



避税天堂直接投资、 代理成本与投资效率

魏志华¹, 向雪漫², 谭琼瑶³

1 厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005

2 重庆理工大学 会计学院, 重庆 400054

3 中兴通讯股份有限公司 财经管理部, 上海 201203

摘要: 在经济全球化背景下,越来越多的跨国公司通过在避税天堂进行投资建立子公司等分支机构来参与全球经济活动。避税天堂一般具有低税收、缺乏信息交换、信息不透明等特征,会导致税基侵蚀和利润转移的不公平经济环境。因此,这一现象引起了政府部门和学术界的高度重视。

以2009年至2019年中国A股上市公司为研究样本,采用Logit回归模型,实证检验避税天堂直接投资对公司投资效率的影响,基于第1类代理成本和第2类代理成本的视角考察其作用机制,并检验融资约束、产权性质和政治关联的调节效应。在进一步分析中检验避税天堂直接投资对公司绩效的影响,以及内外部公司治理机制的治理作用。

研究表明,拥有避税天堂直接投资的公司其投资效率显著更低,原因在于避税天堂直接投资会增加公司的第1类代理成本,进而降低投资效率。虽然避税天堂直接投资也会增加公司的第2类代理成本,但第2类代理成本并没有发挥中介作用。异质性分析表明,在受融资约束程度高的公司、非国有公司以及没有政治关联的公司中,避税天堂直接投资对非效率投资的影响更严重。进一步研究还发现,拥有避税天堂直接投资的上市公司其过度投资和投资不足的程度都显著更高,尤其是过度投资问题更为突出。此外,避税天堂直接投资对投资效率的负面影响不仅具有持续性,还会进一步损害公司绩效,而良好的公司治理有助于缓解避税天堂直接投资对投资效率的负面影响。

研究结果丰富了有关避税天堂直接投资的相关研究,为深刻理解避税天堂直接投资的危害及其原因提供新的经验证据,为公司决策者意识到避税天堂直接投资的“双重性”提供参考借鉴,在实践中对完善中国的避税天堂直接投资监管、规范上市公司避税天堂直接投资行为具有一定的指导意义。

关键词: 避税天堂直接投资; 投资效率; 代理成本; 过度投资; 投资不足

中图分类号: F275

文献标识码: A

doi: 10.3969/j.issn.1672-0334.2023.03.007

文章编号: 1672-0334(2023)03-0100-16

收稿日期: 2022-04-13 **修返日期:** 2023-03-20

基金项目: 国家自然科学基金(71972163); 福建省社会科学重点研究基地重大项目(FJ2020JDZ005); 厦门大学中国式现代化专项(20720231051)

作者简介: 魏志华, 管理学博士, 厦门大学经济学院教授, 研究方向为公司财务、资本市场和财税问题等, 代表性学术成果为“IPO首日限价政策能否抑制投资者‘炒新’”, 发表在2019年第1期《管理世界》, E-mail: finjoy@126.com
向雪漫, 经济学博士, 重庆理工大学会计学院讲师, 研究方向为公司金融和公司治理等, 代表性学术成果为“Board directors' foreign experience and firm dividend payout”, 发表在2022年第75卷《Journal of Corporate Finance》, E-mail: xx14973@163.com
谭琼瑶, 中兴通讯股份有限公司财经管理部工作人员, 研究方向为税收理论与政策、公司金融等, E-mail: tqy651729917@163.com

引言

随着经济全球化的不断推进,越来越多的跨国公司到海外进行投资,但这些投资中有很大部分都流向避税天堂,避税天堂是指以无税或低税率为主要特征的国家或地区。国际货币基金组织公布的数据显示,全球流向避税天堂的资金约占全球对外直接投资金额存量的40%,绝对数值达到15万亿美元。这些流向避税天堂的资本主要以避税为目的,而非以生产经营为目的,这带来了严重的税基侵蚀和利润转移问题^[1]。近年来,中国上市公司在避税天堂进行投资的现象也日益普遍。据本研究统计,在避税天堂直接投资的中国沪深A股上市公司数量和占比呈快速上升趋势,从2002年的80家公司、占6%飙升至2019年的1824家公司、占47.5%,这一现象值得引起高度关注。

避税天堂直接投资属于重要的公司投资决策,其投资效率高低以及对公司绩效产生何种影响是一个亟待深入探索的话题。已有研究表明,许多中国上市公司在避税天堂进行投资的背后都隐藏着转移公司利润、规避税收的目的^[2],未必是真正出于公司发展的需要,因而可能会扭曲资源配置,导致投资非效率。鉴于此,本研究探讨避税天堂直接投资对公司投资效率可能存在的负面影响,并基于代理成本视角揭示个中原因;进一步地,检验避税天堂直接投资对公司绩效的影响,并探索良好的公司治理机制是否有助于减弱避税天堂直接投资对投资效率的不利影响。

