

从融资约束视角看增值税转型 对企业财务的作用机理

陈丽霖(博士)

(西南民族大学管理学院, 成都 610041)

【摘要】宏观经济政策的良性运行依赖于其传导机制的有效性,增值税转型政策的运行效率同样有赖于其发挥作用的各环节的有效性。融资约束作为企业投、融资行为的衔接点,对企业财务行为有着重要影响。因此,本文基于融资约束的视角,从企业现金流、固定资产折旧、利益相关者及信号传递三个维度出发,结合企业产权性质、高管背景及市场化进程的异质性特征,深入剖析增值税转型政策对企业融资约束的影响,探析增值税转型对企业财务行为的作用机理。这既丰富了宏观经济政策与微观企业财务行为互动机制研究的相关文献,也对税制改革的政策效应提供了理论支撑。

【关键词】增值税转型; 企业财务; 融资约束; 现金流

新常态下,新兴市场国家均在为低增长时代寻求经济体制改革,试图为新一轮增长奠定相应的制度基础。在中国,本轮经济领域改革中最令人瞩目的改革之一便是财税制度的改革。自2008年底中央经济工作会议提出“实行结构性减税”以来,作为改革的“重头戏”——从2009年1月1日起在全国实施的增值税由生产型转为消费型改革就一直成为学术界和实务界关注的焦点。增值税作为我国第一大税种,即使在实施减税政策后,2013年国内增值税收入仍占到税收总收入的26.07%,总金额达28 802.95亿元。宏观经济政策从实施到宏观经济总量的改变,并非是个直接的过程,需要通过微观主体行为的改变,进而改变其微观经济后果,最后通过无数个微观主体所产生的交互效应,影响宏观经济总量的产出。具体到增值税转型政策,我们除了应该从实证的角度去检验其宏观效应,在理论层面,研究和揭示其对微观企业的作用机理同样重要。增值税转型对企业最直接的作用点是投资行为,而融资约束作为投、融资行为的衔接点,其程度的强弱关乎着企业投、融资行为的决策选择及实施效果。因此,增值税转型政策在直接作用于投资行为的同时,能否对融资约束产生影响,如何产生影响,这些问题都是非常值得我们从理论层面去回答的。

一、国内外研究现状及评述

由于传统的研究将税收效应的关注点过多地集中在宏观层面,因此,大多数增值税转型效应的研究来自宏观的视角,而基于微观层面的研究相对较少。

1. 基于财务指标的相关研究。杨震和刘丽敏(2006)在对405家上市公司的年报数据进行研究分析后发现,增

值税转型会对企业净资产收益率(ROE)产生显著的影响。宋艳敏(2009)从税负和现金流的角度分析了增值税转型对企业现金流的影响。王素荣(2010)通过对比分析上市公司ROA、EPS等财务指标在增值税转型前后的所发生的变化,发现增值税转型确实能够对企业的投资和经营产生直接而重要的影响。

2. 与企业投资相关的影响。聂辉华等(2009)研究发现,增值税转型显著地提高了资本劳动比,进而促进了企业的固定资产投资;但企业效率的提高主要源于资本对劳动的替代。万华林、朱凯和陈信元(2012)以增值税转型为基础,并结合2008年公司所得税改革,验证了企业投资决策的价值相关性的变化趋势受增值税转型政策影响的情况。

3. 与企业雇佣行为相关的影响。由于20世纪90年代中期大多数经济合作与发展组织(OECD)国家都实施了增值税减税,在这一背景下,大多数研究以理论研究为主,利用一般均衡分析为工具,考察劳动力市场对税率变动的反应(如Hutton and Ruocco, 1999),以及企业所面临的税率变动对其劳动力需求的影响(如Bohringer et al., 2005; Jochen and Angela, 2006; Dutta et al., 1998)。这些研究均认为增值税改革对企业雇佣行为的影响并不确定,它取决于增值税税率与其他所得税税率的相对关系、企业资本的初始存量以及经济发展的速度等诸因素。

