

# 政贵有恒:税收优惠预期如何影响 企业长期投资\*

刘金东 徐文君 魏雨丹

**内容提要:**近年来,我国推出了一系列减税降费政策为经济纾困,但不足一年的短期优惠政策和延续型优惠政策宣告对于企业形成持续性优惠预期造成不利影响。本文基于财税[2018]70号、财税[2019]84号文件交叉形成的短期留抵退税政策冲击和长期留抵退税政策冲击,利用上市公司数据研究了两类留抵退税政策对企业长期投资的影响,得到如下结论。其一,长期留抵退税政策能够显著提高企业长期投资水平,短期留抵退税政策对企业长期投资无显著影响,多种稳健性检验均支持了这一观点。其二,机制分析表明,与退税缓解融资约束相比,长期留抵退税政策释放的持续优惠预期更能提振企业投资信心,显著提高企业风险承担水平、长期负债意愿和长期价值导向,从而推动企业的长期投资决策。其三,异质性分析显示,长期留抵退税政策对企业投资的影响在成熟期企业中更为显著,同时也受到税收营商环境的影响,税收征管信息化水平更高、税收不确定性程度更低地区的企业投资对长期留抵退税政策的敏感度更高。本文的研究结论为优化税收优惠政策、稳定市场预期以及培育耐心资本提供了方向性参考。

**关键词:**税收优惠预期 长期投资 耐心资本

**作者简介:**刘金东,山东财经大学财政税务学院教授,250014;

徐文君(通讯作者),山东大学经济学院博士研究生,250100;

魏雨丹,山东财经大学财政税务学院硕士研究生,250014。

中图分类号:F812.2 文献标识码:A 文章编号:1002-8102(2025)07-0073-16

## 一、引言

近年来,在三重压力叠加疫情冲击下,我国经济稳增长任务艰巨,除了社会有效需求不足以外,社会预期偏弱也成为关键的影响因素。2024年12月的中央经济工作会议强调“加强预期管理,协同推进政策实施和预期引导,提升政策引导力、影响力”。减税降费政策具有发布时间密、覆

\* 基金项目:国家社会科学基金一般项目“失业风险冲击下青年群体收入差距的动态演化与长效治理研究”(23BGL241)。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。徐文君电子邮箱:19862157976@163.com。

盖范围广、延续时间长和支持力度大的特点,同时也能降低经营主体税收负担,改善经营主体现金流,提升经营主体抗风险能力,有效发挥了提振市场信心、稳定市场预期、激发市场活力的作用(万海远等,2024)。但另一个问题也摆在我们面前,即过于密集而期限偏短的税收优惠政策是否能够起到和长期优惠政策一样的作用?例如,一个通过不断接力延续的五年期优惠政策和一次性宣布的五年期优惠政策,虽然最终都是五年优惠期限,但优惠政策供给的方式本身可能会内生影响企业投资行为,从而产生截然不同的政策效果。

本文手工统计了“营改增”改革完成后2017—2023年国家税务总局发布的408个“财税”字号文件,发现共计有313个税收优惠类的政策文件,包括193个新优惠政策发布文件和120个旧优惠政策延续宣告文件,90个文件为无限期优惠政策,223个为限期优惠政策。这意味着长期有效的税收优惠政策占比仅为28.75%。按照发布日到截止日来作为优惠预期持续时间来计算的话,223个限期优惠政策的平均持续时间为3.338年,但不同年份之间也存在较大差异,2022年发布的税收优惠政策平均持续时间迅速压缩,仅为1.374年,新优惠政策的平均持续时间仅为1.270年,最短的税收优惠政策《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》(财政部 国家税务总局公告2022年第20号)持续时间仅为224天。无论是无限期优惠政策占比偏低、新优惠政策的平均持续时间缩短,还是大量旧优惠政策的延续宣告频发,都表明了一个典型事实:我国税收优惠政策的预期可持续性偏弱,增大了纳税人对税收政策的不确定性感知。

本文认为,税收优惠预期的可持续性将直接影响企业投资决策。一方面,调整过于频繁、持续时间过短的税收优惠政策容易带来纳税人对税收的不确定性感知,无法对纳税人形成有效的投资激励(汪冲、江笑云,2018;李华等,2021)。另一方面,一项税收优惠政策退出带来的投资负向冲击也会抵消政策引入时带来的正向激励效应,特别是税收优惠政策的退出很容易通过信号机制促使地方政府和市场主体撤回对当企业的资源支持,对企业可用资金形成了釜底抽薪的效应,加剧了税收优惠政策退出带来的消极影响(吴冬梅等,2023)。由于不同类型的税收优惠政策效果无法直观比较,如何基于现实政策效果对比验证短期优惠预期和长期优惠预期对企业投资的异质性影响就成为关键的问题。2018年和2019年出台的两个增值税留抵退税政策为我们提供了一个绝佳的场景:财税〔2018〕70号文宣布了19类行业的一次性存量留抵退税政策,该政策于当年9月30日之前必须全部完成,次年的财税〔2019〕84号文又宣布了对其中的4类行业进行持续的增量留抵退税政策,该政策长期持续,不设截止日。这就对19类行业从2018年形成了一次短期优惠预期,而对两个政策文件交集的4类行业在2019年形成了一次长期优惠预期。以一般企业<sup>①</sup>作为对照组、15类行业企业作为处理组可以检验一次性存量留抵退税政策的短期优惠效应,而以15类行业企业作为对照组、4类行业企业作为处理组就可以检验增量留抵退税政策的长期优惠效应。本文以财税〔2018〕70号、财税〔2019〕84号文件交叉形成的短期留抵退税政策冲击和长期留抵退税政策冲击为研究对象,基于PSM-DID方法验证了持续增量留抵退税的长期税收优惠政策能够显著提高企业长期投资水平,一次性存量留抵退税的短期税收优惠政策对企业长期投资无显著影响,这种影响更多的是基于企业主观预期而形成,与企业实际享受到的退税多寡无关。机制分析表明,长期留抵退税政策释放的持续优惠预期提振了企业投资信心,显著提高了企业风险承担水平、长期负债意愿和长期价值导向,从而推动了企业的长期投资决策。

与已有研究相比,本文可能的边际创新贡献如下。第一,从政策持续性出发,强调税收优惠政策

① 一般企业指未进入财税〔2018〕70号文和财税〔2019〕84号文留抵退税范围的行业企业。

供给方式对企业投资决策的影响不仅仅是单纯基于客观现金流变化的影响,还基于主观感知层面税收优惠预期可持续性产生的影响,进而提出了税收优惠政策的供给和宣告方式可能会影响到企业投资决策,这为未来如何合理地制定减税降费政策提供了重要参考。

