168*** (6.154)	0.204*** (7.247)	-0.150*** (-4.622)	0.183*** (6.581)
<i>Inv</i>			-0.022*** (-14.497)			
<i>Avcash</i>	-0.139*** (-13.147)	-1.454*** (-17.419)	-0.171*** (-16.102)			-0.139*** (-13.147)
<i>Controls</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Yes/Ind</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>Constant</i>	0.406*** (8.935)	2.780*** (7.716)	0.468*** (10.409)	0.373*** (8.100)	0.244*** (4.593)	0.406*** (8.935)
<i>N</i>	8329	8329	8329	8329	8329	8329
<i>R</i> <sup>2</sup>	33.707	277.600	39.277	29.184	48.343	33.707
Sobel检验结果		-0.010*(-1.762)			0.016*** (4.686)	

针对第二条路径,本文以平均现金持有量(*Avcash*)作为中介变量,在模型(1)的基础上构建以下中介效应模型对该路径进行验证:

$$Avcash_{i,t}=\beta_0+\beta_1VA Tburden_{i,t}+\sum Controls+\sum Year+\sum Ind+\varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Fin_{i,t}=\beta_0+\beta_1VA Tburden_{i,t}+\beta_2Avcash_{i,t}+\sum Controls+\sum Year+\sum Ind+\varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

模型(1)(4)(5)用于检验增值税税负—现金持有—企业“脱实向虚”这一路径。如表4第(5)列显示,增值税税负与平均现金持有量存在显著负相关关系。第(6)列反映,增值税税负系数为正,平均现金持有量系数为负,且二者都在1%的水平上显著。同时,Sobel检验的系数为0.016,在1%的水平上显著。这表明增值税税负降低的确通过提升实体企业平均现金持有量,抑制了企业“脱实向虚”趋势。路径二“增值税税负—现金持有—企业‘脱实向虚’”得到验证。

#### (二)不同议价能力下实体企业增值税税负对“脱实向虚”的影响机制检验

不同议价能力的企业在产业链资源分配中拥有着不同的地位,其所承担的增值税税负很容易通过与上下游企业的价格谈判而在产业链中流转与分配,并且企业议价能力的不同也会影响到企业的内外部融资条件。同时,实体企业处于产业链的不同位置,所面临的风险与其投资偏好也存在较大差异,这也可能会影响到企业的金融投资水平。由此可见,要真正揭开增值税税负对企业“脱实向虚”作用路径的黑箱,就需要进一步探究企业在产业链不同层面具备差异化议价能力的情况下,增值税税负对实体企业“脱实向虚”作用机制的异质性。

由上文可知,对产业链上游议价能力弱的企业,增值税税负降低对本企业“脱实向虚”的抑制作用更显著。形成这一现象的原因可能是:相对于议价能力强的企业,对上游企业议价能力弱的企业所面临的税负压力更大,融资环境也更严峻,在增值税税负较重时这部分企业更倾向于持有金融资产以备不时之需。因此,议价能力弱的企业会对增值税税负降低所带来的现金流和投资机会更敏感,从而加大企业现金持有量。即对于议价能力较弱的企业来说,增值税税负降低会通过现金持有量(*Avcash*)的提升而削弱实体企业金融化的预防性储蓄动机,从而抑制了企业“脱实向虚”。

而在本企业与下游企业的关系中,对下游议价能力强的企业,增值税税负降低对本企业“脱实向虚”的抑制作用更显著。形成这一不同现象的原因可能是:相对于下游企业来说,本企业处于产业链的上端,更利于企业进行成本优化与风险管控。因此,即使企业对下游企业的议价能力较弱,由于本企业的成本与所面临的风险较小,对增值税税负降低的反应相较于对上游议价能力弱的企业来说可能并不明显。反之,对下游议价能力强的企业在增值税税负下降时,会更多地将自身的税负转嫁给下游企业,从而得到更多的降税红利。在我国供大于求的情形下,供给端竞争激烈,对下游议价能力强的企业更倾向于将税负下降所获得的资金投资于实体,以维护自身市场地位。本文预计对下游议价能力强的企业来说,增值税税负降低会通过提高企业实体投资(*Inv*)来抑制企业“脱实向虚”。