由于增值税转型政策的直接作用对象是固定资产的购进行为,因此已有的、从微观层面的研究大多是从投资的视角、从实证的角度去关注税改的政策效应,而对与投资行为密切相关的融资约束问题却较少地进入研究者的

视野。融资约束是影响企业融资和投资决策的重要因素,企业面临的融资约束程度不仅会影响企业资本成本、资本结构、利益相关者的行为决策等因素,还会通过对这些因素的影响最终对企业的经营成果和企业价值产生影响。因此,从理论层面去剖析增值税转型对融资约束带来的影响,是重要的也是必要的。

二、增值税转型作用于融资约束的路径分析

早期投资理论如新古典投资理论、加速器投资理论均假设资本市场是完美的。然而由于信息不对称导致的逆向选择的道德风险使现实中的市场不再完美,无论是权益融资还是债务融资,内外部资金将不再能相互替代(Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984; Greenwald et al., 1984; Jaffee and Russell, 1976; Stiglitz and Weiss, 1981; Stiglitz and Weiss, 1983)。Fazzari et al. (1988)将融资约束理解为:融资约束的存在是由于市场缺陷导致的外部资金成本高于内部资金,从而内外部资金不能相互替代,而使投资行为受到制约的现象,这种受制约的程度反映公司的融资约束程度。

由于融资约束的产生是因为内外部资金的价格差异,进而影响到融资数量及最终的资本成本,因此,企业在约束条件下的融资过程中,对不同的资金类别不会采取一视同仁的做法。Myers and Majluf (1984)基于此提出了融资优序理论。该理论认为,当企业需要融资时,企业会首先选取内部资金,即留存收益部分;在内部资金不能满足需求的情况下,才会进一步考虑外部资金,在外部资金中又会先采用债务融资,次之的选择才是股权融资。Guariglia (2008)在此理论基础,将融资约束分为了内部融资约束和外部融资约束。内部融资约束是指内部资金的可得性;而外部融资约束则被界定为进入外部资金市场进行融资的可能性和现实性。

其实无论是内部融资约束还是外部融资约束,信息不对称最终会形成两股力量来影响融资约束:一是资金成本,二是资金的数量。当然这两股力量不仅会单独起作用,更多的影响还是来自于二者所产生的交互效应。

从资金成本面临的约束来看,信息不对称会导致外部资金供给者为保障自己的权益,增加信息搜寻的成本,进而要求提高资本的回报率,产生相应的溢价,这种溢价最终转嫁到资金使用者身上,导致投资成本增加,可能会造成一些本来净现值为正的投资项目变成不再可行。但是,资金成本的大幅溢价,同时也是企业财务风险增大的标志。过高的资金成本会因为逆向选择产生“劣币驱逐良币”的效应,使优质的资金供应者退出市场,造成资金的供给总量下降,使资金需求方面临资金数量上的约束,这种情况的极端表现就是产生信贷配给(credit rationing)现象。研究表明,融资数量方面面临的约束同样会造成原来净现值为正的投资项目不再可行(Aaffee and Russell,

1976; Stiglitz and Weiss, 1981; Stiglitz and Weiss, 1983; Bond and Meghir, 1994; Almeida et al., 2004; Almeida and Campello, 2001)。并且,上述研究也认为,企业资金的初始禀赋对缓解这种内外摩擦的情况产生很大的作用,这也间接地证明了企业的内部积累对融资约束缓解的重要作用。增值税转型会对企业的融资约束产生什么样的影响,本文从以下三个方面进行推理论证:

1. 路径一:增值税转型对企业现金流产生的影响。增值税基于法定税基的不同分为生产型、收入型和消费型。三种类型的计税方式会对企业的现金流产生什么样的影响,本文通过建立经营现金流出额与增值税类型之间的一个简单的模型进行分析:

$$\text{Cash} = k_1 f(x)$$

其中:Cash为经营现金流出, k_1 为增值税的税基, $f(x)$ 为固定资产投资价值。

增值税中的增值额理论上应为商品价值(C+V+M)中的(V+M)部分,C是扣除部分。但出于政策目标的需要和征管水平的限制,实践中对增值额的计算由于对扣除项目认定的不同,形成了三种类型的增值税,同时也造成了三类增值税税基的差异。其中生产型增值税由于不允许扣除资本品价值,税基大于V+M;收入型增值税由于允许扣除当期转移资本品价值,税基基本等于V+M;消费型增值税允许扣除当期购进全部资本品的价值,税基会小于理论上的V+M。因此上述模型中的斜率 k_1 大小依次为生产型、收入型和消费型,如图1所示。

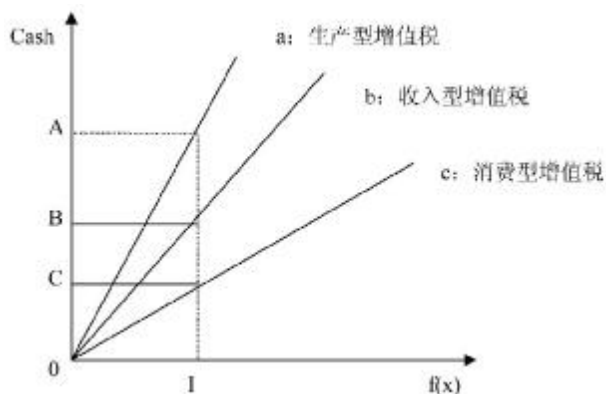


图 1 三类增值税与现金流关系图

从图1中我们可以看到,当投入相同价值的固定资产 I 时,由于税基差异会导致支付税费的现金流产生差异,从而造成经营现金流出的不同。具体说来,生产型增值税产生的经营现金流出额最多(A点),收入型居中(B点),消费型最少(C点)。因此,增值税从生产型转为消费型减少了企业的经营现金流出,其效果可以等价于企业的可支配收入实现增加,从而减少了对外部资金的信赖,缓解了企业的融资约束。

2. 路径二: 增值税转型对企业折旧产生的影响。增值税由生产型转为消费型后, 从会计计量的角度, 购进固定资产的原值就不再含进项税部分, 当期折旧计提的基数相对于生产型增值税会减少。这会产生两个方面的影响: 一是从利润核算的角度看, 折旧的减少会直接增加净利润, 增加留存收益; 二是折旧的减少会降低折旧的“税盾”效应。假设因转型变化带来的当期折旧减少为 Δd , 所得税税率为 t , 那么因折旧减少给净利润带来的净效应为增加 $\Delta d(1-t)$ 。净利润的增加不仅可以使企业的内部积累得到提升, 也可减少企业对外部资金的依赖, 从而达到缓解企业融资约束的效果。

3. 路径三: 增值税转型对利益相关者及信号传递产生的影响。Blair(1995)指出, 在现代社会中, 公司是一种法律框架结构, 而非实物资产的简单集合。它的作用在于治理所有在企业财富创造活动做出特殊投资的主体间的相互关系。也就是说, 企业在面临自身决策时会受到来自于企业内部和外部各种环境因素和利益主体的影响。公司生存发展的过程其实是一个对宏观环境的适应过程 and 与利益相关者的市场博弈过程的逻辑乘的结果。企业在生存发展过程中一方面会不可避免地面临政治、经济、法律、制度的变迁, 作为这些制度变迁后果的承担者, 必须要积极地调整自身行为以适应这些变革; 另一方面, 企业在经营过程中还会面对若干外部利益相关者, 如外部股东、债权人、供应商等, 利益相关者是对企业的方针和政策能够施加影响的所有集团(Frederick, 1988)。利益相关者之间的契约是双方市场博弈的结果。因此, 企业的决策行为不得不在这双重约束的条件下进行。

