

# 增值税转型与企业投资价值相关性<sup>\*</sup>

## ——基于集团控制与产权视角的分析

倪婷婷 王跃堂

**内容提要:**现有增值税转型与企业投资关系文献多分析增值税转型对企业投资规模的影响,而忽视其对公司投资价值相关性的影响。集团控制与产权是影响企业投资效率的重要因素,但目前尚无文献研究增值税转型对不同类型企业投资价值相关性影响的区别。本文发现:与独立公司相比,增值税转型显著降低了集团公司的投资价值相关性;相对于民营集团,国有集团的投资价值相关性受增值税转型影响显著降低;与中央国有集团相比,增值税转型对地方国有集团的投资价值相关性的降低更为显著。对民营企业进一步研究发现,增值税转型显著降低了民营独立公司的投资价值相关性,而民营集团的投资价值相关性没有显著下降,说明民营集团这一组织形式避免了民营企业投资效率下降。本文丰富了税收改革对投资效率影响的文献,随着“营改增”改革的全面推进,新增不动产的进项税额也将纳入可抵扣范围。

**关键词:**增值税转型 集团控制 产权 投资价值相关性

### 一、引言

税收对投资的影响是公共财政发展的重要问题(Barro, 1991)。由于税收制度的差异,国外学者主要从所得税角度研究税收对投资的影响,发现公司所得税会影响公司投资(Cummins et al, 1996; Devereux et al, 2002)。自2004年我国开始推广增值税转型试点,很多学者从宏观视角探讨了增值税转型对政府财政收入(杨抚生、蔡军, 2006)、社会就业(陈烨等, 2010)以及社会福利(Zhai & He, 2008)的影响。少量文献从微观视角探讨增值税转型与企业行为的关系,如探讨增值税转型对企业固定资产投资规模(陈晓、方保荣, 2001; 聂辉华等, 2009; 王素荣、蒋高乐, 2010; 倪婷婷、王跃堂, 2016)、融资约束(罗宏、陈丽霖, 2012)以及劳动力需求(毛捷等, 2014; 王跃堂、倪婷婷, 2015)等方面的影响。

然而现有增值税转型与企业投资相关关系的文献主要集中于分析改革对投资规模的影响。增值税

转型旨在促进企业转变经济发展方式,那么增值税转型下大量新增固定资产的投资效率如何?从我们掌握的文献看,目前只有万华林等(2012)对此进行了研究,他们的研究表明增值税转型提升了企业投资价值相关性。但是不同类型企业的投资效率有较大差异(翟胜宝等, 2015)。以集团公司与独立公司为例,一般认为相对于独立公司,集团公司融资约束更小(Hoshi et al, 1991; Deloof, 1998; 邵军、刘志远, 2007)。增值税转型允许企业抵扣外购固定资产的进项税额,会刺激企业加大投资,融资约束程度相对较小的集团公司的投资规模可能会更大。但集团公司复杂的组织结构和产权链条使其代理成本高于独立公司(刘星等, 2014)。那么增值税转型下集团公司新增投资的效率究竟如何,与独立公司有何不同?目前从企业投资效率角度研究集团公司与独立公司差异的文献的研究结论,依然存有争议(窦欢等, 2014; 计方、刘星, 2014; 陈胜蓝等, 2014),并且既有文献对于不同产权性质集团公司投资效率的研究结

<sup>\*</sup> 倪婷婷,南京财经大学会计学院,邮政编码:210023,电子邮箱:njnitt@126.com;王跃堂,南京大学管理学院,邮政编码:210093,电子邮箱:wangyt@nju.edu.cn。本文是国家自然科学基金项目(71272100)、江苏高校哲学社会科学研究(2015SJB143)和江苏高校品牌专业建设工程的阶段性成果。感谢匿名审稿专家的意见和建议,文责自负。

果并不一致(邵军、刘志远,2008;刘星等,2010)。

我们基于集团控制与产权的视角考察增值税转型前后不同公司投资价值相关性的变化与差异,检验集团内部资本市场配置效率及其对公司价值的影响。研究发现:增值税转型显著降低了集团公司的投资价值相关性;依据产权性质细分样本后发现,与民营集团相比,增值税转型显著降低了国有集团公司的投资价值相关性;按国企层级分类后发现,与中央国有集团相比,增值税转型显著降低了地方国有集团的投资价值相关性。对民营企业进一步研究发现,民营集团这一组织形式避免了民营企业投资效率下降。

