

增值税留抵退税与企业债务违约风险

郭晓寒 陈可 郑朝鹏

内容摘要：文章以 2014-2021 年沪深 A 股上市公司为样本，深入研究增值税留抵退税政策对企业债务违约风险的影响。研究发现，增值税留抵退税能够有效降低企业的债务违约风险。机制分析显示，增值税留抵退税通过增加企业现金流、缓解企业融资约束、降低企业代理成本作用于企业的债务违约风险。进一步，留抵退税政策对企业债务违约风险的影响存在异质性，研究发现在民营企业、大规模企业和成长性较好的企业中，留抵退税政策效果更为显著。文章从增值税留抵退税政策的新视角扩展了企业债务违约风险影响因素的研究，同时为深入理解增值税留抵退税政策的实施效果、深化税收制度改革提供了严谨的经验证据。

关键词：增值税留抵退税 债务违约风险 现金流 融资约束 代理成本

一、引言

持之以恒防范化解重大金融风险，是维护金融稳定与安全、推进经济高质量发展的重要保障。中国人民银行发布的《中国金融稳定报告（2021）》全面评估了 2020 年我国金融体系的稳健性状况，报告认为，中国企业金融风险仍然点多面广，部分企业债务违约风险加大，对有效化解企业债务风险、维护金融稳定提出了更高要求。我国实质性债务违约现象首次出现在 2014 年，之后企业债务违约数量激增，经济下行叠加新冠疫情进一步加重了企业的融资流动性风险，导致债务违约数量和金额持续高涨。如图 1 所示，2014 年至 2021 年，我国信用债违约数目由 6 只上升至 88 只，违约规模由 13.40 亿元上升至 1860.53 亿元。企业债务违约不仅增加了企业经营风险，还会导致关联的上下游企业受到负面冲击，进而产生连锁债务违约效应，甚至危及金融稳定。如何有效治理企业债务违约风险成为亟待解决的重要问题。

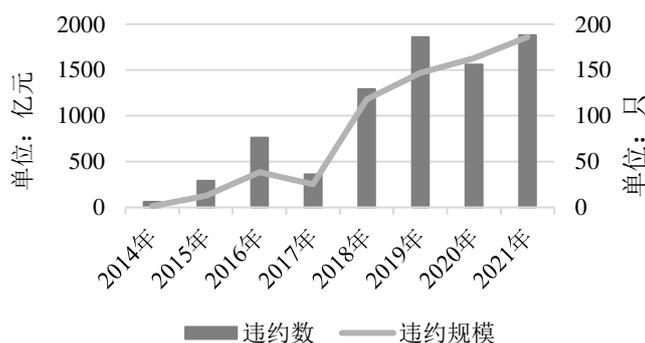


图 1 2014-2021 年我国信用债违约情况

数据来源：Wind 数据库。

* 郭晓寒，杭州电子科技大学会计学院副教授、硕士生导师，经济学博士，邮政编码：310018，电子信箱：

guoxiaohan@hdu.edu.cn。陈可，杭州电子科技大学会计学院，邮政编码：310018，电子信箱：222140052@hdu.edu.cn。郑朝鹏

（通讯作者），浙江省委党校，邮政编码：310012，电子信箱：zhengzhaopeng01@163.com。本文系浙江省哲社规划课题基金项

目“税收促进数字经济高质量发展的内在机理与优化路径研究”（22NDQN235YB）。

近年来,我国实施了大规模的减税降费政策,积极优化营商环境,以减轻企业负担、增强企业发展活力。增值税是我国第一大税种,2016年“营改增”进一步加大了企业增值税份额,企业经营中高频出现销项税额与进项税额倒挂,导致企业账面长期留存大量增值税留抵税额(刘长庚等,2022)。统计数据显示,2017年的新增留抵税额基本相当于当年的增值税新增税款,且预期增长速度持续上扬^①。2018年,财政部和税务总局颁布了《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》,首次大规模对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业以及电网企业按比例退还增值税留抵税额^②。此项政策的出台,有效缓解了留抵税额对企业现金流的跨期占用问题(蔡伟贤等,2022)。留抵退税政策虽然没有直接减免企业应纳税额,但是,通过增值税的返还链条,将企业原本用于以后纳税期抵扣的进项税额提前返还,实际上极大改善了企业资金使用状况(蔡伟贤等,2022)。一方面,留抵退税给企业带来实实在在的现金流,帮助企业盘活流动资产,减轻现行增值税制度对企业可使用资金跨期配置的扭曲;另一方面,留抵退税通过改善企业资金流,降低了企业债务违约风险,为企业可持续高质量发展保驾护航。由此,本文以2018年增值税留抵退税改革为分析对象,切入其对企业债务违约风险的作用分析,深入探讨留抵退税改革的实施效果,同时也为有效防范和化解企业债务违约风险提供新的视角。

现有研究主要从外部环境(Merton, 1974)与企业特征(Altman, 1968)两个方面探讨企业债务违约风险的影响因素,关于税收政策对企业债务违约风险的影响研究相对较少。就外部环境而言,现有文献从货币政策(丁志国等,2022)、产业政策(张焰朝等,2022)、金融监管(张庆君等,2022)等宏观经济和数字金融发展(翟淑萍等,2022)、股票市场定价(Polk & Sapienza, 2009)等市场特征这两大因素进行探讨。就企业特征而言,金融资产持有量越多(翟淑萍等,2022)、公司治理结构越完善(Brogaard et al., 2017)、会计稳健性(邓路等,2020)与风险管理水平(Lundqvist & Vilhelmsson, 2018)越高的企业,其债务违约概率也相对较小。

