

税收政策在产业链上的溢出效应研究： 基于股票市场反应与投资决策的双重视角*

刘 行 易 平

内容提要:税收政策是各国政府调节经济的重要手段。本文基于股票市场反应与企业投资的双重视角,综合考察了税收政策的经济后果沿产业链对上游行业的溢出效应。借助固定资产加速折旧政策提供的研究机会,实证结果显示,在控制政策直接效应的基础上,与政策试点行业有着较强关联度的上游行业内企业,在政策宣告期间相比其他企业有着显著更高的股票累计超额回报。此外,这些企业在政策实施之后相比其他企业也有着显著更多的固定资产投资。这印证了税收政策在产业链上的溢出效应。进一步地,这种溢出效应主要发生在成长性较好、盈利能力较强以及竞争地位较高的企业。最后,拓展性检验发现,资本投资与劳动要素的互补性使得税收政策在产业链上的溢出效应同样体现在人力资本投资上。本文结论丰富了税收政策经济后果的相关学术文献,也对政策制定者和实务界更加全面而深入地认识税收改革的影响提供了启示。

关键词:税收政策 产业链 溢出效应 股票市场反应 投资

作者简介:刘 行(通讯作者),东北财经大学会计学院教授、东北财经大学税务会计研究中心主任,116025;

易 平,东北财经大学会计学院、东北财经大学税务会计研究中心博士研究生,116025。

中图分类号:F812.42 文献标识码:A 文章编号:1002-8102(2025)03-0005-18

一、引 言

税收在跨周期和逆周期经济调控中占据着关键地位。为实现经济运行稳中求进、发展健康可持续,一系列税收政策被及时推出和调整。税收政策也因此成为学术界经久不衰的热门前沿话题(刘行、叶康涛,2018;刘行等,2019;刘啟仁等,2019;刘诗源等,2020;刘啟仁、赵灿,2020;刘行、陈澈,2021;吴怡俐等,2021;Li等,2017b;Zwick和Mahon,2017;Brown等,2022)。然而,纵观已有文

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“中国制度背景下企业避税指标的若干基本问题研究”(72272025)。感谢匿名审稿专家的宝贵建议,文责自负。刘行电子邮箱:liuhang@dufe.edu.cn。

献,与税收政策相关的研究普遍考虑税收政策的直接效应(Brown等,2022;Chen等,2023),较少关注间接效应。尽管部分学者关注到税收政策的溢出效应(Gaertner等,2020;Kim等,2021;Donohoe等,2022),但鲜有文献聚焦于产业链这一外溢渠道(曾艺等,2023;蔡宏波等,2023)。

事实上,作为特殊形式的社会分工协作网络,产业链时刻影响着微观企业间的经济活动。通过产业链关联,下游行业内企业的需求可传导到上游行业内企业,促使其调整相关的生产性行为(中国社会科学院工业经济研究所课题组,2021)。以生产资料的供需关系为基础,嵌入产业链网络中的企业相互依存、相互合作以及相互制衡。换言之,产业链成为企业间风险和收益传导的重要渠道(许和连等,2007;底璐璐等,2020;Chiu等,2019),并且这一渠道对于维持经济循环的畅通和稳定至关重要,尤其是近几年,随着国际政治与经济形势的急剧变化,产业链是一个从国家领导人到基层企业都普遍关注的问题。

那么,税收政策的影响能否沿产业链外溢呢?据我们所知,仅有两篇文献进行了详细探讨,并将研究视角集中在公司的劳动力雇佣(曾艺等,2023)和数字化转型(蔡宏波等,2023)方面。为了拓展已有文献和更为完整地呈现税收政策在产业链上的溢出效应,本文尝试从股票市场反应和投资决策这两个具有互补性的视角探讨税收政策在产业链上的溢出效应。一方面,股票市场综合了企业利益相关者的信息,利益相关者将其对税收政策经济后果的观察与判断反映到股票价格中。因此,通过考察股票市场反应,能够较为完整而全面地评估税收政策在产业链上的溢出效应;另一方面,投资是企业最重要的财务决策之一,自MM理论关于投资在企业价值的决定中扮演着最核心地位的论述以来(Modigliani和Miller,1958),投资就是学者们在考察税收政策经济后果时最重要也是最经典的切入点(Hall和Jorgenson,1967)。通过考察投资决策,能够较为直观地反映税收政策实施效果沿产业链传导的溢出影响在企业具体行为上的体现。

作为重要的税制改革,2014年颁布的固定资产加速折旧政策为本文的研究提供了绝佳机会。首先,供应商和客户的信息属于公司自愿披露的范畴,这导致相关信息的披露不太充分,以此构建的供应链网络可能不够全面。Wong等(2023)统计显示,2018年,仅有19.87%的中国上市公司披露了前五大供应商和客户的信息。不过,基于行业构建的产业链关联度能较好地克服这一问题。因此,要实证考察税收政策在产业链上的溢出效应和构建相关的核心指标,需要所考察的税收政策是基于行业层面的政策,且该政策需要是全国性而非地区性。^①加速折旧政策是为数不多的针对特定行业的全国性的税收优惠政策,能够满足本文的研究需要。其次,加速折旧政策对投资的影响是显而易见的,也得到了较多研究的证实(刘行等,2019;刘啟仁等,2019),这使得我们无论在理论层面还是逻辑层面均可以同时考察税收政策在企业投资上的直接影响和通过溢出效应所产生的间接影响。

以中国A股非金融上市公司为初始研究对象,本文发现:首先,相比其他行业内的企业(即控制组),固定资产加速折旧政策所影响行业内的企业(即实验组),在政策宣告期间的股票累计超额回报显著更高。这说明投资者意识到了加速折旧政策对企业的积极影响。同时,在政策实施之后,实验组相比控制组有着更大的投资规模。这些结果印证了加速折旧政策的直接影响。在此基础上,本文使用投入产出表构建了各行业与上游行业之间的产业关联度,结果显示,当下游行业受到加速折旧政策的影响时,与之产业关联度较高的上游行业内企业在政策宣告期间的股票累计超额回报显著更高(相比与之产业关联度较低的上游行业内企业),且在政策实施之后的投资规模也

^① 这是由于分省份构建产业链关联度在数据上无法实现。

更大。从股票市场反应和企业投资两个视角同时印证了税收政策在产业链上的溢出效应。经过一系列稳健性检验后,上述结论没有改变。其次,税收政策在产业链上的溢出效应主要集中在成长性较好、盈利能力较强以及竞争地位较高的企业。最后,由于资本投资与劳动要素具有互补性,这一溢出效应还刺激了上游行业内企业的人力资本投资。

总之,本文从股票市场反应和企业投资这两个重要视角提供了税收政策实施效果沿产业链传导和溢出的证据,研究结论可能存在以下边际贡献。(1)本文拓展了税收政策影响机制的相关研究。与税收政策相关的文献主要考察了政策对目标企业行为的直接影响,忽视了对间接溢出效应的探讨,考虑产业链这一溢出渠道的更是鲜有涉及。据我们所知,现有从实证层面单独探讨税收政策沿产业链溢出影响的文献有两篇(曾艺等,2023;蔡宏波等,2023)。^①本文与之的区别在于:其一,这两篇文献均使用上市公司披露的前五大供销商数据构建供应链网络,本文则基于投入产出表信息构建行业层面的关联度。其二,上述两篇文献分别从就业和数字化转型的视角展开,本文则着眼于股票市场反应和投资决策。首先,考察公共政策改革的股票市场反应已成为检验投资者对政策影响力综合判断的普遍策略(刘行、陈澈,2021;吴怡俐等,2021),尽管有大量关于政策面利好因素引发产业链股价上涨的报道,较少研究提供了税收政策效应沿产业链传递引发股票市场波动的直接经验证据。其次,扩张性减税政策的核心目的之一在于刺激投资、促进经济发展,这使得投资成为评价政策效果的关键指标,税收政策如何影响企业投资行为也一直是学术界关注的重要议题(刘行等,2019;刘啟仁等,2019)。尽管现有研究关注到税收激励的溢出效应,但关于税收政策能否通过产业链影响企业投资行为的文献仍较为稀缺。基于此,本文的研究视角和已有文献相互补充,为更全面地理解税收政策在产业链上的溢出效应提供了新的经验证据。(2)本文补充了产业链溢出效应的相关研究。关于产业链溢出效应的文献相对丰富(许和连等,2007;底璐璐等,2020;陶锋等,2023;Acemoglu等,2016),但从税收政策视角出发的研究屈指可数(曾艺等,2023;蔡宏波等,2023),将溢出效应延伸到股票市场反应和企业投资决策的更是尚未发现。因此,本文对产业链溢出效应的研究也形成了有效补充。