## 二、文献回顾、理论分析与研究假说

### (一)增值税转型与企业投资价值相关性:基于集团公司与独立公司的分析

企业集团内部资源配置效率具有两面性:一方面,集团内部资产市场能增加公司价值。由于新兴市场相对不发达且对产权保护较弱,企业集团内部资本市场的运作可以缓解其融资约束(Kaplan & Zingales,1997;Deloof,1998;王琨、陈晓,2007),并且集团总部通过“挑选胜者”机制,可以提高资源利用效率(Gertner et al,1994)。很多研究证明了这一点(Hoshi et al,1991;Gertner et al,1994)。另一方面,集团公司较高的代理成本会降低资源配置效率,减少公司价值(辛清泉等,2007)。首先,从控股股东与外部中小投资者之间代理问题来看,企业集团经常被认为是一种侵占中小投资者利益的工具,表现形式主要有过度投资与掏空。国外学者发现控股股东会通过过度投资来攫取私利(Dyck & Zingales,2004;Holmén & Högfeltd,2005)。国内学者也发现集团公司更倾向于过度投资(窦欢等,2014;陈胜蓝等,2014)。其他文献提供了企业集团最终控制人利用金字塔结构进行“隧道挖掘”进而掏空上市公司的证据(Johnson et al,2000;Dyck & Zingales,2004;Cheung et al,2006;邵军、刘志远,2007)。其次,集团在资源分配上存在“社会主义”现象(Scharfstein & Stein,2000)。国内学者的研究结论也不相同。王蓓、郑建明(2010)发现金字塔控股对公司价值的影响具有双向性;辛清泉等(2007)发现,集团公司投资模式更正常,但市场价值却更低。

可以看出,既有文献关于集团控制对公司价值影响的研究结论不一致,既有效率促进,又有价值减损效应。有学者指出,出现这一差异的原因在于研

究视角的不同。我们不当从总体分析集团控制的价值效应,而应该从具体的路径探寻集团内部资本市场的效率(刘星等,2013)。

企业投资效率是其中一个重要的研究视角。但从企业投资效率角度研究集团公司与独立公司的差异的文献,依然存有争议。例如,窦欢等(2014)发现集团公司过度投资程度比独立公司更严重;计方、刘星(2014)却发现集团控制对成员企业投资效率的影响具有两面性,一方面会缓解投资不足,另一方面却加剧过度投资;陈胜蓝等(2014)的研究结果表明集团公司可以通过关联资金往来减少上市公司的过度投资。此类文献大都是在常态经济运行环境下考察(马永强、陈欢,2013),很难区分研究结论究竟是因企业集团这一组织形式的影响,还是受其他因素的影响。宏观经济政策是微观企业行为与产出的先行指标,是微观企业决策不可控的外部环境因素(徐光伟、孙铮,2015)。增值税转型这一外生事件为研究这一问题提供很好的契机。增值税转型间接降低了外购固定资产的成本,从而刺激企业加大投资。当所有类型企业在增值税转型政策刺激下同时加大投资时,各企业投资价值相关性可比性增强。因此我们拟分析增值税转型对不同类型企业投资价值相关性的影响与差异。

罗宏、陈丽霖(2012)指出,增值税转型会通过影响企业整体现金流来缓解融资约束。学者发现集团公司的融资约束小于独立公司(Hoshi et al,1991;Deloof,1998;邵军、刘志远,2007)。对于融资约束更高的独立公司而言,由于融资约束得到缓解,原来的投资不足可能会有所缓解。即使少数企业出现过度投资,但可以预期其投资价值相关性有所提高。对集团公司而言,其融资约束与控股股东掏空行为导致的投资不足现象可能会得到缓解,但集团内部资本市场“黑暗面”表明,控股股东采用固定资产投资扩张来形成控制性资源完成控制权私利的攫取的动机会增强,过度投资会加剧。预期到控股股东的过度投资行为,资本市场上的中小投资者将会通过“用脚投票”的方式降低集团公司的市场股价。总结而言,增值税转型缓解了企业融资约束,集团公司内部资本市场使这一效应放大,其投资规模高于独立公司,甚至过度投资。预期到集团公司这一行为,市场给予集团公司更低的市价。因此,相对于独立公司,集团在增值税转型背景下的新增投资的价值相关性可能会更低。基于此,本文提出假说1:

假说1:在控制其他因素的影响下,与独立公司

相比,增值税转型显著降低了集团公司的投资价值相关性。

## (二) 增值税转型与企业投资价值相关性: 基于企业集团产权异质性的分析

在我国股票市场建立之初,上市公司国有股权处于绝对控制地位,并且主要采用分拆和捆绑两种改制模式,形成了中央企业集团和各级地方企业集团为主的两种金字塔控制方式。同时,民营控股的上市公司也成为中国股票市场的重要组成部分,因此在上市公司中形成了中央国有集团、地方国有集团和民营集团三大主导企业集团。

一般认为,中央国有集团投资价值相关性较高。首先,属于垄断行业的中央国有集团投资的经济收益更高(辛清泉等,2007);其次,与地方国企相比,中央国企面临的监督更严格。郝颖等(2012)指出,由于中央政府对中央国企的监控以及实施海外市场战略带来的激烈竞争,中央国企的投资效率更高。当然,中央国有集团也有过度投资冲动。中央国企的融资约束较小,其投资扩张资金较为充裕,可能会导致过度投资。尽管如此,由于受监督更多,过度投资程度有限,中央国有集团由过度投资引起的价值减损较少。