增值税税收负担是影响企业经营尤其是企业资金流动的重要因素。由于增值税留抵税额的跨期抵扣特征,一定程度上加重了企业成本(刘怡和耿纯,2018),留抵退税政策正是纠正这一扭曲的关键手段,通过直接返还而不再留抵的方式增加企业的现金流,减少资金跨期配置的扭曲。2018年留抵退税政策出台以后,大量学者对留抵退税的形成原因、政策解读、演变过程、负担机制、行业分布与理论效果等进行了深入探究(聂海峰和刘怡,2022)。同时,学者们也讨论了留抵退税政策对企业行为的影响,发现留抵退税政策能够缓解企业经营现金流压力

^① 联办财经研究院专家、国家税务总局原副局长许善达在“第十九届企业发展高层论坛”的演讲。

^② 《财政部 税务总局关于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)。

（朱颖等，2023）、降低融资成本（谢雁翔等，2022）与提升企业价值（何杨等，2019）等。

目前关于增值税留抵退税政策对企业债务违约风险的影响，鲜有研究进行深入探讨。鉴于此，本文采用 2014-2021 年沪深 A 股上市公司数据，运用双重差分法（DID）考察增值税留抵退税政策对企业债务违约风险的作用效果与影响机制。实证结果显示，增值税留抵退税政策能够显著降低企业债务违约风险，这一结果在经过事后履约检验、采用 Tobit 模型以及政策主要受益行业和其他行业作用效果差异等稳健性检验后依然成立。机制分析表明，增值税留抵退税政策主要通过增加企业现金流、缓解企业融资约束与降低企业代理成本对企业债务违约风险发挥积极影响。异质性分析发现，增值税留抵退税政策对企业债务违约风险的治理效应在民营企业、大规模企业和成长性较好企业中更为明显。

本文的贡献主要在于：第一，从税收政策的角度拓展了企业债务违约风险影响因素的相关研究，为加强宏观风险管理、有效防范和化解企业债务违约风险提供了新的政策工具；第二，进一步丰富了增值税留抵退税政策的经济效应研究，从现金流、融资约束、代理成本视角探究了留抵退税政策对企业债务违约风险的影响机制，加深了增值税留抵退税政策与企业金融风险关系的理论认识；第三，基于增值税跨期留抵与留抵税额直接返还这两大不同策略，对增值税征缴属性与影响进行了深入探讨，为深化增值税税制改革，更好发挥留抵退税的政策效应，提升经济韧性和内生动力提供了重要参考。

二、制度背景、理论分析与研究假设

（一）制度背景

自增值税征收以来，税法规定进项税额不足抵扣部分应结转下期继续抵扣，即采取“留抵而不退税”的办法。企业当期进项税额大于销项税额时，就形成了增值税留抵税额。2015 年全国税收调查数据显示，有增值税留抵的企业比例为 18.44%，国有企业中有增值税留抵的比例为 46.15%（解洪涛等，2019）。有学者估算出 2016 年我国存在的增值税留抵税额约为 1.02 万亿元（刘怡和耿纯，2018），数额巨大。对企业来说，大量的留抵税额占用了企业资金，减少了企业现金流，导致市场对资源的配置作用受到限制（吴怡俐等，2021），尤其不利于企业对抗宏观经济下行等不确定性风险。同时，增值税留抵税额结转不退还，可用来在以后纳税期抵扣企业应交增值税，因而可看作政府负债，可能会导致未来财政收支压力。我国经济正步入高质量发展阶段，这种“留抵而不退税”的制度设计已与我国目前经济形势不相适应。

结合国家产业政策，在风险可控的前提下，财政部、税务总局在 2018 年联合发布财税〔2018〕70 号文，对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业和电

网企业开展了留抵退税的尝试。该文件规定，对纳税信用等级为 B 级及以上的符合条件的 18 个试点行业企业，退还限制比例以内的期末留抵税额，其他行业则不在留抵退税的范围内。对比其他税收政策，增值税留抵退税政策有其独特特征：留抵退税并不影响企业应该缴纳的增值税税额，也不影响企业的会计利润，但可以通过影响留抵税额的时间分布带来企业现金流的极大改善。税收政策从直接降低税负到有针对性的优化纳税资金流，标志着税制改革的进一步优化和完善。此后，增值税留抵退税又进行了数次优化。2019 年 4 月起，将此前退税政策由 18 个行业推广至全行业。2020 年则规定疫情防控重点保障物资生产企业可申请全额退还增值税增量留抵税额。2022 年，又进一步将增量留抵退税政策拓展至存量留抵税额的退还。

（二）理论分析与研究假设

企业债务是否违约的根本原因在于企业的偿付能力与偿付意愿（翟淑萍等，2022）。增值税留抵退税政策通过将留抵的税额直接退还给企业，有效提高了企业的现金流，缓解了企业的融资约束。同时，企业想要获得留抵退税，需要满足政策的基本条件，接受税务机关的核查和监督，引起税务机关对企业税收监管强度的提高，进而作用于企业的委托代理问题。因而，增值税留抵退税将通过增加企业现金流、缓解融资约束、降低代理成本三个路径，增强了企业的经营绩效和抗风险韧性，提高了企业偿付债务的能力与意愿，从而降低了企业的债务违约概率。