第二,本文通过财税〔2018〕70号文的一次性留抵退税政策和财税〔2019〕84号文的持续性留抵退税政策交叉对比,构建双重差分(DID)模型精准分解和评估短期留抵退税政策效应和长期留抵退税政策效应,从实证上为验证长期和短期税收优惠预期的投资激励效应提供了一种绝佳的可行方案。

第三,本文进一步探讨了长期税收优惠政策影响企业投资决策的作用机制、异质性表现,在一个更加完整的研究范式下系统回答了长期税收优惠政策为什么影响、怎么影响的问题,为未来激励企业长期投资、培育耐心资本提供了全面的参考。

## 二、制度背景与研究假说

### (一)制度背景

一般计税方式下有增值税应纳税额=销项税额-进项税额,差值为正时即为当期应纳税额,差值为负,即意味着当期销项税额未能将全部进项税额抵扣尽,按照《中华人民共和国增值税暂行条例》(国务院令〔1993〕134号)规定:“因当期销项税额小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”,未抵扣尽的进项税额被结转到下期继续抵扣,这部分待抵扣税额就被称为期末留抵税额。期末留抵税额的成因较为复杂,包括多档税率导致的税率倒挂、价格管制导致的价格倒挂等政策性原因和企业特殊发展阶段买多卖少的经营性原因(吴怡俐等,2021)。期末留抵税额的本质是国家对企业不能及时偿付的“无息隐性负债”,在当前融资难、融资贵的现实背景下对企业投资造成了不利影响。为了减轻企业税收负担,缓解现金流压力,自2011年起,我国开始逐步推行增值税留抵退税政策。

增值税留抵退税政策可以划分为两个阶段:2011—2017年是局部留抵退税阶段,主要针对特定企业的特定进项予以留抵退税;从2018年开始,我国进入大规模留抵退税阶段,在扩大行业适用范围的同时,也不再限制留抵退税的具体项目。2018年,《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)宣布对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业和电网企业增值税期末留抵税额予以退还,将留抵退税行业拓宽至18类行业及电网企业(为简化起见,下文统称为“19类行业”)。2019年,《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)宣布退税范围向全行业延伸,并开始试行增量留抵退税,但由于不限行业、不限企业,故而搭配了更为苛刻的适用条件,必须同时满足“连续六个月(按季纳税的,连续两个季度)增量留抵税额均大于零,且第六个月增量留抵税额不低于50万元”等5个条件才可申请退税。《关于明确部分先进制造业增值税期末留抵退税政策的公告》(财政部 国家税务总局公告2019年第84号)放宽对部分先进制造业的条件,允许部分先进制造业企业在满足必要条件的前提下只要“增量留抵税额大于零”即可申请增量留抵退税。2020年,《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》(财政部 国家税务总局公告2020年第8号)准许疫情防控重点保障物资生产企业按月向主管税务机关申请全额退还增值税增量留抵税额。2021年,《关于明确先进制造业增值税期末留抵退税政策的公告》(财政部 国家税务总局公告2021年第15号)在财税〔2019〕84号文的基础上进一步扩大了适用增值税增量留抵退税政策的先进制造业纳税人范围,

将其从4类细分行业扩围到9类。2022年,《关于进一步加大增值税期末留抵退税政策实施力度的公告》(财政部 国家税务总局公告2022年第14号)和《关于扩大全额退还增值税留抵税额政策行业范围的公告》(财政部 国家税务总局公告2022年第21号)对留抵退税适用范围和类型均进行了大幅扩围,退税类型既有一次性存量留抵退税,也有持续的增量留抵退税,适用范围则扩大到了制造业等13类行业和全部小微企业(包括个体工商户),存量留抵退税和针对小微企业的退税持续到2022年底结束,但针对13类行业的增量留抵退税依然持续至今。

通过梳理政策脉络,我们可以发现两点事实。其一,局部留抵退税涉及面偏窄,造成处理组样本偏小,已有研究主要针对大规模留抵退税阶段的政策冲击展开研究。特别是2018年财税〔2018〕70号文涉及的退税规模大、行业范围广,在其之前尚未开展较大规模的留抵退税,从而政策干扰较少,成为目前实证分析使用最为集中的留抵退税政策。其二,大规模留抵退税阶段的退税类型有所差异。财税〔2018〕70号文是针对存量留抵税额的退税政策,在此之后,2019年的第39号公告和第84号公告、2020年第8号公告以及2021年第15号公告都是针对增量留抵税额,直到2022年全额退税同时包括了存量和增量留抵退税。两类留抵退税类型对企业的预期影响可能存在本质差异:存量留抵退税政策均是一次性退税,退税完成后即宣告政策结束,给企业释放的是一次性短期税收优惠预期。而增量留抵退税政策则是持续实施,只要增量留抵税额大于零即可申请退税,不设截止时间,这就给企业释放了长期优惠预期。通过财税〔2018〕70号文的一次性留抵退税政策和财税〔2019〕84号文的持续性留抵退税政策的交叉对比,可为我们分解不同税收优惠预期异质性效应的可行性提供解释。

## (二)研究假说

与本文研究主题相关的文献序列有两支。第一支文献序列是税收不确定性研究。税收不确定性最早源于亚当·斯密在《国富论》中提到的确实原则,要求每一位纳税人的纳税义务必须确定且不可随意变更,纳税人必须清晰地了解他们应当缴税的金额和方式。从这一原则出发,税收不确定性的来源有三种。一是税法过于繁杂,不易理解和操作,使得纳税人面临的纳税义务存在一定的模糊性和可变性,会造成纳税人主观税收感知和税收政策客观意图出现不一致性,从而影响税收认知和最终税收政策落地的实效性(李华等,2021)。二是税收立法层面调整过于频繁,使得不同时期之间纳税人纳税义务的多寡不够稳定,存在较大的可变性(孙鲲鹏、杨凡,2024)。三是实际执行层面税收征管力度被刻意操纵也会造成纳税人税收负担率不能保持稳定,出现上下波动的问题(杨武、李升,2019)。无论是哪种原因,税收不确定性使得当地营商环境出现了政企双方的信息不对称性和不可预测性,税收不确定性意味着企业纳税义务处于不稳定的可变状态,纳税人极易因为对税法理解不够及时准确、未能足额缴纳税款而被问责,从而造成潜在损失(Amberger, 2017)。纳税义务具有强制性特征,除极少数税收征管法规定的情形可以缓缴以外,所有的企业纳税义务都必须严格按时履行,否则即属于违法行为,会受到严厉惩罚。因此,为了应对未来不确定的纳税义务,企业被迫通过持有大量的货币资金或者容易变现的流动性资产来贮藏流动性,从而对投资产生挤出效应(El-Shazly, 2009; Hanlon 等, 2017)。由于企业投资本身具有长期性、不确定性和契约不完备性等特征,如果税收优惠政策无法保持连贯性和持续性,将无法帮助企业形成合理预期、平滑资金路径,从而削弱税收优惠政策激励企业投资的实效性(汪冲、江笑云,2018)。