相对于中央国企,地方国有集团更容易出现投资效率低的情况。一方面,与中央国企相比,地方国企更具有代理人属性(夏立军、方轶强,2005),更可能利用地方企业来获取私利(杨华军、胡奕明,2007)。另一方面,与中央政府相比,地方政府更依赖地方国有企业。在地方国有上市公司中,地方国有集团规模更大,因此地方国有集团受地方政府干预而过度投资的可能性更大,造成价值减损更严重。

民营企业集团内部资本配置是企业集团内部资本配置的例外情况(邵军、刘志远,2008)。由于民营企业所处的外部融资环境十分不利,若附属于企业集团,可以利用内部资本市场缓解融资约束(Shin & Park,1999)。刘星等(2010)认为,民营控股股东倾向于采用资金占用等方式掏空上市公司。增值税转型后企业外购固定资产成本下降,对于民营集团而言,这可以有效缓解投资不足,从而投资价值相关性提高。因此可以推出,增值税转型会显著降低国有集团尤其是地方国有集团的投资价值相关性。由此本文提出假说2和假说3:

假说2:在控制其他因素影响的条件下,与民营集团相比,增值税转型显著降低了国有集团的投资价值相关性。

假说3:在控制其他因素影响的条件下,与中央国有集团相比,增值税转型显著降低了地方国有集团的投资价值相关性。

## 三、研究设计

### (一) 样本选择

本文以2006—2014年度沪深两市所有A股上市公司为初始样本,筛选程序为:(1)剔除金融行业的样本;(2)剔除最终控制人界定困难、不能识别及在2006—2014年间最终控制人发生变化的样本<sup>①</sup>;(3)剔除2006年及以后年度上市的样本;(4)剔除所有者权益为负或为0,或者财务数据有缺失值的样本。经过筛选,最终样本为4538个。本文数据主要来源于国泰安CSMAR数据库和万得WIND数据库。本文借鉴辛清泉等(2007)的做法,采用手工收集方式,判断上市公司是集团公司还是独立公司。表1报告了研究样本分布,可以看出附属于企业集团的上市公司占总样本的比例很高。

表1 研究样本分布

组织形式 \ 产权性质	中央国有	地方国有	民营	合计
企业集团	782	1738	978	3498
独立公司	83	398	559	1040
合计	865	2136	1537	4538

### (二) 模型与变量

为检验假说,我们首先将总样本分为“集团公司”和“独立公司”两大类;然后将集团公司样本分成“民营集团”和“国有集团”两类,最后根据国企层级将国有集团样本分为“中央国有集团”和“地方国有集团”,以考察增值税转型对不同产权特征集团公司投资价值相关性的影响。

本文采用双重差分的方法,建立模型(1):

$$\begin{aligned}
 Ln_{excess} = & \alpha + \beta_1 Post + \beta_2 Reform + \beta_3 Invest \\
 & + \beta_4 Reform \cdot Post + \beta_5 Post \cdot Invest \\
 & + \beta_6 Reform \cdot Invest \\
 & + \beta_7 Reform \cdot Post \cdot Invest + \beta_8 Size \\
 & + \beta_9 Leverage + \beta_{10} Ebitda \\
 & + \sum Indu + \sum Year + \epsilon
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

由于行业超额价值能够控制行业因素的影响,它比托宾Q更能代表公司价值(Walker,2006),因此,我们借鉴辛清泉等(2007)建立模型(2)计算行业

超额价值 Lnexcess 衡量公司价值:

$$Lnexcess = \ln \left[ \frac{Marketvalue_i}{Bookvalue_i} \div \frac{Marketvalue_k}{Bookvalue_k} \right] \quad (2)$$

(2)式中,Marketvalue<sub>i</sub>和Bookvalue<sub>i</sub>表示样本公司*i*年末总资产的市场价值与账面价值,Marketvalue<sub>k</sub>和Bookvalue<sub>k</sub>表示样本公司*i*所在行业*k*年末资产市场价值和账面价值的中位数。(1)式中,转型地区Reform为1时表示2009年开始增值税转型地区,取0时表示2009年以前试点地区。借鉴万华林等(2012),公司投资水平Invest变量用“构建固定资产、无形资产和其他资产支付的资金”除以

期初流通市价的比例衡量。政策年Post,若样本处于增值税转型后取值为1,否则为0。交互项Reform·Post·Invest衡量了增值税转型后(Post取1),转型地区(Reform取1)样本公司的投资—公司价值的系数。若Reform·Post·Invest的系数显著为正,表明在控制宏观因素的影响后,增值税转型提高了企业的投资价值相关性,反之则降低了投资价值相关性。我们还分别控制了公司规模(Size)、资产负债率(Leverage)和企业经营现金流量(Ebitda)等变量以及行业与年度效应。本文所有模型都进行了豪斯曼检验,表明均采用固定效应。表2报告了主要变量的定义与说明。