二、文献综述与研究假说

(一)文献综述

与本文紧密相关的文献主要有两类,第一类为税收政策实施效果的相关研究,第二类为产业链溢出效应的相关研究。

1. 税收政策的实施效果

税收政策的实施效果是税收研究领域一个重要且持续受到关注的主题。税收政策出台的背后蕴含着特定的目的,表现为作用于差异化的目标群体。已有研究不仅从理论层面分析了税收政策对目标群体边际收益的影响(Hall和Jorgenson,1967;Miller,1977),还为政策实施的直接效应提供广泛的经验证据,涉及投资(刘行等,2019;刘啟仁等,2019;Zwick和Mahon,2017)、创新(刘诗源等,2020;Brown等,2022)、资本结构(Lin和Flannery,2013;刘行等,2015)、股利支付(Li等,2017b)、人力资本结构(刘啟仁、赵灿,2020)和企业价值(刘行、叶康涛,2018;刘行、陈澈,2021;吴怡俐等,2021)。

经济社会是一个无法分割的整体,政策的施行并不仅仅影响目标群体,还可能间接影响与目

^① 本文初稿形成时这两篇论文相继发表。

标群体存在关联的其他群体。已有研究发现,税收政策在惠及目标群体的同时,加大目标群体与非目标群体的差距,从而产生了竞争外溢效应。罗鸣令等(2019)发现西部大开发税收优惠政策虽然促进了西部地区的税收增长,但是这种增长是以牺牲相邻地区的税基为代价,对相邻非政策覆盖区域的税基产生负外部性。Gaertner等(2020)发现美国减税与就业法案通过降低企业所得税率增强本国企业的竞争力,这引发了国外资本市场的股价变化,其中竞争威胁程度较高的国家股票回报下降幅度更大。与Gaertner等(2020)相反, Kim等(2021)利用其他国家企业所得税率下调的冲击来探讨竞争加剧对美国本土制造业企业的影响,结果发现:平均而言,随着其他国家企业所得税税率的降低,美国本土企业的市场话语权被削弱,与此同时,本土企业通过扩大投资和提高生产率来应对竞争威胁。Donohoe等(2022)以2004年颁布的《美国就业创造法案》(American Jobs Creation Act)中的汇回税优惠条款(Repatriation Tax Holiday)为研究背景,发现享受税收减免的企业会对其未直接获得税收优惠的竞争对手产生负外部性,导致竞争对手的经营业绩下滑。

除了竞争外溢效应之外,税收政策还可能产生同群溢出效应。Dechezleprêtre等(2023)利用2008年英国政府为符合条件的中小企业提供的研发税收减免优惠,发现该税收优惠政策对企业创新的影响还会外溢到技术相关企业,促进了技术相关企业的创新。樊勇等(2022)则基于涉税信息披露的视角,发现临近国别报告填报门槛的企业预期到未来填报这一信息的可能性,在国别报告实施之后降低了税收规避程度。

然而,上述研究对政策外部性的探讨并未考虑到产业链这一重要的外溢渠道。复杂的生产网络结构使特定行业或者企业的变化可以通过投入产出联系影响到其他群体(Acemoglu等,2016;倪红福等,2024),因此减税降费的福利效应被生产网络结构进一步放大,使产业链上相关企业受益(倪红福,2021)。马光荣和黄叙涵(2023)发现减税对宏观经济的提振作用不仅来自政策目标群体的增长,还源于通过产业关联对非目标群体产生的间接效应,且这一间接效应主要通过与上游产业的关联产生,与下游产业关联产生的溢出效应较不明显。聚焦到微观企业,曾艺等(2023)考察了企业的名义所得税率变动对供应链上、下游企业劳动力雇佣的影响,发现税率降低对劳动力雇佣的促进作用主要体现在上游企业,对下游企业的影响或者较小或者不显著。蔡宏波等(2023)发现垄断势力差异影响了减税激励传导方向,使得减税激励政策效应只能从下游企业传导到上游企业,进而推动上游企业的数字化转型。

综上,学者们对政策实施效果的考察已从直接效应延伸到溢出效应,且近年来在溢出机制中愈加强调生产网络的重要性。基于生产网络,尽管已有文献关注到税收政策沿产业链外溢的效应,但是对税收研究领域经典资本投资问题的探讨较为不足,而资本投资对理解税收政策的实施效果至关重要。此外,股票市场反应能够捕捉利益相关者对政策实施效果的及时反馈,为完整且全面地揭示税收政策的价值效应提供了有力支撑。鉴于此,本文尝试利用固定资产加速折旧政策提供的研究机会,进一步探讨税收政策通过产业链溢出在股票市场和企业投资行为上的表现,以对税收政策沿产业链外溢的相关文献作出有益补充。

2. 产业链溢出效应

随着分工的深化,生产的“功能分离”和“空间分离”使产业间的关联日益密切(陈爱贞等,2021),产业间的生产联动伴随着经济效益的传递,因此产业链上、下游企业成为重要的利益共同体。在市场机制上,需求驱动供给(杨志强等,2020),同时在经济效益上,上游的销售业绩在很大程度上取决于下游的需求,因此下游的需求预测信息对上游生产和投资安排至关重要(Lee等,1997;Radhakrishnan等,2014)。

然而,上、下游企业间存在信息不对称。尽管上游企业可以通过私下的沟通获得下游企业的信息,但是私有信息的可靠性无法得到保证(Chiu等,2019;毛志宏等,2024)。相比私有信息,公开信息的质量受企业间私有关系扭曲的影响较小,对上游企业决策的参考价值更高(底璐璐,2020)。公开信息因此成为上游企业预测下游需求并制订生产和投资计划的重要信息来源。毛志宏等(2024)发现当客户计提资产减值后,供应商感知到未来需求的下降以及经营风险的增大,会减少资本投资。杨金玉等(2022)发现当客户在年报中频繁提及数字化转型时,供应商感知到客户这一特征将对供需的响应范围、时效和产品类别等方面提出更高要求时,将通过提升自身的创新水平来满足客户的需求。Chiu等(2019)发现下游企业的风险信息披露增加了上游企业对其客户面临的风险和履约能力的了解,提高对投资未来前景预期的准确性,从而提升投资效率。底璐璐等(2020)发现,供应商会格外关注客户年报中的语调,当客户年报语调越负面时,供应商预计客户未来需求下降,出于预防性动机会持有更多的现金。

在产业链上,上游企业一方面会依据所获得的下游企业信息主动作出改变,另一方面也会通过与下游企业之间的生产和经济联系受到连带影响。李金玮和韦倩(2021)发现紧缩性的货币政策通过产业关联将需求负向冲击向上游行业传导,对上游企业市值产生消极影响。Pandit等(2011)发现投资者利用下游企业的盈余信息对上游企业的未来作出预测,从而影响上游企业的股价。此外,学者们还考察了外商直接投资(Javorcik,2004;许和连等,2007)、进口竞争(Acemoglu等,2016;刘贯春等,2023a)等宏观因素变化沿产业链向上游传导的溢出效应。