另一支文献序列是财政政策退出效应研究。凯恩斯主义主张通过相机抉择的财政政策调控宏观经济,保持周期平衡。财政政策的有效性依赖于政策类型、推出时机和政策持续性三个



要素(Liu等,2018),针对财政政策有效性的研究往往过度关注政策本身效果的探讨,而忽视了政策持续性问题,特别是政策退出效应对政策有效性的抵消作用。财政乘数是一柄“双刃剑”,财政政策进入带来的投资增加有可能会被财政政策退出带来的投资减少所抵消,一旦财政政策过快退出,政策进入的刺激效应尚未完全发挥出来并累积形成一定规模,政策退出的负向冲击将足以抵消掉前期财政政策的效果(中国社科院经济所宏观分析课题组等,2010;刘相锋,2018)。传统观点默认政策进入和退出带来的影响是对称的,但已有研究认为,政策进入效应带来的正向影响和政策退出带来的负向影响往往具有非对称性,如果不能有效区分,将会导致政策效果评估的偏误(刘若鸿、黄玖立,2023)。而且已有研究显示,财政政策退出效应可能会高于进入效应,从而造成财政政策的失效。财政政策具有信号效应,不仅促使地方政府给予大量的资源支持,形成政策导向性的资源供给(王克敏等,2017),同时税收优惠等财政政策还能对市场释放信号,吸引金融机构向优惠对象提供更多信贷资金以及吸引上下游企业向优惠对象提供更多的商业信用(吴冬梅等,2023),一旦政策退出,这些资源也都会迅速回撤,加大了企业投资的回调幅度,出现短期刺激政策退出后的“超调”现象(田磊,2022)。与此同时,企业管理者信念在刺激性财政政策进入后增强而在政策退出后迅速趋弱,对投资形成了非对称性影响,加大了财政政策退出抑制投资的消极影响(张超等,2015)。财政政策进入和退出的非对称性影响还可能会造成企业层面对投资的政策依赖性,从投资决策和主观预期上与财政政策更加紧密地捆绑(刘宇等,2011)。投资的非平滑性和不可逆性促使企业更加谨慎地做出投资决策,任何政策环境的不确定性都会阻碍企业投资,临时性的短期税收优惠政策也只能带来短期的不稳定的投资效应(Altug等,2009)。

以上两支文献序列为我们提供了税收优惠政策影响企业投资决策的基本逻辑线条:税收优惠政策的短期易变性和不可持续性会降低政策效果,难以实现政策初衷。具体到本文要研究的留抵退税政策,一次性留抵退税的税收优惠只能缓解企业短期内现金流约束,且只针对存在留抵税额的部分企业,并不能给企业维持长期投资项目提供持续信心。短时间开启又结束的财税[2018]70号文政策只是退还了存量留抵税额,未来因为投资支出又新形成的增量留抵税额并不在此列,这就加大了企业维持投资项目的成本压力,降低了盈利预期,即使暂时享受了退税红利,但依然需要储备资金以应对未来留抵税额的长期资金压力,政策的转瞬即逝让政策进入的红利效应未能充分释放,政策退出效应又对企业投资带来反向抑制作用。由于短期留抵退税政策从进入到退出时间只有几个月,缺乏足够的正向效应积累,故而政策退出效应很容易完全抵消掉政策进入给投资带来的正向影响。在前景理论下,未来能获得正价值的管理者信念削弱,倾向于留存资金,推迟投资。与之不同的是,长期留抵退税政策针对未来每一期的增量留抵税额持续退税,政策不设截止日,对纳税人做出了长期优惠承诺,且增量留抵税额往往来自企业投资支出形成的进项税额,长期的增量留抵退税形成了政企之间的重复博弈(孙雅慧、罗守贵,2023)。只要企业因为投资形成了新的增量进项税额,就能获得政府的退税,有利于在政策上筛选出最应该获得优惠政策的企业对象,纠正了政企之间的不完全契约问题,这种长期承诺下的重复博弈行为也让企业形成了稳定的管理者信念。长期留抵退税政策解决的是增值税正税基和负税基的非对称问题,一旦应纳税额为负就无法获得退税,从而使得增值税产生非对称效应,也使企业收不抵支时的税收负担显著高于收大于支时的税收负担,从而对投资产生抑制作用,留抵税额直接退税到账使企业投资支出高于营收,也能保证税收负担的平稳性和对称性,从而缓解投资抑制效应(吴怡俐等,2022)。长期留抵退税政策和企业所得税加速折旧政策一样,都属于让抵扣收益提前

实现、让缴税时间尽可能延后的递延型税收优惠。但所不同的是,加速折旧政策对应的加速折旧方法非常明确,只能在双倍余额递减法和年限总额折旧法中二选其一,故而只要适用于加速折旧,就意味着该企业税前抵扣的时点分布是确定的。留抵退税则不然,如果不能适用于退税,留抵税额到底在未来哪一期最终实现抵扣是不确定的,这取决于企业未来在哪一期才能让一般计税方式下的应纳税额为正且金额大到足够抵扣掉留抵税额。因此,将留抵税额实现退税到账是将未来不确定的抵扣时点提前到当前时期实现,从而降低抵扣收益实现时点的不确定性和现金流的波动性。如果将留抵税额看作一项企业对国家的应收账款,通过留抵退税可以尽早实现回款,降低政策性坏账风险,提升企业投资信心(何杨等,2019;吴怡俐等,2021)。基于以上分析,我们提出本文待检验的核心研究假说。