表2 主要变量的定义与说明

变量名称	变量符号	变量说明
公司价值	Lnexcess	见公式(2)
增值税转型	Post	虚拟变量,若样本年为2009年及以后取1,反之取0
转型地区	Reform	虚拟变量,若处于转型地区取1,反之取0
公司投资	Invest	“构建固定资产、无形资产和其他资产支付的资金”除以期初流通市价
投资价值相关性	Post·Reform·Invest	增值税转型前后转型地区投资价值相关性的变化
公司规模	Size	期末总资产的对数
资产负债率	Leverage	总负债/总资产
经营现金流量	Ebitda	(本年度税后利润+利息费用+折旧费+摊销费)/总资产
行业	Indu	行业虚拟变量
年份	Year	年份虚拟变量

## 四、实证结果与分析

### (一)描述性统计

描述性统计结果见表3。超额价值Lnexcess的T检验结果显示,集团公司超额价值显著低于独立公司,国有集团显著低于民营集团,地方国有集团显著低于中央国有集团。变量Invest结果显示,集团公司投资规模显著高于独立公司,国有集团投资规模显著高于民营集团。综合这两个结果,说明尽管集团公司投资规模高于独立公司,但这部分投资对公司价值的影响却是负向的,因此集团公司投资价值相关性低于独立公司;同理,尽管国有集团投资规模高于民营集团,但这部分投资对公司价值的影响却是负向的,因此国有集团投资价值相关性低于民营集团。这与本文预期基本一致。此外,不同企业间公司规模Size有显著差异:集团公司规模大于独立公司,国有集团规模大于民营集团,中央国有集团规模大于地方国有集团。在资产负债率方面,集

团公司显著高于独立公司,国有集团显著高于民营集团。

### (二)相关系数表

表4为主要研究变量的Pearson相关系数表。可以看出相关系数均不超过0.5,主要变量间不存在严重共线性问题。Lnexcess系数与Invest负向显著,说明样本的投资价值相关性较低。对于文中假说的验证,有待于回归模型的进一步检验。

### (三)回归检验

表5是回归检验结果。列(1)和列(2)列示了独立公司和集团公司样本依据模型(1)的检验结果,可以发现关键变量Reform·Post·Invest在集团公司样本中显著为负,而在独立公司样本中不显著。这表明增值税转型显著降低了集团公司的投资价值相关性,没有降低独立公司的投资价值相关性,假说1得到验证。(3)(4)列示的是民营集团和国有集团的检验结果,国有集团的Reform·Post·Invest系数负向显著,而民营集团不显著,说明增值税转型显

著降低了国有集团的投资价值相关性,对民营集团投资相关性的影响不明显,假说2得到验证。(5)(6)列示的是中央国有集团和地方国有集团的检验结果,两组样本的 Reform · Post · Invest 系数均为负向显著。对两组分样本的 Reform · Post · Invest 系数的进一步检验,发现两者没有显著差异(F值为0.99),因此增值税转型对两类国有集团投资价值相

关性的影响不存在明显差异,假说3没有得到验证。所有样本中的公司规模 Size 和资产负债率 Leverage 系数均为负向显著,与辛清泉等(2007)的发现一致。集团尤其是国有集团的企业经营现金流量 Ebitda 系数为正向显著,说明集团公司拥有的经营现金流量越高,可用于投资的资金越多,企业价值越高,而这一现象在独立公司中不明显。

表3 不同产权特征企业主要变量的描述性统计

	N	Lnexcess	Invest	Size	Leverage	Ebitda
Panel A: 全样本公司						
均值	4538	-0.026	0.047	22.275	0.514	0.084
Panel B: 集团公司与独立公司						
集团公司	3498	-0.094	0.050	22.414	0.529	0.085
独立公司	1040	0.204	0.035	21.804	0.466	0.083
差异		-0.298***	0.015***	0.610***	0.063***	0.002
Panel C: 国有集团与民营集团						
国有集团	2520	-0.151	0.054	22.564	0.539	0.085
民营集团	978	0.053	0.038	22.030	0.503	0.085
差异		-0.204***	0.016***	0.534***	0.036***	0.000
Panel D: 中央国有集团与地方国有集团						
中央国有集团	782	-0.108	0.057	22.647	0.535	0.082
地方国有集团	1738	-0.171	0.053	22.527	0.541	0.086
差异		0.063**	0.004	0.120**	-0.006	-0.004

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表示在0.1、0.05和0.01水平上显著,下同。

表4 相关系数表

	Lnexcess	Invest	Post	Reform	Size	Leverage	Ebitda
Lnexcess	1						
Invest	-0.330 *	1					
Post	0.049 *	0.029	1				
Reform	0.048 *	0.019	0.060 *	1			
Size	-0.481 *	0.356 *	0.218 *	-0.003	1		
Leverage	-0.486 *	0.175 *	0.008	0.002	0.373 *	1	
Ebitda	0.120 *	0.087 *	0.017	0.002	0.155 *	-0.213 *	1