1 相关研究评述

国内外关于避税天堂的研究最早开始于20世纪七八十年代,近年来随着经济全球化进程的加快以及国际社会对于国际反避税的呼声日益高涨,与避税天堂有关的问题已经成为学术界关注的一个研究热点。已有的相关研究主要围绕4个方面展开。

(1) 避税天堂的界定和特征。对于避税天堂目前并没有形成统一的界定,但不同的政府部门、国际组织以及学者大多采用类似的特征界定和识别避税天堂。无税或低税率被视为是避税天堂最重要的特征^[3]。此外,避税天堂还具有缺乏有效的信息交换、缺乏透明度、没有实质性经营活动要求以及以离岸金融中心自居等关键特征^[4]。虽然许多政府部门、国际组织以及学者会依据某些典型特征列出各自的避税天堂名单,但总体而言,不同避税天堂名单上包含的国家或地区大同小异,大部分都包含约40个国家和地区^[4]。

(2) 避税天堂直接投资的动机和影响因素。避税天堂的一个关键特征就是低税率,这使公司很容易通过转让定价和资本弱化等手段将利润转移至避税天堂,实现国际避税^[5]。许多实证研究均表明,避税是公司进行避税天堂直接投资最重要的动机^[6]。例如,在2009年至2012年,苹果公司设计了著名的“爱尔兰荷兰三明治”的国际避税策略,将来源于世界各

地的销售收入转入避税天堂,规避了440亿美元海外收入的税收支出。此外,避税天堂直接投资背后还可能隐藏着规避监管、国际化经营、海外并购、“掏空”和行贿等各类动机。还有一些研究发现,公司的避税天堂直接投资决策受公司特征等因素的影响^[7]。

(3) 避税天堂直接投资的经济后果。从宏观看,已有研究主要关注避税天堂直接投资导致的税基侵蚀和利润转移问题^[8]。现有消除双重征税的国际税收治理体系容易产生双重不征税的情况,导致跨国公司将利润转移至避税天堂,造成应税利润的消失,并严重侵蚀国家税基,这种行为被称为税基侵蚀和利润转移(base erosion and profit shifting, BEPS)^[2]。该现象引起了各国政府的高度重视,并出台了一系列法律法规和管理条例打击跨境避税行为。从公司微观层面看,已有研究聚焦于避税天堂直接投资的避税效果^[6]。也有少数研究探讨避税天堂直接投资的其他经济后果,如公司价值^[9]、公司社会责任^[10]、银行贷款成本^[11]、权益资本成本^[12]、财务报告透明度^[13]和审计费用^[14]等。

(4) 避税天堂治理机制。已有研究主要围绕BEPS行动计划^[15]、税收情报交换协定^[16]的作用效果展开。此外,相关研究还考察了加强法律法规约束、税收竞争、国际压力、公共压力等因素对避税天堂避税行为的治理作用^[17]。

综上所述,中国学者对日益普遍的中国公司避税天堂直接投资现象还缺乏足够的关注,相关研究尚处于起步阶段,目前还未见有研究从避税天堂直接投资的视角探讨公司投资效率的影响因素。本研究旨在深入探究避税天堂直接投资是否会降低公司的投资效率,并进一步探索其影响机理和治理机制,以弥补已有研究的缺憾。

2 理论分析和研究假设

在一个无摩擦的完美世界中,公司的投资仅取决于其投资机会。然而,在复杂的现实世界里,信息不对称和代理问题等资本市场摩擦会导致公司的投资偏离其最优投资水平。

信息不对称理论认为,公司与外部投资者之间由于信息不对称而产生的逆向选择和道德风险可能导致更高的外部资本成本,从而导致融资约束和投资不足。在逆向选择模型下,当公司估值过高时,管理者更有可能进行权益融资,因为他们比外部投资者更了解公司资产的真实价值和成长机会。然而,理性的投资者可能预期到这种结果,并要求投资溢价,这会增加公司资本成本,导致投资不足。而在道德风险模型下,管理者有动机最大化个人利益,从而导致过度投资。然而,外部投资者可能预见到这些问题并提高资本成本,从而导致融资约束和投资不足。

