



# 企业避税行为 与投资者系统风险估算

陈作华<sup>1</sup>, 方红星<sup>2</sup> <sup>增加</sup>“山东”

<sup>1</sup> 山东财经大学 会计学院, 济南 250014

<sup>2</sup> 东北财经大学 会计学院, 辽宁 大连 116025

**摘要:** 企业避税行为经济后果一直是学术界和实务界共同关注的焦点话题。围绕企业避税行为经济后果的研究结论也不尽相同, 基于温和避税行为视角的研究认为企业避税程度的增强有助于提升企业价值, 而基于激进避税行为视角的研究认为企业避税程度的上升会破坏企业价值。由于企业避税程度强弱可能会带来不同的经济后果, 基于系统风险视角和企业避税行为整体性层面, 探讨避税行为对投资者系统风险估算的影响以及二者之间是否存在曲线关系具有重要意义。

企业避税程度强弱导致投资者系统风险估算存在差异。选取2008年至2014年沪深两市上市公司为样本, 基于单因素模型和去杠杆贝塔模型计量系统风险; 采用会计实际税率及其变体度量企业避税程度的方法, 基于公司系统风险视角, 采用普通最小二乘法多元回归方法实证检验企业避税行为与投资者系统风险估算的内在联系。

研究表明, 企业避税程度与系统风险的平方项显著正相关, 在控制可能的自选择偏差后结论不变。对温和避税的企业, 随着避税程度的增强, 公司系统风险显著下降; 对激进避税的企业, 伴随避税程度的增强, 公司系统风险显著上升。因而, 企业避税行为与系统风险呈U形曲线关系。企业避税程度不同对投资者风险估算带来不同的影响, 市场上投资者将降低选择温和避税企业的系统风险, 而提高选择激进避税企业的系统风险。

基于企业避税行为和投资者系统风险估算的研究结果表明, 投资者和监管者应一分为二地看待企业避税行为。一方面, 监管者应当鼓励企业采用合法手段适度避税, 允许企业和投资者享受适度避税带来的好处; 另一方面, 应加大对企业激进避税行为的监管力度, 防止激进避税行为对政府、企业和投资者带来负面影响。

研究结论从系统风险这一视角, 明晰了企业避税行为与投资者系统风险估算的关系, 丰富了企业避税和系统风险研究。

**关键词:** 企业避税; 激进避税; 温和避税; 投资者系统风险估算; 系统风险

**中图分类号:** F275 **文献标识码:** A **doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2016.05.011

**文章编号:** 1672-0334(2016)05-0135-13

## 1 引言

无论在西方发达国家还是在中国等新兴市场经济国家, 企业避税行为日益引起广泛的社会关注。

企业避税行为经济后果在学术界和实务界已成为世界范围的热点话题, 在企业税收理论研究领域占有重要地位。已有研究大多集中在企业避税行为带来

**收稿日期:** 2016-05-02 **修返日期:** 2016-08-20

**基金项目:** 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(2009JJD790005)

**作者简介:** 陈作华, 管理学博士, 山东财经大学会计学院讲师, 研究方向为资本市场会计、内部控制与公司税收等, 代表性学术成果为“高质量内部控制能有效应对特质风险和系统风险吗?”, 发表在2015年第4期《会计研究》, E-mail: chenzh-2001@163.com

方红星, 管理学博士, 东北财经大学会计学院教授, 研究方向为资本市场会计、内部控制与审计等, 代表性学术成果为“高质量内部控制能抑制盈余管理吗? ——基于自愿性内部控制鉴证报告的经验研究”, 发表在2011年第8期《会计研究》, E-mail: hxfang@dufe.edu.cn