当从这个角度分析增值税转型给企业带来的影响时, 我们可以看到, 从宏观环境层面上, 增值税转型会为企业营造一个良好的投融资环境, 优化产业结构, 为企业融资约束的改善提供一个优质的外部环境。详见图2。

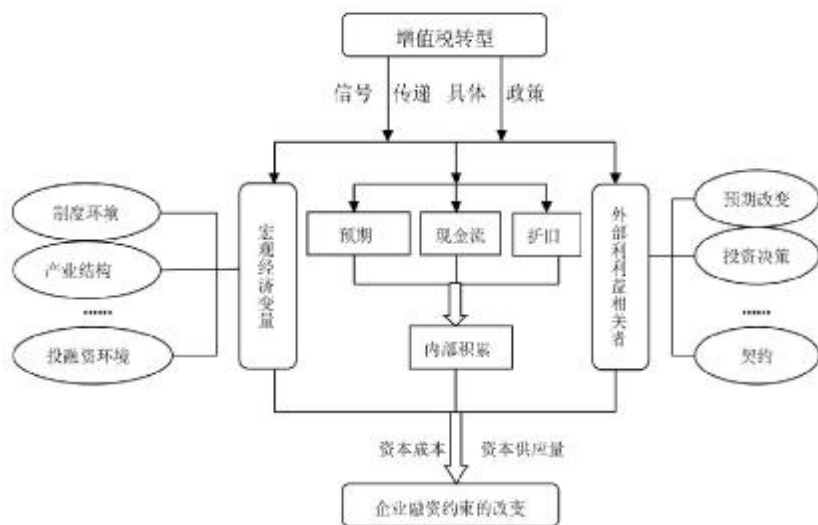


图2 增值税转型对企业融资约束的影响路径分析图

从利益相关者的角度来看, 既然其行为能够影响企业的决策, 同样, 企业生产经营状况的变量也是它行动策略的考量因素。如前文所述, 增值税转型会增加企业的现金流, 增加企业的净利润, 改善企业的内部积累, 这会对外部利益相关者产生以下几个方面的影响: 第一, 为获取外部融资增加了谈判的筹码, 使投资者的收益更有保障, 降低其投资风险, 从而使签订成本更为低廉的契约成为可能。第二, 企业经营状况改善, 获利能力提升, 客观上也会减少投资者、债权人的监督成本, 使他们要求的风险报酬降低。第三, 从信号传递的角度, 这些变量无疑也都向外部利益相关者传递了正面的信息。债权人和股权投资者会重新识别风险、评估收益、调整预期、改变原有的行为决策, 增加资金供应或降低资本成本或二者兼有之, 使企业融资约束的程度从外部融资的角度得到改善。

综上所述, 如图2所示, 增值税转型能够从至少三个维度影响企业的融资约束。一是从宏观环境方面改善投融资环境, 优化企业的生态环境; 二是通过对经营现金流、折旧和对未来预期的影响, 改善了企业的内部积累, 为企业从根本上减少对外部资金的依赖提供了可能; 三是通过内部积累的增加、未来预期的提升, 向外部资金供应者传递了良好的信息, 使其改变自身的行为决策, 从资本供应的数量和价格方面降低内外资金不可替代的摩擦, 缓解企业的融资约束。

三、增值税转型对融资约束作用效应的影响因素分析

企业除了按照前文所述在一般意义上至少三个维度受到增值税转型政策的影响外, 还会由于每个企业基于产权性质、高管特征、企业所处地域等因素的差异的存在, 不可避免地受到更为具体的影响。