企业增加未来现金流的能力减弱，会影响其偿债能力，进而与债权人发生纠纷，极易引发企业债务危机。增值税留抵退税政策通过退还企业留抵税额，直接增加企业可使用资金，提高了企业的自由现金流。企业现金流增加一方面优化了企业的投融资决策和偿债能力（Jankensgård & Moursli, 2020），另一方面又可以通过影响企业生产经营改善企业盈利水平，从而减少了企业的债务违约风险。

从融资约束角度看，自由现金流较低的企业需要更高的外部融资，往往面临较大的融资约束，融资困难使得企业更易发生实质性债务违约（Altman, 1968）。而在企业融资约束水平较低时，企业内部有着较为充足的现金流，可以及时偿还债务本金及利息，从而降低了债务违约概率（翟淑萍等，2022）。增值税留抵退税的实施将留抵税额退还至企业，缓解了企业经营现金流压力，降低了企业现金流波动性和筹资风险，同时盘活了企业的发展活力，释放出了企业经营状态良好的信号。从而降低了企业的融资成本（解洪涛等，2019），融资约束得到缓解，债务违约风险随之下降。

基于传统委托代理理论，由于股东与管理层之间存在委托代理关系，股东与管理层目标不一致会使管理层为了自身的目标而背离股东的利益，如过度投资、

在职消费等，加剧了企业违约风险（王化成等，2019）。企业能够享受增值税留抵退税政策，需要满足相关条件，接受税务机关的审核和监管，从而提升了企业被税务监管的强度。外部监管的加强，可以有效约束管理层行为，减少了股东与管理层之间的代理成本，促使管理层向提升企业价值的方向努力，进而降低了企业的债务违约风险。

基于以上分析，本文提出以下两个假设 H1 和 H2：

H1：增值税留抵退税政策降低了企业债务违约风险。

H2：增值税留抵退税政策将通过增加企业现金流、缓解融资约束、降低代理成本作用于企业的债务违约风险。

三、研究设计

（一）数据来源

本文采用 2014-2021 年 A 股上市公司数据，并对数据进行如下处理：（1）剔除金融行业样本；（2）剔除 ST、ST* 样本；（3）剔除数据缺失的样本。同时，对所有连续变量均进行 1% 水平的缩尾处理，共得到 11149 个样本观测值。数据来源于 CSMAR 数据库。

（二）模型设定

本文以 2018 年增值税留抵退税政策的实施作为准自然实验，构建双重差分模型（DID）研究增值税留抵退税对企业债务违约风险的影响，计量模型如下：

$$EDF_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Post_t \times Treat_i + \alpha_2 Controls_{i,t} + \mu_t + \gamma_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中： i 、 t 分别表示企业和年份； $EDF_{i,t}$ 是被解释变量，表示企业债务违约风险； $Post_t \times Treat_i$ 是核心解释变量； $Controls_{i,t}$ 表示控制变量， μ_t 为时间固定效应， γ_i 为企业个体固定效应， $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。

（三）变量定义

1. 企业债务违约风险

参考 Bharath & Shumway（2008）的做法，本文采用 Naïve 模型提出的债务违约概率来测度债务违约风险，计算步骤如下：

$$DD_{i,t} = \frac{\log\left(\frac{Equity_{i,t} + Debt_{i,t}}{Debt_{i,t}}\right) + \left(r_{i,t-1} - \frac{\sigma_{vi,t}^2}{2}\right) \times T_{i,t}}{\sigma_{vi,t} \times \sqrt{T_{i,t}}} \quad (2)$$

$$\sigma_{vi,t} = \frac{Equity_{i,t}}{Equity_{i,t} + Debt_{i,t}} \times \sigma_{Ei,t} + \frac{Debt_{i,t}}{Equity_{i,t} + Debt_{i,t}} \times (0.05 + 0.25 \times \sigma_{Ei,t}) \quad (3)$$

其中： $DD_{i,t}$ 表示违约距离； $Equity_{i,t}$ 表示公司总市值，使用股票发行总数与年末市场价格的乘积衡量，其中，年末市场价格为年末收盘价； $Debt_{i,t}$ 表示企业负债的面值，为公司年末短期负债加上长期负债的二分之一； $r_{i,t-1}$ 表示企业上一

年度的股票年收益率； $T_{i,t}$ 设置为 1 年； $\sigma_{v_{i,t}}$ 为公司资产的波动性，根据式（2）计算得到，式（2）中的 $\sigma_{E_{i,t}}$ 表示公司上一年度股票收益率的波动率。

根据上述方法计算得到违约风险距离 $DD_{i,t}$ 后，再根据式（3）通过标准累计正态分布函数计算得到企业债务违约概率（ $EDF_{i,t}$ ）。企业债务违约概率在 0 至 1 间变动，且 $EDF_{i,t}$ 越大，企业债务违约风险越高。

$$EDF_{i,t} = Normal(-DD_{i,t}) \quad (4)$$

2. 增值税留抵退税变量

借鉴吴怡俐等（2022）的研究，若公司处于政策中的 18 个试点行业^①， $Treat_i$ 取值为 1，否则为 0；时间虚拟变量 $Post_t$ 在 2018 年及以后取 1，之前取 0。 $Post_t \times Treat_i$ 为核心解释变量，其估计系数反映了增值税留抵退税实施的政策效应。