结构、投资决策和营运活动等而影响公司未来现金流量的分布<sup>[19]</sup>。

MODIGLIANI et al.<sup>[20]</sup>认为在完美无摩擦的市场上,在没有公司所得税和个人所得税的情况下,企业价值与资本结构无关。由于企业价值等于营业现金流量的现值,因此在MODIGLIANI et al.<sup>[20]</sup>的研究中,税收政策与营业现金流量无关。MODIGLIANI et al.<sup>[21]</sup>放松了MODIGLIANI et al.<sup>[20]</sup>的假设前提,将所得税纳入模型中,认为在存在企业所得税的市场环境下,由于利息的税盾效应,负债程度越高,税盾带来的好处会提升企业价值。然而,负债过高会放大企业面临的风险,当企业经营状况较好时,负债比重越高,企业获益越多;当企业经营状况不好时,损失也会惨重。因此,作为企业税收政策的主要内容,企业避税行为对企业的资本结构选择会产生重大影响。企业采取较为温和的避税行为,可能意味着企业会权衡利息税盾效应的利弊而适度负债,企业现金流较为安全和稳定;当企业采取激进的避税行为时,意味着企业可能会过度利用利息税盾效应带来的好处而忽视过度负债的风险,导致现金流异常波动。企业避税行为因对资本结构产生影响而导致现金流呈现不同分布,市场投资者对此心知肚明,于是在经济条件好时会对激进避税企业给出较高的股票价格,在经济条件较差时给出较低的股票价格,而温和避税企业的股价受经济条件好坏的影响相对较小。由于股票市场指数也会随着经济条件的好坏升高或降低,而且公司系统风险衡量的是公司股价相对市场指数变动的幅度,因而温和避税行为下,适度增加避税行为,系统风险下降;而激进避税行为下,避税程度增加,系统风险上升。

避税行为影响企业的投资决策。信息不对称会扭曲市场的资源配置功能,导致市场难以有效区分企业的优劣,造成优质企业投资不足、劣质企业过度投资;同时,信息不对称会加剧管理层的机会主义动机,从而导致低效率投资。企业避税行为加剧了信息不对称,导致了代理冲突,而企业激进避税行为,因加剧信息不对称和扭曲激励契约,引发代理冲突,进而导致企业投资效率下降<sup>[22]</sup>。因此,激进避税行为导致投资效率下降,进而影响企业现金流量,导致系统风险上升。

企业避税行为对企业营运活动的影响视是否激进而不同。当企业避税较为温和、避税意愿并不强烈时,在销售商品、提供劳务、资金借贷以及无形资产转让等企业营运活动中,企业通过滥用转移定价,以不经过公平市场竞争的内部转移价格和收费标准在关联企业间实现利润由高税率企业向低税率企业转移的可能性就很小,企业的营运活动则较为稳定。因此,企业避税行为较为温和时,伴随着的是风险和不确定性较低,企业的现金流也较为稳定<sup>[23]</sup>,那么投资者将调低其估算的系统风险。当企业避税行为较为激进时,企业在相应的营运活动中,通过滥用转移定价在关联企业间实现利润由高税率企业向低税率

企业转移的可能性就很大,这时营运活动受到避税的冲击较为严重。因此,企业避税行为较为激进时,更偏爱不确定性,激进地追求新机会,决策前不会有周密的计划,企业的现金流极不稳定<sup>[23]</sup>,相应地投资者将调高其估算的系统风险。

综合上述避税成本收益分析和避税对财务决策的影响,当企业避税行为较为温和时,避税边际收益大于避税边际成本,投资者财富随着避税程度的增强而增加,而且企业资本结构、投资决策、营运活动对现金流的影响是积极和稳定的,因而系统风险随着避税程度的增加而下降;当企业避税行为较为激进时,避税负面效应得以放大,投资者财富随着避税程度的增强而降低,且企业资本结构、投资决策、营运活动对现金流的影响是负面和波动的,因而系统风险随着避税程度的增加而上升。据此,本研究提出假设。

H 企业避税程度与系统风险呈U形曲线关系,即企业避税行为较为温和时,避税程度与系统风险负相关;当企业避税行为较为激进时,避税程度与系统风险正相关。

## 4 研究设计

### 4.1 变量定义

#### 4.1.1 避税程度

国际主流期刊刊发的文献大多直接采用实际税率及其变体度量企业的避税程度,在具体的度量方式上,常用的主要有两种方式。第一种方式是会计实际税率,等于所得税费用除以税前会计利润<sup>[24-25]</sup>;第二种方式是现金实际税率,等于现金支付的所得税除以税前会计利润<sup>[26-27]</sup>。