H1:相比一次性的短期留抵退税政策,长期留抵退税政策更能显著促进企业长期投资。

H2:持续性优惠预期是长期留抵退税政策促进企业长期投资决策的重要因素。

### 三、研究设计

#### (一)样本选取和数据来源

考虑到在2012—2013年“营改增”试点扩围较为密集,同时留抵退税政策在2019年后因为疫情原因针对疫情防控重点保障物资生产企业等特殊对象给予临时性留抵退税政策,给基于留抵退税政策区分处理组和对照组带来了较大的干扰。基于此,本文选取2014—2019年中国沪深两市A股上市公司为研究对象。需要说明的是,虽然2019年第39号公告也推出了增量留抵退税政策,但该公告未限定行业,所有行业均可适用,故而属于对处理组和对照组的无差别政策冲击,正是因为未限定行业,为了避免退税的财政压力过大,39号公告规定了很高的门槛,其中5个先决条件下“自2019年4月税款所属期起,连续六个月(按季纳税的,连续两个季度)增量留抵税额均大于零,且第六个月增量留抵税额不低于50万元”的条款使得能够满足退税条件的企业占比非常小(吴怡俐等,2022),故而对本文基于长期和短期留抵退税政策的准自然实验干扰较小,对其不作考虑。上市公司样本均来自CSMAR数据库,并进行了如下筛选:(1)剔除ST、PT等样本;(2)剔除财务指标特殊的金融保险业样本;(3)剔除杠杆率、前十大股东持股比例超过100%的部分极端值样本;(4)为避免异常值对回归结果的干扰,本文对除企业年龄( $age$ )、企业年龄的平方( $age^2$ )、所有制类型( $ownership$ )之外的所有连续变量进行分年度上下1%缩尾处理。

#### (二)模型构建

本文要通过实证回归验证留抵退税政策对企业长期投资行为的影响,构建基准的面板回归方程如下:

$$invest_{it} = \alpha + \beta_s policy_{it} + \lambda \Theta_{it} + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$invest_{it} = \alpha + \beta_l policy_{it} + \lambda \Theta_{it} + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,下标*i*对应不同企业,*t*表示年份, $invest_{it}$ 表示该企业当年的投资金额,式(1)中 $policy_{it}$ 代表当年是否受到短期留抵退税政策冲击,式(2)中 $policy_{it}$ 代表当年是否受到长期留抵退税政策冲击。 $\Theta_{it}$ 则表示企业层面的控制变量集,除了考虑企业固定效应 $\mu_i$ 以外,还考虑了年份层面的固定效应 $\mu_t$ , $\varepsilon_{it}$ 为随机误差项。为了消除自相关性对实证结果的干扰,参考曾艺等(2023)的设定,在基

准模型中将标准误聚类到企业层面。

由于针对19类行业的短期留抵退税政策发生在2018年,而针对4类行业(隶属于19类行业)的长期留抵退税政策发生在2019年,我们可以通过改变处理组和对照组设置来分解得到短期优惠政策效应和长期优惠政策效应:2018年(见图1中第1期)只存在短期优惠政策冲击,故而只有短期优惠政策效应,我们以始终未进入留抵退税政策范围的其他所有行业作为对照组,以财税〔2018〕70号文适用的行业作为处理组,即可以通过双重差分估计得到短期优惠政策效应,考虑到生产并销售非金属矿物制品,通用设备,专用设备,计算机、通信和其他电子设备4类行业既存在2019年的长期优惠政策效应,又存在2018年的短期优惠政策效应,如果也作为处理组的话,有可能会对短期政策效应的评估带来偏误,故而将其剔除,以只进入财税〔2018〕70号文优惠范围而未进入财税〔2019〕84号文优惠范围的15类行业作为短期优惠政策效应评估的处理组。短期优惠政策效应的估计如式(3)所示:

$$\beta_s = \Delta \bar{y}_{treats} - \Delta \bar{y}_{control} = (\Delta \bar{y}_{treats,1} - \Delta \bar{y}_{treats,0}) - (\Delta \bar{y}_{control,1} - \Delta \bar{y}_{control,0}) \quad (3)$$

以2019年(见图1中第2期)作为长期优惠政策冲击,以只进入财税〔2018〕70号文优惠范围而未进入财税〔2019〕84号文优惠范围的15类行业作为长期优惠政策效应评估的对照组,以既进入财税〔2018〕70号文的优惠范围,也进入财税〔2019〕84号文的优惠范围的4类行业作为处理组,即可以通过双重差分剔除掉2018年短期优惠政策对二者的共同影响,估计得到长期优惠政策效应,如式(4)所示:

$$\beta_l = \Delta \bar{y}_{treatl} - \Delta \bar{y}_{treats} = (\Delta \bar{y}_{treatl,2} - \Delta \bar{y}_{treatl,1}) - (\Delta \bar{y}_{treats,2} - \Delta \bar{y}_{treats,1}) \quad (4)$$

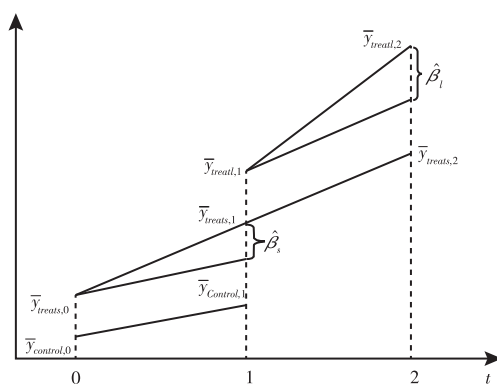


图1 双重差分估计量示意

### (三)变量设定

#### 1.被解释变量

参考国内文献李旒等(2018)、金智和张心睿(2024)等的通常做法,将“(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额)/总资产”作为企业长期投资支出的代理指标。

#### 2.核心解释变量

本文将财税〔2018〕70号文认定为短期留抵退税政策,将财税〔2019〕84号文看作长期留抵

退税政策。具体来说,为了避免政策混淆效应,在短期留抵退税面板数据核心解释变量构造上,将财税〔2019〕84号文中提到的4类行业进行删除,余下先进制造业、现代服务业等14类行业以及电网企业——“14+1”设为处理组( $treats = 1$ ),从未受到留抵退税政策冲击的行业作为对照组( $treats = 0$ )来精确衡量短期留抵退税政策带来的影响,政策冲击年份( $policys\_year$ )设为2018年,2018年及以后赋值为1,核心解释变量为 $policys = treats \times policys\_year$ ;在长期留抵退税面板数据核心解释变量构造上,将财税〔2019〕84号文中提到的4类行业作为处理组( $treatl = 1$ ),将只受到短期留抵退税政策冲击的“14+1”类行业作为对照组( $treatl = 0$ ),政策冲击年份( $policy\_year$ )设为2019年,核心解释变量为 $policyl = treatl \times policy\_year$ 。特别地,财税〔2018〕70号文提到电网企业中只有“取得电力业务许可证(输电类、供电类)”的个体才可以申请留抵退税,本文通过国家能源局资质和信用信息系统来识别电网企业是否获得电力业务许可证,未获得许可证的电网企业在短期留抵退税面板数据中设定为对照组,并且不会在长期留抵退税面板中出现。

