

结构性减税与企业债务结构调整：兼议财政政策的事前金融风险治理效应

倪晓然，黄琨皓，彭俞超，韩晗

[摘要] 一般认为，财政政策对金融风险的治理主要体现在以“他救”为特征的事后处置上。本文认为，财政政策对金融风险不仅具有事后的处置作用，还具有事前的治理效应。特别地，结构性减税可以用较少的政策资源取得较大的宏观调控效果，使得企业可以在债务规模不发生骤降的情况下优化债务结构，实现非困境状态下的风险治理。本文基于固定资产加速折旧这一“无息贷款式”结构性减税政策进行实证分析。研究发现：结构性减税改善了企业的现金流状况，企业得以拓展融资渠道，构建更为分散且风险更低的债务结构以储备财力，防范再融资风险和财务困境。从债务的变化来源看，企业经营层面的应付款项负债减少，对固定融资渠道的依赖降低。此外，银行贷款与债券融资的变化在不同融资约束和成长周期的企业间存在差异。本文研究表明，财政手段不仅具有事后风险处置能力，还具备事前风险治理效应。加强财政与金融协同配合，能够提高资源配置效率，有助于统筹发展和安全。

[关键词] 结构性减税；债务结构；金融风险处置；财政金融

[中图分类号] F260 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1006-480X(2024)07-0124-18

一、引言

党的二十届三中全会指出，科学的宏观调控、有效的政府治理是发挥社会主义市场经济体制优势的内在要求。必须完善宏观调控制度体系，统筹推进财税、金融等重点领域改革，增强宏观政策取向一致性。为了支持实体经济高质量发展，中国实施了一系列减税降费政策。然而，持续大规模的减税降费也给各级财政带来了一定的压力。有效运用结构性减税工具，统筹好服务实体经济发展与保障财政汲取能力之间的平衡，显得尤为重要。结构性减税旨在以定向调节的方式精准施策，调结构、促发展。针对中国结构性减税的实践，已有研究从债务规模、债务成本等角度探讨了该政策对企业债务“量”的影响（申广军等，2018；王伟同等，2020；邹静娴等，

[收稿日期] 2024-03-05

[基金项目] 国家自然科学基金基础科学中心项目“计量建模与经济政策研究”（批准号 71988101）；国家自然科学基金面上项目“商业银行资本监管、信贷决策与货币政策传导机制研究”（批准号 72273160）。

[作者简介] 倪晓然，厦门大学经济学院、王亚南经济研究院教授，博士生导师，经济学博士；黄琨皓，北京大学光华管理学院博士研究生；彭俞超，中央财经大学金融学院教授，博士生导师，经济学博士；韩晗，北京大学经济学院副教授，博士生导师，经济学博士。通讯作者：黄琨皓，电子邮箱：khhuang@stu.pku.edu.cn。本文得到北京大学经济学院种子基金资助。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见，文责自负。

2022)。然而,负债率难以在短期内骤降,仅从“量”的角度考虑企业债务化解的问题,可能面临较多约束。

本文聚焦企业债务结构“质”的提升,探究结构性减税如何影响企业债务结构调整。科学合理地优化企业债务结构,对于降低融资成本、促进企业健康投资和可持续发展具有重要意义(Rajan, 1992; Bolton and Scharfstein, 1996; Colla et al., 2013)。优化企业债务结构,能够从源头上实现风险分散,防止局部的财务风险和经营风险演化为系统性风险(De Fiore and Uhlig, 2015; 钟宁桦等, 2016; Crouzet, 2018)。因此,关注企业债务结构,为防范化解金融风险提供了重要的微观视角。与此同时,明确财政手段与金融风险的合理关系,是当前强化金融稳定保障体系的重要前提。在中国特定历史时期的金融风险处置过程中,财政“他救”手段在防范化解系统性金融风险、解决历史遗留问题等方面取得了显著的效果(易纲, 2022)。然而,以财政手段处置金融风险容易引发道德风险问题,不利于金融经济的长期稳定发展。财政政策是否能够以更积极的方式参与金融风险治理,这是加强财政政策和货币政策协调配合、健全宏观经济治理体系的重要问题。

在中国市场上,大部分企业处于非困境(Outside Distress)状态,其金融风险主要体现为由于再融资时的市场摩擦,企业有一定概率陷入财务困境。例如,现有债务到期后难以更新融资、市场供给冲击导致“抽断贷”、项目新增预期外的资金投入等。因此,本文讨论的企业事前金融风险防范,指的是非困境企业能够在多大程度上防范自身陷入财务困境之中。在此情况下,债务结构发挥着重要作用。分散的债务结构意味着企业的负债由更多类型的债务组成,也表明企业拥有更多成熟的融资渠道。企业在还未进入财务困境时分散债务结构、拓展融资渠道,而不是把某个融资渠道的额度使用殆尽后或是外部冲击导致其必须更换债务来源时再寻求下一个资金来源,能够提升其未来应对突发资金需求时的融资能力。当未来产生紧急资金需求时,企业就能够在既有的融资渠道中较快获取周转资金,而不必花费大量成本寻找新的融资途径。正如Holmstrom and Tirole(1997)所指出的,企业会保留一些筹集资金的能力,以备不时之需。

2014年10月,鉴于制造业投资增速下滑对稳增长调结构造成的较大压力,财政部和国家税务总局宣布允许六个制造业对固定资产加速折旧,旨在通过定向的结构性减税方式,鼓励重点制造业企业加大设备投资、更新改造和科技创新。该政策不改变企业纳税总额,起到为企业提供“无息贷款”的效应(刘行等, 2018; 刘啟仁等, 2019)。本文以上述政策作为准自然实验,实证检验结构性减税对企业债务结构动态调整的作用。实证研究结果表明:①结构性减税引导企业构建了更为分散且风险更低的债务结构,进而储备财力(Financial Capacity)。这降低了企业的再融资风险(Refinancing Risk),使其陷入财务困境的概率最小化,实现了事前金融风险治理。②在债务组成结构调整的同时,企业债务期限在政策实施后也得以延长。③政策带来宽松现金流后,企业减少了经营层面的各类应付款项负债,并且减少了对固定融资渠道的依赖,增加了其他负债的使用。在融资能力提升的情况下,企业银行贷款的比例及使用度显著提高,但债券融资和其他金融负债的变化总体上不显著。④进一步分析表明,事前融资约束高的企业在政策实施后主要增加了公开债券融资,而不同成长阶段的企业债务选择也有所不同。本文还在整体研究框架下对几类减税降费政策做了比较分析。本文的研究表明:“无息贷款式”结构性减税能够更好地实现用较小的资源和代价获取较大的宏观调控效应;财政手段不仅可以作为金融风险处置工具,还能够优化企业债务结构、降低企业债务风险,进而在事前防范化解金融风险;加强财政与金融协调配合,能够提高资源配置效率,增强政策可持续性。

本文的边际贡献主要体现在以下四个方面:①企业债务结构是公司金融中非常重要且仍有待探

索的问题,本文拓展了 Rauh and Sufi (2010)对债务结构的讨论,基于中国的债务结构指标,补充了债务结构动态变化、宏观政策对企业债务结构影响等问题的研究。②针对中国结构性减税的实践,现有文献基本从企业债务“量”的角度分析,而本文则从企业债务结构调整入手,更全面地分析企业债务集中度、债务期限、债务类型等的变化,补充了减税政策尤其是结构性减税对企业债务结构动态调整的作用研究。③现有文献通常讨论企业资产配置问题,本文对企业融资能力提升情况下的债务配置选择做了分析,这对深入理解企业投融资行为具有重要意义。④本文的研究对优化企业债务结构、防范化解金融风险具有实践意义,同时对建设更精准有效的现代财税体系、有效带动全社会投资、定向支持国家重大战略发展也有政策启示。