3. 控制变量

本文参考邓路等（2020）与翟淑萍等（2022）的做法，选取控制变量如下：资产规模（ $SIZE$ ）、资产负债率（ LEV ）、净资产收益率（ ROE ）、企业成长性（ $GROWTH$ ）、账面市值比（ MB ）、管理层薪酬（ PAY ）、审计师声誉（ $BIG4$ ）、产权性质（ NAT ）和企业年龄（ AGE ）。

表 1 变量定义

	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	EDF	债务违约风险	计算得到的企业债务违约概率
核心解释变量	$Post \times Treat$	增值税留抵退税政策效应	18 个试点行业及 2018 年以后取 1，否则取 0
中介变量	$CF1$	企业现金流	经营活动产生的现金净流量与总资产的比值
	$CF2$	企业现金流	(现金及现金等价物净增加额-筹资活动产生的现金流量净额)/总资产
	$CF3$	企业现金流	(利润总额+折旧摊销)/总资产
	SA	融资约束	SA 指数
	FC	融资约束	FC 指数
	$AGENCY$	股东与管理层代理成本	管理费用与营业总收入的比值
控制变量	$SIZE$	资产规模	公司资产总额的自然对数
	LEV	资产负债率	负债总额与资产总额的比值
	ROE	净资产收益率	净利润与所有者权益的比值
	$GROWTH$	企业成长性	营业收入增长率

^① 退还期末留抵税额的 18 个大类行业具体为：化学原料和化学制品制造业，医药制造业，化学纤维制造业，非金属矿物制品业，金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业，互联网和相关服务，软件和信息技术服务业，研究和试验发展，专业技术服务业，科技推广和应用服务业，生态保护和环境治理业。

	<i>MB</i>	账面市值比	股东权益与公司市值的比值
	<i>PAY</i>	管理层薪酬	薪酬排名前三的董监高薪酬总额的自然对数
	<i>BIG4</i>	审计师声誉	审计师为四大事务所时取 1，否则为 0
	<i>NAT</i>	产权性质	国有企业取 1，民营企业取 2，外资企业取 3
	<i>AGE</i>	企业年龄	企业成立年龄加 1 取自然对数

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计结果。可以看到，债务违约风险(*EDF*)的均值为 0.0224，标准差为 0.128，中位数为 0，表明企业债务违约风险差异性较大，且违约概率在我国上市公司中呈现右偏现象，与翟淑萍等（2022）的结果类似。

表 2 变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>EDF</i>	11149	0.0224	0.128	0	0	1.000
<i>Treat</i>	11149	0.519	0.500	0	1	1
<i>Post</i>	11149	0.586	0.493	0	1	1
<i>SIZE</i>	11149	22.86	1.296	18.90	22.69	26.22
<i>LEV</i>	11120	0.497	0.254	0.027	0.493	12.93
<i>ROE</i>	11120	-0.0775	2.019	-39.92	0.0643	5.307
<i>GROWTH</i>	11149	0.231	2.454	-1.309	0.101	213.4
<i>MB</i>	11120	0.325	0.152	0.000609	0.303	1.112
<i>PAY</i>	11108	14.71	0.714	13.02	14.65	16.58
<i>BIG4</i>	11120	0.0812	0.273	0	0	1
<i>NAT</i>	10739	1.563	0.584	0	2	3
<i>AGE</i>	11114	3.058	0.264	1.792	3.091	3.850

(二) 基准回归结果

表 3 报告了基准回归结果。第（1）列为不加控制变量的估计结果，第（2）-（4）列为依次加入影响企业债务违约风险的控制变量的估计结果，第（1）-（4）列都控制了年份、行业与企业固定效应。第（4）列的结果显示，*Post*×*Treat* 的估计系数为-0.036，且在 1%水平下显著，说明增值税留抵退税政策的实施显著降低了企业债务违约风险，这与本文假设 H1 一致。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>EDF</i>	<i>EDF</i>	<i>EDF</i>	<i>EDF</i>
<i>Post_t×Treat_i</i>	-0.035*** (0.005)	-0.039*** (0.005)	-0.038*** (0.005)	-0.036*** (0.005)
		0.014***	0.016***	0.017***

<i>SIZE</i>		(0.004)	(0.004)	(0.005)
<i>LEV</i>		0.044*** (0.015)	0.043*** (0.015)	0.043*** (0.015)
<i>ROE</i>		-0.004* (0.003)	-0.004* (0.003)	-0.004 (0.003)
<i>GROWTH</i>		-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.002** (0.001)
<i>MB</i>		-0.092*** (0.015)	-0.094*** (0.015)	-0.097*** (0.015)
<i>PAY</i>			-0.012*** (0.004)	-0.012** (0.005)
<i>BIG4</i>			0.015 (0.011)	0.015 (0.011)
<i>NAT</i>				-0.005 (0.007)
<i>AGE</i>				-0.169*** (0.033)
<i>_cons</i>	0.033*** (0.002)	-0.283*** (0.091)	-0.153 (0.097)	0.341** (0.140)
<i>Year</i>	Y	Y	Y	Y
<i>Firm</i>	Y	Y	Y	Y
<i>Ind</i>	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	11117	11117	11105	10708
<i>R²</i>	0.330	0.343	0.344	0.348