纵观已有文献,关于产业链溢出效应的研究较为丰富。然而,少有文献将税收政策实施效果与产业链这一溢出渠道相联系并落脚于微观企业行为的改变(曾艺等,2023;蔡宏波等,2023)。作为国家宏观调控工具,税收政策在全球经济格局重构和中国经济的高质量转型中承担着难以替代的重任,这使得围绕税收政策沿产业链传导的溢出效应所开展的进一步研究具有重要的理论价值和现实意义。

(二)理论分析与研究假说

本文考察税收政策在产业链上的溢出效应,理论分析主要结合固定资产加速折旧政策的相关特征。不过,本文的理论逻辑并不只是契合加速折旧政策,同样适用于其他税收政策。^①税收政策出台和调整的背后蕴含着特定的政治和经济目标。固定资产加速折旧政策正是政府在经济增速下滑、原有经济增长驱动引擎出现疲态时出台的扩张性税收政策之一,是税收政策体系的重要内容,反映出政府意欲通过税收政策增强经济活力的期待与努力。具体而言,2014年10月20日,财政部和国家税务总局发布《关于完善固定资产加速折旧企业所得税政策的通知》(财税〔2014〕75号),宣布对生物药品制造业等六个行业的企业自2014年1月1日后新购进的固定资产实行缩短年限或加速折旧的计税方法。加速折旧政策客观上直接促进了试点行业内企业的发展(刘行等,2019;刘启仁、赵灿,2020),但是,除了政策产生的直接效应之外,企业能否以及如何间接享受到政策红利,仍是一个尚未引起重视的重要现实问题。

在经济社会大环境下,作为纳税主体的企业并非完全独立的个体,除了直接冲击外,相关影响可以通过产业链实现跨行业传导,间接影响企业行为(中国社会科学院工业经济研究所课题组,2021)。在产业链上,供需关系是引发产业链连锁反应的关键因素(底璐璐等,2020;杨金玉等,

^① 当然,在研究不同的税收政策时,研究设计和被解释变量的选取会存在个性化的地方。例如,以固定资产加速折旧政策为切入点时,企业投资可能是合适的被解释变量;而如果以研发加计扣除政策为切入点,企业的研发投入和创新产出就可能是更为合适的被解释变量。

2022),且市场机制通常表现为需求在前供给在后(杨志强等,2020)。同时,作为产品需求者,下游企业对上游企业的盈利空间和经营业绩具有重要影响,这使得上游企业关注并依赖下游企业的信息来及时调整生产和投资决策(Lee等,1997;Radhakrishnan等,2014)。因此,当下游企业享受到减税优惠时,上游企业存在动机评估和满足这一信息所代表的下游潜在需求(Slater和Narver,1998)。基于产业链,则体现为下游行业内企业的需求影响上游行业内企业的生产和投资行为。因此,本文尝试从下游企业的政策利好对上游企业影响的视角切入来回答这一问题。

理论上,对于同一固定资产,每一会计年度所计提的折旧金额主要取决于折旧年限和折旧方法,计提的折旧金额越多,企业可享受的税收优惠越大。在折旧年限通常不变的情况下,折旧方法的选择在很大程度上影响了企业当年享受的税收优惠。固定资产加速折旧政策的颁布为企业选择更优惠的折旧方法提供了空间。相比直线法,加速折旧的方法有助于减轻企业初期的税收负担。据统计,加速折旧政策实施后,试点行业与非试点行业之间平均税收优惠率从实施前一年不足0.01上升到0.03左右,增长达3倍之多(刘啟仁等,2019),表明加速折旧政策带来了较大的额外税收优惠,企业的发展也因此受益(刘行等,2019;刘啟仁等,2019;刘啟仁、赵灿,2020)。

在资本市场上,由于企业嵌套在复杂的生产网络中,投资者对目标企业评估时所关注的信息并不局限于目标企业自身,还包括其他企业的信息,特别是与目标企业存在生产和经济联系的企业。产业链上、下游之间的生产和经济关联十分紧密,上游的销售依赖于下游的需求,下游的信息也因此成为投资者关注的重点内容(Pandit等,2011;李金玮、韦倩,2021)。当下游行业属于政策试点行业时,固定资产加速折旧所带来的较大前期抵税收益在一定程度上有助于缓解资金压力,为企业转型和扩大生产提供支持。上游行业作为下游行业生产资料的直接提供者,通过产业链关联,下游行业的生产扩张会增加对上游行业所生产产品的需求,从而有助于扩大上游行业的销量,使上游行业间接享受到政策红利(马光荣、黄叙涵,2023)。上游行业与下游行业的关联度越强,所享受的间接政策红利越大。按照有效市场假说^①,理性的投资者会预期到这一影响,从而提高对上游行业内企业的估值。在股票市场上,这一影响会体现为股票价格在政策宣告期间的异常上涨。基于此,从股票市场反应视角,我们提出本文的第一个研究假说。

H1:在财税[2014]75号宣告日附近窗口期,当企业所在行业为加速折旧政策试点行业的上游行业,且该行业与政策试点行业之间的产业关联度较大时,则该行业内企业的股票累计超额回报相比其他行业内企业会显著更高。

基于企业投资视角,当下游行业属于政策试点行业时,政策的直接激励提高了该行业内企业的税后固定资产投资报酬率,使其具有扩大固定资产投资、进行固定资产更新换代以提高生产能力和产品质量的动机(刘行等,2019;刘啟仁等,2019)。产业链上、下游行业具有生产联动性,下游行业的需求是上游行业生产投资决策的核心决定因素(陈涛琴等,2021),对上游行业的盈利空间和经营业绩具有重要影响(Ersahin等,2024)。因此,上游行业将主动关注、获取和评估与下游行业

^① 关于中国资本市场的探讨十分丰富,虽然一些来自实务界或媒体的观点认为中国的股票市场不那么有效,但值得关注的是,近年来,学者们在研究中国资本市场时,提出了与以往普遍认为中国资本市场有效性不足这一观点相反的论断。Carpenter等(2021)考察了中国股票价格信息对企业未来盈利的预测能力,并与美国进行比较,结果发现:中美两国股价对盈利的预测能力都随着预测期限的增加而增强,在分年度、分预测期长度的分析中,发现自2004年开始,中国股市价格的信息含量与美国股市价格的信息含量不存在显著差异,也正是在这个时点附近,中国开始进行资本市场改革。鉴于此,我们认为中国股票市场有效这一前提假设可以得到保障。此外,由于机构投资者在企业估值以及解读和传递资本市场信息方面具有重要影响,借鉴刘行和陈澈(2021)的做法,我们在模型(1)中进一步控制了机构投资者的持股比例(*Insti*),未报告的结果显示,本文的结论没有发生实质性变化。

相关的信息,在满足下游行业明确需求的同时,积极了解和满足其潜在需求(Slater和Narver,1998)。这意味着,加速折旧政策颁布后,上游行业将积极评估政策对下游试点行业的影响。当下游行业因受政策影响对生产能力和产品质量提出更高要求时,为满足这一要求所代表的下游行业升级需求,上游行业内企业极可能进行生产变革(中国社会科学院工业经济研究所课题组,2021)。固定资产与生产活动息息相关,是企业生产经营过程中不可或缺的要害,改善生产用等固定资产有助于生产的扩大和升级。因此,当下游行业受税收政策刺激而扩大和优化生产时,与之关联度越高的上游行业通过固定资产投资来扩大再生产规模和改善生产质量的倾向越强。基于此,从内部投资决策的视角,我们提出本文的第二个研究假说。