代理理论则认为,管理者在做投资决策时存在最大化个人利益的动机,而不是最大化股东利益,从而导致投资效率低下。运用代理理论分析中国上市

公司的投资问题时需要考虑两类代理问题,即经理人与股东之间的代理问题(以下简称为第1类代理问题)、控股股东与中小股东之间的代理问题(以下简称为第2类代理问题)。第1类代理问题的存在可能导致过度投资^[18]。拥有自由现金流的经理人可能出于“帝国建设”或者其他自利性动机,将资金投资到并不能为公司创造价值的项目上,导致非效率投资。第2类代理问题在中国十分普遍^[19],控股股东会通过“掏空”行为从中小股东那里攫取资源,控股股东可能利用其控制权迫使上市公司投资于一些有利于其自身但有损公司价值的投资项目,导致非效率投资。

可见,信息不对称和代理问题是导致公司非效率投资的重要因素。避税天堂直接投资可能增加公司的信息不对称程度,加剧代理问题,进而降低公司的投资效率。原因主要有以下几点:有关公司避税的研究发现,公司避税活动确实会加剧公司内外部的信息不对称程度^[20],增加公司财务和业务的复杂性,为公司控制人的利益侵占提供掩护^[21]。关于避税天堂直接投资的研究则表明,避税通常被认为是跨国公司在避税天堂进行投资的关键动机^[5]。因此,避税天堂直接投资很可能加剧公司的信息不对称程度。鉴于公司利用避税天堂避税的手段多种多样,具有复杂性和专业性等特点,如转让定价、资本弱化、关联交易和无形资产转移等^[22],这些避税手段在很大程度上降低公司信息透明度。同时,避税天堂本身也具有金融信息极度不透明、保密制度完善和监管宽松等特点。因此,避税天堂直接投资无疑会增加公司内外部的信息不对称程度。魏志华等^[14]以信息披露质量为信息不对称的衡量指标进行实证检验,发现避税天堂直接投资的确会增加企业信息不对称的程度。而信息不对称程度的增加会导致逆向选择问题,即投资者无法识别真正拥有投资机会的公司和不具备投资机会的公司,在这种混乱的状态下,往往会出现投资者投资了原本不该投资的公司,即出现了资金配置错乱,这将导致投资效率下降的不良后果。此外,公司经理人或控股股东还可能利用避税天堂创造的隐蔽环境实施一系列机会主义行为,导致非效率投资。基于上述分析,本研究提出假设。

H₁ 避税天堂直接投资降低公司的投资效率。

避税天堂直接投资可能引发两类代理问题,进而降低公司投资效率。一方面,由于避税天堂直接投资往往隐含避税动机,这会增加经理人的风险。经理人作为公司的管理人员需要对公司激进的避税行为负直接责任,一旦这种激进的避税行为被税务部门发现,经理人的声誉将受损,甚至可能面临降职、撤职等风险。因此,对于经理人来说,所获薪酬不仅应包括正常工资水平,还应该涵盖对该风险的补偿。但在现实中,由于避税本身不具有合法性,因此经理人获得的薪酬往往并没有包括对承担避税风险的补偿^[23]。所以,经理人往往会利用避税天堂直接投资提供的隐蔽性为自己获取额外的利益,以补偿其承

担的避税风险。在这一过程中,经理人将偏离公司股东利益最大化的经营目标,加剧第1类代理冲突。此外,即便公司考虑到了这个问题,对经理人承担的避税风险及时进行了薪酬补偿,经理人依然存在为追求自身利益而牺牲股东利益的动机,原因在于经理人是公司的直接经营者,其受到的监督并不充分;而且由于避税天堂具有低税率、信息保密等特点,在避税天堂直接投资的上市公司为经理人攫取私利提供了隐蔽的环境和可乘之机,这也将加剧股东与经理人之间的代理冲突,增加第1类代理成本。

另一方面,在中国大多数上市公司的股权都比较集中,第2类代理问题备受关注。已有研究表明,第2类代理问题在中国十分普遍^[20],大股东对中小股东的利益侵害程度较高。JOHNSON et al.^[24]认为,第2类代理问题的存在可能导致上市公司投资于部分净现值小于零的项目而引发过度投资。控股股东的资产收购是导致公司过度投资和损害公司价值的最常见的“掏空”行为^[13],而信息不对称又会加剧大股东对公司的“掏空”^[24]。避税天堂直接投资背后可能隐藏激进的公司避税行为,往往伴随着转让定价、资本弱化、关联销售公司和无形资产转移等复杂的避税手段,这无疑会增加公司的信息不透明程度^[14],故在避税天堂直接投资的上市公司更有可能发生大股东的“掏空”行为。因此,避税天堂直接投资还可能增加公司的第2类代理成本。结合前文有关代理问题是导致公司非效率投资的重要因素的阐述,本研究提出假设。