表5 增值税转型与企业投资价值相关性

变量	Lnexcess					
	全样本		集团公司样本		国有集团样本	
	独立公司样本	集团公司样本	民营集团样本	国有集团样本	中央国有集团样本	地方国有集团样本
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercept	9.204*** (12.385)	9.009*** (16.996)	9.662*** (13.264)	8.350*** (14.872)	8.028*** (8.479)	8.713*** (12.205)

变量	Lnexcess					
	全样本		集团公司样本		国有集团样本	
	独立公司 样本	集团公司 样本	民营集团 样本	国有集团 样本	中央国有 集团样本	地方国有 集团样本
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Post	0.436*** (5.851)	0.554*** (12.621)	0.556*** (6.455)	0.541*** (10.396)	0.036 (0.329)	0.605*** (9.718)
Reform	0.255 (0.394)	-0.494 (-1.072)	0.446 (0.884)	-0.846 (-1.536)	1.071** (2.260)	0.634 (1.127)
Invest	-1.213 (-1.083)	2.224*** (6.274)	0.401 (0.368)	2.136*** (5.488)	2.233*** (3.326)	1.968*** (4.023)
Reform • Post	0.070 (0.731)	0.367*** (7.974)	0.409*** (4.600)	0.367*** (6.583)	0.373*** (3.733)	0.405*** (5.805)
Post • Invest	-0.006 (-0.005)	-2.242*** (-5.260)	-0.304 (-0.258)	-2.254*** (-4.729)	-1.320 (-1.441)	-2.258*** (-3.881)
Reform • Invest	1.540 (0.906)	1.234* (1.813)	0.912 (0.531)	1.417* (1.865)	-0.378 (-0.307)	2.667*** (2.721)
Reform • Post • Invest	-2.991 (-1.624)	-2.772*** (-3.902)	-1.753 (-0.985)	-2.950*** (-3.716)	-2.653* (-1.960)	-3.663*** (-3.613)
Size	-0.409*** (-11.458)	-0.402*** (-19.820)	-0.453*** (-13.112)	-0.384*** (-14.884)	-0.354*** (-7.965)	-0.402*** (-12.306)
Leverage	-0.768*** (-4.793)	-0.820*** (-10.829)	-0.778*** (-5.681)	-0.785*** (-8.256)	-0.703*** (-3.747)	-0.809*** (-7.085)
Ebitda	-0.312 (-1.096)	0.711*** (4.870)	0.272 (1.035)	0.787*** (4.403)	0.900*** (2.863)	0.851*** (3.820)
行业与年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	1040	3498	978	2520	782	1738
R <sup>2</sup>	0.260	0.386	0.429	0.382	0.375	0.395
F 值	23.51	85.39	27.43	66.77	20.69	47.94

## 五、对民营企业的进一步检验：民营集团公司与民营独立公司

有文献提出，民营集团已在某种程度上异化为利益输送的渠道(刘星等,2010)。而邵军、刘志远(2008)认为民营集团通过缓解融资约束使得组建集团的收益大于成本。本文以增值税转型为契机，分析其对民营集团公司与民营独立公司的投资价值相关性的影响的差异，以考察集团这一组织形式在民营控股公司中究竟提升还是降低了投资效率。

表 6 的结果表明，增值税转型中民营独立公司

的投资价值相关性显著下降，民营集团下降不明显，这说明增值税转型中集团公司这一组织形式避免了民营企业投资效率的下降。在验证假说 1 时发现，增值税转型显著降低了集团公司的投资价值相关性，没有显著降低独立公司投资价值相关性。可以发现民营集团与其他集团的资本配置情形存在较大差异。增值税转型中集团这一组织形式为民营控股公司缓解融资约束带来的正面作用，大于由于控股股东侵害产生的负面影响。在增值税转型中，与民营独立公司相比，民营集团不仅没有加剧投资价值相关性的降低程度，反而避免了企业投资价值相关性的下降。公司规模和资产负债率均为负向显著，

企业经营现金流量系数不显著,说明公司规模和杠杆率越高,企业价值越低。

## 六、稳健性检验

本文研究发现增值税转型显著降低了集团公司的投资价值相关性。然而这一关系可能存在内生性问题,即增值税转型中并不是集团化经营降低了企业投资价值相关性,而是投资价值相关性越低的公司更倾向于集团化的经营方式。为此,我们借鉴黄俊、陈信元(2011)的研究,采用 Heckman 两阶段回归来控制这一内生性问题。

首先估计一个集团隶属关系的 Probit 方程。依据黄俊、陈信元(2011),影响企业集团构建的变量包括:地区财政赤字哑变量 Deficit,若地区年度财政支出与财政收入之比位于 31 个省份的 75% 分位数以上,取值为 1,否则为 0;市场发展变量 Market,来自《中国市场化指数》中的“价格由市场决定”指数;其他变量为公司规模 Size、资产负债率 Leverage 和行业哑变量。Heckman 第一阶段回归结果见表 7。结果表明,企业所在地区市场发展越差、企业自身规模和杠杆率越高,越易组建企业集团。