### 3. 控制变量

为了缓解遗漏变量引起的估计偏误,本文参考已有文献,控制了企业规模( $lsize$ )、盈利水平( $profit$ )、融资成本( $cost$ )、融资约束水平( $constr$ )、财务杠杆率( $lev$ )、流动性( $flu$ )、股权集中度( $lead10$ )、成长性( $rgrowth$ )、企业年龄( $age$ )、企业年龄的平方( $age^2$ )、所有制类型( $ownership$ )等共计11个公司层面的变量。<sup>①</sup>

## 四、不同类型留抵退税影响企业投资的实证分析

### (一) 基准回归结果

留抵退税政策并非完全外生,中央政府顾虑到财政压力,主要是选取战略上亟须鼓励发展的行业类型优先进行留抵退税,大多数传统性行业不在此列,故而样本自选择偏误较为严重。为了缓解对照组和处理组之间在可观测变量上的系统性差异,本文在基准回归中采用了PSM-DID方法,首先通过倾向得分匹配(PSM)的方式寻找与处理组尽可能相似的对照组,再通过双重差分法(DID)评估留抵退税政策的影响。<sup>②</sup>基准回归结果如表1所示。核心解释变量( $policyl$ )在1%的水平下显著为正,表明2019年的长期留抵退税政策显著促进了企业的长期投资。核心解释变量( $policys$ )不显著,表明2018年的短期留抵退税政策对企业的长期投资没有显著影响。这初步验证了本文提出的研究假说。通过代表长期优惠政策和短期优惠政策的投资效应差异对比,可以推测,税收优惠政策持续性对企业长期投资决策产生了显著影响。财税〔2018〕70号文虽然是短期实施的一次性退税,但是针对历史存量留抵税额,其历史积累的留抵税额规模平均而言要高于当期新形成的增量留抵税额,故而从退税规模上而言,短期留抵退税政策的退税强度要高于长期留抵退税政策,但其对长期投资的影响却不如后者,也从侧面反映了退税优惠政策的持续性及其对企业主观预期的影响比实际退税到账的资金规模更为关键。当然,长期税收优惠政策通过形成持续优惠预期进而影响企业长期投资决策的作用逻辑,仍然有待于后续的进一步验证。

<sup>①</sup> 限于篇幅,各个变量含义以及描述性统计详见线上附录。

<sup>②</sup> 限于篇幅,PSM匹配效果详见线上附录。



表 1
 基准回归结果

变量	被解释变量: <i>invest</i>	
	长期留抵退税	短期留抵退税
<i>policy1</i>	0.9405*** (3.1493)	
<i>politys</i>		-0.0005 (-0.0018)
控制变量	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
<i>N</i>	4294	7277
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.0590	0.0682

注: (1)\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著; (2)括号内标注的是 t 统计值; (3)篇幅所限, 控制变量回归结果留存备索。下同。

(二)稳健性检验<sup>①</sup>

1. 平行趋势检验

为了确认处理组和对照组在政策冲击前的企业投资情况没有显著差异, 本文进行了平行趋势检验, 结果显示检验通过。

2. 安慰剂检验

为了进一步排除不可观测因素对估计结果造成的干扰, 确保估计的结果具有统计学意义而非随机产生, 本文参考 Chetty 等(2009)的做法, 通过随机抽取处理组的方式进行安慰剂检验。重复 500 次生成的系数分布结果显示, 随机抽样系数都以零为均值, 且呈正态分布, 回归结果的 p 值绝大部分大于 0.1, 即不显著, 且系数远离真实值, 说明本文基准回归结果不是随机化的, 而是有统计学意义的估计结果。

3. 加入高维固定效应

考虑到现实经济中往往存在多维冲击, 而不同个体对冲击的反应程度存在异质性, 为减小结论的偏误, 本文在控制个体固定效应和年份固定效应的基础上, 额外加入行业-年份固定效应和省份-年份固定效应, 以吸收地区和行业层面随时间变动的经济因素或政策冲击对企业投资行为的影响, 依然验证了基准回归结论的稳健性。

4. 更换 PSM 匹配方法

本文尝试更换局部线性回归匹配、马氏匹配, DID 回归结果依然与基准结论保持一致。

5. 加入公司治理层面控制变量

企业管理层本身的经验素质、能力风格以及董事会结构等公司治理因素也会影响企业长期投资决策。为了避免遗漏企业治理因素对估计结果产生干扰, 本文在控制变量中额外加入公司治理相关变量, 结论依然保持稳健。

6. 考虑时变控制变量的干扰

政策冲击除了会对被解释变量产生干扰之外, 还可能影响模型中的其他控制变量, 造成估计

① 限于篇幅, 稳健性检验内容详见附录。

结果不准确,我们借鉴Li等(2016)的做法,选取首年(2014年)的基期初始值与时间虚拟变量进行交乘后代入基准回归进行估计,回归结果依然与基准结论保持一致。

#### 7. 排除退税多寡的干扰

退税金额多少有可能充当了一个潜在的投资影响因素,为排除这一竞争性解释,我们参考吴怡俐等(2021)对内源资金的衡量,以现金流量表中的“收到的税费返还”科目来粗略衡量企业享受留抵退税的多寡,将其除以年末总资产进行标准化处理后作为控制变量加入基准回归中,原有结论保持稳健。

## 五、机制检验与异质性分析

### (一) 机制检验

#### 1. 基于风险承担水平的检验

长期投资具有长期性和风险性,只有较高风险偏好的企业才有更大可能性做出投资决策,故而风险承担水平的高低会正向影响企业长期投资水平,也就充当了本文的一个重要作用机制。企业风险承担是一种资源消耗性活动,对资源的依赖度非常高(张敏等,2015),持续的资源支持和稳定的优惠预期能够对企业风险承担水平发挥直接影响。长期留抵退税政策给予了企业明确的长期优惠预期,企业在投资项目的推进过程中形成的全部进项税额都可以在发生当期获得抵扣,即使不足抵扣,所形成的增量留抵税额也会在当期通过退税的方式实现抵扣收益,抵扣收益随时能够顺利实现的预期增强了企业的风险承担能力和主动投资意愿,从而促使企业做出长期投资决策。本文采用总资产报酬率的三年期波动程度作为企业风险承担水平的代理变量,盈余波动性越大说明企业的风险承担能力越强。为了抚平企业盈余波动性随时间变动的趋势,参考余明桂等(2013)的做法,计算波动性时先对企业每一年的总资产报酬率采用行业平均值进行调整。将计算得到的企业风险承担水平(记为 $risk$ )替换基准回归模型中的被解释变量,回归结果如表2第(1)列所示, $policy1$ 的系数在10%的水平下显著为正,说明长期留抵退税政策提高了企业的风险承担水平,从而验证了假说2。