H_{2a} 避税天堂直接投资增加公司的第1类代理成本,进而降低公司的投资效率。

H_{2b} 避税天堂直接投资增加公司的第2类代理成本,进而降低公司的投资效率。

除了信息不对称和代理问题,融资约束也对公司的投资效率造成影响。融资约束导致公司不得不放弃一些净现值为正的、好的投资项目,且公司面临的融资约束越严重,越容易出现投资不足^[25],降低投资效率。如前所述,许多中国上市公司在避税天堂进行投资的背后潜藏着公司转移利润、规避税收的目的,这些投资未必出于公司发展需要,而且大量的避税天堂直接投资还会浪费公司的宝贵资源,对公司其他净现值为正的良好投资项目产生挤出效应。尤其对于一些原本就存在融资约束的公司,避税天堂直接投资可能使公司资金雪上加霜,加剧投资不足,进一步降低公司投资效率。因此,理论上可以预期,在融资约束程度越高的公司,避税天堂直接投资导致的资源错配问题会越严重。

此外,公司的产权性质也可能影响避税天堂直接投资与投资效率之间的关系。与非国有公司相比,国有公司直接或间接地为政府控制,其经营目标并不仅仅是经济利益最大化,还需要满足一定的政治和社会目标,并承担更多的社会责任,因而国有公司采取激进避税行为的概率较低。由于国有公司直接受到政府部门的监管,其进行避税天堂直接投资的

概率将明显低于非国有公司^[7]。同时, 产权性质不同的公司面临的融资约束程度也存在较大差异。国有公司存在预算软约束, 它们更容易获得政府补贴和银行贷款, 并且贷款利率更低, 限制条款更少, 其融资约束程度较小; 相比之下, 非国有公司通常被认为面临更大的融资约束, 因此它们更有可能采取激进的避税行为, 以增加公司现金流, 导致资源错配。鉴于此, 可以合理推断, 避税天堂直接投资对投资效率的负面影响在非国有公司中更严重。

同样, 政治关联也可能影响避税天堂直接投资与投资效率之间的关系。与没有政治关联的公司相比, 拥有政治关联的公司往往能够获得更多的政府支持和更低的税率, 因而其利用避税天堂进行激进避税的动机就会减弱^[7]。同时, 政治关联还可以帮助公司获得更多优惠待遇和更多的贷款, 降低公司的融资约束^[26], 从而提高投资效率。此外, 有政治关联的公司也更容易受到政府部门的监管, 其利用避税天堂直接投资进行激进避税、利润转移或“掏空”的行为更容易被发现, 而一旦被发现, 将面临较大的声誉风险和损失, 因而其利用避税天堂从事自利行为的动机就会减弱。鉴于此, 本研究预期, 在有政治关联的公司中避税天堂直接投资对投资效率的负面影响更弱, 而在没有政治关联的公司中避税天堂直接投资对投资效率的负面影响更强。基于上述分析, 本研究提出假设。

H_{3a} 在融资约束高的公司中, 避税天堂直接投资对投资效率的负面影响更严重;

H_{3b} 在非国有公司中, 避税天堂直接投资对投资效率的负面影响更严重;

H_{3c} 在没有政治关联的公司中, 避税天堂直接投资对投资效率的负面影响更严重。

3 研究设计

3.1 样本选取和数据来源

本研究的初始样本包括 2009 年至 2019 年中国 A 股上市公司, 时间至 2019 年的主要原因在于: 本研究探讨避税天堂直接投资和公司投资效率, 而 2020 年开始的全球疫情冲击不仅对公司的海外投资行为, 包括避税天堂直接投资产生影响, 也对公司的投资产生重要影响, 这很可能干扰本研究的主要结果。为增强数据的准确性和可靠性, 本研究按照以下原则对初始样本进行筛选: ①剔除金融行业上市公司; ②剔除同时发行 B 股和 H 股的公司; ③剔除国内上市公司持股比例小于 10% 的公司; ④剔除样本期间内被标为 ST 或 *ST 的公司; ⑤剔除已经退市的公司和数据不全的公司。最终获得 3 170 家上市公司的 21 500 个样本观测值。为避免极端值对回归结果的干扰, 对所有连续变量按 1% 和 99% 分位进行缩尾处理。本研究的数据来自国泰安数据库。

3.2 变量定义

3.2.1 投资效率

目前中国学者多采用 Richardson 模型测量公司投

资效率^[27]。因此, 本研究也采用该模型测量公司投资效率, 具体模型为

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TQ_{i,t-1} + \beta_2 Siz_{i,t-1} + \beta_3 Age_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 Cas_{i,t-1} + \beta_6 Ret_{i,t-1} + \beta_7 Inv_{i,t-1} + \sum Yea + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}^1 \quad (1)$$