H2:当企业所在行业为加速折旧政策试点行业上游行业,且该行业与政策试点行业之间的产业关联度较大时,该行业内企业相比其他行业内企业在加速折旧政策颁布后会有显著更大的投资规模。

三、研究设计

(一)股票市场反应的研究设计

1.实证模型与变量定义

本文通过考察上市公司在财税[2014]75号这一事件附近股票价格的变化,来推断固定资产加速折旧政策提供的税收激励能否通过产业链的溢出效应影响上游行业企业的市场价值。实证模型如下:

$$CAR_{i,k,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Treat_k + \alpha_2 Spillover_k + \alpha_3 Size_{i,k,t-1} + \alpha_4 LEV_{i,k,t-1} + \alpha_5 MTB_{i,k,t-1} + \alpha_6 ROA_{i,k,t-1} + ProvinceFE + \varepsilon_{i,k,t} \quad (1)$$

其中,下标*i*代表企业,*k*代表行业,*t*代表时间。被解释变量*CAR*代表上市公司在政策宣告日附近的累计超额回报。关于政策宣告日,通过查询国家税务总局的相关网址,我们发现财税[2014]75号的颁布日期为2014年10月20日。为稳妥起见,我们以政策关键词进行检索,发现媒体对财税[2014]75号的最早报道时间也为2014年10月20日。基于此,这一天被确定为政策宣告日。企业在政策宣告日附近的累计超额回报代表股票价格的异常变化。为保证结果的稳健性,在股票超额回报计算时,市场模型与Fama和French(2015)五因素模型两种方法被同时采用,并以政策宣告日之前[-155,-6]窗口期共150个交易日作为估计期,同时选择窗口期[-1,1]共三个交易日的累计超额回报以及窗口期[-3,3]共7个交易日的累计超额回报来度量股票价格变化。采用市场模型时,^①累计超额回报被命名为*CAR^{MA}*;采用Fama和French(2015)五因素模型时,则被命名为*CAR^{FF}*。据此,模型(1)有四个被解释变量,分别是*CAR^{MA}*[-1,1]、*CAR^{MA}*[-3,3]、*CAR^{FF}*[-1,1]和*CAR^{FF}*[-3,3]。

模型(1)中的关键解释变量为基于产业链的溢出效应程度(*Spillover*),即上游行业通过向下游政策试点行业提供中间投入品而间接受政策影响的程度。在计算*Spillover*时,首先,我们将2012年投入产出表中的细分行业按照证监会行业分类进行整合和处理。其次,借鉴许和连等(2007)和Acemoglu等(2016),构建如下计算公式: $Spillover_k = \sum_{k \neq j} \left(\frac{Output_{k,j}}{Output_k} \right) \times Treat_j$ 。其中,*k*为*j*的上

① 具体模型计算见线上附录。

游行业, $Output_{k,j}$ 表示 k 行业的中间品提供给 j 行业的总量, $Output_k$ 表示 k 行业的总产出, $\frac{Output_{k,j}}{Output_k}$ 反映出 k 行业每单位产出中 j 行业分配到的份额。^① $Treat_j$ 表示 j 行业是否属于加速折旧政策试点行业,若是则取值 1,否则为 0。可以发现,根据上述公式计算出的 $Spillover$ 度量了每一个行业作为上游行业时与加速折旧政策试点行业作为下游行业时的累计关联度。 $Spillover$ 越大,代表上游行业内企业受税收政策间接影响的程度越大,且这种影响是通过产业链由下游行业向上游行业传导所致。

借鉴刘行和陈澈(2021),本文在模型(1)中控制如下变量:企业规模($Size$),等于总资产的自然对数;资产负债率(LEV),等于总负债除以总资产;资产收益率(ROA),等于净利润除以总资产;市账比(MTB),等于股票总市值除以权益账面价值;省份固定效应($ProvinceFE$)。此外,当企业所属行业为政策试点行业时,会受到政策的直接影响,为了排除政策直接效应的干扰,在回归中,本文加入了企业所在行业是否属于加速折旧政策试点行业的变量($Treat$)。当企业所在行业为加速折旧政策的试点行业时, $Treat$ 取值为 1,否则为 0。

2. 样本选择与数据来源

本文将 A 股上市公司作为初始研究样本,并进行如下处理:(1)剔除金融行业的样本;(2)剔除被 ST 的样本;(3)关于股票超额回报的计算,在市场模型法下,剔除了估计窗口不足 30 个交易日的样本,在 Fama 和 French(2015)五因素模型下,由于投资组合在每个交易日都是固定的,因此剔除了估计窗口不足 150 个交易日的样本;(4)剔除模型(1)中变量缺失的样本。最后,本文得到 2179 个观测值。投入产出表数据来自国家公布的 2012 年投入产出表信息,财务数据来自 CSMAR 数据库。为防止异常值的影响,本文对连续变量进行了缩尾处理。

(二) 企业投资的研究设计

1. 实证模型与变量定义

为考察加速折旧政策提供的税收激励能否通过产业链间接影响企业的投资决策,本文构建了如下双重差分的实证模型:

$$Invest_{i,k,t} = \beta_0 + \beta_1 Treat_k \times Post_t + \beta_2 Spillover_k \times Post_t + \beta_3 Size_{i,k,t-1} + \beta_4 LEV_{i,k,t-1} + \beta_5 CFO_{i,k,t-1} + \beta_6 Top10_{i,k,t} + \beta_7 Growth_{i,k,t-1} + \beta_8 ROA_{i,k,t-1} + \beta_9 Div_{i,k,t-1} + \beta_{10} Duality_{i,k,t} + \beta_{11} Mshare_{i,k,t} + \beta_{12} Age_{i,k,t-1} + FirmFE + YearFE + \varepsilon_{i,k,t} \quad (2)$$

其中,被解释变量是固定资产投资($Invest$),参考刘行等(2019)和吴怡俐等(2021),将其定义为(期末固定资产净值-期初固定资产净值+本期固定资产折旧额)/期初资产总额; $Treat$ 和 $Spillover$ 的定义与模型(1)一致; $Post$ 是一个时间虚拟变量,当样本年度为加速折旧政策实施当年(2014年)及以后年份时, $Post$ 取值 1,否则为 0。根据上述变量的定义, $Treat \times Post$ 的回归系数 β_1 反映了加速折旧政策对企业投资的直接影响; $Spillover \times Post$ 的回归系数 β_2 则反映了加速折旧政策实施效果沿产业链溢出对企业投资的间接影响,并且 β_2 越大,代表企业投资通过产业链受到加速折旧政策的间接促进作用越强。

^① 需要说明的是:政策试点行业中的生物药品制造业 C276 属于中类别别的行业分类,而投入产出表和上市公司行业分类均只能细化到大类 C27。因此,本文先根据主营业务收入占比是否超过 50% 来识别上市公司是否属于生物药品制造业(C276)。在准确识别 C276 行业内企业的基础上,再根据 C276 行业内企业的营业收入总和占 C27 行业内企业的营业收入总和的比例对分子 $Output_{i,C27}$ 进行折算,折算后的值可视为 i 行业提供给 C276 行业的中间品总量。为增强本文结论的稳健性,我们更改了 $Spillover$ 的度量方式,未报告的结果显示,本文结论并未发生改变。