由于在中国难以获取现金支付的所得税数据,又因用其他数据(如现金支付的所有税费)替代会产生较大的噪音,因此本研究基于会计实际税率及其变体度量企业避税程度的高低。借鉴刘行等<sup>[28]</sup>的处理方法,运用法定税率减去实际税率衡量企业的避税程度,即 $BDETR$ 。这样不仅使各企业的避税程度有很好的可比性,也可以保证数值越大,避税程度越高。此外,DYRENG et al.<sup>[29]</sup>和KUBICK et al.<sup>[30]</sup>认为,税收返还和税务纠纷的存在,使年度实际税率在不同年度之间波动较大而存在噪音,仅仅使用当期的实际税率衡量企业避税程度可能会导致研究结果的不稳定,因此提出使用多期实际税率的平均值刻画避税程度。借鉴DYRENG et al.<sup>[29]</sup>和KUBICK et al.<sup>[30]</sup>的研究,将企业过去5年( $t-4$ 年至 $t$ 年)的 $BDETR$ 取平均值(即 $LRBDETR$ )度量避税程度。

具体而言,基于会计实际税率,并考虑到会计实际税率度量避税程度存在的不足,借鉴刘慧龙等<sup>[31]</sup>的研究,引入会计实际税率的几个变体衡量避税程度,以增强研究结论的稳健性。 $ETR_1$ 、 $ETR_2$ 、 $ETR_3$ 和 $ETR_4$ 分别为会计实际税率的不同变体,区别在于对所得税费用和(或)税前会计利润是否采用递延所得税费用进行调整,具体为

去掉“用”

行税收规避; SALE为期间费用, 等于期间费用除以销售收入; GMV为权益资本变动, 等于公司市值与上年市值的比率减1; CAP为有形资本密集度, 等于年末固定资产净值除以总资产; INT为无形资本密集度, 等于年末无形资产净值除以总资产; INV为存货密集度, 等于年末存货净值除以总资产, 存货越多的企业可能越少从事税收规避; NOL为是否亏损, 当企业当年度的净利润小于0时取值为1, 否则取值为0; COMP为管理层薪酬, 等于董事、监事及高管年薪总额的自然对数;  $\gamma_0$ 为常数项;  $\gamma_1 \sim \gamma_{11}$ 为各变量的回归系数;  $\phi$ 为残差项。

第二阶段, 将第一阶段估计出的逆米尔斯比作为控制变量纳入(6)式, 意味着将样本自选择偏误视为遗漏变量。如果  $\lambda$  的回归系数显著不为0, 即表明自选择偏误的存在。Heckman 第二阶段企业避税程度对系统风险的回归结果见表6, (1)列~(4)列的解释变量分别为  $LRBDETR_1$ 、 $LRBDETR_2$ 、 $LRBDETR_3$  和  $LRBDETR_4$  及它们的平方项以及4项对应的逆米尔斯比  $\lambda_{11}$ 、 $\lambda_{12}$ 、 $\lambda_{13}$  和  $\lambda_{14}$ 。检验结果表明,  $\lambda_{11}$ 、 $\lambda_{12}$ 、 $\lambda_{13}$  和  $\lambda_{14}$  均在1%水平上显著, 表明存在自选择偏误, 有必要将  $\lambda$  作为遗漏变量纳入到回归模型中; 在控制自选择偏误的情况下, 4个避税指标的平方项均显著为正,  $t$  值分别为 3.075、2.498、5.803 和 2.506, 表明在控制自选择偏误的情况下, 本研究结论依然稳健。

5.5.2 避税程度的重新度量

根据前文避税程度的度量方式, 即法定税率减去实际税率的4个不同度量指标 ( $ETR_1$ 、 $ETR_2$ 、 $ETR_3$  和  $ETR_4$ ), 得到当期税率差异  $BDETR_1$ 、 $BDETR_2$ 、 $BDETR_3$  和  $BDETR_4$ , 当期税率差异数值越大, 企业避税程度越高。将当期税率差异作为避税程度 ( $\lambda$ ) 的替代度量方式, 对(6)式重新回归, 回归结果与前文结论一致。