其中, i 为公司, t 为年; Inv 为资本投资, 借鉴王丹等^[27]的研究, 其值等于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金与处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额的差额再除以年初总资产; TQ 为投资机会, 用托宾 Q 测量; Age 为上市年限; Ret 为股票收益率; Yea 为年份固定效应, Ind 为行业固定效应; β_0 为截距项, $\beta_1 \sim \beta_7$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}^1$ 为残差项。其他变量定义见表 1。

根据 (1) 式可以估计出公司的预期合理投资水平, 以及实际投资水平与预期投资水平之间的差额 (残差项), 本研究用残差项的绝对值测量公司投资非效率的程度。该值越高表明公司的实际投资水平偏离预期合理投资水平越远, 投资非效率的程度越高, 即投资效率越低; 该值越低表示投资非效率程度越低, 即投资效率越高。

3.2.2 避税天堂直接投资

对于避税天堂直接投资, 本研究主要关注上市公司在避税天堂是否拥有持股比例不低于 10% 的子公司, 反映在年报科目中既有股权投资, 也有并表投资。目前, 学术界最常见的避税天堂名单有 3 种标准: ① OECD 标准, 即经济合作与发展组织确定的避税天堂名单^[28]; ② USA 标准, 即美国在《停止滥用税收天堂法案》中确定的一份避税天堂名单^[29]; ③ HINES 标准, 即 HINES^[5] 在其研究中确定的避税天堂名单。以上 3 种避税天堂名单涵盖的避税天堂大同小异。参照魏志华等^[14]的研究, 本研究分别采用以上 3 种标准测量避税天堂直接投资。具体而言, 本研究分别使用 $Hav1$ 、 $Hav2$ 和 $Hav3$ 测量公司是否拥有避税天堂直接投资, 在国泰安数据库中获取上市公司海外直接投资数据, 再与国际避税天堂名单进行匹配。如果公司在 OECD 避税天堂名录中进行直接投资, $Hav1$ 取值为 1, 否则取值为 0; 如果公司在 USA 避税天堂名录中进行直接投资, $Hav2$ 取值为 1, 否则取值为 0; 如果公司在 HINES 避税天堂名录中进行直接投资, $Hav3$ 取值为 1, 否则取值为 0。

3.2.3 中介变量: 代理成本

目前学术界主要借鉴 ANG et al.^[30] 的研究, 使用管理费用率和总资产周转率测量第 1 类代理成本。但魏志华等^[31]认为, 总资产周转率受公司规模、经营风险和行业特征等诸多噪音影响, 而管理费用率可能是更合适的代理变量。因此, 参照魏志华等^[31]的研究, 本研究采用管理费用率测量第 1 类代理成本 ($Cos1$), 等于管理费用除以主营业务收入, 其值越大表明第 1 类代理成本越高。参考姜国华等^[32]的研究, 本研究使用其他应收款净额占总资产的比率测量第 2 类代理成本 ($Cos2$), 其值越大表明大股东与中

小股东之间的第2类代理成本越高。

3.2.4 控制变量

借鉴已有研究的做法^[24],本研究将可能影响公司投资的一些变量加以控制。公司特征控制变量包括公司规模、财务杠杆、盈利能力、资产有形性、货币资金、公司成长性和盈余管理;股权特征控制变量包括第一大股东持股比例、管理层持股比例;董事会特征控制变量包括董事会规模、独立董事占比、两职合一;企业内部控制质量也可能会影响企业投资效率,因此将内控指数加以控制,具体采用迪博内控指数加1后取自然对数进行测量,该指数越高代表内控质量越好。

3.2.5 异质性分组变量

本研究采用融资约束、产权性质和政治关联3个变量进行异质性分析。①融资约束。鞠晓生等^[33]认为,KZ指数和WW指数包含了很多具有内生性的金融变量,而SA指数仅使用公司规模和公司年龄这两个随时间变化不大且具有较强外生性的变量构成,可能是更适合测量融资约束的变量。因此,本研究采用SA指数测量公司的融资约束程度,SA指数为负且绝对值越低说明企业受到的融资约束程度越大。②产权性质。将公司的产权性质分为国有公司和非国有公司。③政治关联。参照张雯等^[34]的研究,采用公司董事长或总经理是否有政治背景测量政治关联。

本研究主要变量的定义见表1。

3.3 实证模型

3.3.1 主回归模型

为了检验上市公司避税天堂直接投资对公司投资效率的影响,本研究构建模型为

$$Ine_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Hav_{i,t} + \sum \delta_n Con_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \sum Pro + \varepsilon_{i,t}^2 \quad (2)$$