在本企业与产业链总体的关系中,对总体议价能力弱的企业,增值税税负降低对本企业“脱实向虚”的抑制作用更明显。本文认为形成这一现象的原因是:对产业链总体议价能力强的企业拥有天然的内外部融资优势与抗风险能力。而对产业链总体议价能力弱的企业不仅受到上游企业的商业信用约束,还对下游进行了大量的赊销,这加剧了对产业链总体议价能力较弱企业的内外部融资压力。此外,对产业链总体议价能力弱的企业还面临较大的经营风险。因此,对产业链总体议价能力较弱的企业会将资金更多地投资于金融领域以预防不确定性事件的发

生。而增值税税负降低时,税负减轻所带来的现金流在为企业提高了可用资金水平的同时,削弱了企业所面临的风险,挤出了企业金融投资。由此,本文预期对产业链总体议价能力弱的企业来说,增值税税负降低会促使企业现金持有量(*Avcash*)的提升,从而削弱实体企业金融化的预防性储蓄动机,抑制了企业“脱实向虚”。

首先,本文以*Avcash*作为中介变量,构建中介效应模型,检验对上游议价能力弱的这部分样本企业的增值税税负—现金持有量—企业“脱实向虚”这一路径,结果如表5所示。从表5第(2)列可以看出,企业增值税税负降低提升了企业的平均现金持有量;表5第(3)列反映,*VATburden*的系数为正,*Avcash*的系数为负,并且二者的回归系数都在1%的水平上显著。同时,Sobel检验系数为0.010,在5%的水平上显著。这表明在对上游议价能力弱的分组中,增值税税负降低的确会通过提升企业现金持有量削弱企业预防性储蓄动机,从而抑制实体企业“脱实向虚”。

表5 产业链中不同税负转嫁能力下企业增值税税负对脱实向虚的影响机制检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	
	对上游议价能力弱的企业 现金持有中介			对下游议价能力强的企业 实体投资中介			对总体议价能力弱的企业 现金持有中介			
	<i>Fin</i>	<i>Avcash</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Inv</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Avcash</i>	<i>Fin</i>	
<i>VATburden</i>	0.237*** (6.444)	-0.122*** (-2.938)	0.216*** (5.986)	0.220*** (5.959)	-0.586** (-2.116)	0.204*** (5.650)	0.173*** (4.480)	-0.203*** (-4.411)	0.142*** (3.737)	
<i>Avcash</i>			-0.168*** (-11.330)	-0.158*** (-10.446)	-1.340*** (-11.782)	-0.193*** (-12.726)			-0.150*** (-9.940)	
<i>Inv</i>						-0.026*** (-11.406)				
<i>Controls</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
<i>Year/Ind</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
<i>Constant</i>	0.424*** (5.673)	0.012 (0.144)	0.426*** (5.806)	0.549*** (7.095)	3.078*** (5.293)	0.629*** (8.251)	0.394*** (6.216)	0.107 (1.416)	0.410*** (6.573)	
<i>N</i>	4791	4791	4791	4510	4510	4510	4257	4257	4257	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.150	0.237	0.180	0.173	0.620	0.204	0.165	0.288	0.192	
Sobel检验结果		0.010** (2.417)			-0.031*** (-3.035)			0.013*** (2.807)		

根据本文理论推导,对下游议价能力强的企业更倾向于在增值税税负降低时将资金投入实业领域以维持自身在市场中的地位。因此,本文以实体投资(*Inv*)作为中介变量,进行中介机制检验。结果如表5所示。从表5第(5)列可以看出,增值税税负降低会促使企业加大对固定资产的投资。表5第(6)列中,*VATburden*的系数为正,*Inv*的系数为负,回归系数均在1%的水平上显著。同时,Sobel检验结果的系数为-0.031,在1%的水平上显著。表明在下游议价能力强的分组中,增值税税负降低会提升企业实体投资,减少金融资产的投资占比,从而抑制实体企业“脱实向虚”。