余文安排如下:第二部分是文献综述与研究假说,梳理了结构性减税及企业债务结构的相关研究,提出研究假说;第三部分是政策背景与研究设计,说明主要实证策略;第四部分是实证分析,基于固定资产加速折旧政策的准自然实验,对企业债务结构的动态调整做了实证检验,进而讨论财政工具的事前金融风险治理效应;第五部分进一步分析了企业债务结构调整的影响因素、债务期限结构的变化,并探究其债务类型变化的具体体现及其原因;第六部分是减税降费政策的横向比较讨论;第七部分是结论与启示。

二、文献综述与研究假说

1. 文献综述

税收政策对企业和经济的影响一直都是发展中的重要问题。进入新时代,中国实施了一系列结构性减税政策,旨在实现扩投资与调结构并举。已有研究主要分析了其对经济运行的影响,包括产业分工效应、结构升级效应以及收入分配的调节效应等(范子英和彭飞,2017;李永友和严岑,2018;马光荣和黄叙涵,2023)。不过,这部分文献大多基于“营改增”等直接影响税收总额的结构性减税进行分析。而以固定资产加速折旧政策为例的“无息贷款式”工具,并不改变企业税收总额,也未消耗除税收的时间成本以外的任何金融经济资源,仅通过影响税收的时间分布和企业现金流的方式,以最少的资源和成本实现经济效益与政策效果最大化。这类工具更符合结构性改革的目标,值得更深入的研究和合理充分的实践。

对于“无息贷款式”结构性减税,刘行等(2018)发现该政策能够提高企业资本配置效率,并且增加企业的债务融资比率。刘啟仁等(2019)也验证了这一政策能显著提高试点企业的固定资产投资规模,进而改善企业投资结构。进一步地,现有文献也讨论了该政策在收入分配调节方面的显著作用(刘啟仁和赵灿,2020;张克中等,2021)。针对该政策的研究基本覆盖了税收政策在筹集财政收入、调节分配格局以及促进产业结构优化方面的三重目标,但是并未重视结构性减税在兼顾服务实体经济与保障财政汲取能力方面的作用,也未涉及财政手段的金融风险治理效应。特别地,企业是结构性减税的主要对象,也是财政支持的重要市场主体(毛捷和管星华,2022)。债务问题对企业而言是财务风险,对国家而言就是财政金融风险。在降低负债率和降低融资成本的政策空间逐渐收窄的情况下,探究结构性减税对企业债务结构优化的影响,有利于防范化解风险、保障企业高质量发展。

在公司金融理论中,对于企业在股权融资和债权融资间的替代组合选择已经有相当丰富和深入的研究,但对企业债务结构和债务类型选择的分析相对较少。一些研究从再协商(Renegotiation)的角度分析了企业在公开债券和银行贷款间的选择(Diamond, 1991; Bolton and Freixas, 2000;

Roberts and Sufi, 2009)。不过,这些文献仅研究了不同类型债务间的替代选择。从现实情况看,各类型债务并非严格的替代关系,大量企业实际都利用多种类型的债务。Rauh and Sufi(2010)从信用质量(Credit Quality)的角度分析了企业在不同类型债务间的选择和组合。Colla et al.(2013)构建企业债务集中度,研究了不同企业的债务组成决策。上述文献为企业债务结构选择提供了重要的理论依据,但目前对债务结构动态变化,以及宏观政策对企业债务结构影响的分析还相当少。特别是,在中国发展的独特背景下研究债务组成与企业最优资本结构的文献还十分少见。虽然部分研究分析了结构性减税对企业债务结构的影响(申广军等,2018;王伟同等,2020;邹静娴等,2022),但是仅研究债务的期限结构,并未涉及企业在多种债务下的选择,也未深入讨论债务结构变化与金融风险治理的关系。

企业选择合理的债务结构能够提高融资可得性、降低破产清算风险,这对企业市值及其经营发展都有着重大意义。Colla et al.(2013)发现,采取更分散的债务结构可以降低融资成本,进而对企业的投资选择及其净现值产生影响。同时,债务结构也会影响企业的资金风险和经营风险,例如分散的债务结构可以降低由于债权人抽贷断贷所引发的资金链断裂风险,而集中的债务结构可能由于借款人锁定(Rajan, 1992)效应导致融资成本不断上升,进而造成企业财务风险。相反,由于不同债权人之间也存在协商成本,债务结构集中的企业可以在出现财务困境时更快地完成债务重组,避免因债权人之间协商不一致而造成破产清算的发生(Li et al., 2021)。

企业债务结构为考察金融风险防范与化解提供了一个重要的微观视角,可以通过进一步研究企业债务结构特别是研究固定资产加速折旧这类政策对企业债务结构的影响,进而讨论财政工具对金融风险治理的积极途径,这对于建设现代财税体制、防范化解系统性金融风险、助力中国式现代化建设具有重要的理论和实践意义。

2. 研究假说

在固定资产加速折旧政策下,六大制造业行业可以在购建固定资产的前期少缴税、后期多缴税。该政策的实施改变了企业纳税款和现金流的时间分布,起到了为企业提供“无息贷款”的效应(刘行等,2018;刘啟仁等,2019)。Li et al.(2021)发现,经济周期会影响企业的盈利回报分布,进而改变不同类型债务的成本和收益,这也改变了企业对不同类型债务的需求。同样,企业在固定资产加速折旧政策改变纳税款和现金流的时间分布后,也可能会优化债务结构以最大化企业价值,改变对不同类型债务的需要。

固定资产加速折旧政策为企业提供了更多现金流,在此情况下,企业可能通过主动调整债务集中度来储备财力,进而降低再融资风险,以实现陷入财务困境的概率最小化。具体而言,政策对于企业债务结构的优化,可能有以下几方面的作用:①存在市场摩擦的现实中,企业无法获得期望的债务结构(Faulkender and Petersen, 2006; Rauh and Sufi, 2010)。大量企业可能受限于少数融资方式,难以从更广泛的渠道获得资金。例如,财务状况差的企业很难通过公开债券发行的层层审核,而只能以商业信用、银行贷款等方式融资。在固定资产加速折旧政策的冲击下,企业现金流状况有所改善,基本面相应地得以改观,可以从此前缺乏融资渠道的状态转变为能够拓宽融资方式的状态(Colla et al., 2013)。此时,企业在还未进入财务困境时分散债务结构、拓展融资渠道,提升其未来应对突发资金需求时的融资能力。②DeAngelo et al.(2011)发现,企业会管理债务结构以储存未来融资的低成本途径,从而保持足够的债务额度和融资灵活度。Giannetti(2019)也证实了债务结构分散的公司经营更稳定,不容易出现严重的营业额锐减情况。固定资产加速折旧政策实施的主要目的是刺激企业投资,企业在政策激励下新增投资计划(刘行等,2018)。基于未来资金需求增加的

预期,企业很可能提前拓展成熟融资渠道、分散债务结构,从而储备未来融资能力。③已有研究发现,信用质量不同的企业有不同的债务结构目标(Bolton and Scharfstein, 1996; Colla et al., 2013)。并且,企业在不同类型债务中灵活替换的能力可以缓冲金融危机和信贷供给对其造成的负面冲击(De Fiore and Uhlig, 2015)。企业进行债务结构管理,能够降低其面临再融资和债务悬置的风险(Diamond and He, 2014; Choi et al., 2021)。固定资产加速折旧政策改善了企业现金流,对防范破产风险更有诉求的企业得以运用更多资源调整债务结构目标,使得陷入财务困境的概率变小。在此情况下,企业也可能分散债务结构,从而分散资金来源风险,避免抽贷断贷等资金链断裂风险,降低企业事前金融风险。

以上三方面原因都可能使得企业在政策实施后采取更分散的债务结构,以更多元化的债务最大化企业利益。由此,本文提出:

假说 1a:固定资产加速折旧政策导致试点企业的债务结构更加分散。

与此同时,企业在融资市场中变得更有吸引力后,已有债权人可能提供更好的融资合同,以降低融资成本或提高融资额度等方式锁定客户(邹静娴等,2022)。当融资策略变得更具有排他性,企业因此提高了债务结构集中度。并且,分散的债务结构会加剧不同债权人之间的协调难度,而集中的债务结构可以降低在不同债权人之间协商的成本,从而提高企业的破产收益。固定资产加速折旧增加了企业的自由现金流,这可能会加剧企业股东和经理人之间的委托代理问题(Jensen, 1986),进而提高企业破产概率。在此情况下,企业可能选择集中的债务结构,从而在再协商或破产程序中获取更高的股东收益。与此同时,在更多现金流加剧委托代理问题后,企业股东可能主动引入更强的外部监管以缓解委托代理问题,这也将促使企业采用更集中的债务结构(Colla et al., 2013; Li et al., 2021)。此外,加速折旧政策既不影响企业赋税总额,也不会影响企业的会计利润,该政策对企业债务结构调整的作用可能比较有限(Edgerton, 2010; 刘行等, 2018)。据此,本文提出:

假说 1b:固定资产加速折旧政策导致试点企业的债务结构更加集中,或者并无显著影响。

三、研究设计

1. 政策背景与检验方法

2014年10月,财政部和国家税务总局宣布允许六大行业^①对2014年1月1日后新购进的固定资产进行加速折旧。刘行等(2018)、刘啟仁等(2019)通过算例,分析了企业在常规固定资产折旧以及不同加速折旧方式下应纳税额分布的变化情况。允许企业对固定资产采取加速折旧后,相关企业可以改变折旧额的计提分布,进而在购建固定资产的前期少缴税、后期多缴税。固定资产加速折旧政策起到了为企业提供“无息贷款”的作用,缓解了企业购建固定资产时的资金压力,也鼓励其进行固定资产投资。

据此,本文基于固定资产加速折旧的准自然实验,从债务集中度的角度对企业在政策实施后债务结构的变化情况进行实证分析,进而讨论财政政策的事前金融风险治理效应。本文参考Colla et al.(2013)、Li et al.(2021)、Wang et al.(2023)的研究,将企业的总负债(TD_{it})划分六个类别,分别是商业信用(CD_{it})、银行借款($Bank_{it}$)、债券融资($Bond_{it}$)、其他经营负债(OD_{it})、其他金融负债(FD_{it})和

① 六大行业包括:生物药品制造业,专用设备制造业,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业,计算机、通信和其他电子设备制造业,仪器仪表制造业,信息传输、软件和信息技术服务业。

其他负债(*Other_{it}*)^①。随后,依据 Colla et al.(2013)的研究,构建两种债务集中度指标。

第一种债务集中度指标是债务的赫芬达尔指数(*HHI_{it}*),其计算方式如下:

$$SS_{it} = \left(\frac{CD_{it}}{TD_{it}}\right)^2 + \left(\frac{Bank_{it}}{TD_{it}}\right)^2 + \left(\frac{Bond_{it}}{TD_{it}}\right)^2 + \left(\frac{OD_{it}}{TD_{it}}\right)^2 + \left(\frac{FD_{it}}{TD_{it}}\right)^2 + \left(\frac{Other_{it}}{TD_{it}}\right)^2 \quad (1)$$

$$HHI_{it} = \left(\frac{SS_{it} - 1/6}{1 - 1/6}\right) \quad (2)$$

其中,各类型债务均以其数额计算,*SS_{it}*为企业各类型债务占总负债比例的平方和,对*SS_{it}*指数进行标准化后,得到债务的赫芬达尔指数(*HHI_{it}*)。企业债务赫芬达尔指数的取值范围是[0,1],*HHI_{it}*越接近1,表示企业的债务结构越集中;*HHI_{it}*越接近0,则说明企业的债务结构越分散。

第二种债务集中度指标是债务类型数量(*Num_Debt_{it}*),其计算方式如下:

$$Num_Debt_{it} = CD_dummy_{it} + Bank_dummy_{it} + Bond_dummy_{it} + OD_dummy_{it} + FD_dummy_{it} + Other_dummy_{it} \quad (3)$$

其中,债务类型数量(*Num_Debt_{it}*)为企业持有债务类型的数目加总,根据上述债务类型划分,若企业持有该类债务,则该类型的哑变量取1,否则取0。当然,为了避免某种债务占比过低从而对研究结果造成干扰,仅将该类型债务在总债务中占比超过10%的视为持有该类型债务。债务类型数量的取值范围是1—6的整数,*Num_Debt_{it}*越高,说明企业持有的债务类型越多,即债务结构越分散。

进一步,本文构建以下双重差分模型对企业债务结构的变化进行检验:

$$DebtStruc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Post_t \times Treat_i + \beta_2 Controls_{i,t} + \mu_i + \xi_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,下标*i*代表公司,*t*代表年度。被解释变量*DebtStruc_{i,t}*分别为债务赫芬达尔指数(*HHI_{it}*)和债务类型数量(*Num_Debt_{it}*)。*Treat_i*为处理组虚拟变量,若企业属于政策试点范围(即六大行业)取1,否则取0^②。*Post_t*为时间虚拟变量,2014年之后取1,否则取0。*Controls_{i,t}*为控制变量集,包括资产收益率(*ROA*)、营业收入增长率(*Growth*)、企业规模(*Size*)、现金流(*CFO*)、杠杆率(*Lev*)、企业年龄(*Age*)^③。*μ_i*为时间固定效应;*ξ_i*为个体固定效应;*ε_{i,t}*为随机误差项。

2. 数据来源与变量描述性统计^④

本文选取固定资产加速折旧政策实施前后四年,即2010—2018年的年度数据,研究对象为A股上市企业。为保证研究结果的准确性,对样本做以下处理:①剔除金融业和房地产业观测值;②剔除上市状态异常观测值;③剔除主要变量缺失的观测值;④对所有连续变量进行双侧

① 商业信用=应付票据+应付账款+预收款项;银行借款=短期借款+长期借款;债券融资=应付债券;其他经营负债=应付职工薪酬+应交税费+长期应付款+其他应付款+递延所得税负债;其他金融负债=交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付利息+应付股利;其他负债为资产负债表中除上述负债类型以外的负债,主要包括递延收益、衍生金融负债、租赁负债、长期应收款净额(包括融资租赁产生的应收款项、采用递延方式具有融资性质的销售商品和提供劳务等产生的应收款项等)。

② 由于试点企业需要实际购建固定资产才能享受加速折旧,处理组中包含了未实际受到政策影响的企业,因此本文估计的结果实际是政策试点范围内企业(Intention-to-Treat)的平均处理效应。不过,这只会低估政策的真正效果,双重差分的估计结果将是政策真实影响的下界,该设定可能会干扰对实际受到影响企业(Treatment-on-the-Treated)的政策效应估计,但对于政策试点范围内企业的组群处理效应(Intention-to-Treat Cohort Effect)的估计仍然是无偏的(Stango and Zinman, 2014; Von Beschwitz, 2018)。

③ 控制变量定义参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

④ 变量描述性统计结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

1%水平缩尾。本文的数据来源于CSMAR数据库。在主要变量的描述性统计中,值得注意的是:①*Num_Debt*的均值为2.55左右,表明中国A股上市企业在样本区间内平均拥有2.55种债务;②*HHI*的最小值、最大值分别约为0.085和0.880,而*Num_Debt*的最小值、最大值分别为1.000和6.000,表明不同上市公司的债务集中程度不尽相同;③*HHI*和*Num_Debt*的标准差分别约为0.18、0.78,意味着上市公司在债务集中度上的差异较为明显。