其中, Hav 为避税天堂直接投资,分别为 $Hav1$ 、 $Hav2$ 和 $Hav3$; Con 为控制变量; Pro 为省份固定效应; δ_0 为截距项, $\delta_1 \sim \delta_n$ 为回归系数, n 为控制变量序号, $n = 2, \dots, 14$, $\varepsilon_{i,t}^2$ 为残差项。本研究对所有回归进行公司层面的聚类标准误处理。如果 δ_1 显著为正,表明避税天堂直接投资增加了公司的非效率投资,即降低了投资效率, H_1 得到验证。

3.3.2 中介效应模型

本研究参照温忠麟等^[35]的研究设计,采用中介模型对避税天堂直接投资影响投资效率的渠道进行检验。具体模型为

$$Cos_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Hav_{i,t} + \sum \alpha_n Con_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \sum Pro + \varepsilon_{i,t}^3 \quad (3)$$

$$Ine_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Hav_{i,t} + \gamma_2 Cos_{i,t} + \sum \gamma_n Con_{i,t} + \sum Yea + \sum Ind + \sum Pro + \varepsilon_{i,t}^4 \quad (4)$$

其中, Cos 为代理成本,分别为 $Cos1$ 和 $Cos2$; α_0 和 γ_0 为截距项, $\alpha_1 \sim \alpha_n$ 、 $\gamma_1 \sim \gamma_n$ 为回归系数,(3)式中 $n = 2, \dots,$

14,(4)式中 $n = 3, \dots, 15$, $\varepsilon_{i,t}^3$ 和 $\varepsilon_{i,t}^4$ 为残差项。如果 δ_1 显著,若 α_1 和 γ_2 均显著,或至少有一个不显著,但bootstrap检验置信区间不包含0,则证明代理成本具有中介效应,即避税天堂直接投资通过影响公司的代理成本进而影响公司投资效率, H_2 得到验证。

4 实证结果和分析

4.1 主要变量描述性统计

表2给出主要变量的描述性统计结果, Ine 的均值为0.030,表明样本中非效率投资规模的平均值约占公司总资产的3%; Ine 的最小值为0.0004,最大值为0.220,标准差为0.036,表明不同公司之间的投资效率存在较大差异。 $Hav1$ 、 $Hav2$ 和 $Hav3$ 的均值分别是0.358、0.357和0.361,说明中国上市公司中有超过35%的公司选择在避税天堂进行直接投资;同时也可以看出,不管是采用OECD标准、USA标准还是HINES标准测量避税天堂直接投资,它们的均值和标准差都非常接近。第1类代理成本的均值为0.097、标准差为0.081,第2类代理成本的均值为0.017、标准差为0.026,表明第1类代理成本的离散程度比第2类代理成本更大。

4.2 避税天堂直接投资对投资效率的影响

表3给出基于(2)式的回归结果,检验避税天堂直接投资对投资效率的影响。结果表明, $Hav1$ 、 $Hav2$ 和 $Hav3$ 的回归系数均在1%水平上显著为正,表明不管采用哪种标准测量避税天堂直接投资,在避税天堂进行直接投资的上市公司其投资非效率程度均显著更高,即投资效率显著更低。从经济意义上看, $Hav1$ 的回归系数为0.002,表明相对于未在避税天堂进行直接投资的上市公司,在避税天堂进行直接投资的上市公司其非效率投资要高出0.002个单位,相当于非效率投资平均值的6.667%。可见,避税天堂直接投资对投资效率的负面影响在统计意义和经济意义上均显著, H_1 得到验证。虽然已有研究认为,避税天堂直接投资能够帮助公司实现跨国避税,给公司带来节税效应,有助于提升公司价值,但本研究结果表明,避税天堂直接投资对上市公司和所有股东而言其实是一把“双刃剑”,从投资效率的角度看,避税天堂直接投资对公司的负向影响占据主导地位,体现了“双刃剑”的另一面。

4.3 渠道检验:代理成本视角

表4给出中介效应的检验结果,A栏为第1类代理成本的检验结果,B栏为第2类代理成本的检验结果;(1)列~(3)列为基于(3)式的回归结果,(4)列~(6)列为基于(4)式的回归结果。由A栏可知, Hav 的回归系数在前3列中均显著为正,表明在避税天堂进行直接投资的上市公司其第1类代理成本显著更高。从经济意义上看,与未在避税天堂进行直接投资的上市公司相比,在避税天堂进行直接投资的上市公司其第1类代理成本要高出0.3%左右。在(4)列~(6)列, Hav 和 $Cos1$ 的回归系数均在1%水平上显著为正,并且Sobel z 值也在5%水平上显著,表明第