同理,本文以*Avcash*作为中介变量,检验对总体议价能力弱的样本企业的增值税税负—现金持有量—企业“脱实向虚”这一路径。从表5第(8)列可以看出,企业增值税税负降低的确提升了企业的平均现金持有量;表5第(9)列反映,*VATburden*的系数为正,*Avcash*的系数为负,并且二者的回归系数都在1%的水平上显著。同时,Sobel检验系数为0.013,在1%的水平上显著。这证实了对总体议价能力弱的分组中,增值税税负降低会通过提升企业现金持有量从而抑制实体企业“脱实向虚”这一路径。

## 七、结论与启示

本文选取2007—2020年我国沪深两市A股非金融、非房地产行业上市公司的样本数据,实证检验了增值税税负对实体企业“脱实向虚”的影响以及实体企业在产业链中的议价能力对二者关系的调节作用。结果表明:(1)从全样本看,增值税税负降低能够显著抑制实体企业“脱实向虚”。(2)加入税负转嫁因素的考量后发现,对产业链总体(上游)议价能力弱的企业在增值税税负降低时,对降税所带来的现金流更敏感,削弱了企业金融资产配置的预防性储蓄动机,进而抑制了企业“脱实向虚”的趋势。(3)对产业链下游议价能力强的企业出于在激烈的竞争中维护自身市场地位的目的,更倾向于将增值税税负下降带来的税收红利用于实体投资,从而抑制了企业“脱实向虚”的趋势。

根据上述结论,本文得到以下启示:第一,对税务部门来说,应该认识到增值税税负降低对实体企业“脱虚返实”的积极影响,坚定税收改革的大方向,不断深化税收改革,有利于防范化解系统性金融风险 and 实现“六稳”“六保”的目标。同时,本文研究表明,对于在产业链中具备不同议价能力的企业,增值税税负降低对企业“脱实向虚”的影响程度具有差异性。因此,对于金融监管部门来说,在深化税收改革的同时,还应考虑到税负在产业链中易于转嫁的问题,加大对实体企业的监管力度。此外,识别出处于不同产业链关系中的企业进行金融投资的异质性动机,针对性地引导企业将税改政策所带来的资金投资于实体,促进经济稳定健康地发展。第二,对于产业链中具有不同议价能力的企业,应充分利用增值税改革所带来的税收红利进行实体投资,避免将资金过度投资于金融领域。对产业链总体(上游)议价能力弱以及对产业链下游议价能力强的企业而言,应牢牢抓住增值税系列改革这一政策机会,将税负降低所带来的现金红利投资于实体,注重研发创新等实体投资以增强自身核心竞争力,提高企业长期抗风险能力。而对产业链总体(上游)议价能力强和对下游议价能力弱的企业,也应大力发展主业,以维持在产业链中的地位,避免在激烈的市场竞争中被淘汰。第三,从产业链总体来看,大部分企业在产业链中都处于中端位置,即本企业既是其供应商的下游企业,又是其客户的上游企业。而本文发现,在对上游企业议价能力弱和对下游企业议价能力强的分组中,本企业都会对增值税税负降低所带来的税收红利更为敏感,而具有“脱虚向实”的趋势。因此,本文认为,处在产业链中的企业在不断提升自身议价能力的过程中,也应给予下游企业适度的商业信用帮助。这不仅有助于下游企业发展主业,缓解资金困境,更有助于本企业客户网及市场地位的稳定,从而通过维持上下游企业间的平衡实现产业链系统的稳定发展。