本文还控制了如下对企业投资可能产生重要影响的变量:公司规模(*Size*),等于总资产的自然对数;资产负债率(*LEV*),等于总负债除以总资产;现金流(*CFO*),等于经营活动产生的现金流量净额除以总资产;股权集中度(*Top10*),等于公司前十大股东持股比例之和;营业收入增长率(*Growth*),等于当期营业收入除以上期营业收入,然后减1;资产收益率(*ROA*),等于净利润除以总资产;股利分配率(*Div*),等于每股股利除以每股收益;两职合一(*Duality*),董事长与总经理为同一人时赋值1,否则为0;管理层持股比例(*Mshare*),等于高级管理人员持股比例之和;公司年龄(*Age*),等于公司的上市年限。同时,本文在模型(2)中加入了公司固定效应(*FirmFE*)和年份固定效应(*YearFE*)。

2. 样本选择与数据来源

在模型(2)中,本文以2011—2017年A股上市公司为初始研究样本,并进行如下处理:(1)剔除金融行业的样本;(2)剔除被ST的样本;(3)剔除加速折旧政策实施当年及之后年度(2014年及之后)上市的公司样本;(4)剔除模型(2)中变量缺失的样本。最后,本文得到14022个公司-年份观测值。数据来源与前述一致。^①

四、实证检验结果

(一)基本的实证检验结果

表1报告了加速折旧政策这一税收激励政策的影响沿产业链向上游行业溢出在股票市场反应上的体现。结果显示:首先,无论是采用市场模型还是五因素模型计算的累积超额回报(*CAR*),也无论计算时采用的是 $[-1, 1]$ 还是 $[-3, 3]$ 的事件窗口期,*Treat*变量的回归系数均显著为正,这说明相比其他企业,加速折旧政策试点行业的企业在政策宣告期间的股票价格有着更大幅度的上涨,反映了投资者的理性预期,也印证了税收政策的直接效应。其次,在所有模型中,*Spillover*变量的回归系数同样显著为正,这意味着相比其他企业,当企业所在的行业为政策试点的上游行业且与政策试点行业的产业关联度较强时,其股票价格有着更大幅度的上涨。因为我们在模型中已经控制了政策直接效应的影响,所以这一结果说明税收政策会通过产业链间接影响到上游行业内企业的股票市场表现,印证了本文第一个研究假说。

表1 税收政策在产业链上的溢出效应对股票市场反应的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$CAR^{MA}[-1, 1]$	$CAR^{MA}[-1, 1]$	$CAR^{MA}[-1, 1]$	$CAR^{MA}[-3, 3]$	$CAR^{MA}[-3, 3]$	$CAR^{MA}[-3, 3]$
<i>Treat</i>	0.0048** (2.386)	0.0047** (2.341)	0.0053** (2.486)	0.0165*** (4.738)	0.0163*** (4.683)	0.0155*** (4.287)
<i>Spillover</i>		0.0340* (1.816)	0.0393** (2.101)		0.0643** (2.109)	0.0721** (2.376)
控制变量	No	No	Yes	No	No	Yes
省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	2179	2179	2179	2179	2179	2179
Adj-R ²	0.001	0.002	0.010	0.017	0.019	0.041

① 变量描述性统计见线上附录。

续表 1

变量	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	$CAR^{FF}[-1,1]$	$CAR^{FF}[-1,1]$	$CAR^{FF}[-1,1]$	$CAR^{FF}[-3,3]$	$CAR^{FF}[-3,3]$	$CAR^{FF}[-3,3]$
<i>Treat</i>	0.0039* (1.901)	0.0038* (1.854)	0.0044** (2.070)	0.0151*** (4.218)	0.0149*** (4.160)	0.0140*** (3.739)
<i>Spillover</i>		0.0348* (1.843)	0.0382** (2.022)		0.0685** (2.201)	0.0667** (2.141)
控制变量	No	No	Yes	No	No	Yes
省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	2179	2179	2179	2179	2179	2179
Adj-R ²	-0.001	0.000	0.004	0.014	0.015	0.022

注:***、**和*分别表示系数在1%、5%和10%的水平下显著;括号内为t值;回归系数的标准误为稳健标准误并在公司层面进行了Cluster调整。下同。

表2报告了企业投资的相关实证结果。第(1)列仅考虑税收政策的直接效应,结果显示, $Treat \times Post$ 的回归系数显著为正,这与刘行等(2019)和刘啟仁等(2019)的发现一致,证明了加速折旧政策对试点行业内企业投资的直接促进作用;更重要的是,在上述基础上,第(2)列中 $Spillover \times Post$ 的回归系数同样显著为正,这表明税收政策会通过产业链的溢出效应影响上游行业内企业的投资行为,从而印证了本文第二个研究假说。

综合来看,表1和表2的结果分别基于股票市场反应和企业投资的视角,表明加速折旧政策提供的税收激励会沿产业链溢出到上游行业内企业。

表2 税收政策在产业链上的溢出效应对企业投资的影响

变量	(1)	(2)
	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>
$Treat \times Post$	0.0159*** (4.275)	0.0158*** (4.252)
$Spillover \times Post$		0.0788** (2.379)
控制变量	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
<i>N</i>	14022	14022
Adj-R ²	0.195	0.196

(二)稳健性检验^①

1. 更换计算累计超额回报的事件窗口期

本文还采用[-2,2]、[-1,3]、[-1,5]、[-1,7]的事件窗口期来计算累计超额回报。未报告的结果显示,本文的主要结论不受股票回报窗口期选择的影响。

2. 更干净地排除政策直接效应的影响

为排除直接效应的影响,前文在模型中加入了 $Treat$ 及其相关变量。为提高研究结论的可靠

^① 该部分未报告的结果见线上附录。

性,本文将加速折旧政策试点行业的企业全部剔除,以更干净地排除政策直接效应的影响。未报告的结果显示,本文的研究结论未发生改变。

3. 平行趋势检验

在模型(2)采用DID模型的情况下,为了证明本文结论的有效性,平行趋势检验是必不可少的。据此,本文将模型(2)中的 $Post$ 变量替换为样本期间每一年份的哑变量 $YearT$,并以2011年作为基准年份。未报告的结果满足了平行趋势假设。

4. 考虑2015年固定资产加速折旧政策扩围的影响

为增强结论的稳健性,本文进一步剔除2015年政策扩围试点行业的样本,并将样本期间限制在2011—2015年。未报告的结果显示,本文的结论未发生实质性改变。

(三) 进一步分析

在前文的探讨中,基于股票市场反应和企业投资的视角,本文发现,加速折旧政策的经济后果会沿产业链向上游行业溢出。为了进一步丰富本文的结论,本部分将尝试从企业成长性、盈利能力和竞争地位视角出发,进行更为细致的分析。

1. 企业成长性

根据生命周期理论,高成长性企业处于快速增长阶段,投资扩张动机较强,相反,低成长性企业的投资态度较为保守,投资扩张动机较弱(Miller和Friesen,1984)。已有研究发现,当成长性较强时,企业进行股利分配的意愿降低(谢军,2006),持有更多现金以满足未来投资需求的动机增强(Opler,1999),且为了在行业中建立优势地位,更倾向于进行有助于迅速扩大产能的资本投资(刘诗源等,2020)。简言之,高成长性企业对于投资机会的需求更为迫切。因此,本文推测相比于低成长性企业,高成长性企业更可能受到政策沿产业链传导的冲击。

借鉴钟覃琳和刘媛媛(2020),本文采用期初营业收入增长率度量企业成长性。营业收入增长率越高,企业成长性越强。在上述指标基础上,借鉴吴怡俐等(2021)的做法,本文按照行业中位数,进一步将 $Spillover$ 分解为两个变量: $Spillover_highq$ 和 $Spillover_lowq$ 。当企业成长性大于行业中位数时, $Spillover_highq$ 等于 $Spillover$,否则取值0。反之,当企业成长性小于或等于行业中位数时,则 $Spillover_lowq$ 等于 $Spillover$,否则取值0。表3的结果显示, $Spillover_highq$ 的系数显著为正,而 $Spillover_lowq$ 的系数均不显著。表4的结果显示, $Spillover_highq \times Post$ 的系数在1%的水平下显著为正,而 $Spillover_lowq \times Post$ 的系数不显著。综上结果表明,加速折旧政策沿产业链传导的溢出效应主要体现在高成长性企业中。