四、实证分析

1. 基准回归

这里对前文提出的核心假设进行检验。基准回归结果如表1所示,*HHI*的政策处理效应回归系数约为-0.019,该结果在1%统计水平上显著,表明试点企业相较于控制组在固定资产加速折旧政策实施后*HHI*下降10.56%(≈0.019/0.18×100%)。而*Num_Debt*的政策效应回归系数约为0.065,该系数在1%水平上显著,表明政策实施后,试点企业的债务类型数量增加8.33%(≈0.065/0.78×100%)。两项基准回归结果意味着,固定资产加速折旧政策实施后,企业在债务占比和债务数量两个维度的集中度均有显著下降,企业在该政策实施后均采取了更为分散和多元的债务结构,该结果为假说1a提供了初步的支持。

表1 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>HHI</i>	<i>HHI</i>	<i>Num_Debt</i>	<i>Num_Debt</i>
<i>Post</i> × <i>Treat</i>	-0.0271*** (0.0079)	-0.0190*** (0.0059)	0.0848*** (0.0110)	0.0648*** (0.0171)
常数项	0.3647*** (0.0016)	1.4506*** (0.0820)	2.5303*** (0.0023)	-1.0525*** (0.2604)
控制变量	否	是	否	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
观测值	20083	20083	20083	20083
Adj-R ²	0.5725	0.5970	0.4434	0.4537

注:括号内为行业层面聚类稳健标准误,***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,以下各表同。

2. 动态检验

为了检验双重差分模型的平行趋势前提,本文构建(5)式进行动态检验:

$$Y_{i,t} = \sum_{t=-4}^4 \alpha_t \text{Period}_t \times \text{Treat}_i + \beta_2 \text{Controls} + \mu_i + \xi_i + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, $Y_{i,t}$ 分别为*HHI*和债务类型数量*Num_Debt*。 Period_t 为年份虚拟变量,对样本各期($t \in [-4, +4]$)的政策效应进行检验。图1展示了平行趋势检验的结果。本文得到样本各期政策动态效应的回归系数 α_t ,并以政策前一期($t = -1$)为基准绘制动态效应回归系数及其95%置信区间。从检验结果中可以看出,处理组和对照组事前的*HHI*和*Num_Debt*并无显著差异,具有平行趋势。政策实施后,处理组企业的*HHI*相较于控制组显著下降,而*Num_Debt*则显著上升。

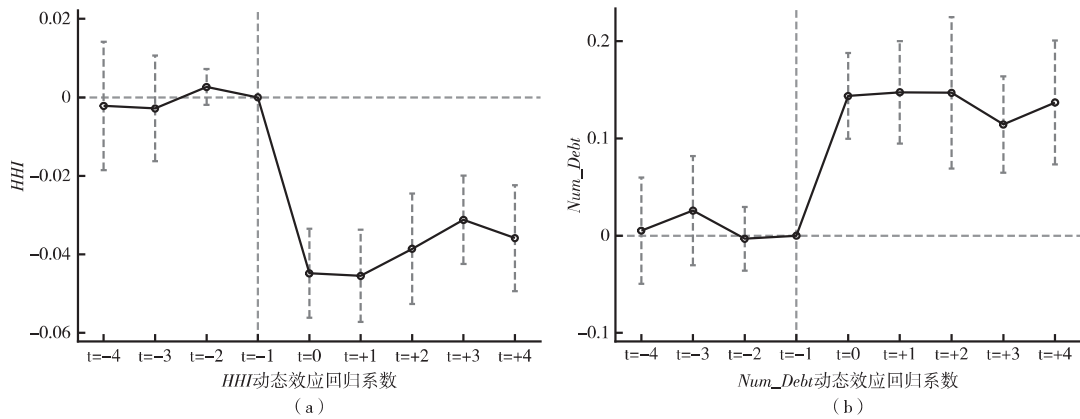


图1 平行趋势检验

3. 稳健性检验^①

为了验证研究结论的可靠性,本文从以下几个方面做了稳健性检验:

(1)安慰剂检验。本文采取两个步骤进行安慰剂检验:①单次安慰剂检验初步识别:生成随机处理组 $Treat_RD_i$,进而构建随机政策处理效应 $DiT = Treat_RD_i \times Post_t$,对随机政策处理效应采取与基准回归相同的方式进行检验;②将上述单次安慰剂检验重复 1000 次。

(2)倾向得分匹配。本文以基准回归中的六项控制变量作为企业特征变量,基于 2013 年的事前企业特征,以 0.01 卡尺、1:1 无放回、最邻近匹配的方法进行样本匹配。对满足平衡性检验的匹配后样本,采取与基准回归相同的方式进行检验。

(3)分离政策范围扩大影响。固定资产加速折旧政策于 2014 年实施,随后在 2015 年,政策试点范围向轻工、纺织、机械、汽车四个行业扩大。为了分离 2015 年冲击的干扰,本文以两种方式进行检验:①参考刘啟仁等(2019)、刘啟仁和赵灿(2020),加入 2015 年政策处理效应变量构建模型;②剔除受到 2015 年冲击的企业样本,并以基准回归相同的方式检验。

(4)控制宏观因素变化影响。本文在基准回归的基础上进一步控制省份×年度的交互固定效应,从而吸收掉省级层面逐年变化的宏观因素影响,缓解经济周期变化、银行信贷供给或区域发展战略差异等宏观层面因素对本文结果的干扰。

(5)控制政府补助。政府在面向固定资产加速折旧政策的目标行业、企业实施政策的同时,可能还会以资金补贴等形式加大对其支持(刘行等,2018)。这导致企业的债务结构调整或许并非由固定资产加速折旧而是由政府补助带来的。为了排除这一可能的解释,本文将政府补助作为控制变量,在基准回归的基础上进一步控制政府补助的影响。

(6)排除“营改增”税制改革干扰。固定资产加速折旧政策于 2014 年实施,而对中国企业经营影响重大的“营改增”税制改革刚好同期逐步施行。为了避免本文所得的结果是由“营改增”导致的,本文参考刘行等(2018),引入“营改增”控制变量。

(7)排除“去杠杆”“去产能”政策干扰。本文使用的样本期为固定资产加速折旧政策实施的前后 4 年,在此期间,“去杠杆”和“去产能”政策对企业投融资行为有较大冲击。对此,一方面,参考史燕平等(2021),构造“去产能”政策处理效应变量 DCP ,将其作为控制变量进行检验;另一方面,根据

^① 稳健性检验结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

企业事前杠杆率均值,将样本划分为事前杠杆率高于75%分位数的高杠杆组和其他组,并以 $High_Lev \times Post_2016$ 构造“去杠杆”政策变量 $DLEV$ 进行检验。

在上述检验中,各项结果均与基准回归保持一致,本文的结论稳健成立,即固定资产加速折旧政策的确使试点企业的债务结构更加分散。

五、进一步分析

本文进一步讨论债务结构变化的影响渠道、期限结构的变化、债务类型的调整,有助于更清晰地认识结构性减税影响企业债务结构的方式,进而更加具体地讨论财政政策的事前金融风险治理效应。

1. 债务结构变化的影响途径

(1) 企业融资渠道。结构性减税政策能够帮助财务状况差的企业拓宽融资渠道,对事前债务风险高的企业效应更强。依据企业2010—2013年的 $Oscore$ 均值,将样本划分为均值高于75分位数的高风险组和正常组,并构建政策处理效应交互项进行回归。^① 回归结果如表2第(1)、(2)列所示,事