### 主要参考文献

- [1]戴贇,彭俞超,马思超.从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评[J].*外国经济与管理*,2018,40(11): 31-43.
- [2]杜勇,谢瑾,陈建英.CEO金融背景与实体企业金融化[J].*中国工业经济*,2019,(5): 136-154.
- [3]顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇.企业社会责任、融资约束与企业金融化[J].*金融研究*,2020,(2): 109-127.
- [4]胡奕明,王雪婷,张瑾.金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J].*经济研究*,2017,52(1): 181-194.
- [5]黄贤环,贾敏,王瑶.产业链中的话语权与非金融企业金融投资——基于产业链中商业信用水平的视角[J].*会计研究*,2022,(5): 118-130.
- [6]黄贤环,吴秋生,王瑶.金融资产配置与企业财务风险:“未雨绸缪”还是“舍本逐末”?[J].*财经研究*,2018,44(12): 100-112,125.
- [7]黄贤环,吴秋生,王瑶.影子银行发展与企业投资行为选择:实业投资还是金融投资?[J].*会计研究*,2021,(1): 100-111.
- [8]黄贤环,杨钰洁.增值税期末留抵退税能够抑制实体企业金融化吗?[J].*上海财经大学学报*,2022,24(3): 31-44.



- [9]刘行, 赵健宇. 税收激励与企业创新——基于增值税转型改革的“准自然实验”[J]. *会计研究*, 2019, (9): 43-49.
- [10]刘金东, 管星华. 不动产抵扣是否影响了“脱实向虚”——一个投资结构的视角[J]. *财经研究*, 2019, 45(11): 112-125.
- [11]孙正, 陈旭东, 雷鸣. 增值税减税提升了中国资本回报率吗[J]. *南开管理评论*, 2020, 23(6): 157-165.
- [12]Ahern K R. Bargaining power and industry dependence in mergers[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(3): 530-550.
- [13]Davis L E. Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States[J]. *Metroeconomica*, 2018, 69(1): 270-307.
- [14]Foley C F, Hartzell J C, Titman S, et al. Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(3): 579-607.
- [15]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.
- [16]Rozema K. Tax incidence in a vertical supply chain: Evidence from cigarette wholesale prices[J]. *National Tax Journal*, 2018, 71(3): 427-450.
- [17]Summers B, Wilson N. An empirical investigation of trade credit demand[J]. *International Journal of the Economics of Business*, 2002, 9(2): 257-270.

## Value-added Tax, Bargaining Power and Enterprises “from Real to Virtual”

Huang Xianhuan, Zhang Xianjing

(*School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, China*)

**Summary:** This paper selects the data of Shanghai and Shenzhen A-share listed non-financial and non-real estate companies in China from 2007 to 2020, to empirically analyze the relationship between the VAT burden, bargaining power and enterprises “from real to virtual”. The results show that the reduction of VAT burden can significantly restrain enterprises “from real to virtual”. Meanwhile, for overall (upstream) enterprises with weak bargaining power or downstream enterprises with strong bargaining power, the reduction of VAT burden will more significantly restrain enterprises “from real to virtual”. Moreover, for enterprises with different bargaining power in the industrial chain, the mechanism of the VAT burden restraining enterprises “from real to virtual” is also heterogeneous.

The contributions of this paper are as follows: (1) In the context of different bargaining power at different levels of the industrial chain, it examines the impact of VAT burden on enterprises “from real to virtual”, and expands the economic consequences of VAT burden and the theoretical research on the influencing factors of enterprises “from real to virtual”. (2) It explores the role path of VAT burden on enterprises “from real to virtual”, which reveals the deeper logic of the relationship between the VAT burden and enterprises “from real to virtual”. (3) It identifies the differences in the relationship between the VAT burden and enterprises “from real to virtual”, and the heterogeneity of the mechanism, which is helpful for a more comprehensive understanding of the relationship between them. (4) It provides empirical evidence at the micro level for a series of VAT policies in China to improve the imbalance between the real economy and the virtual economy.

**Key words:** value-added tax burden; bargaining power; from real to virtual; real investment; industrial chain

(责任编辑: 王 孜)