表3 股票市场反应的异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$CAR^{MA}[-1,1]$	$CAR^{MA}[-1,1]$	$CAR^{MA}[-1,1]$	$CAR^{MA}[-3,3]$	$CAR^{MA}[-3,3]$	$CAR^{MA}[-3,3]$
$Treat$	0.0052** (2.477)	0.0053** (2.518)	0.0053** (2.488)	0.0154*** (4.269)	0.0155*** (4.291)	0.0155*** (4.297)
$Spillover_highq$	0.0474** (2.146)			0.0938*** (2.703)		
$Spillover_lowq$	0.0317 (1.396)			0.0519 (1.372)		
$Spillover_highp$		0.0542** (2.494)			0.0815** (2.482)	

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$CAR^{MA}[-1,1]$	$CAR^{MA}[-1,1]$	$CAR^{MA}[-1,1]$	$CAR^{MA}[-3,3]$	$CAR^{MA}[-3,3]$	$CAR^{MA}[-3,3]$
<i>Spillover_lowp</i>		0.0247 (1.007)			0.0629 (1.506)	
<i>Spillover_highf</i>			0.0410* (1.863)			0.0894*** (2.654)
<i>Spillover_lowf</i>			0.0377 (1.603)			0.0547 (1.374)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	2177	2179	2179	2177	2179	2179
Adj-R ²	0.010	0.010	0.010	0.041	0.040	0.041
变量	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	$CAR^{FF}[-1,1]$	$CAR^{FF}[-1,1]$	$CAR^{FF}[-1,1]$	$CAR^{FF}[-3,3]$	$CAR^{FF}[-3,3]$	$CAR^{FF}[-3,3]$
<i>Treat</i>	0.0044** (2.064)	0.0045** (2.105)	0.0044** (2.070)	0.0139*** (3.727)	0.0141*** (3.756)	0.0140*** (3.743)
<i>Spillover_highq</i>	0.0435* (1.960)			0.0775** (2.208)		
<i>Spillover_lowq</i>	0.0335 (1.450)			0.0574 (1.459)		
<i>Spillover_highp</i>		0.0549** (2.490)			0.0839** (2.485)	
<i>Spillover_lowp</i>		0.0218 (0.882)			0.0497 (1.157)	
<i>Spillover_highf</i>			0.0384* (1.727)			0.0747** (2.172)
<i>Spillover_lowf</i>			0.0381 (1.603)			0.0585 (1.424)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
省份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	2177	2179	2179	2177	2179	2179
Adj-R ²	0.003	0.004	0.003	0.022	0.022	0.022

2. 企业的盈利能力

盈利能力反映出企业在一定时期内获取的利润水平。高盈利能力有助于向外界展示企业良好的经营状况和未来发展前景。同时,盈利能力也会影响企业的投资决策(Li等,2017a)。与低盈利能力企业相比,高盈利能力企业能够更游刃有余地提供投资所需资源。据此,本文推断,相比于低盈利能力企业,高盈利能力企业更可能利用政策提供的机会。

借鉴刘贯春等(2023b),本文以期初资产收益率(*ROA*)度量企业盈利能力。资产收益率越高,企业盈利能力越强。在上述指标基础上,按照行业中位数,进一步将 *Spillover* 分解为两个变量: *Spillover_highp* 和 *Spillover_lowp*。当企业盈利能力大于行业中位数时, *Spillover_highp* 等于 *Spillover*, 否则取值 0。反之,当企业盈利能力小于或等于行业中位数时,则 *Spillover_lowp* 等于 *Spillover*, 否则

取值0。表3的结果显示, *Spillover_highp*的系数均至少在5%的水平下显著为正,而 *Spillover_lowp*的系数均不显著。表4的结果显示, *Spillover_highp*×*Post*的系数在1%的水平下显著,而 *Spillover_lowp*×*Post*的系数不显著。由此可见,加速折旧政策沿产业链传导的溢出效应主要集中在盈利能力较强的企业。

3.企业的行业竞争地位

竞争地位是企业实力的一种表现,具有高竞争地位的企业往往掌握了行业中产品定价的话语权,能够获得相对超额利润。作为市场资源的掠夺者,高竞争地位的企业获取信息的能力较强,洞察力较敏锐,在生存和发展方面能够制定更为有效的策略(陈志斌、王诗雨,2015)。这意味着,当客户的需求变化时,高竞争地位企业能够更快速地捕获相关信息和做出反应,以占有更多市场资源来维持甚至扩大竞争优势。因此,本文推断高竞争地位企业更有动机和能力响应政策通过产业链关联传递的信号。

借鉴陈志斌和王诗雨(2015),本文以期初勒纳指数度量企业竞争地位,具体定义为(营业收入-营业成本-销售费用-管理费用)/营业收入。勒纳指数越大,企业竞争地位越高。进一步,按照勒纳指数的行业中位数,将 *Spillover*分解为两个变量:*Spillover_highf*和 *Spillover_lowf*。当勒纳指数大于行业中位数时, *Spillover_highf*等于 *Spillover*,否则取值0。反之,当勒纳指数小于或等于行业中位数时,则 *Spillover_lowf*等于 *Spillover*,否则取值0。表3的结果显示, *Spillover_highf*的系数显著为正,而 *Spillover_lowf*的系数均不显著。表4的结果显示, *Spillover_highf*×*Post*的系数在1%的水平下显著,而 *Spillover_lowf*×*Post*的系数不显著。据此可得,加速折旧政策沿产业链传导的溢出效应主要集中在高竞争地位企业。

表4 企业投资的异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.0161*** (4.321)	0.0160*** (4.305)	0.0153*** (4.115)
<i>Spillover_highq</i> × <i>Post</i>	0.1268*** (2.991)		
<i>Spillover_lowq</i> × <i>Post</i>	0.0231 (0.589)		
<i>Spillover_highp</i> × <i>Post</i>		0.1755*** (4.216)	
<i>Spillover_lowp</i> × <i>Post</i>		-0.0365 (-0.867)	
<i>Spillover_highf</i> × <i>Post</i>			0.1527*** (3.648)
<i>Spillover_lowf</i> × <i>Post</i>			-0.0019 (-0.047)
控制变量	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	14022	14022	13932
Adj-R ²	0.196	0.197	0.196

(四)拓展性检验

通过前文的分析,我们发现加速折旧政策提供的税收激励会沿产业链溢出到上游行业内企业,刺激其扩大固定资产投资。而资本投资与劳动要素之间具有互补性,生产和投资规模的扩大往往伴随着劳动要素需求的增加。换言之,当企业扩大资本投资时,为了维持和提高生产效率,企业需要吸纳更多的人力资源来支持生产活动及相关环节的顺畅运行。在这一逻辑下,受政策溢出影响越大的上游行业内企业将会招聘更多的员工,特别是与基础生产活动相关的员工。为验证这一预期,我们采用员工规模的自然对数(*Employee_total*)和大专及以上学历员工规模的自然对数(*Employee_production*)来分别度量员工总规模和承担基础生产活动的员工规模。表5第(1)和第(2)列的结果显示,在 *Treat*×*Post* 的回归系数显著为正的基础上, *Spillover*×*Post* 的回归系数也显著为正,这意味着本文所发现的税收激励在产业链上的溢出效应同样体现在人力资本投资(员工雇佣)上。同时,这也从侧面证明了上游行业在面临税收政策所引发的下游需求变化时在生产和投资行为上做出了快速调整。