表2 债务结构变化渠道检验

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>HHI</i>	<i>Num_Debt</i>	<i>HHI</i>	<i>Num_Debt</i>	<i>HHI</i>	<i>Num_Debt</i>
<i>DiD_High_Oscore</i>	-0.0412*** (0.0086)	0.1779*** (0.0269)				
<i>Post_High_Oscore</i>	-0.0026 (0.0059)	-0.0222 (0.0263)				
<i>DiD_High_TobinQ</i>			-0.0120 (0.0075)	0.1415*** (0.0329)		
<i>Post_High_TobinQ</i>			0.0296*** (0.0077)	-0.1590*** (0.0303)		
<i>DiD_High_CFVO</i>					-0.0209** (0.0078)	0.0541* (0.0307)
<i>Post_High_CFVO</i>					-0.0090 (0.0060)	0.0545** (0.0241)
<i>Post×Treat</i>	-0.0103 (0.0077)	0.0260 (0.0194)	-0.0195*** (0.0062)	0.0426 (0.0259)	-0.0134** (0.0063)	0.0500** (0.0179)
常数项	1.4454*** (0.0904)	-1.1771*** (0.3228)	1.4649*** (0.0831)	-1.1683*** (0.2527)	1.4131*** (0.0768)	-0.9264*** (0.2308)
控制变量	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	18776	18776	19561	19561	20034	20034
Adj-R ²	0.5975	0.4535	0.6014	0.4569	0.5994	0.4556

^① 为便于展示回归结果,在涉及到三项交乘时, $Post \times Treat$ 项简写为 DiD , 下同。

前债务风险高的企业在政策后债务集中度下降更多,使用债务类型数量增加更多。由该结果可知,在试点以前,企业可能因为财务状况差、债务风险高而缺乏融资途径,政策改善其财务状况后,这些企业从事前缺乏融资渠道的状态转变为能够拓宽融资方式的状态,因而分散了债务结构。

(2)未来投资储备。固定资产加速折旧政策鼓励企业加大投资和科技创新。政策激励下企业可能优化债务结构,为未来投资进行融资储备。对此,本文检验了投资机会对企业债务结构的影响,预期事前投资机会多的企业有更分散的债务结构。根据企业事前Tobin Q的均值,将样本划分为高于75分位数的高投资机会组和其他组,并构建交互项进行回归。回归结果如表2第(3)、(4)列所示,高投资机会交互项对*Num_Debt*的回归系数显著为正,对*HHI*的回归系数为负,p值为0.12,表明事前投资机会多的企业的确在政策实施后债务结构分散程度更高。这意味着,企业会在新增投资机会和未来资金支出的预期下主动储备融资能力,提前拓展成熟融资渠道,分散债务结构,以备不时之需。

(3)债务结构目标转变。Colla et al. (2013)发现,企业的破产成本影响其债务结构。政策改善企业财务状况后,企业债务目标也会相应改变。对此,本文检验了事前破产成本不同的企业在政策刺激下的效果差异。参考Colla et al. (2013),利用现金流波动性(*CFVO*)事前均值,将样本划分为大于75分位数的高破产成本组和其他组。构造交互项后的回归结果如表2第(5)、(6)列所示,事前预期破产成本高的企业*HHI*显著更低、*Num_Debt*更高。这表明,政策改善企业现金流后,对防范破产风险更有诉求的企业分散了债务结构,从而降低其陷入资金链断裂等事前金融风险的概率。

2. 债务期限结构变化

前文已经分析了企业债务组成结构的变化情况及其影响渠道。与此同时,企业债务期限错配问题是中国企业债务风险的重要来源,当企业需要频繁地更新债务时,其债务额度和外部融资能力都会降低(He and Xiong, 2012; Harford et al., 2014)。如果企业拥有更多的长期债务,则意味着企业更新债务的频率降低,重新寻找融资的成本减少,稳定经营的时间延长。那么,试点企业的债务期限结构是否也会发生相应的变化?对此,本文使用“长期债务/债务总计”衡量长期债务比率(*LdebtRatio*),并用“长期债务/总资产”(*LdebtRatio1*)作稳健性检验,验证债务期限结构的变化。回归结果如表3第(1)、(2)列所示,固定资产加速折旧政策实施后,企业的长期债务比率显著上升,即企业的债务期限得以延长。这也表明,企业更新债务的频率降低,因而不需要频繁面对滚动债务的再融资风险。

3. 违约风险变化

如前所述,结构性减税引导企业分散债务,降低违约风险。对此,本文利用企业违约距离(*Distance to Default*),从两方面检验:一方面,检验固定资产加速折旧政策实施后企业违约风险的变化情况;另一方面,直接检验企业债务集中度与违约风险的关系。其中,违约距离表示企业距离违约点的远近程度,违约距离越大,表明企业违约风险越小。如表3第(3)、(4)列所示,两列被解释变量均为违约距离*DD*,从第(3)列可以看出,固定资产加速折旧政策实施后,企业的违约距离上升,即违约风险下降;从第(4)列可知,企业债务集中度与违约距离呈显著负相关关系,表明当债务集中度越分散时(*HHI*越小),企业违约风险越小。该部分结果验证了固定资产加速折旧政策引导企业分散债务结构,并且降低了企业违约风险,实现了金融风险的事前治理效应。

表 3 期限结构及违约风险变化结果

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LdebtRatio</i>	<i>LdebtRatio1</i>	<i>DD</i>	<i>DD</i>
<i>Post×Treat</i>	0.0139*** (0.0028)	0.0875** (0.0315)	0.6800*** (0.1930)	
<i>HHI</i>				-0.4309** (0.1703)
常数项	-0.9937*** (0.0640)	-3.4643*** (0.3618)	16.5406*** (1.6682)	17.3264*** (1.7422)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
观测值	20083	20083	20083	20083
Adj-R ²	0.6520	0.3093	0.5412	0.5402

4. 企业债务类型调整

在前面的部分,本文研究了企业债务结构的变化情况。进一步,企业具体会如何调整债务结构?各个类型的债务是否会发生不同的变化?下面,本文继续分析企业债务的具体变化,对划分的六种债务类型分别进行检验,考虑债务占比和债务使用度两方面的变化情况,以该类型债务占总负债的比例衡量债务占比,以是否持有该类型债务衡量使用度。

表4中Panel A报告了各类债务比例的变化情况,Panel B报告了各类债务的使用情况变化。从回归结果可以看出,政策实施后,目标企业的商业信用(*CD*)、其他经营负债(*OD*)发生了较为显著的下降,其原因可能是固定资产加速折旧政策实施缓解了企业在购建固定资产等方面的资金压力,因而减少了企业在经营层面的各类应付款项负债;同时,其他负债(*Other*)的比例和使用度在政策后有显著的提升,这可能是因为政策为企业提供了更多的现金流,使得企业可以拓宽债务类型,获得更多的其他负债。此外,银行信用(*Bank*)的比例及使用度也在政策实施后获得了显著提高。然而,从试点企业的总体效应看,企业债券融资(*Bond*)和其他金融负债(*FD*)的变化并不显著。

银行贷款和公开债券是企业债务融资中更为重要的两项渠道,在试点企业整体的平均处理效应上,银行信用债务的占比和使用度均在政策实施后显著提高,而公开债券的变化并不显著,导致这一结果的原因可能是,中国的金融体系仍以银行为主导,企业在获得融资能力的提高时总体倾向于取得更多的银行贷款。不过,不同企业的债务类型变化是否有所不同?本文尝试从融资约束和企业发展阶段两方面予以分析。

从融资约束异质性看,事前融资约束高的企业的现金流更紧张,也更倾向于从多种渠道尽可能多地获取资金支持。中国的金融体系仍以银行为主导,企业普遍能够通过银行获得信贷资金支持,但受限于未来现金流、财务数据情况等因素,并不一定能获得债券融资。在政策实施带来现金流改善后,企业融资能力获得提升,尤其是事前高融资约束的企业,在政策实施后可以依托改善的现金流,采用银行贷款以外更多类型的债务,如债券融资。因此,本文预期高融资约束