注: ***, **, *分别表示 1%、5%、10%的显著性水平, 下同。

(三) 稳健性检验

1. 平行趋势检验

使用双重差分法评估政策效应时, 处理组与对照组应首先满足平行趋势假设, 接下来讨论平行趋势假设这一前提是否成立。参考 Jacobson et al.(1992)的研究, 本文采用事件分析研究法, 估计增值税留抵退税政策实施前后企业债务违约风险的动态差异。图 2 展示了留抵退税政策的动态效应, 结果显示, 政策实施前三期估计系数均不显著, 实施当期、事后一期与事后三期显著为负, 平行趋势检验通过。2020 年较为特殊, 新冠疫情带来了严重的社会经济冲击, 原材料价格普遍上涨, 需求持续减弱, 企业营收大幅下降, 企业普遍面临较大的租金、工资、税费等综合成本压力, 企业现金流供给乏力, 进而导致债务违约风险大幅提高。

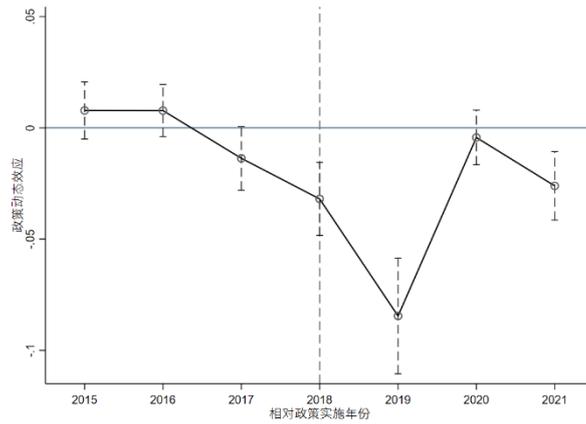


图 2 平行趋势检验

2. 事后履约检验

参考孙铮等（2006）和翟淑萍等（2022）的做法，从企业的事后履约角度考虑增值税留抵退税对企业债务违约概率的影响。我们设置事后违约概率变量 *VIOLATE* 来衡量公司是否按期偿还借款，以上一年度短期借款与本期偿还借款额度的差额计算得到，其中，上一年度短期借款包括一年内到期的长期借款，本期偿还借款额度为现金流量表内偿还债务所支付的现金项目。当差额大于 0 时，定义 *VIOLATE* 为 1，表明企业未按期偿还借款；否则取 0，即借款已按期偿还。将被解释变量替换成 *VIOLATE* 进行回归，回归结果展示在表 4 第（1）列，交互项系数在 1%水平下显著为负，说明增值税留抵退税能显著降低企业债务违约的概率，假设 H1 仍成立。

3. Tobit 模型

考虑到因变量存在大量 0 值，普通最小二乘估计结果可能有偏，因此本文进一步采用 Tobit 模型进行实证检验。实证结果见表 4 第（2）列，交互项 *Post*×*Treat* 系数仍然显著为负，说明更换模型后，仍然可以发现增值税留抵退税显著降低了企业债务违约概率。

4. 主要受益行业

为增强主要结论的稳健性，本文还检验了增值税留抵退税对企业债务违约风险的影响是否更多体现在政策主要受益行业中。根据 2022 年国家税务总局召开的落实新的组合式税费支持政策专题新闻发布会数据，增值税留抵退税政策受益最明显的行业为制造业、交通运输业、电力和热力和燃气及水生产和供应业、批发和零售业、建筑业、科技服务业与软件信息服务业。因此，本文对行业进行分组，验证增值税留抵退税对企业债务违约风险的缓解作用是否突出体现在主要受益行业。表 4 第（3）、（4）列结果证实了这一猜想，发现增值税留抵退税显著降低了主要受益行业的企业债务违约风险，而对其它行业不显著。该结果进一步证实了增值税留抵退税对企业债务违约风险的降低作用。

表 4 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	事后履约检验	Tobit模型	主要受益行业	其它行业
$Post_t \times Treat_i$	-0.044*** (0.017)	-0.010* (0.006)	-0.028*** (0.005)	-0.023 (0.021)
$SIZE$	0.002 (0.016)	0.048*** (0.007)	0.011** (0.005)	0.047*** (0.015)
LEV	0.118* (0.062)	0.270*** (0.091)	0.046** (0.019)	0.039 (0.026)
ROE	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	-0.004 (0.003)	-0.007* (0.004)
$GROWTH$	-0.003 (0.003)	-0.002 (0.002)	-0.001 (0.001)	-0.003 (0.002)
MB	-0.021 (0.064)	0.028 (0.066)	-0.074*** (0.016)	-0.182*** (0.041)
PAY	-0.006 (0.014)	-0.021*** (0.005)	-0.009** (0.004)	-0.019 (0.015)
$BIG4$	-0.023 (0.038)	-0.072*** (0.013)	0.012 (0.010)	0.012 (0.031)
NAT	0.008 (0.028)	-0.000 (0.005)	-0.015* (0.008)	0.030 (0.023)
AGE	-0.291* (0.149)	0.071*** (0.013)	-0.104*** (0.029)	-0.416*** (0.126)
$_cons$	1.060* (0.580)	-1.214*** (0.106)	0.254* (0.141)	0.517 (0.512)
$Year$	Y	Y	Y	Y
$Firm$	Y	Y	Y	Y
Ind	Y	Y	Y	Y
N	9723	10721	8713	1952
R^2	0.303		0.336	0.379