除此以外, 在计算实际税率  $ETR$  时, 用息税前利润代替税前会计利润, 重新计算  $BDETR$  和  $LRBDETR$ , 根据重新计算的结果, 对企业避税行为与系统风险之间关系进行检验, 得到的回归结果没有改变前文的结论。限于篇幅, 未予报告。

5.5.3 系统风险的重新度量

对于系统风险的其他度量方式, 去杠杆贝塔模型是理论界常用的一种度量方式。去杠杆贝塔模型为

$$\beta_u = \beta_l \frac{E}{E + D} \quad (9)$$

其中,  $\beta_u$  为无杠杆系统风险值,  $\beta_l$  为有杠杆系统风险值,  $E$  为公司权益市场价值,  $D$  为公司负债市场价值。采用(9)式对前文的  $\beta$  去杠杆化, 然后对(6)式重新进行回归, 回归结果均与前文结论一致。

除此以外, 对于(5)式中的  $R_{m,t}$ , 选择总市值加权市场月收益率对(5)式进行回归, 得到基于总市值加权的  $\beta$ , 再次对(6)式进行回归, 结果同前文一致。限于篇幅, 未予报告。

表6 Heckman 第二阶段避税程度对系统风险的回归结果

Table 6 Regression Results of Heckman Second Stage of Tax Avoidance on Systematic Risk

变量	$\beta$			
	(1)	(2)	(3)	(4)
$LRBDETR_1$	-0.016 (-0.359)			
$LRBDETR_1^2$	0.647*** (3.075)			
$\lambda_{11}$	-0.078*** (-3.382)			
$LRBDETR_2$		-0.001 (-0.061)		
$LRBDETR_2^2$		0.120** (2.498)		
$\lambda_{12}$		-0.150*** (-6.057)		
$LRBDETR_3$			0.033 (1.259)	
$LRBDETR_3^2$			0.587*** (5.803)	
$\lambda_{13}$			-0.099*** (-4.170)	
$LRBDETR_4$				-0.018 (-0.499)
$LRBDETR_4^2$				0.377** (2.506)
$\lambda_{14}$				-0.120*** (-5.457)
STD_CFO	0.398*** (3.413)	0.364*** (3.117)	0.381*** (3.267)	0.394*** (3.386)
CFO	-0.262*** (-5.782)	-0.239*** (-5.295)	-0.259*** (-5.732)	-0.270*** (-5.947)
LEV	0.059** (2.169)	0.040 (1.435)	0.071*** (2.618)	0.051* (1.858)
BM	0.032*** (4.164)	0.033*** (4.279)	0.032*** (4.150)	0.032*** (4.202)
Size	0.009 (1.552)	0.010* (1.669)	0.009 (1.553)	0.011** (1.986)
Divpayer	-0.029*** (-3.727)	-0.022*** (-2.836)	-0.023*** (-3.009)	-0.023*** (-2.948)
ROE	-0.224*** (-6.420)	-0.142*** (-3.710)	-0.213*** (-6.203)	-0.181*** (-5.046)
截距	0.775*** (6.622)	0.823*** (7.056)	0.776*** (6.681)	0.750*** (6.368)
行业年度	控制	控制	控制	控制
观测值	9 588	9 532	9 576	9 532
调整的 $R^2$	0.176	0.180	0.184	0.178

## 6 结论

本研究以2008年至2014年沪深两市上市公司为样本,基于公司系统风险视角,实证检验企业避税行为对投资者风险估算的影响,从整体性层面探讨二者的关系,通过稳健性检验证明结论的可靠性。研究结果表明,企业避税程度与系统风险的平方项显著正相关,在控制住可能的自选择偏误后结论不变。对温和避税企业,随着避税程度的增加,公司系统风险显著下降。对激进避税企业,随着避税程度的增加,公司系统风险显著上升。因而,企业避税行为与系统风险呈U形曲线关系。企业避税程度强弱不同对投资者风险估算带来不同的影响。避税温和的企业,其避税边际收益大于边际成本,且资本结构、投资决策和营运活动对企业现金流的影响是积极和稳定的,市场上投资者将降低对温和避税企业的系统风险的评估;避税激进的企业,其避税边际成本得以放大,资本结构、投资决策和营运活动对企业现金流的影响是消极和波动的,投资者将提高对激进避税企业的系统风险的评估。