表 4 各类型债务变化情况

Panel A: 债务比例的变化						
被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>CD_pct</i>	<i>Bank_pct</i>	<i>Bond_pct</i>	<i>OD_pct</i>	<i>FD_pct</i>	<i>Other_pct</i>
<i>Post</i> × <i>Treat</i>	-0.0243*** (0.0062)	0.0347*** (0.0042)	-0.0023 (0.0023)	-0.0233*** (0.0072)	0.0010 (0.0021)	0.0143*** (0.0031)
常数项	1.0261*** (0.0772)	-0.5839*** (0.1169)	-0.4720*** (0.0252)	1.1024*** (0.1144)	-0.2139*** (0.0184)	0.1412*** (0.0168)
控制变量	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	20083	20083	20083	20083	20083	20083
Adj-R ²	0.7704	0.7012	0.4038	0.6370	0.3285	0.5705
Panel B: 债务类型的变化						
被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>CD_dummy</i>	<i>Bank_dummy</i>	<i>Bond_dummy</i>	<i>OD_dummy</i>	<i>FD_dummy</i>	<i>Other_dummy</i>
<i>Post</i> × <i>Treat</i>	-0.0062 (0.0068)	0.0488*** (0.0087)	0.0017 (0.0077)	-0.0236 (0.0222)	0.0013 (0.0150)	0.0427*** (0.0102)
常数项	0.9016*** (0.1585)	-1.6103*** (0.2971)	-1.5040*** (0.0739)	1.4791*** (0.2767)	-0.7768*** (0.0885)	0.4578*** (0.0481)
控制变量	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	20083	20083	20083	20083	20083	20083
Adj-R ²	0.5113	0.5892	0.3979	0.5180	0.2566	0.4510

的企业在政策实施后会更多地进行债券融资,从而扩展融资渠道。本文以企业 2010—2013 年 WW 指数均值,将样本划分为融资约束大于 75% 分位数的高融资约束企业和其他企业,进而构造高融资约束企业的政策处理效应交互项 *DiD_High_WW*。回归结果如表 5 第(1)、(2)列所示,高融资约束交互项对债券哑变量的回归系数显著为正,而对银行贷款哑变量的回归系数为负。这表明,事前高融资约束的企业在政策实施后主要增加的是公开债券融资,而减少了银行贷款的使用。

从企业成长周期看,企业在不同发展阶段适合不同的融资方式(Berger and Udell, 1998)。刘诗源等(2020)基于固定资产加速折旧的分析发现,该政策的税收激励作用主要集中在成熟期企业,而对成长期和衰退期的企业影响并不显著。因此,本文参考 Dickinson(2010),按照企业现金流情况,将样本企业划分为成长期、成熟期和衰退期,并构造成熟期企业虚拟变量 *Life* 及政策处理效应交互项 *Did_Life*。回归结果如表 5 第(3)、(4)列所示,相较于成长期和衰退期的企业,成熟期企业在政策实施后更多使用公开债券,减少了对银行贷款的使用。

表 5 融资约束及成长周期影响

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Bond_dummy</i>	<i>Bank_dummy</i>	<i>Bond_dummy</i>	<i>Bank_dummy</i>
<i>DiD_High_WW</i>	0.0710** (0.0293)	-0.0412* (0.0209)		
<i>Post_High_WW</i>	-0.0023 (0.0233)	0.0203 (0.0198)		
<i>DiD_Life</i>			0.0272*** (0.0080)	-0.0475*** (0.0082)
<i>Post_Life</i>			-0.0292*** (0.0088)	-0.0433*** (0.0087)
<i>Post×Treat</i>	-0.0109** (0.0051)	0.0587*** (0.0122)	-0.0082 (0.0088)	0.0614*** (0.0092)
常数项	-1.5103*** (0.0785)	-1.6224*** (0.2871)	-1.4776*** (0.0789)	-1.5371*** (0.3070)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
观测值	20083	20083	20083	20083
Adj-R ²	0.3983	0.5893	0.3985	0.5913

六、减税降费政策的横向比较

随着减税降费政策体系的实践和发展,中国逐步形成了目前结构性减税与普惠性减税并举的局面,采取多种工具具有的放矢地补齐发展短板。不同减税降费工具在作用途径及政策效果上存在一定差异,此部分结合本文的研究框架,从四个方面对几类减税降费政策作横向比较。

1. 普惠性与结构性

减税是凯恩斯学派的核心内容之一。凯恩斯提出的减税及西方国家普遍采取的减税主要是普惠性减税,不具有定向特征。中国在2008年国际金融危机后开始启动结构性减税,针对特定部门实施定向减税降费。普惠性减税基于“税收中性原则”(尹振东和吕冰洋,2022),针对整体经济金融市场实施刺激。而结构性减税能够灵活地干预特定部门,发挥“指挥棒”作用,引导企业服务国家发展重大战略,这也避免了普惠性减税带来的财政压力过大等负面影响,在扩大投资的同时兼顾结构性调整。不过,结构性减税也可能造成不同部门间的福利扭曲,或是引发部分企业的道德风险问题,导致资源浪费和效率损失。普惠性减税与结构性减税着重点不同,实行结构性与普惠性政策并举,在应对特殊问题时因地制宜、因时制宜,可以更有效地兼顾总量问题和结构问题。这是中国目前采取的减税降费战略,也是未来持续完善财税体系应该保持的举措。

2. 结构性减税中的“无息贷款式”工具

结构性减税是中国积极财政政策的重要手段,其政策内容包括定向下调增值税率、定向所得税减免、研发费用加计扣除、固定资产加速折旧等。其中,定向下调增值税率、定向所得税减免、研发费用加计扣除等政策均针对特定行业减免税收金额,这类减税与普惠性减税的区别主要在于其结构性

特征,不妨称之为普通的结构性减税。与之不同,固定资产加速折旧政策仅改变企业所得税缴纳的时间分布,不发生税收总金额变化,几乎不影响财政收入^①,以类似“无息贷款”的形式缓解企业现金流压力,鼓励企业投入生产。“无息贷款式”结构性减税不消耗实际的金融经济资源,政策成本较小,也可以避免“吃政策饭”等浪费行为。

从本文的研究结果看,普通的结构性减税与“无息贷款式”结构性减税在影响企业融资和经营策略上的确有不同效果。实证结果发现,“营改增”对企业债务结构并无显著影响,而政府补助促进了企业债务结构集中化。一般而言,债务结构能够在一定程度上反映企业生产的积极性,积极投入生产经营的企业有更大量的资金需求,通常会更主动地优化债务结构,从而配合生产需要。“无息贷款式”结构性减税,以固定资产加速折旧为例,需要企业实际购建固定资产才能享受政策优惠,因而实际获得该政策优惠的企业也在生产经营上具有更强的积极性,这部分企业在政策提升其融资能力后更多地采取分散的债务结构,进而降低经营风险。而在普通的结构性减税尤其是政府补助下,企业可能并不需要实际投入生产就能获得补贴,这也在一定程度上加剧了依靠政策红利过活、降低生产经营积极性的“懒汉”行为,这部分企业在获得政策支持后降低了生产积极性和对融资的需求,消极的生产反映在融资策略上,可能体现为更高的债务集中度。由此可见,“无息贷款式”结构性减税能够更好地实现用较小的资源和代价获取较大的宏观调控效应,这正是结构性改革和结构性政策希望达到的效果和目的。

3. 财政金融协调治理

加强财政政策和货币政策的协调配合、健全宏观经济治理体系,是党的二十大提出的明确要求,也是实现中国式现代化的重要环节。本文发现,固定资产加速折旧政策虽然本身是财政工具,但通过影响企业的现金流和融资需求发挥效用,促进了金融资源在相关部门间的重新配置,实际发挥了财政金融协同的作用。该类政策与通常使用的财政金融协同政策有所不同,常规的财政金融协同政策一般是由财政部门与金融部门共同制定并实施某项政策,而固定资产加速折旧政策则是财政工具作用于金融端所带来的协同。相较而言,财政、金融两部门共同出台相关政策可能会消耗大量成本,而固定资产加速折旧政策能够更好地以低成本、高效率实现财政金融协同治理。