五、进一步分析

(一) 影响机制分析

我们进一步讨论增值税留抵退税政策影响企业债务违约风险的路径。基于前文理论分析，增值税留抵退税政策可以通过增加企业现金流、缓解企业融资约束、降低企业代理成本等机制降低企业债务违约概率。为检验上述影响机制，本文构建如下模型检验增值税留抵退税对现金流（ CF ）、融资约束（ SA 、 FC ）和代理成本（ $AGENCY$ ）的影响。

$$CF_{i,t} / SA_{i,t} / FC_{i,t} / AGENCY_{i,t} = \chi_0 + \chi_1 Post_t \times Treat_i + \chi_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

1. 企业现金流

我们构建了三种现金流指标，探究企业现金流影响机制。回归时，我们加入资产规模（ $SIZE$ ）、资产负债率（ LEV ）、净资产收益率（ ROE ）、企业成长性

(*GROWTH*)、审计师声誉 (*BIG4*)、产权性质 (*NAT*) 和上年是否亏损 (*LOSS*) 等控制变量。其中，若公司上一年亏损，*LOSS* 赋值为 1，否则为 0。

首先，以“经营活动产生的现金净流量除以总资产”衡量企业现金流 (*CF1*)。*CF1* 指标越高，表明企业现金流水平越高。表 5 第 (1) 列显示，交互项系数显著为正，增值税留抵退税政策能显著增加企业现金流。其次，构建“(现金及现金等价物净增加额-筹资活动产生的现金流量净额)/总资产”指标衡量企业现金流 (*CF2*)。表 5 第 (2) 列回归结果说明，增值税留抵退税政策明显扩大了企业的现金流。最后，通过“(利润总额+折旧摊销)/总资产”表示企业现金流 (*CF3*)，实证结果在表 5 第 (3) 列，也发现了增值税留抵退税政策改善了企业现金流状况。以上结果表明，增值税留抵退税政策可以通过增加企业现金流来降低企业债务违约风险。

2. 融资约束

参考 Hadlock & Pierce 的 (2010) 研究思路，我们采用 *SA* 指数衡量企业融资约束程度。融资约束 *SA* 指数的构建方式为： $SA_{i,t} = -0.737 \times Size_{i,t} + 0.043 \times Size_{i,t}^2 - 0.04 \times Age_{i,t}$ 。其中， $Size_{i,t}$ 为企业总资产的自然对数， $Age_{i,t}$ 为企业年龄。*SA* 指数为负值，越接近 0，意味着公司融资约束程度越大，即 *SA* 指数的绝对值越大，公司融资约束程度越小。

同时，参考顾雷雷等 (2020) 的研究，我们也采用 *FC* 指数衡量企业融资约束程度。融资约束 *FC* 指数的构建方式为：首先，选取公司规模、公司年龄、现金股利支付率三个变量作为样本预分组变量，升序排序；然后建立虚拟变量 *QUFC*，以上下三分位点为分界点，后 33% 的样本为低融资约束组且设置 *QUFC*=0，前 33% 为高融资约束组，令 *QUFC*=1。构建 Logit 模型 (6)、(7)：

$$P(QUFC = 1 | Z_{i,t}) = e^{Z_{i,t}} / (1 + e^{Z_{i,t}}) \quad (6)$$

$$Z_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 (DIV / TA)_{i,t} + \alpha_4 MB_{i,t} + \alpha_5 (NWC / TA)_{i,t} + \alpha_6 (EBIT / TA)_{i,t} \quad (7)$$

拟合每一年度的企业融资约束发生概率 $P(QUFC=1)$ ，并定义为 *FC* 指数，*FC* 指数越大，企业融资约束问题越严重。其中，*LEV* 为资产负债率、*DIV* 为公司当年发放的现金股利、*MB* 为账面市值比、*NWC* 为净营运资本、*EBIT* 为息税前利润、*TA* 为总资产。

我们首先采用融资约束 *SA* 指标进行回归，加入与基准回归相同的控制变量。表 5 第 (4) 列结果显示，被解释变量为 *SA* 指数的绝对值时，交互项系数在 1% 水平上显著为正，说明增值税留抵退税政策缓解了企业融资约束。其次，用 *FC* 指标衡量融资约束，加入资产规模 (*SIZE*)、资产负债率 (*LEV*)、净资产收益率 (*ROE*)、企业成长性 (*GROWTH*)、账面市值比 (*MB*) 控制变量进行回归，实

证结果在表 5 第 (5) 列, 发现交互项系数显著为负, 留抵退税政策显著降低了企业融资约束。上述结果表明增值税留抵退税可以通过融资约束路径降低企业债务违约风险。

3. 代理成本

基于前文增值税留抵退税缓解股东和管理层的代理问题, 设置代理成本相关变量。借鉴王化成等 (2019) 的研究, 以管理费用率衡量股东与管理层之间的代理成本 (*AGENCY*), *AGENCY* 越大, 则企业股东与管理层代理成本越高。加入与基准回归相同的控制变量参与回归, 表 5 第 (6) 列报告了增值税留抵退税对代理成本的影响结果。回归结果显示, 增值税留抵退税的实施降低了股票融资引起的股东和管理层之间的代理成本, 会对企业债务违约风险起到缓解作用。

表 5 影响机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CF1	CF2	CF3	SA绝对值	FC	AGENCY
<i>Post_t × Treat_t</i>	0.008*** (0.003)	0.015*** (0.004)	0.010** (0.005)	0.024*** (0.003)	-0.010** (0.005)	-0.032*** (0.003)
<i>_cons</i>	0.227*** (0.076)	0.996*** (0.101)	-0.537** (0.211)	4.431*** (0.164)	4.559*** (0.136)	0.825*** (0.094)
<i>Contorls</i>	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>Year</i>	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>Firm</i>	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>Ind</i>	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	10727	10615	10615	10427	10819	10708
<i>R²</i>	0.443	0.326	0.798	0.984	0.922	0.702