表 5 税收政策在产业链上的溢出效应对人力资本投资的影响

变量	(1)	(2)
	<i>Employee_total</i>	<i>Employee_production</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.0873*** (3.645)	0.0746** (2.340)
<i>Spillover</i> × <i>Post</i>	0.6057*** (2.671)	0.6544** (2.226)
控制变量	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
<i>N</i>	14015	13092
Adj-R ²	0.916	0.895

五、结 论

为更好地发挥税收政策在经济发展中的支柱性和保障性作用,政府在深化税收改革中付出诸多努力。然而,既有文献在探讨税收改革的效果时,普遍着眼于税收政策实施的直接效应,对于间接效应关注不足。基于此,本文从股票市场反应和投资决策的双重视角对税收政策在产业链上的溢出效应进行了深入探讨。采用固定资产加速折旧政策提供的研究机会,本文发现,税收激励可以通过产业链影响上游行业内企业的市场价值和固定资产投资,并且上下游行业之间的关联效应越强,企业的市场反应越积极,投资幅度受影响的程度也越大。进一步,这种影响主要集中在成长性较好、盈利能力较强和市场地位较高的企业。此外,随着固定资产投资规模的扩大,上游行业内企业雇用了更多的员工。

本文研究结论有重要的政策性启示。本文研究表明税收政策的实施效果可以通过产业链产生外部性。一方面,站在政策颁布的事后角度,这意味着如果政策制定者只是通过税收政策的直接影响来评估政策的执行效果,很可能造成政策效果与经济影响的低估。另一方面,站在政策颁

布的事前角度,则意味着如果不考虑政策的间接效应,政策制定者对政策的经济后果会预计不足,这会导致政策制定者所设计的政策力度很可能偏离理想状态。

此外,本文结论也表明,政策制定者可以结合政策预期的溢出效应来实现对上下游整体的激励,通过发挥产业链的关联效应,事半功倍地扩大政策的影响力,这为政策制定者出台相关税收政策提供了新的思路。我们也发现,并非所有企业都能享受到政策的间接红利,对于成长性较低、盈利能力较差、竞争地位较弱的企业而言,若加速折旧政策的红利通过产业链传导,这可能会进一步加大弱势企业与其他强势企业之间的差距。因此,对弱势企业而言,积极主动回应国家政策,适时根据政策内容调整企业的生产经营方案,有助于增强企业的实力与竞争力。

参考文献:

1. 蔡宏波、汤城建、韩金镛:《减税激励、供应链溢出与数字化转型》,《经济研究》2023年第7期。
2. 陈爱贞、陈凤兰、何诚颖:《产业链关联与企业创新》,《中国工业经济》2021年第9期。
3. 陈涛琴、李栋栋、洪剑峭:《客户盈余质量与供应商投资效率分析——基于A股上市公司的经验研究》,《南开管理评论》2021年第3期。
4. 陈志斌、王诗雨:《产品市场竞争对企业现金流风险影响研究——基于行业竞争程度和企业竞争地位的双重考量》,《中国工业经济》2015年第3期。
5. 底璐璐、罗勇根、江伟、陈灿:《客户年报语调具有供应链传染效应吗?——企业现金持有的视角》,《管理世界》2020年第8期。
6. 樊勇、朱沁瑶、刘江龙:《涉税信息披露、企业避税与溢出效应——来自国别报告实施的经验证据》,《财贸经济》2022年第7期。
7. 李金玮、韦倩:《货币政策与上市公司市场价值:基于投入产出网络视角》,《金融经济研究》2021年第1期。
8. 刘贯春、戴静、毛海欧、叶永卫:《下游竞争与上游企业创新:理论与中国证据》,《财贸经济》2023a年第10期。
9. 刘贯春、叶永卫、陈肖雄、张军:《固定资产折旧、税收筹划与异常投资》,《经济研究》2023b年第4期。
10. 刘啟仁、赵灿:《税收政策激励与企业人力资本升级》,《经济研究》2020年第4期。
11. 刘啟仁、赵灿、黄建忠:《税收优惠、供给侧改革与企业投资》,《管理世界》2019年第1期。
12. 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。
13. 刘行、陈澈:《消费税征收环节后移对企业的影响——来自股票市场的初步证据》,《经济研究》2021年第3期。
14. 刘行、叶康涛:《增值税税率对企业价值的影响:来自股票市场反应的证据》,《管理世界》2018年第11期。
15. 刘行、叶康涛、陆正飞:《加速折旧政策与企业投资——基于“准自然实验”的经验证据》,《经济学(季刊)》2019年第1期。
16. 刘行、张艺馨、高升好:《股利税与资本结构:中国的经验证据》,《会计研究》2015年第10期。
17. 罗鸣令、范子英、陈晨:《区域性税收优惠政策的再分配效应——来自西部大开发的证据》,《中国工业经济》2019年第2期。
18. 马光荣、黄叙涵:《减税对经济增长的提振效应及其作用机制——基于增值税转型的研究》,《中国工业经济》2023年第11期。
19. 毛志宏、李燕、金龙、哈斯乌兰:《客户资产减值与供应商企业投资》,《南开管理评论》2024年第1期。
20. 倪红福:《生产网络结构、减税降费与福利效应》,《世界经济》2021年第1期。
21. 倪红福、钟道诚、范子杰:《中国产业链风险敞口的测度、结构及国际比较——基于生产链长度视角》,《管理世界》2024年第4期。
22. 陶锋、王欣然、徐扬、朱盼:《数字化转型、产业链供应链韧性与企业生产率》,《中国工业经济》2023年第5期。
23. 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。
24. 谢军:《股利政策、第一大股东和公司成长性:自由现金流理论还是掏空理论》,《会计研究》2006年第4期。
25. 许和连、魏颖琦、赖明勇、王晨刚:《外商直接投资的后向链接溢出效应研究》,《管理世界》2007年第4期。
26. 杨金玉、彭秋萍、葛震霆:《数字化转型的客户传染效应——供应商创新视角》,《中国工业经济》2022年第8期。