表1 主要变量定义
Table 1 Definitions of Main Variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	非效率投资	<i>Ine</i>	(1) 式回归残差项的绝对值
自变量	是否在避税天堂直接投资	<i>Hav1</i>	在 OECD 名单中的避税天堂进行直接投资取值为 1, 否则取值为 0
		<i>Hav2</i>	在 USA 名单中的避税天堂进行直接投资取值为 1, 否则取值为 0
		<i>Hav3</i>	在 HINES 名单中的避税天堂进行直接投资取值为 1, 否则取值为 0
中介变量	第 1 类代理成本	<i>Cos1</i>	$\frac{\text{管理费用}}{\text{主营业务收入}}$
	第 2 类代理成本	<i>Cos2</i>	$\frac{\text{其他应收款净额}}{\text{总资产}}$
控制变量	公司规模	<i>Siz</i>	资产总额取自然对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	$\frac{\text{总负债}}{\text{总资产}}$
	盈利能力	<i>Roa</i>	$\frac{\text{净利润}}{\text{总资产}}$
	资产有形性	<i>Fix</i>	$\frac{\text{固定资产净额}}{\text{总资产}}$
	货币资金	<i>Cas</i>	$\frac{\text{期末现金持有}}{\text{总资产}}$
	公司成长性	<i>Gro</i>	营业收入增长率
	盈余管理	<i>EM</i>	基于横截面修正 Jones 模型估计得到的残差
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	$\frac{\text{第一大股东持股数量}}{\text{总股数}}$
	管理层持股比例	<i>Msh</i>	$\frac{\text{管理层持股数量}}{\text{总股数}}$
	董事会规模	<i>Bds</i>	董事会总人数的自然对数
	独立董事占比	<i>Irt</i>	$\frac{\text{独立董事人数}}{\text{董事会总人数}}$
	两职合一	<i>Dua</i>	当董事长与总理由同一人担任时取值为 1, 否则取值为 0
	内控指数	<i>Icd</i>	迪博内控指数加 1 后取自然对数
	异质性分析 分组变量	融资约束	<i>SA</i>
产权性质		<i>Soe</i>	当产权性质为国有公司时取值为 1, 否则取值为 0
政治关联		<i>Pol</i>	当公司总经理或董事长为现任或前任政府官员、人大代表或政协委员时, 认为公司有政治关联, 取值为 1, 否则取值为 0

1 类代理成本确实发挥中介作用, H_{2a} 得到验证。

由 B 栏可知, *Hav* 的回归系数在前 3 列显著为正, 表明在避税天堂进行直接投资的上市公司其第 2 类代理成本显著更高。从经济意义上看, 与未在避税天堂进行直接投资的上市公司相比, 在避税天堂进行直接投资的上市公司其第 2 类代理成本要高出 0.2% 或 0.3% 左右。但在 (4) 列 ~ (6) 列中, *Cos2* 的回归系数不显著, 且未通过 Sobel 检验, 表明第 2 类代理

成本没有发挥中介作用, H_{2b} 没有得到验证。可能原因在于: ①如前文所述, 在避税天堂进行直接投资的上市公司往往存在较大的避税风险, 这将增加管理者因为激进的避税行为被税务部门发觉而导致声誉受损、被处罚甚至撤职的风险, 他们为了使自己得到相应的补偿, 更倾向于利用避税天堂创造的隐蔽环境来实施一系列机会主义行为, 从而导致第 1 类代理冲突要大于第 2 类代理冲突, 因此避税天堂直接投资

表2 描述性统计结果

Table 2 Results for Descriptive Statistics

	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Ine</i>	0.030	0.036	0.0004	0.020	0.220
<i>Hav1</i>	0.358	0.480	0	0	1
<i>Hav2</i>	0.357	0.479	0	0	1
<i>Hav3</i>	0.361	0.480	0	0	1
<i>Cos1</i>	0.097	0.081	0.009	0.077	0.532
<i>Cos2</i>	0.017	0.026	0.0002	0.008	0.166
<i>Siz</i>	22.050	1.187	19.630	21.920	25.590
<i>Lev</i>	0.438	0.211	0.054	0.429	0.950
<i>Roa</i>	0.035	0.065	-0.307	0.035	0.194
<i>Fix</i>	0.220	0.162	0.002	0.188	0.711
<i>Cas</i>	0.159	0.123	0.010	0.123	0.608
<i>Gro</i>	0.191	0.476	-0.570	0.112	3.273
<i>EM</i>	0.061	0.062	0.001	0.042	0.323
<i>Top1</i>	0.344	0.148	0.086	0.322	0.748
<i>Msh</i>	0.064	0.132	0	0.0004	0.598
<i>Bds</i>	2.136	0.196	1.609	2.197	2.708
<i>Irt</i>	0.373	0.053	0.333	0.333	0.571
<i>Dua</i>	0.224	0.417	0	0	1
<i>Icd</i>	6.236	1.251	0	6.508	6.746
<i>SA</i>	3.488	0.274	2.997	3.458	4.095
<i>Soe</i>	0.370	0.483	0	0	1
<i>Pol</i>	0.350	0.477	0	0	1