表 6 对民营企业的进一步检验:民营集团公司与民营独立公司

	Lnexcess		
	民营企业全样本	民营企业全样本	
		民营集团公司样本	民营独立公司样本
	(1)	(2)	(3)
Intercept	7.860*** (10.51)	8.068*** (9.648)	7.715*** (7.862)
Post	1.149*** (11.99)	1.341*** (11.13)	1.024*** (6.299)
Reform	0.446 (0.893)	0.446 (0.884)	0.072 (0.216)
Invest	-0.072 (-0.073)	0.401 (0.368)	-5.586** (-2.107)
Reform · Post	0.352*** (4.673)	0.409*** (4.600)	0.233 (1.547)
Post · Invest	-0.455 (-0.430)	-0.304 (-0.258)	2.920 (1.055)
Reform · Invest	1.759 (1.195)	0.912 (0.531)	7.846** (2.435)
Reform · Post · Invest	-2.149 (-1.401)	-1.753 (-0.985)	-6.585* (-1.924)
Size	-0.442*** (-15.93)	-0.453*** (-13.11)	-0.413*** (-8.895)
Leverage	-0.687*** (-6.240)	-0.778*** (-5.681)	-0.634*** (-3.247)
Ebitda	0.156 (0.746)	0.272 (1.035)	-0.052 (-0.151)
行业与年份	控制	控制	控制
样本量	1537	978	559
R <sup>2</sup>	0.402	0.429	0.406
F 值	37.51	27.43	14.06

表7 Heckman 第一阶段:集团隶属关系的 Probit 回归

	因变量: Group	
	系数	T 值
Intercept	-3.800***	-8.595
Deficit	-0.001	-0.009
Market	-0.097***	-6.159
Size	0.196***	9.738
Leverage	0.418***	3.577
行业	控制	
N	4538	
R <sup>2</sup>	0.071	

基于第一阶段的回归,计算出“逆米尔斯比率”(Inverse Mill's Ratio,简称 Imr),并将其作为控制变量加入模型(1)中分样本重新进行检验,检验结果见表8。其中,关键变量 Reform·Post·Invest 系数在集团公司样本、国有集团样本以及地方国有集

团样本中都为负向显著,而在其他样本中不显著,与前面研究结论基本一致。有意思的是,在控制内生性问题后,中央国有集团的 Reform·Post·Invest 系数不再显著,这与本文预期一致,假说3得到验证<sup>②</sup>。另外,Imr 在各样本检验结果中均显著为负,说明控制样本内生性是必要的。

此外,稳健性检验还包括:(1)国内关于公司价值的实证研究文献普遍以年末 Tobin Q 作为企业价值的替代变量,而没有使用超额价值(辛清泉等,2007)。为与前人一致,本文用期末 Tobin Q 作为因变量重新进行回归,回归结果与前文基本一致。(2)在本文的样本分布中,改革后样本包括 2009—2014 共 6 年数据,改革前为 2006—2008 共 3 年数据,为降低样本不对称性的影响,我们剔除 2012、2013 和 2014 年样本后重新对模型 1 进行检验。结果与前文基本一致,限于篇幅,未列示相关结果。

表8 Heckman 第二阶段:增值税转型与企业投资价值相关性

变量	Lnexcess					
	全样本		集团公司样本		国有集团样本	
	独立公司样本	集团公司样本	民营集团样本	国有集团样本	中央国有集团样本	地方国有集团样本
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercept	14.74*** (8.565)	14.97*** (15.10)	11.92*** (8.647)	13.02*** (14.33)	17.99*** (10.01)	14.28*** (10.11)
Post	0.486*** (5.468)	0.993*** (17.92)	1.260*** (10.35)	0.278*** (4.824)	0.121 (1.093)	0.956*** (12.12)
Reform	-0.910 (-1.479)	-0.480 (-1.055)	0.211 (0.418)	-0.760 (-1.395)	0.739 (1.598)	0.096 (0.168)
Invest	0.301 (0.292)	2.010*** (5.718)	-0.017 (-0.016)	1.985*** (5.149)	1.784*** (2.726)	1.840*** (3.787)
Reform·Post	0.305*** (3.390)	0.322*** (7.006)	0.357*** (3.991)	0.325*** (5.850)	0.329*** (3.381)	0.365*** (5.231)
Post·Invest	-1.389 (-1.171)	-2.135*** (-5.061)	0.024 (0.021)	-2.270*** (-4.816)	-1.152 (-1.297)	-2.263*** (-3.919)
Reform·Invest	1.646 (1.064)	0.958 (1.421)	1.796 (1.042)	0.914 (1.210)	-0.802 (-0.671)	2.143** (2.190)
Reform·Post·Invest	-2.558 (-1.529)	-2.252*** (-3.190)	-2.300 (-1.298)	-2.187*** (-2.757)	-1.889 (-1.434)	-2.881*** (-2.826)
Size	-0.587*** (-10.99)	-0.567*** (-19.45)	-0.617*** (-10.61)	-0.548*** (-15.54)	-0.679*** (-10.04)	-0.540*** (-12.34)
Leverage	-0.918*** (-5.175)	-1.124*** (-13.31)	-1.075*** (-6.709)	-1.113*** (-10.51)	-1.477*** (-6.709)	-1.063*** (-8.466)