实施固定资产加速折旧政策一方面避免了企业因购建固定资产造成过高的负债,进而降低其金融端风险;另一方面增强了企业进一步融资的能力和扩大生产的需求,促进金融部门的流动性“活起来”,减少资金“空转”和“脱实向虚”风险(彭俞超等,2018)。该政策在财政端刺激企业扩大投资生产,在金融端降低风险、促进流动性注入实体部门。与之相反,常规的财政支持工具,如企业所得税减免、政府补助等政策仅在财政部门内发挥作用,难以帮助企业获得金融资源的同步支持。同时,常规财政政策也可能加重财政支出负担,可持续性相对较低,而财政压力的上升有可能加剧债务违约风险和金融市场的不稳定性(杨子晖和陈雨恬,2022)。探索财政与金融更合理的协同配合方式,形成目标一致的宏观治理政策,能够提高资源配置效率,增强政策可持续性(刘冲和刘莉亚,2022),也更有利于跨周期和逆周期调控(刘蓉,2022)。

4. 财政的风险治理效应

在金融风险处置的历史实践中,财政手段通常被视为最后一道防线,在债务重组、存款保险等市场化处置手段失效后发挥兜底作用。在中国特定历史时期的金融风险处置过程中,采用财政“他救”手段在防范化解系统性金融风险、解决计划经济时期遗留问题等方面取得了显著效果(易纲,

^① 此处总金额不考虑货币的时间价值。即使考虑时间价值,对财政收入的影响也相对很小。

2022)。不过,利用财政“他救”处置金融风险也是一把“双刃剑”,很可能形成刚性兑付和政府兜底的市场预期,进而激化道德风险。

本文的研究揭示了财政手段能够在风险事件发生之前优化企业债务结构,从源头上实现风险分散,进而防止局部的财务风险和经营风险演化为系统性风险。财政工具不仅可以作为风险处置工具,还能够在事前防范化解风险,以更积极的方式参与金融风险治理。与之相反,普惠性减税针对整体金融经济实施刺激,难以促进债务结构调整和风险化解,反而可能因为财政负担聚集风险。这一发现有助于完善“事前—事中—事后”全生命周期风险处置体系,降低财政兜底引发的道德风险。这对于建设现代财税体制、防范化解系统性金融风险、助力中国式现代化具有重要的理论和实践意义。

七、结论与启示

统筹推进财税、金融等重点领域改革,是完善宏观调控制度体系的重要内容。实施结构性减税政策有利于可持续地激励企业创新发展,兼顾税收在国家治理中的三个作用和安全发展的战略要求;同时,寻找财政政策治理金融风险更积极的方式,有助于加强财政金融协调配合、健全宏观经济治理。基于2014年固定资产加速折旧政策,本文实证检验了结构性减税对企业债务结构的影响,并根据本文的研究框架对几类减税降费政策做了比较分析。研究发现:结构性减税政策实施后,企业拥有更充沛的现金流,从而通过主动调整债务集中度来储备财力,降低再融资风险,最小化陷入财务困境的概率。与此同时,企业债务期限延长,会进一步降低企业面临再融资摩擦的频率。具体而言,债务结构的变化体现在,企业的银行贷款比例及使用度提高,但债券融资和其他金融负债总体上变化不显著。进一步分析表明,事前高融资约束的企业在政策实施后主要增加公开债券融资,而低融资约束的企业主要增加银行贷款;成熟期企业更多地发行债券融资,成长期和衰退期企业倾向于银行贷款融资。

本文的研究表明,“无息贷款式”结构性减税能够更好地实现用较小的资源和代价获取较大的宏观调控效应。并且,结构性减税能够引导企业在债务规模不发生骤变的情况下优化债务结构。这将降低企业面临再融资时因市场摩擦而引发的资金链断裂等风险,也将减少“抽断贷”、银行锁定等问题带来的压力。债务问题对企业而言是财务风险,对国家来说就是财政金融风险。引导企业优化债务结构能够从源头上实现风险分散,防止局部的财务风险和经营风险聚集传染成为系统性风险,实现财政政策以更积极的方式在事前参与金融风险治理。特别地,企业高杠杆问题是中国当前面临的重要金融风险之一(潘英丽和黄益平,2016;周茜等,2020;张成思等,2021),其中,高杠杆本身是一个金融风险,而去杠杆过程又容易引发债务“爆雷”等新的风险(周茜等,2020;许晓芳等,2021)。对此,本文认为,从企业债务结构入手,不仅仅关注量的变化,更要注重结构调整,有助于在结构性去杠杆的过程中避免新的金融风险。与此同时,中国于2024年开始推动大规模设备更新,这会外生地缩短设备折旧年限,加速固定资产折旧,本文的研究将对大规模设备更新和消费品以旧换新政策落实提供一定的理论参考。

基于本文研究的结果,提出以下政策启示:①合理充分运用结构性减税工具,定向支持重大战略发展,增强政策的针对性有效性、更加注重可持续性,综合考虑助企纾困需要和财政承受能力,用最小的政策资源和代价取得最大的宏观调控效应。②进一步加强财政金融政策的联动治理,强化跨周期和逆周期调控,提升资源配置和宏观治理能力,完善宏观调控制度体系。③应加

强财政手段在事前防范化解风险的运用,减少以财政兜底风险处置造成的道德风险。④完善融资市场建设应全面推进债券发行注册制,减少企业发债壁垒,尤其是隐性壁垒,对于成长期企业尤其是符合国家发展规划和产业政策导向的成长企业,应进一步简化公开融资流程,增强其直接融资的能力。

〔参考文献〕

- [1] 范子英,彭飞.“营改增”的减税效应和分工效应:基于产业互联的视角[J].经济研究,2017,(2):82-95.
- [2] 刘冲,刘莉亚.财政金融政策的协同效应——基于小微贷款利息收入增值税减免的研究[J].中国社会科学,2022,(9):67-84.
- [3] 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[J].经济学(季刊),2019,(1):213-234.
- [4] 刘啟仁,赵灿.税收政策激励与企业人力资本升级[J].经济研究,2020,(4):70-85.
- [5] 刘啟仁,赵灿,黄建忠.税收优惠、供给侧改革与企业投资[J].管理世界,2019,(1):78-96.
- [6] 刘蓉.财政金融联动及其在风险防控中的应用[J].国家治理,2022,(1):28-33.
- [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[J].经济研究,2020,(6):105-121.
- [8] 李永友,严岑.服务业“营改增”能带动制造业升级吗[J].经济研究,2018,(4):18-31.
- [9] 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[J].中国工业经济,2023,(11):5-23.
- [10] 毛捷,管星华.地方政府纾困政策的效应研究:来自上市公司的证据[J].经济研究,2022,(9):82-98.
- [11] 彭俞超,倪骁然,沈吉.企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J].经济研究,2018,(10):50-66.
- [12] 潘英丽,黄益平.激辩去杠杆[M].北京:中信出版社,2016.
- [13] 申广军,张延,王荣.结构性减税与企业去杠杆[J].金融研究,2018,(12):105-122.
- [14] 史燕平,杨汀,庞家任.去产能政策与融资租赁[J].金融研究,2021,(4):73-91.
- [15] 王伟同,李秀华,陆毅.减税激励与企业债务负担——来自小微企业所得税减半征收政策的证据[J].经济研究,2020,(8):105-120.
- [16] 许晓芳,汤泰劼,陆正飞.控股股东股权质押与高杠杆公司杠杆操纵——基于我国A股上市公司的经验证据[J].金融研究,2021,(10):153-170.
- [17] 易纲.建设现代中央银行制度[J].中国金融,2022,(24):9-11.
- [18] 尹振东,吕冰洋.纵向产业结构与最优减税策略:结构性减税的理论基础[J].中国工业经济,2022,(11):43-60.
- [19] 杨子晖,陈雨恬.财政金融统一框架下的金融风险测度与分析——基于非线性网络关联的方法[J].中国社会科学,2022,(11):125-144.
- [20] 张成思,刘泽豪,何平.流动性幻觉与高杠杆率之谜[J].金融研究,2021,(7):19-39.
- [21] 张克中,何凡,黄永颖,崔小勇.税收优惠、租金分享与公司内部收入不平等[J].经济研究,2021,(6):110-126.
- [22] 钟宁桦,刘志阔,何嘉鑫,苏楚林.我国企业债务的结构性问题[J].经济研究,2016,(7):102-117.
- [23] 周茜,许晓芳,陆正飞.去杠杆,究竟谁更积极与稳妥[J].管理世界,2020,(8):127-148.
- [24] 邹静娴,申广军,刘超.减税政策对小微企业债务期限结构的影响[J].金融研究,2022,(6):74-93.
- [25] Berger, N. A., and F. G. Udell. The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle[J]. Journal of Banking and Finance, 1998, 22(6-8): 613-673.
- [26] Bolton, P., and D. Scharfstein. Optimal Debt Structure and the Number of Creditors[J]. Journal of Political Economy, 1996, 104(1): 1-25.