#### 2. 基于长期负债意愿的检验

除了风险承担水平以外,长期负债意愿也能够体现企业对未来长期投资的信心。在前景理论下,企业长期负债经营视为管理者基于企业往年的经营绩效、未来的投资回报及环境制约因素而采取的主动性决策过程,体现了企业维持长期投资的意愿(贺小刚等,2020)。基于此,本文参考吴怡俐等(2022)的做法,检验长期留抵退税对企业长期负债意愿的影响以强化本文的逻辑验证,定义长期杠杆率(记为 $longlev$ )为长期借款与应付债券之和除以总负债,将其代替基准回归模型中的被解释变量代入回归,结果如表2第(2)列所示, $policy1$ 的系数在5%的水平下显著为正,说明长期留抵退税政策显著提高了企业的长期杠杆,反映了企业长期负债意愿加强,这为企业做出长期投资决策奠定了资金基础。

#### 3. 基于成本黏性的检验

根据金智和张心睿(2024)的观点,成本黏性越高,意味着企业生产经营决策的长期价值导向越强烈,能够不以短期成本变化为转移,坚持寻求长期收益的实现。基于此,构建如下回归模型来检验长期留抵退税政策对企业成本黏性的影响:

表 2	机制检验	
变量	<i>risk</i>	<i>longlev</i>
<i>policyl</i>	0.0050* (1.7197)	0.0816** (2.0611)
控制变量	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
<i>N</i>	4177	2077
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.1518	0.1053

$$\Delta Sga_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Sales_{it} + \beta_2 \Delta Sales_{it} \times Dec_{it} + \beta_3 policyl_{it} \times \Delta Sales_{it} \times Dec_{it} + \beta_4 policyl_{it} \times \Delta Sales_{it} + \beta_5 policyl_{it} + \beta_6 \Theta_{it} + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \tag{5}$$

其中， $\Delta Sga$ 表示企业成本变动，采用企业当期营业成本的自然对数与上期之差来衡量。 $\Delta Sales$ 为企业当期营业收入的自然对数与上期之差； $Dec$ 是一个虚拟变量，当企业当期的营业收入低于上一年的营业收入时取1，否则取0。 $\Delta Sales_{it} \times Dec_{it}$ 的回归系数 $\beta_1$ 衡量了成本黏性的大小，当 $\beta_1$ 为负数并且显著时说明存在成本黏性现象。在模型中我们还额外控制了资本密度、员工密度、是否连续两年收入下降、经济增长四个可能影响企业成本黏性的经济变量。表3第(1)列显示，收入变动( $\Delta Sales$ )的系数为正，且在1%的水平下显著，即公司的费用总体上随着收入的变化同向发生变化；黏性( $Sales \times Dec$ )的系数显著为负，即收入下降时费用下降的幅度小于收入上升时费用上升的幅度，表明企业确实存在较为明显的黏性。表3第(2)列显示，长期留抵退税与黏性交乘项( $policyl \times \Delta Sales \times Dec$ )的系数显著为负，即长期留抵退税政策显著提高了企业成本黏性，加强了企业生产经营决策的长期价值导向，进一步强化了本文的逻辑机制。

表 3	基于成本黏性视角的机制检验	
变量	$\Delta Sga$	$\Delta Sga$
$\Delta Sales$	1.6908*** (2.9049)	1.7784*** (3.1610)
$\Delta Sales \times Dec$	-2.1440* (-1.8786)	-2.4397** (-2.3293)
$policyl \times \Delta Sales \times Dec$		-0.4428** (-1.9661)
$policyl \times \Delta Sales$		0.1179 (1.1153)
<i>policyl</i>		-0.0190 (-1.1474)
控制变量	Yes	Yes

续表 3

变量	$\Delta Sga$	$\Delta Sga$
个体固定效应	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
$N$	3219	3219
$R^2$	0.8755	0.8773

(二)异质性分析

1.分不同生命周期阶段

本文参考肖忠意和林琳(2019)的现金流组合法,将企业生命周期划分为成长期、成熟期和衰退期三个阶段。为了削弱现金流数据短期波动导致的企业生命周期划分异常,本文对三个现金流量数据进行了5年移动平均以平滑掉短期波动因素。表4分别展示了长期留抵退税政策对成长期、成熟期和衰退期企业影响的估计结果,只有成熟期企业的核心解释变量(*policy1*)的系数在5%的水平下显著为正,成长期和衰退期企业并不显著。这一结果与刘诗源等(2020)的研究结论保持一致,成熟期企业已经从“求生存”转向“谋发展”,为了巩固市场地位,长期投资意愿更强,故而对税收优惠政策的敏感度也更高。

表 4 基于不同生命周期阶段的异质性检验

变量	成长期	成熟期	衰退期
<i>policy1</i>	0.4512 (0.9982)	0.9494** (2.0458)	0.3441 (0.5022)
控制变量	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes
$N$	2570	1063	324
$R^2$	0.0681	0.0831	0.2442

2.分不同税收征管信息化水平

更高的税收征管信息化水平意味着更低的纳税遵从成本和更规范的税收征管程序,也意味着税收优惠政策能以更高的效率直达企业,让企业能够“应减尽减”“应享尽享”,从而更容易促进企业投资。基于此,我们尝试划分不同税收征管信息化水平地区。利用中国政府采购网逐笔爬取税务部门信息化采购项目数据,按照地市得到每年税务部门信息化采购总额后,基于永续盘存法计算历年的税收征管信息化资本存量。由于2015年财政部下发《关于做好政府采购信息公开工作的通知》后政府采购信息公开才成为常态,因此我们计算出了2015年以来的分地市税收征管信息化资本存量。信息化资本存量的折旧率参考张军等(2004),设置为9.6%。本文采用ln(税收征管信息化资本存量)衡量税收征管信息化水平,以该指标各年度中位数划分为税收征管信息化偏高地区和偏低地区,分组回归结果如表5第(1)、(2)列所示:处于税收征管信息化偏高地区的企业核心