变量	Lnexcess					
	全样本		集团公司样本		国有集团样本	
	独立公司 样本	集团公司 样本	民营集团 样本	国有集团 样本	中央国有 集团样本	地方国有 集团样本
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Ebitda	0.008 (0.032)	0.681*** (4.716)	0.219 (0.841)	0.762*** (4.312)	0.850*** (2.789)	0.828*** (3.746)
Imr	-1.443*** (-3.001)	-1.960*** (-7.804)	-1.681*** (-3.497)	-2.163*** (-6.736)	-4.302*** (-6.234)	-1.779*** (-4.693)
行业与年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	1040	3498	978	2520	782	1738
R <sup>2</sup>	0.416	0.400	0.439	0.396	0.414	0.405
F 值	25.91	86.02	27.09	67.09	22.96	47.30

## 七、结论与政策建议

增值税转型是我国近年来财税改革的重大事件(高培勇,2009),从试点、全国推广到现在,已历时十多年。只有个别文献探讨了增值税转型对企业投资效率的整体影响。本文从集团控制与产权视角对这一问题进行了分析与检验。研究发现:与独立公司相比,增值税转型显著降低了集团公司的投资价值相关性;根据产权特征将集团公司进行分类后发现,与民营集团相比,增值税转型显著降低了国有集团公司的投资价值相关性;与中央国有集团相比,增值税转型对地方国有集团的投资价值相关性的降低更为显著。

由此,应注重宏观经济政策对微观企业行为影响中的企业异质性的作用。以往研究发现,总体而言增值税转型提高了企业投资价值相关性,而本文基于集团控制与产权视角发现增值税转型对不同企业投资价值相关性的影响差异较大,国有集团尤其是地方国有集团投资价值相关性明显下降。因此,在检验宏观经济政策对微观企业行为影响的过程中,不能忽视企业异质性这一核心要素。在政策选择上,相同政策对不同企业具有不同效应:(1)与独立公司相比,增值税转型显著降低了集团公司的投资价值相关性。企业集团在带来更多融资便利的同时,也会提高代理成本,降低投资效率,这会进一步导致其在资本市场中的折价效应。因此,集团公司一方面应充分利用内部资本市场的“光明面”,另一方面应努力降低代理成本,避免过度投资,提高企业投资效率。(2)增值税转型显著降低了国有集团尤

其是地方国有集团的投资价值相关性,对民营集团的影响不明显。这表明地方政府应减少对企业投资行为的干预,切实保护中小投资者利益,作为地方国有集团应将投资效率纳入到企业控制人业绩评价框架等方式促进其附属企业投资效率的提高。对于民营集团,政府应进一步缓解其外部融资约束,民营集团自身可以通过提高企业透明度,降低两权分离度等方式降低代理成本。

### 注:

- ①由于本文主要考察不同最终控制人类型企业的投资行为的差异,保留最终控制人发生变化的样本可能会使文章结论产生偏误,因此予以剔除。
- ②表5中假说3没有得到验证,而在控制内生性问题后,假说3得到验证,本文最终结论以稳健性检验结果为准。

### 参考文献:

- 陈晓 方保荣,2001:《对增值税转型的几点逆向思考》,《税务研究》第5期。
- 陈焯等,2010:《增值税转型对就业负面影响的CGE模拟分析》,《经济研究》第9期。
- 陈胜蓝 王琨 马慧,2014:《集团内部资金配置能够减少公司过度投资吗?》,《会计研究》第3期。
- 窦欢 张会丽 陆正飞,2014:《企业集团、大股东监督与过度投资》,《管理世界》第7期。
- 樊纲 王小鲁 朱恒鹏,2011:《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》,经济科学出版社。
- 高培勇,2009:《增值税转型改革分析与前瞻》,《税务研究》第8期。
- 郝颖 李晓欧 刘星,2012:《终极控制、资本投向与配置绩效》,《管理科学学报》第3期。
- 黄俊 陈信元,2011:《集团化经营与企业研发投入——基于知识溢出与内部资本市场视角的分析》,《经济研究》第