1. 产权性质。LLSV(2000)曾指出, 制度因素对于企业的经营活动存在着深刻的影响。在中国制度背景下, 产权性质是企业生存发展过程中不得不面临的制度因素,

它很大程度影响着企业的财务决策以及由此产生的经济后果。就融资约束层面的问题而言, 国有企业获取资源方面所具有的先天优势以及其预算“软约束”的存在, 使得它们所面临的融资约束程度要远低于非国企。林毅夫等(2004)认为, 在发展中国家和计划经济、转型经济国家, 预算软约束的存在其实是源于存在预算软约束的企业因为政府承担的政策性负担而与政府博弈的结果。其实不管是产权因素导致的“父爱主义”还是政策性负担, 客观上国有企业预算软约束的存在不仅会让自己拥有更加宽松的融资渠道, 更小的经营压力; 而且还会形成经营

亏损、投资失败最终由政府“兜底”、负盈不负亏的现象,从而抑制企业生产经营的主动性、决策的谨慎性及时效性,导致对外界政策变化反应相对迟缓,影响政策效应的发挥。所以,当面临税制改革时,政策变化对融资约束缓解的效应也就没有非国企显现得强。此外,由于国企存在的所有权主体缺位导致的代理链条过长,信息传递的成本相对更高,所以对政策的反应也会相对缓慢。

2. 高管的金融背景。企业的生存和发展不仅决定规模、资本、技术构成等“硬”条件,人的因素也不可忽视,同时人的因素也是最难观察和量化的因素。高管在企业运营及决策中起着不可小视的作用,其个人的职业背景和过去的工作经历,客观上能够为企业与外界提供一定的社会网络资源。**Huang(1987)**曾以社会交易理论(**social exchange theory**)为基础,发展出了一套理论模式——“人情与面子:中国人的权力游戏”。他认为,中国人常用不同的方式对待和自己关系不同的人。因此,对于手中握有某种资源分配权力的人来说,他首先会考虑请求分配一方和自己具有什么样的关系,对于“关系”不同的人,会以不同的社会交易法则与之交往。在关系网之外,合作不一定能够办到。中国的声誉机制与“关系”可以起到正式制度的替代法律保护和金融发展等的作用(**Allen et al., 2005**)。因此,在中国制度背景下,高管背景是研究考察企业财务行为不可忽略的一个重要影响因素。

已有的研究成果表明,高管可以利用其政治背景,为企业减少交易成本,给企业带来融资便利、税收优惠,提高企业价值(**Faccio, 2006; Claessens et al., 2007**)。于蔚(**2012**)通过实证研究剖析了政治关联缓解民营企业外部融资约束的作用机理。实证结果表明,政治关联缓解企业融资约束的核心机制在于信息效应和资源效应。所谓信息效应是指,政治关联能起到信号发送,降低资金供需双方的信息不对称的作用;资源效应是指政治关联有助于强化企业的资源获取能力,提高企业的未来总收益。进一步研究还发现,在政治关联缓解融资约束的过程中,关键在于资源效应所起的作用。相对政治关联的研究而言,研究高管金融背景的成果不是太多,但是对于企业投融资行为的影响而言,高管所拥有的金融背景与其所具有的政治关联对企业具有同样重要的影响。**Soto(1989)**、**Shleifer and Vishny(1994)**、**Berget and Udell(1995)**较早地发现了银企关系对于企业能否成功获得贷款有着重要的影响。很显然,具有金融背景的高管有很好的条件帮助企业建立和优化银企关系。具有银行家背景的董事能让企业的资产负债率得到显著地提高(**Booth, 1999**)。这能够间接地证明董事的银行家背景能够帮助企业很容易地获取银行贷款。

因此,当面临相同的政策变量时,高管的金融背景可以从两条路径影响企业的融资约束。从资源效应的角度

出发,我们可以合理地推断,当外部政策环境发生变化时,社会资金供给量发生变化时,企业高管越具备金融背景,越有可能和能力为企业争取到更多的资源,从而使企业的融资约束得到缓解。另外,由于拥有金融背景的企业高管具有较强的资源获取能力,因此,其企业本身具备较强的融资能力,所面临的融资约束相对较小。当面临增值税转型政策刺激时,政策对这类企业的边际贡献会相对有限。