(二) 异质性分析

1. 企业产权性质

产权性质不同的企业在经营管理、信贷资源等方面存在明显差异, 增值税留抵退税政策对企业债务违约风险的降低作用在不同产权性质的企业中可能存在异质性。

表 6 第 (1)、(2) 列分别展示了国有企业和民营企业的回归结果。分析结果, 国有企业、民营企业的交互项系数分别为-0.028、-0.033, 且两者均在 1%水平上显著。进一步 Chow 检验, 引入产权性质与 *Post × Treat* 的交乘项, 交乘项系数负向显著, 表明增值税留抵退税对企业债务违约风险的影响在企业产权性质分组之间存在显著差异, 政策对债务风险的抑制作用在民营企业中更为明显。由于国有资本的特殊性, 国有企业相比非国有企业更易获得政府支持、保护和优惠政策, 政府隐性担保可以部分消除债权人对国有企业债务违约的顾虑, 进而国有企业的融资成本和经营风险更低 (韩鹏飞和胡奕明, 2015)。此外, 国有企业具有较丰富的优质资产, 内部现金流较为充裕, 因此其受到增值税留抵退税所带来的税额

返还的影响较小。由此，增值税留抵退税政策对企业债务违约风险的降低作用在民营企业中更加显著。

2. 企业规模

大规模企业具有设备大型化、生产经营规模大、组织结构形态复杂等特点，相比小规模企业，大规模企业具有更高的负债水平。本文以企业规模的均值将样本公司分成两组，进行回归分析，结果如表 6 第 (3)、(4) 列所示。结果显示，大规模企业的交互项系数在 1% 水平上负向显著，而小规模企业的交互项系数在 10% 水平上负向显著。引入企业规模与 $Post \times Treat$ 的交乘项并进行 Chow 检验，发现交乘项在大规模、小规模企业中存在显著差异，大规模企业债务违约风险受到增值税留抵退税政策的积极影响更为显著。其原因在于大规模企业生产经营规模大、负债率较高，且留抵退税政策带来的资金回流数额较大，能较好缓解大规模经营、高负债导致的资金紧张，因此留抵退税政策更为显著的降低了大规模企业的债务违约风险。

3. 企业成长性

企业成长性分析目的在于观察企业未来的经营效益与发展状况，不同成长性的企业在面对增值税留抵退税政策时所受到的影响存在一定差异。我们以营业收入增长率衡量企业成长性，并将样本公司分成两组，企业营业收入增长率处于全部样本前 50% 时，赋值为 1，处于后 50% 时，赋值为 0。回归结果见表 6 第 (5)、(6) 列，两组企业的交互项系数均为负向显著。引入企业成长性与 $Post \times Treat$ 的交乘项，进行 Chow 检验，组间差异 P 值表明政策效应在两组之间存在显著差异，增值税留抵退税政策对债务违约概率的影响在成长性较好的企业中更为敏感。由于成长性较好的企业大多处于初创期或成长期，而成长性较弱的企业大多处于成熟期，相比成长性较弱企业，成长性较好企业的现金流相对不充裕，且需更多资源以扩大其市场规模、提高自身竞争力。此外，成长性较好企业可能面临着更大的融资约束与生存挑战，因此增值税留抵退税政策对成长性较好企业的影响更为显著。

表 6 异质性分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	国有企业	民营企业	大规模企业	小规模企业	成长性好企业	成长性差企业
$Post_t \times Treat_t$	-0.028*** (0.008)	-0.033*** (0.008)	-0.045*** (0.009)	-0.008* (0.004)	-0.037*** (0.008)	-0.030*** (0.008)
$_{-cons}$	0.176 (0.260)	0.314* (0.181)	1.155*** (0.295)	0.076 (0.053)	0.556** (0.242)	0.375* (0.208)
$Contorls$	Y	Y	Y	Y	Y	Y
$Year$	Y	Y	Y	Y	Y	Y
$Firm$	Y	Y	Y	Y	Y	Y

<i>Ind</i>	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	5156	5002	4760	5778	5180	5147
<i>R</i> ²	0.371	0.356	0.387	0.411	0.418	0.445
组间差异P值	-0.022***		-0.002***		-0.010**	

六、结论与建议

本文采用 2014-2021 年沪深 A 股上市公司数据，通过双重差分模型（DID）实证分析了增值税留抵退税政策对企业债务违约风险的影响效应以及作用机制。研究发现：（1）增值税留抵退税政策能够显著降低企业债务违约风险；（2）增值税留抵退税通过有效增加企业现金流、缓解企业融资约束、降低企业代理成本等作用机制影响了企业的债务违约风险；（3）留抵退税政策对企业债务违约风险的影响具有异质性，在民营企业、大规模企业和成长性较好的企业中政策效应更为显著。

本文扩展了增值税留抵退税政策作用于企业金融风险的理论依据，为深入理解增值税留抵退税政策的实施效果、深化税收制度改革提供决策参考。具有以下政策启示：

第一，多元策略并进，完善企业债务风险防范体系。充足的现金流、宽松的融资环境、有力的外在监管有利于降低企业的债务违约风险，提升企业的发展活力和经营绩效。政府部门大力推进的减税降费、改善金融环境等政策都有助于企业债务违约风险的防控，同时外部监督也是风险防范的重要一环，需要有关部门对企业进行有效监督和科学引导。在风险防范化解中还需注重“分类施策、精准拆弹”，针对不同类型的企业给予相匹配的政策支持，建立政府和企业之间的良性互动。