本研究立足于企业避税行为如何影响投资者系统风险估算,为学术界研究企业避税行为经济后果提供了新的思路,弥补了已有企业避税行为与资本成本和企业风险研究的不足,为企业避税行为与资本成本和企业价值的研究搭建了沟通的桥梁。同时,本研究为投资者和税务监管部门提供了有益的启示,税务监管部门应一分为二地看待企业避税行为。一方面,应当鼓励企业采用合法手段适度地避税,允许企业和投资者享受适度避税带来的好处;另一方面,应加大对企业激进避税行为的监管力度,减弱激进避税行为对政府、企业和投资者带来的负面影响。

本研究仍然存在一些不足。一方面,企业避税行为对投资者系统风险估算的影响可能受到产权性质、信息环境以及公司治理环境的影响,本研究对此未进行更深入地探讨,未来可进行深入考察。另一方面,企业避税程度度量上也存在不足,该指标主要基于会计实际税率和现金实际税率进行度量。但由于在中国难于获取现金支付的所得税数据,又因用其他数据(如现金支付的所有税费)替代会产生较大噪音,因而本研究被迫放弃了现金实际税率的度量方式。未来研究将深入考察产权性质、信息环境和公司治理环境对企业避税行为经济后果的影响,完善企业避税行为度量指标的准确性和可信性。

## 参考文献:

- [1] COH B W, LEE J, LIM C Y, et al. *The effect of corporate tax avoidance on the cost of equity*. Singapore: Singapore Management University, 2013.
- [2] HANLON M, SLEMROD J. What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*, 2009, 93(1/2): 126-141.
- [3] KIM J B, LI Y, ZHANG L. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(3): 639-662.
- [4] HUTCHENS M, REGO S O. *Does greater tax risk lead to increased firm risk?*. Champaign, IL: University of Illinois, 2015.
- [5] DESAI M A, DHARMAPALA D. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(1): 145-179.
- [6] DESAI M A, DHARMAPALA D. Corporate tax avoidance and firm value. *The Review of Economics and Statistics*, 2009, 91(3): 537-546.
- [7] GALLEMORE J, MAYDEW E L, THORNOCK J R. The reputational costs of tax avoidance. *Contemporary Accounting Research*, 2014, 31(4): 1103-1133.
- [8] BANKMAN J. An academic's view of the tax shelter battle // *Crisis in Tax Administration*. Baltimore, Maryland: Brookings Institution Press, 2004: 9-37.
- [9] GRAHAM J R, HANLON M, SHEVLIN T J, et al. Incentives for tax planning and avoidance: evidence from the field. *The Accounting Review*, 2014, 89(3): 991-1023.
- [10] ZIMMERMAN J L. Taxes and firm size. *Journal of Accounting and Economics*, 1983, 5: 119-149.
- [11] MILLS L F, NUTTER S E, SCHWAB C M. The effect of political sensitivity and bargaining power on taxes: evidence from federal contractors. *The Accounting Review*, 2013, 88(3): 977-1005.
- [12] HANLON M, HEITZMAN S. A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50(2/3): 127-178.
- [13] REGO S O, WILSON R J. Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting Research*, 2012, 50(3): 775-810.
- [14] BALAKRISHNAN K, BLOUIN J, GUAY W. *Does tax aggressiveness reduce financial reporting transparency?*. Philadelphia, PA: University of Pennsylvania, 2011.
- [15] 陈冬,唐建新. 高管薪酬、避税寻租与会计信息披露. *经济管理*, 2012, 34(5): 114-122.  
CHEN Dong, TANG Jianxin. High-ranking manager's emolument, rent-seeking through tax avoidance and accounting information disclosure. *Economic Management Journal*, 2012, 34(5): 114-122. (in Chinese)
- [16] FRANK M M, LYNCH L J, REGO S O. Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. *The Accounting Review*, 2009, 84(2): 467-496.
- [17] LAMBERT R A, LEUZ C, VERRECCHIA R E. Accounting information, disclosure, and the cost of cap-