3. 市场化程度。在企业投融资行为的研究过程中,对制度背景所产生影响的关注度越来越高。姜付秀和黄继承(**2011**)指出,在中国市场化改革是研究企业行为必须重视的一项重要制度背景。因为,市场化进程决定了与企业投融资决策密切相关的一系列因素:资源配置的效率、政府干预的程度、信息不对称的程度及资本市场的发育等。方军雄(**2007**)指出,市场化进程的差异对信贷资金在国有与非国有企业的配置、企业的债务期限结构等方面具有显著的影响。姜付秀和黄继承(**2011**)研究发现,市场化程度不仅对企业的债务水平有着较强的影响,在企业资本结构的调整行为上也显示出较强的相关性,而且这种相关性不受企业产权性质差异的影响。

同时,中国的市场化改革虽然自改革开放以来取得了令世人瞩目的成就,但无论从时间维度还是空间维度,其发展仍表现出非均衡态势(**孙铮, 2005; 樊钢, 2011**)。从区域上看,一些东部沿海城市,市场化改革已经取得了突破性的进展,而另外一些内陆省份,社会经济中的非市场化因素还占据着相对重要的地位。从产品市场和要素市场来看,产品市场的市场化程度较高,但要素市场的市场化程度却较低。劳动力市场方面,对弱势参与者缺乏必要的保护手段;劳动力的自由流动一定程度上仍然受到城乡之间户籍管制的约束。从行业竞争的角度来看,商业、建筑业、制造业等产业市场化程度较高;而如天然气、石油、矿业等资源性产业和与资源相关性较高的产业,电力、电信、铁路等具有天然垄断属性的产业,医疗、教育、文化和传媒等具有公共品属性的产业市场化程度较低。在自然资源的定价方面,政府管制仍在诸多方面存在,市场化定价仍然任重道远。

因此,在市场化进程不同的地区,企业面临的地区条件、产品市场、要素市场、行业竞争度等方方面面的差异太大,面对相同的政策变量,企业主观上做出的政策反应和客观上产生的经济后果也会有所不同,增值税转型政策的效果也会有所不同。企业所处地区的市场化程度越高,其受到的政府干预程度就会越小,市场更公平,生产要素的流动更顺畅,企业可以更自由地通过市场规律调节自身行为,政策时滞就更短,政策效果就相对更为显著。

但同时我们可以合理推断,市场化进程还可以通过另一种途径影响增值税转型的效果。在市场化程度越高

的地区,政府干预较少,政府由“干预型”向“服务型”转型的速度可能会越快,政府会更倾向和企业保持适当的距离,企业特别是国有企业经营自主权也会越高,对政策反应做出的相应决策所受的外界干扰也会相应较少。市场化程度越高的地区,产品市场的发育程度、要素市场的发育程度较高,价格由市场决定的程度更高、商品市场上的地方保护更小、金融业的市场化与竞争更为充分、劳动力流动性更高、技术成果市场化更为发达。这些都更有利资本和其他要素自由地进出企业。企业能够通过市场使资源达到相对合理的配置,资本的流动会更为容易,企业所面临的融资约束相对市场化程度低的地区较低,因此,增值税转型对其的边际贡献相对较小。

四、结论及政策建议

本文以企业面临的融资约束问题为切入点,深入剖析了增值税转型政策对企业财务行为产生的影响。理论上,增值税转型可以至少通过影响企业现金流、固定资产折旧、利益相关者决策三条作用路径,进而对融资约束的缓解起到正向作用。拓展研究视野后,我们发现,增值税转型政策虽然总体上能够对企业面临的融资约束问题起到缓解作用,但考虑到企业本身的异质性,可能会基于诸多因素对政策产生的反应会不一样,政策效果会呈现出一定差异。因此,本文进一步从企业的产权性质、高管金融背景和企业所处地区的市场化程度差异对政策效应进行更进一步的考察:国有企业由于其产权性质的特殊性,其政策效果不如非国企;但高管的金融背景和企业所处地区的市场化程度对政策实施效果的影响却不是绝对的,分别存在两种方向相反的可能性,政策的边际效应取决于两种效应的相对大小,所以具体到企业个体的政策效果会因企业的个体差异而有所不同。