第二，持续发挥增值税减税对企业金融风险的积极作用。“留抵退税”改革对降低企业债务违约风险有积极影响，该项改革是长期、延续性的制度设计，并非“短视型、‘作秀’型”的发展政策。“留抵退税”制度设计不仅有利于增强市场主体信心与获得感，也有助于推动经济高质量发展。持续坚持落实制度性减税政策，促进市场主体加快发展。

第三，放宽退税条件，完善增值税留抵退税制度。2018 年留抵退税政策对允许留抵退税的企业有着较为严格的行业限制与条件限制，此后退税政策条件逐渐放宽且退税力度增大，但仍然有大量企业由于无法满足留抵退税条件而无法享受该政策优惠，一定程度上削弱了留抵退税政策的经济效果。因此可在财政承受能力内放宽退税条件，让更多的企业尤其是中小企业能够享受到留抵退税的政策红利。

参考文献

- 蔡伟贤、沈小源、李炳财、柴美华, 2022:《增值税留抵退税政策的创新激励效应》,《财政研究》第5期。
- 邓路、刘欢、侯粲然, 2020:《金融资产配置与违约风险:蓄水池效应、还是逐利效应?》,《金融研究》第7期。
- 丁志国、耿迎涛、赵晶、丁钰洋, 2018:《上市公司财务困境时间效应的实证判别与理论猜想》,《会计研究》第2期。
- 顾雷雷, 郭建鸾, 王鸿宇, 2020:《企业社会责任、融资约束与企业金融化》,《金融研究》第2期。
- 韩鹏飞, 胡奕明, 2015:《政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究》,《金融研究》第3期。
- 何杨、邓栖元、朱云轩, 2019:《增值税留抵退税政策对企业价值的影响研究——基于我国上市公司的实证分析》,《财政研究》第5期。
- 解洪涛、张建顺、王伟域, 2019:《增值税进项留抵、现金流挤占与企业融资成本上升——基于2015税源调查数据的实证检验》,《中央财经大学学报》第9期。
- 刘怡、耿纯, 2018:《增值税留抵规模、分布及成本估算》,《税务研究》第3期。
- 刘长庚、谷阳、张磊、吴雄, 2022:《增值税留抵退税政策的就业促进效应》,《财政研究》第9期。
- 聂海峰、刘怡, 2022:《增值税留抵退税政策的影响与分担机制》,《经济研究》第8期。
- 孙铮、李增泉、王景斌, 2006:《所有权性质、会计信息与债务契约——来自我国上市公司的经验证据》,《管理世界》第10期。
- 王化成、侯粲然、刘欢, 2019:《战略定位差异、业绩期望差距与企业违约风险》,《南开管理评论》第4期。
- 吴怡俐、吕长江、倪晨凯, 2021:《增值税的税收中性、企业投资和企业价值——基于“留抵退税”改革的研究》,《管理世界》第8期。
- 吴怡俐、吕长江、倪晨凯, 2022:《增值税留抵退税能否促进企业风险承担?》,《会计研究》第12期。
- 谢军、黄志忠, 2014:《宏观货币政策和区域金融发展程度对企业投资及其融资约束的影响》,《金融研究》第11期。
- 谢雁翔、覃家琦、金振、刘洋, 2022:《增值税留抵退税与企业短贷长投》,《财政研究》第9期。
- 翟淑萍、韩贤、张晓琳、陈曦, 2022:《数字金融能降低企业债务违约风险吗?》,《会计研究》第2期。
- 张庆君, 陈思, 何德旭, 2022:《宏观审慎监管对企业债务违约风险的影响》,《中南财经政法大学学报》第5期。
- 张焰朝, 孙光国, 袁月, 2022:《会计信息可比性能抑制企业债务违约风险吗?》,《中央财经大学学报》第7期。
- 朱颖, 钱本宇, 方观富, 2023:《增值税留抵退税与企业数字化转型》,《财政研究》第3期。
- Altman E I, 1968, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Brogaard J, Li D and Xia Y, 2017, "Stock Liquidity and Default Risk", *Journal of Financial Economics*, 124(3), 486-502.
- Hadlock C J and Pierce J R, 2010, "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index", *Review of Financial Studies*, 23(5), 1909-1940.
- Bharath S T and Tyler S, 2008, "Forecasting Default with the Merton Distance to Default Model", *The Review of Financial Studies*, (3), 3.
- Jacobson L S, Lalonde R J and Sullivan D G, 1992, "Earning Losses of Displaced Workers", *American Economic Review*, 83, 92-11.

Jankensgård H. and Moursli R. M., 2020, "Derivative Cash Flows and Corporate Investment", *Journal of Banking and Finance*, 119, 1-15.

Lundqvist, S.A., and Vilhelmsson A., 2018, "Enterprise Risk Management and Default Risk: Evidence from the Banking Industry", *Journal of Risk and Insurance*, 85(1), 127- 157.

Merton R, 1974, "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates", *Journal of Finance*, 29, 449-470.

Polk, C. and Sapienza P., 2009, "The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory", *Review of Financial Studies*, 22(1), 187-217.