27. 杨志强、唐松、李增泉:《资本市场信息披露、关系型合约与供需长鞭效应——基于供应链信息外溢的经验证据》,《管理世界》2020年第7期。
28. 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。
29. 中国社会科学院工业经济研究所课题组:《提升产业链供应链现代化水平路径研究》,《中国工业经济》2021年第2期。
30. 钟覃琳、刘媛媛:《分析师报告在经济政策不确定时期具有更高的信息含量吗?——基于投资者需求和分析师供给的双重视角》,《会计研究》2020年第3期。
31. Acemoglu, D., Autor, D., Dorn, D., Hanson, G. H., & Price, B., Import Competition and the Great US Employment Sag of the 2000s. *Journal of Labor Economics*, Vol.34, No.S1, 2016, pp.S141–S198.
32. Brown, J. R., Martinsson, G., & Thomann, C., Can Environmental Policy Encourage Technical Change? Emissions Taxes and R&D Investment in Polluting Firms. *Review of Financial Studies*, Vol.35, No.10, 2022, pp.4518–4560.
33. Chen, Z., Jiang, X., Liu, Z., Serrato, J. C. S., & Xu, D. Y., Tax Policy and Lumpy Investment Behaviour: Evidence from China's VAT Reform. *Review of Economic Studies*, Vol.90, No.2, 2023, pp.634–674.
34. Chiu, T. T., Kim, J. B., & Wang, Z., Customers' Risk Factor Disclosures and Suppliers' Investment Efficiency. *Contemporary Accounting Research*, Vol.36, No.2, 2019, pp.773–804.
35. Carpenter, J. N., Lu, F., & Whitelaw, R. F., The Real Value of China's Stock Market. *Journal of Financial Economics*, Vol.139, No.3, 2021, pp.679–696.
36. Ersahin, N., Giannetti, M., & Huang, R., Trade credit and the Stability of Supply Chains. *Journal of Financial Economics*, Vol.155, 2024, 103830.
37. Donohoe, M. P., Jang, H., & Lisowsky, P., Competitive Externalities of Tax Cuts. *Journal of Accounting Research*, Vol.60, No.1, 2022, pp.201–259.
38. Dechezleprêtre, A., Einiö, E., Martin, R., Nguyen, K. T., & Van Reenen, J., Do Tax Incentives Increase Firm Innovation? An RD Design for R&D, Patents, and Spillovers. *American Economic Journal: Economic Policy*, Vol.15, No.4, 2023, pp.486–521.
39. Fama, E. F., & French, K. R., A Five-Factor Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, Vol.116, No.1, 2015, pp.1–22.
40. Gaertner, F. B., Hoopes, J. L., & Williams, B. M., Making Only America Great? Non-U.S. Market Reactions to U.S. Tax Reform. *Management Science*, Vol.66, No.2, 2020, pp.687–697.
41. Hall, R. E., & Jorgenson, D. W., Tax Policy and Investment Behavior. *American Economic Review*, Vol. 57, No. 3, 1967, pp.391–414.
42. Javorcik, B. S., Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages. *American Economic Review*, Vol.94, No.3, 2004, pp.605–627.
43. Kim, J., Nessa, M., & Wilson, R. J., How Do Reductions in Foreign Country Corporate Tax Rates Affect U.S. Domestic Manufacturing Firms? . *Accounting Review*, Vol.96, No.3, 2021, pp.287–311.
44. Lee, H. L., Padmanabhan, V., & Whang, S., Information Distortion in a Supply Chain: The Bullwhip Effect. *Management Science*, Vol.43, No.4, 1997, pp.546–558.
45. Lin, L., & Flannery, M. J., Do Personal Taxes Affect Capital Structure? Evidence from the 2003 Tax Cut. *Journal of Financial Economics*, Vol.109, No.2, 2013, pp.549–565.
46. Li, D., Zheng, M., Cao, C., Chen, X., Ren, S., & Huang, M., The Impact of Legitimacy Pressure and Corporate Profitability on Green Innovation: Evidence from China Top 100. *Journal of Cleaner Production*, Vol.141, 2017a, pp.41–49.
47. Li, O. Z., Liu, H., Ni, C., & Ye, K., Individual Investors' Dividend Taxes and Corporate Payout Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.52, No.3, 2017b, pp.963–990.
48. Miller, M. H., Debt and Taxes. *Journal of Finance*, Vol.32, No.2, 1977, pp.261–275.
49. Miller, D., & Friesen, P. H., A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science*, Vol.30, No.10, 1984, pp.1161–1183.
50. Modigliani, F., & Miller, M. H., The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Vol. 48, No.3, 1958, pp. 261–297.
51. Opler, T., The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, No. 1,

1999, pp.3-46.

52. Pandit, S., Wasley, C. E., & Zach, T., Information Externalities along the Supply Chain: The Economic Determinants of Suppliers' Stock Price Reaction to Their Customers' Earnings Announcements. *Contemporary Accounting Research*, Vol.28, No.4, 2011, pp.1304-1343.

53. Radhakrishnan, S., Wang, Z., & Zhang, Y., Customers' Capital Market Information Quality and Suppliers' Performance. *Production and Operations Management*, Vol.23, No.10, 2014, pp.1690-1705.

54. Slater, S. F., & Narver, J. C., Customer-Led and Market-Oriented: Let's Not Confuse the Two. *Strategic Management Journal*, Vol.19, No.10, 1998, pp.1001-1006.

55. Wong, T. J., Yu, G., Zhang, S., & Zhang, T., Calling for Transparency: Evidence from a Field Experiment. *Journal of Accounting and Economics*, 2023, Forthcoming.

56. Zwick, E., & Mahon, J., Tax Policy and Heterogeneous Investment Behavior. *American Economic Review*, Vol.107, No.1, 2017, pp.217-248.

The Spillover Effect of Tax Policy upon the Industrial Chain: From Perspectives of Stock Market Reaction and Investment Decision

LIU Hang, YI Ping (Tax Accounting Research Center,
Dongbei University of Finance and Economics, 116025)

Summary: Tax policy is an important tool for governments to regulate economies. Existing literature has extensively discussed the implementation effects of tax policies, but the focus is mainly put on direct impact and relatively insufficient attention is paid to indirect impact, especially the impact spillover along the chain. In fact, as a special form of the social division of labor and collaboration network, the industrial chain always affects the economic activities among micro-enterprises, and it is an important channel for the transmission of risks and returns among enterprises, which is crucial for maintaining the smoothness and stability of the economic cycle. In recent years, with the rapid changes in the international political and economic situation, the industrial chain has attracted widespread attention from national leaders to grassroots-level enterprises.

To expand the existing literature and present a more complete picture of the spillover effects of tax policy upon the industrial chain, we explore the spillover effects of tax policy upon the industrial chain from two complementary perspectives: stock market reaction and investment. On the one hand, the stock market synthesizes the information of enterprise stakeholders, who show their observations and judgments on the economic consequences of tax policies in stock prices. Therefore, by examining the stock market reaction, the spillover effect of tax policy on the industrial chain can be assessed more comprehensively. On the other hand, investment is one of the most important financial decisions of enterprises, and since the MM theory holds that investment plays the most central position in the determination of enterprise value, investment has been the most important and the most classic entry point of scholars when examining the economic consequences of tax policy. By examining investment decisions, it is possible to better look into the spillover effects of tax policy implementation upon the industrial chain from the specific behavior of enterprises.

Taking advantage of the research opportunities provided by the accelerated depreciation policy of fixed assets, the empirical studies show that, with the direct effect of the policy controlled, firms in the upstream

industry with a strong correlation with the pilot industry related to the policy have significantly higher cumulative abnormal returns than others during the policy announcement period. In addition, these firms also make significantly more fixed asset investments than others when the policy is implemented. These corroborate the spillover effect of tax policy upon the industrial chain. Furthermore, such a spillover effect is more pronounced in firms with better growth potential, stronger profitability, and greater competitiveness. We also find that the complementarity between capital investment and labor factors makes the spillover effects of tax policy upon the industrial chain also seen in human capital investment.

Overall, the findings mainly show the following contributions and insights. First, the paper expands the related research on the impact mechanism of tax policy and on industry chain spillover effects. Next, the research shows that the implementation effect of tax policy can generate externalities through the industrial chain. On the one hand, speaking from the ex-post perspective of policy enactment, this means that if policymakers only consider direct impact of tax policies to assess their implementation effect, they are likely to underestimate policy effects and economic impacts. On the other hand, the ex-ante perspective of policy enactment implies that if the indirect effects of the policy are not taken into account, policymakers will under-expect the economic consequences of the policy, which will lead to the clout of the policy likely to deviate from the ideal state. Therefore, policymakers can combine the expected spillover effect of the policy to provide incentives for the upstream and downstream as a whole and expand the influence of the policy with half the effort by exerting the correlation effect of the industrial chain, which provides a new way of thinking for policymakers to introduce relevant tax policies. Finally, the results show that not all enterprises can enjoy the indirect benefit of the policy. For enterprises with lower growth, poorer profitability, and poor competitiveness, if the influence of the accelerated depreciation policy is transmitted through the industrial chain, this may further exacerbate the gap between the disadvantaged enterprises and the strong ones. Therefore, for disadvantaged enterprises, proactively responding to the national policy and adjusting their production and operation programs accordingly at the right time will help enhance their strength and competitiveness.

Keywords: Tax Policy, Industrial Chain, Spillover Effect, Stock Market Reaction, Investment

JEL: H23, D22

责任编辑: 馨 兰