增值税转型政策是国家“十二五”规划中经济体制改革的重要内容,它的政策效果既关乎着企业的切身利益,也关系着我国财税体制持续完善的进程。因此,从理论上厘清政策的作用机理与将理论成果运用于实践具有同等的重要性。

从本文的研究结论中我们可以看到,增值税转型虽然对企业来说有诸多积极作用,但在政策作用的发挥过程中仍然存在一些问题,也有一些可突破空间。通过分析,我们可以得到以下几点启示:

1. 持续完善理论层面的研究。实践总是在理论的引领下进行的,我们只有从理论上剖析清楚政策发生作用的机理,才能更为有效地进行跟踪问效、政策评价以及后续政策的完善。宏观经济政策的运行效果实际是由若干微观经济个体产生协同效应的结果。因此,持续研究宏观经济政策与微观个体的互动机制对政策作用的发挥是具有重要意义的。从企业的角度来看,任何企业都处于特定的经济环境中,出于生存、竞争、发展的本能,企业会能动

地根据生存环境的变化、宏观经济政策的变化调整自己的行为,从而影响其经济后果;了解政策调控的目的和作用原理,更有利于自身科学地、理性地应对政策变迁,做出更有利于企业健康稳健发展的决策。

2. 多渠道缓解企业的融资约束。融资约束不仅困扰着企业的发展,也影响税收政策的作用效果。从股权融资来看,由于我国的资本市场欠发达,增发股票的管制和高门槛让很多企业难以通过增资扩股这条途径解燃眉之急。从债权融资来看,企业主要仍通过银行信贷这一比较单一的渠道解决,加之国企与非国企在银行信贷问题上面临的非一致性待遇,让非国有企业在债权融资这条路上也是举步维艰。因此,加快债券市场的发展,完善信托、融资租赁等多渠道的融资途径,为企业更好地享受税收政策带来的红利创造更好的外部环境。

3. 继续加强国有企业改革和市场化进程的推进。在研究中我们发现,同样的政策变量针对产权性质不同的企业和市场化程度不同地区,政策的边际贡献和企业的反应速度是存在差异的。国有企业在融资约束问题上政策反应要弱于非国企,这进一步说明,一方面,由于产权性质的差异导致了不同产权性质的企业在资源获取问题上的不公平;另一方面,由于国有企业的多重目标、所背负的过多的政治诉求以及严重的代理问题制约了企业的发展,对政策反应产生相对较强的时滞。国有企业是我国资本市场的主体,从行业分布上看,也占据着关乎国计民生的重要行业,它们的健康发展不仅有利于企业自身,也有利于资本市场的良性成长。因此,国有企业改革仍需进一步加快速度。我们发现市场化程度对政策效果同样具有重要影响,虽然我国在改革开放以来,市场化改革已取得巨大进步,但其发展的不均衡仍然制约着企业生存的发展。因此,为了给企业营造一个更公平、更有利的外部环境,让企业的资源配置更多地以市场的方式完成,市场化改革仍任重道远。

主要参考文献

姜国华,饶品贵. 宏观经济政策与微观企业行为拓展会计与财务研究新领域[J]. 会计研究, 2011(3).

卢锐,许宁. 增值税转型对上市公司固定资产投资的影响研究[J]. 税务研究, 2011(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).

【基金项目】教育部人文社会科学一般项目“结构性减税对企业财务行为的作用机理研究——基于增值税转型改革”(批准号:14YJC630013);四川省社会科学“十二五”规划2014年度青年项目“基于企业异质性视角下我国增值税转型对企业投资行为的影响研究”(批准号:SC14C048);四川省教育厅项目人文社科项目“增值税转型的微观经济后果研究”(批准号:14SB0590)