解释变量(*policy1*)的系数显著为正,处于税收征管信息化偏低地区的企业核心解释变量并不显著,这也验证了前文的推断,说明税收征管信息化程度偏高地区的企业投资决策对长期税收优惠预期的政策敏感度更高。

表 5
 基于外部营商环境差异的异质性检验

变量	税收征管信息化		税收不确定性	
	偏高地区	偏低地区	偏高地区	偏低地区
<i>policy1</i>	0.8470* (1.9474)	-0.2498 (-0.6690)	-0.4419 (-0.7630)	0.9383* (1.8142)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	1636	1797	2140	1778
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.0469	0.0766	0.0442	0.1198

3. 分不同税收不确定性程度

税收确定性也是稳定企业经营预期、优化营商环境的重要一环,财政部和国家税务总局文件多次强调加强税收确定性。由于纳税义务具有刚性特征,税收的不确定性使得未来的纳税义务无法准确预知,为了避免无法按时纳税被处罚,企业将被迫加大预防性储蓄以备不时之需,这将削弱企业投资对税收优惠政策的敏感度,增大企业投资决策的风险规避倾向。为了验证这一推断,我们借鉴许敬轩和王小龙(2022)的做法,以“(支付的各项税费+期末应交税费余额-期初应交税费余额)/营业收入”衡量企业税收负担率,基于3期移动变异系数构建税收不确定性指标,分年份求中位数,处于中位数之上的为税收不确定性偏高组,反之则为税收不确定性偏低组,分组回归结果如表5第(3)、(4)列所示:处于偏低组的企业投资对留抵退税政策(*policy1*)更加敏感,统计结果在10%的水平下显著为正,而处于偏高组的企业核心解释变量不显著,同样验证了我们的推断。综合以上两种外部环境因素指标可见,优化营商环境能够提升企业投资对长期税收优惠政策的敏感度,增强税收优惠政策的投资激励效果。党的二十届三中全会提出“打造透明稳定可预期的制度环境”,本文提到的长期税收优惠政策属于制度设计层面,上述两种税收营商环境指标刻画的则是制度执行层面,只有由内及外、自上而下地保证税收优惠政策落地生根,才能保证宏观政策取向的一致性,增强政策的实效性。

六、结论与建议

本文旨在通过财税〔2018〕70号、财税〔2019〕84号文件交叉形成的短期留抵退税政策冲击和长期留抵退税政策冲击衡量短期优惠预期和长期优惠预期对企业长期投资的差异化影响,形成了如下几点基本结论。其一,相比税收优惠政策已经实现的到手资金,税收优惠政策持续性对企业长期投资决策发挥了更为关键的影响,只有长期税收优惠预期才能显著促进企业长期投

资,短期税收优惠预期对企业长期投资无显著影响。其二,长期税收优惠政策能够提振企业投资信心,稳定市场预期,显著提高企业风险承担水平、长期负债意愿和长期价值导向,从而推动企业的长期投资决策。其三,长期税收优惠预期对成熟期企业的长期投资决策影响更为显著,税收营商环境也会影响长期税收优惠预期的投资激励效应,投资激励效应在税收不确定性偏低以及税收征管信息化水平偏高地区更为显著。基于以上研究结论,本文提出如下三方面的政策建议。

首先,要进一步优化税收优惠政策的供给方式和宣告方式。从本文研究来看,税收优惠政策的持续性对激发企业投资信心、推动企业投资决策至关重要,提升企业对未来的主观预期甚至要比企业实现到手的退税资金更能发挥投资激励作用。因此,未来要更加注重税收优惠政策的长期性和持续性,尽可能减少短期税收优惠政策的供给,也尽可能在制度设计上将税收优惠政策与企业长期投资支出挂钩,避免不以投资发生为前提的税收优惠政策的低效投入。对于每一个税收优惠政策要一步到位,避免“碎步向前式”的不断续期,从而无法让企业形成长期可持续的优惠预期。对于税收优惠政策的宣告也尽可能保证“宣告提前于实施”,改变过去经常发生的“实施提前于宣告”的政策供给,政策宣告后再向前设定开始实施时点,就会缩短优惠预期的持续时间,也会对企业长期投资带来消极影响。

其次,注重提升税收政策的确定性。财政部和国家税务总局文件多次明确提出要“增强税收确定性”,当前减税降费紧迫性和财政紧平衡压力交织下,纳税服务层面要求“应减尽减”和税收执法层面要求“应收尽收”双向同时发力,给企业营商环境带来了很大的不确定性,也降低了企业税收优惠预期和长期投资信心。党的二十届三中全会提出“打造透明稳定可预期的制度环境”,首先就是要注重税收营商环境的完善和优化,加强税收的确定性,让税收优惠政策能够及时准确落地。优惠预期既包括立法层面释放的信号,也取决于执行层面政策落实的有效性,未来要继续深化税务部门“放管服”改革,通过提高税收优惠政策执行效果来提升企业享受税收优惠的可及性和获得感。

最后,进一步深化税收征管改革。随着非购销交易环节的税费越来越多,原有的“以票管税”模式已经无以为继,新时期中央政府提出了“以数治税”的新理念,通过全面推进税收征管数字化升级和智能化改造,进一步增强纳税服务和税务执法的规范性、便捷性和精准性,不仅能够降低税收政策落地的不确定性,还能有效发挥企业治理效应,引导企业投资增加。党的二十届三中全会提出“健全政府投资有效带动社会投资体制机制”,通过政府主导下的“金税四期”等税收征管基础设施投资发挥对社会投资的带动效应和对耐心资本的培育效应,从而产生财政乘数作用,以“有为政府”推动“有效市场”。

#### 参考文献:

1. 何杨、邓栖元、朱云轩:《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》2019年第5期。
2. 贺小刚、彭屹、郑豫容、杨昊:《期望落差下的组织搜索:长期债务融资及其价值再造》,《中国工业经济》2020年第5期。
3. 金智、张心睿:《地方人才引进政策与企业成本管理决策》,《世界经济》2024年第3期。
4. 李华、宋帅、刘金东:《税收不确定性的形成、测度及其影响研究》,《山东大学学报(哲学社会科学版)》2021年第5期。
5. 李旻、蔡贵龙、郑国坚:《企业成长的螺旋:市值管理与企业投资决策》,《会计研究》2018年第10期。
6. 刘若鸿、黄玖立:《地方产业政策与债券融资成本》,《中国工业经济》2023年第6期。
7. 刘诗源、林志帆、冷志鹏:《税收激励提高企业创新水平了吗?——基于企业生命周期理论的检验》,《经济研究》2020年