- 6期。
- 计方 刘星,2014:《集团控制、融资优势与投资效率》,《管理工程学报》第1期。
- 刘星 代彬 郝颖,2010:《掏空、支持与资本投资——来自集团内部资本市场的经验证据》,《中国会计评论》第2期。
- 刘星 计方 付强,2013:《货币政策、集团内部资本市场运作与资本投资》,《经济科学》第3期。
- 刘星 计方 郝颖,2014:《大股东控制、集团内部资本市场运作与公司现金持有》,《中国管理科学》第4期。
- 罗宏 陈丽霖,2012:《增值税转型对企业融资约束的影响研究》,《会计研究》第12期。
- 马永强 陈欢,2013:《金融危机冲击对企业集团内部资本市场运行的影响——来自我国民营系族企业的经验证据》,《会计研究》第4期。
- 毛捷 赵静 黄春元,2014:《增值税全面转型对投资和就业的影响——来自2008—2009年全国税收调查的经验证据》,《财贸经济》第6期。
- 倪婷婷 王跃堂,2016:《增值税转型、集团控制与企业投资》,《金融研究》第1期。
- 聂辉华 方明月 李涛,2009:《增值税转型对企业行为和绩效的影响——以东北地区为例》,《管理世界》第5期。
- 邵军 刘志远,2007:《“系族企业”内部资本市场有效率吗?——基于鸿仪系的案例研究》,《管理世界》第6期。
- 邵军 刘志远,2008:《企业集团内部资本配置的经济后果——来自中国企业集团的证据》,《会计研究》第4期。
- 王蓓 郑建明,2010:《金字塔控股集团与公司价值研究》,《中国工业经济》第2期。
- 万华林 朱凯 陈信元,2012:《税制改革与公司投资价值相关性》,《经济研究》第3期。
- 王琨 陈晓,2007:《控股股东所有权结构与关联方担保》,《中国会计评论》第1期。
- 王素荣 蒋高乐,2010:《增值税转型对上市公司财务影响程度研究》,《会计研究》第2期。
- 王跃堂 倪婷婷,2015:《增值税转型、产权特征与企业劳动力需求》,《管理科学学报》第4期。
- 夏立军 方轶强,2005:《政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据》,《经济研究》第5期。
- 辛清泉 郑国坚 杨德明,2007:《企业集团、政府控制与投资效率》,《金融研究》第10期。
- 徐光伟 孙铮,2015:《货币政策信号、实际干预与企业投资行为》,《财经研究》第7期。
- 杨抚生 蔡军,2006:《不可忽视增值税转型对地方经济的负面影响》,《税务研究》第2期。
- 杨华军 胡奕明,2007:《制度环境与自由现金流的过度投资》,《管理世界》第9期。
- 翟胜宝 马静静 毛志忠,2015:《环境不确定性、产权性质与上市公司投资效率》,《会计与经济研究》第5期。
- Barro, R. J. (1991), “Economic growth in a cross section of countries”, *Quarterly Journal of Economics* 106(2):407—443.
- Cheung, Y. L., P. Raghavendra & A. Stouraitis (2006), “Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong”, *Journal of Financial Economics* 82(2):343—386.
- Cummins, J. G., K. A. Hassett & R. G. Hubbard (1996), “Tax reforms and investment: A cross-country comparison”, *Journal of Public Economics* 62(1):237—273.
- Deloof, M. (1998), “Internal capital markets, bank borrowing, and financing constraints: Evidence from Belgian firms”, *Journal of Business Finance & Accounting* 25(7):945—968.
- Devereux, M. P., R. Griffith & A. Klemm (2002), “Corporate income tax reforms and international tax competition”, *Economic Policy* 17(3):449—495.
- Dyck, A. & L. Zingales (2004), “Private benefits of control: An international comparison”, *Journal of Finance* 59(2):537—600.
- Gertner, R. H., D. Scharfstein & J. Stein (1994), “Internal versus external capital markets”, *Quarterly Journal of Economics* 109(4):1211—1230.
- Holmén, M. & P. Högfeldt (2005), “Pyramidal discount: Tunneling or overinvestment”, NBER Working Paper, No. 11108.
- Hoshi, T., A. Kashyap & D. Scharfstein (1991), “Corporate structure, liquidity, and investment”, *Quarterly Journal of Economics* 106(1):33—60.
- Johnson, S. R. et al (2000), “Tunneling”, *American Economic Review* 90(2):22—27.
- Kaplan, S. N. & L. Zingales (1997), “Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?”, *Quarterly Journal of Economics* 112(1):169—215.
- Scharfstein, D. S. & J. C. Stein (2000), “The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment”, *Journal of Finance* 55(6):2537—2564.
- Shin, H. & Y. S. Park (1999), “Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean chaebols”, *Journal of Corporate Finance* 5(2):169—191.
- Walker, M. D. (2006), “Industrial groups and investment efficiency”, *Journal of Business* 78(5):1973—2001.
- Zhai, F. & J. He (2008), “Supply-side economics in the People’s Republic of China’s regional context: A quantitative investigation of its VAT reform”, *Asian Economic Papers* 7(2):96—121.

(责任编辑:陈建青)