- [27] Bolton, P., and X. Freixas. Equity, Bonds, and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium Under Asymmetric Information[J]. *Journal of Political Economy*, 2000, 108(2): 324–351.
- [28] Choi, J., D. Hackbarth, and J. Zechner. Granularity of Corporate Debt[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2021, 56(4): 1127–1162.
- [29] Colla, P., F. Ippolito, and K. Li. Debt Specialization[J]. *Journal of Finance*, 2013, 68(5): 2117–2141.
- [30] Crouzet, N. Aggregate Implications of Corporate Debt Choices[J]. *Review of Economic Studies*, 2018, 85(3): 1635–1682.
- [31] DeAngelo, H., L. DeAngelo, and T. Whited. Capital Structure Dynamics and Transitory Debt[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 99: 235–261.
- [32] De Fiore, F., and H. Uhlig. Corporate Debt Structure and the Financial Crisis [J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2015, 47(8): 1571–1598.
- [33] Diamond, D. W. Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt[J]. *Journal of Political Economy*, 1991, 99(4): 689–721.
- [34] Diamond, D. W., and Z. He. A Theory of Debt Maturity: The Long and Short of Debt Overhang [J]. *Journal of Finance*, 2014, 69(2): 719–762.
- [35] Dickinson, V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle[J]. *Accounting Review*, 2011, 86(6): 1969–1994.
- [36] Edgerton, J. Investment Incentives and Corporate Tax Asymmetries[J]. *Journal of Public Economics*, 2010, 94(11–12): 936–952.
- [37] Faulkender, M., and M. A. Petersen. Does the Source of Capital Affect Capital Structure [J]. *Review of Financial Studies*, 2006, 19(1): 45–79.
- [38] Giannetti, C. Debt Specialization and Performance of European Firms [J]. *Journal of Empirical Finance*, 2019, 53: 257–271.
- [39] Harford, J., S. Klasa, and W. F. Maxwell. Refinancing Risk and Cash Holdings [J]. *Journal of Finance*, 2014, 69(3): 975–1012.
- [40] He, Z., and W. Xiong. Rollover Risk and Credit Risk [J]. *Journal of Finance*, 2012, 67: 391–429.
- [41] Holmstrom, B., and J. Tirole. Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112: 663–691.
- [42] Li, N., Y. Lou, C. A. Otto, and R. Wittenberg-Moerman. Accounting Quality and Debt Concentration [J]. *Accounting Review*, 2021, 96(1): 377–400.
- [43] Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. *American Economic Review*, 1986, 76(2): 323–329.
- [44] Rajan, R. G. Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm’s-Length Debt [J]. *Journal of Finance*, 1992, 47(4): 1367–1400.
- [45] Rauh, J. D., and A. Sufi. Capital Structure and Debt Structure [J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(12): 4242–4280.
- [46] Roberts, M. R., and, A. Sufi. Renegotiation of Financial Contracts: Evidence from Private Credit Agreements [J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(2): 159–184.
- [47] Stango, V., and J. Zinman. Limited and Varying Consumer Attention: Evidence from Shocks to the Salience of Bank Overdraft Fees [J]. *Review of Financial Studies*, 2014, 27(4): 990–1030.
- [48] Von Beschwitz, B. Cash Windfalls and Acquisitions [J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 128(2): 287–319.
- [49] Wang, J., X. Huang, X. Ni, and K. Chan. Meeting with Creditors in Front of the Black Mirror: Information Security Certification and Corporate Debt Structure [R]. SSRN Working Paper, 2023.

Structural Tax Cuts and Corporate Debt Structure Adjustment: Implications on the Ex-ante Financial Risk Management Effects of Fiscal Policy

NI Xiao-ran¹, HUANG Kun-hao², PENG Yu-chao³, HAN Han⁴

(1. School of Economics, Xiamen University;

2. Guanghua School of Management, Peking University;

3. School of Finance, Central University of Finance and Economics;

4. School of Economics, Peking University)

Abstract: It is generally believed that fiscal policy's role in managing financial risks primarily manifests in ex-post interventions characterized by "external rescue". However, this paper posits that fiscal policy not only plays a role in post-crisis intervention but also has ex-ante governance effects on financial risks. Specifically, structural tax cuts can achieve significant macroeconomic regulatory effects with fewer policy resources, enabling firms to optimize their debt structure without a drastic reduction in debt levels and manage risks of non-distressed enterprises.

This paper focuses on the adjustments of corporate debt structure under structural tax cut policies. For enterprises that are not financially distressed, financial risks mainly manifest as difficulties in refinancing, making them vulnerable to negative shocks and increasing the probability of financial distress. Such financial risks often stem from disruptions in the capital chain. Therefore, this paper centers on preventing ex-ante financial risks for enterprises, discussing the extent to which non-distressed firms can prevent themselves from falling into financial distress.

In this context, the debt structure plays a vital role; a diversified debt structure indicates that a firm's liabilities consist of a broader range of debt types, meaning that the firm has more established financing channels. By diversifying their debt structure and expanding financing channels before encountering financial distress, rather than depleting a single financing channel or seeking new sources of funds only when external shocks necessitate a change, firms can enhance their future capacity to respond to sudden funding needs. When emergency funding is required, firms can quickly access revolving funds through existing financing channels without incurring significant costs to find new ones.

This paper constructs a measure of debt concentration for Chinese firms and employs a difference-in-differences (DID) model to empirically analyze A-share listed companies in China, using the fixed assets accelerated depreciation policy as a "zero-interest loan" type of structural tax cut policy. The paper finds that the policy improves firms' cash flow, allowing them to expand their financing channels and build a more diversified and lower-risk debt structure, thus mitigating refinancing risks and financial distress. In terms of the sources of debt changes, operating payables decrease, reducing reliance on fixed financing channels. Additionally, the changes in bank loans and bond financing differ across firms with varying financing constraints and growth stages. The findings demonstrate that fiscal measures have not only ex-post risk resolution capabilities but also ex-ante risk management effects. Strengthening fiscal and financial coordination can enhance resource allocation efficiency and support balanced development and security.

This study provides significance in four aspects: ① This paper extends the discussions on debt structure. Based on Chinese debt structure indicators, it supplements research on dynamic changes in debt structure and the impact of macroeconomic policies on corporate debt structure. ② Regarding the practice of structural tax cuts in China, existing literature primarily analyzes corporate debt from a quantitative perspective. This paper offers more a comprehensive analysis of changes in debt concentration, debt maturity, and debt types, thus supplementing research on the dynamic adjustment of corporate debt structures due to tax policies, especially structural tax cuts. ③ Existing literature usually discusses corporate asset allocation. This paper, however, finds that firms not only allocate assets but also proactively allocate debts, which is significant for further understanding corporate financing and investment behavior. ④ This paper has practical significance for optimizing corporate debt structures and preventing and resolving financial risks.

Keywords: structural tax cuts; debt structure; financial risk management; finance

JEL Classification: E62 G32 G38

[责任编辑:覃毅]