第6期。

8. 刘相锋:《供给端补贴、需求端补贴与补贴退坡政策——基于三部门DSGE模型分析》,《财贸经济》2018年第2期。

9. 刘宇、张鹏、张亚雄:《2011年我国财政政策退出的宏观经济影响——基于动态SIC-GE模型的分析》,《经济学动态》2011年第10期。

10. 孙鲲鹏、杨凡:《政务新媒体的社会治理效应:以税务部门微博为例》,《世界经济》2024年第1期。

11. 孙雅慧、罗守贵:《持续资助的创新激励效应:多多益善还是过犹不及》,《经济管理》2023年第12期。

12. 田磊:《微观企业的投资行为特征和减税的宏观经济效应:动态一般均衡分析》,《经济研究》2022年第2期。

13. 万海远、张尉、陈基平、辛柯均:《税收政策支持与企业预期转变》,《经济研究》2024年第4期。

14. 汪冲、江笑云:《研发税收激励、企业资格认定与减免可持续性》,《经济研究》2018年第11期。

15. 王克敏、刘静、李晓溪:《产业政策、政府支持与公司投资效率研究》,《管理世界》2017年第3期。

16. 吴冬梅、李少芝、刘运国:《基于税率优惠的商业信用发生机制研究》,《管理学报》2023年第11期。

17. 吴怡俐、吕长江、倪晨凯:《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》2021年第8期。

18. 吴怡俐、吕长江、倪晨凯:《增值税留抵退税能否促进企业风险承担?》,《会计研究》2022年第12期。

19. 肖忠意、林琳:《企业金融化、生命周期与持续性创新——基于行业分类的实证研究》,《财经研究》2019年第8期。

20. 许敬轩、王小龙:《市县级分成率波动与企业税收征管》,《经济研究》2022年第11期。

21. 杨武、李升:《税收征管不确定性与外商直接投资:促进还是抑制》,《财贸经济》2019年第11期。

22. 余明桂、李文贵、潘红波:《民营化、产权保护与企业风险承担》,《经济研究》2013年第9期。

23. 张超、刘星、田梦可:《财政刺激、信念波动与企业过度投资——基于管理者视角的经验研究》,《财经研究》2015年第11期。

24. 张军、吴桂英、张吉鹏:《中国省际物质资本存量估算:1952—2000》,《经济研究》2004年第10期。

25. 张敏、童丽静、许浩然:《社会网络与企业风险承担——基于我国上市公司的经验证据》,《管理世界》2015年第11期。

26. 中国社科院经济所宏观分析课题组、张晓晶、汪红驹、汤铎铎:《政策退出效应显现 谨防经济减速过快》,《经济学动态》2010年第8期。

27. 曾艺、周小昶、冯晨:《减税激励、供应链溢出与稳就业》,《管理世界》2023年第7期。

28. Altug, S., Demers, F. S., & Demers, M., The Investment Tax Credit and Irreversible Investment. *Journal of Macroeconomics*, Vol.31, No.4, 2009, pp.509-522.

29. Amberger, H., Tax Uncertainty and Dividend Payouts. *WU International Taxation Research Paper Series*, 2017.

30. Chetty, R., Looney, A., & Kroft, K., Salience and Taxation: Theory and Evidence. *American Economic Review*, Vol.99, No.4, 2009, pp.1145-1177.

31. El-Shazly, A., Investment under Tax Policy Uncertainty: A Neoclassical Approach. *Public Finance Review*, Vol.37, No.6, 2009, pp.732-749.

32. Hanlon, M., Maydew, E. L., & Saavedra, D., The Taxman Cometh: Does Tax Uncertainty Affect Corporate Cash Holdings? . *Review of Accounting Studies*, Vol.22, No.3, 2017, pp.1198-1228.

33. Li, P., Lu, Y., & Wang, J., Does Flattening Government Improve Economic Performance? Evidence from China. *Journal of Development Economics*, Vol.123, 2016, pp.18-37.

34. Liu, S., Colson, G., & Wetzstein, M., Biodiesel Investment in a Disruptive Tax-credit Policy Environment. *Energy Policy*, Vol.123, 2018, pp.19-30.

## Policy Consistency Matters: The Impact of Tax Incentive Expectations on Long-term Corporate Investment

LIU Jindong, WEI Yudan (Shandong University of Finance and Economics, 250014)

XU Wenjun (Shandong University, 250100)

**Summary:** In recent years, China has faced growing challenges in sustaining stable economic growth, due

to not only insufficient aggregate demand but also weak societal expectations. The government has introduced a series of tax incentives to stimulate the economy. However, short-term preferential policies and extended preferential policies with durations of less than one year have been introduced in rapid succession, raising concerns about their potential negative impact on policy expectation stability and consequently, firms' long-term investment decisions.

This paper examines the differentiated impacts of short-term versus long-term VAT refund policies arising from the intersection of two different tax regulations. Using data from listed companies, it assesses how these two VAT refund policy types influence long-term corporate investment. The following conclusions are drawn. First, long-term VAT refund policies significantly enhance firms' long-term investment levels, while short-term VAT refund policies exhibit no significant impact. This result holds across multiple robustness tests. Second, mechanism analysis shows that compared with tax refunds to alleviate financing constraints, long-term VAT refund policies foster sustained preferential expectations, which boost corporate investment confidence. These policies significantly elevate firms' risk tolerance, increase their willingness to take long-term liabilities, and strengthen long-term value orientation, thus promoting long-term investment decisions. Third, heterogeneity analysis shows that the impact of long-term VAT refund policies on corporate investment is more pronounced in mature enterprises and that the tax business environment also plays a moderating role: enterprises in regions with advanced digital tax administration and lower tax uncertainty exhibit greater responsiveness to long-term VAT refund policies.

The research findings offer three inspirations for policymakers. First, it is necessary to further optimize the supply and declaration mode of tax preferential policies. We need to strengthen the sustainability of tax incentives, minimize the supply of short-term tax policies, and align tax incentives with firms' long-term investment horizons to avoid wasteful tax expenditures. Second, the reform of "streamlining administration, delegating powers, and improving services" should be continued and deepened in the tax system, to improve policy effects and enhance enterprises' access to tax benefits. Finally, by comprehensively promoting digital and intelligent tax administration, we can standardize tax services to make them more convenient and targeted, as well as tax law enforcement, and thus reduce tax uncertainties. Digital tax administration can effectively stimulate corporate investment and plays an important role in fostering an effective market with a proactive government.

**Keywords:** Expectation of Tax Incentives, Long-term Investments, Patient Capital

**JEL:** E61, E62, D84

责任编辑: 馨 兰