注：由于代理成本存在缺失值，*Cos1*的样本观测值为21 499，*Cos2*的样本观测值为21 498，其他变量的样本观测值均为21 500。

更多地是通过第1类代理成本来影响投资效率；②采用其他应收款率测量第2类代理成本可能不够准确，从而导致第2类代理成本的中介效应不明显，但目前学术界还缺乏更精确的测量；③上市公司中第1类代理问题可能要比第2类代理问题严重，如张宁^[36]较为科学地测量了两类代理问题在同一公司中的严重程度，发现第1类代理问题确实比第2类代理问题更严重。

4.4 异质性分析

4.4.1 避税天堂直接投资、融资约束与投资效率

为了检验在不同的融资约束程度下避税天堂直接投资对投资效率的影响是否存在显著差异，本研究采用分组回归的方式。根据每一年所有公司SA

表3 避税天堂直接投资与投资效率

Table 3 Direct Investment in Tax Havens and Investment Efficiency

	<i>Ine</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>Hav1</i>	0.002 ^{***} (3.406)		
<i>Hav2</i>		0.003 ^{***} (3.501)	
<i>Hav3</i>			0.003 ^{***} (3.432)
<i>Siz</i>	-0.004 ^{***} (-9.334)	-0.004 ^{***} (-9.353)	-0.004 ^{***} (-9.338)
<i>Lev</i>	0.008 ^{***} (3.455)	0.008 ^{***} (3.459)	0.008 ^{***} (3.461)
<i>Roa</i>	0.031 ^{***} (5.251)	0.031 ^{***} (5.253)	0.031 ^{***} (5.255)
<i>Fix</i>	0.024 ^{***} (8.674)	0.024 ^{***} (8.685)	0.024 ^{***} (8.677)
<i>Cas</i>	0.012 ^{***} (4.157)	0.012 ^{***} (4.160)	0.012 ^{***} (4.161)
<i>Gro</i>	0.003 ^{***} (4.438)	0.003 ^{***} (4.434)	0.003 ^{***} (4.436)
<i>EM</i>	0.020 ^{***} (4.208)	0.020 ^{***} (4.215)	0.020 ^{***} (4.212)
<i>Top1</i>	0.002 (0.724)	0.002 (0.731)	0.002 (0.725)
<i>Msh</i>	0.006 ^{**} (2.314)	0.006 ^{**} (2.307)	0.006 ^{**} (2.320)
<i>Bds</i>	0.001 (0.581)	0.001 (0.582)	0.001 (0.575)
<i>Irt</i>	0.017 ^{**} (2.386)	0.017 ^{**} (2.387)	0.017 ^{**} (2.387)
<i>Dua</i>	0.003 ^{***} (3.013)	0.003 ^{***} (3.022)	0.003 ^{***} (3.007)
<i>Icd</i>	-0.001 [*] (-1.815)	-0.001 [*] (-1.812)	-0.001 [*] (-1.816)
年份固定效应	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制
样本观测值	21 500	21 500	21 500
调整的R ²	0.074	0.074	0.074

注：括号内数据为经稳健标准误修正后的t值；***为在1%水平上显著，**为在5%水平上显著，*为在10%水平上显著；下同。

表4 代理成本的中介作用
Table 4 Mediation Effects of Agency Cost

A 栏: 第1类代理成本的中介作用						
	Cos 1			Ine		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Hav</i> 1	0.003*** (2.665)			0.002*** (4.249)		
<i>Hav</i> 2		0.003*** (2.707)			0.003*** (4.374)	
<i>Hav</i> 3			0.003** (2.533)			0.002*** (4.291)
Cos 1				0.019*** (5.451)	0.019*** (5.447)	0.019*** (5.454)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本观测值	21 499	21 499	21 499	21 499	21 499	21 499
调整的 R^2	0.327	0.327	0.327	0.075	0.075	0.075
Sobel z 值				2.394**	2.424**	2.297**
B 栏: 第2类代理成本的中介作用						
	Cos 2			Ine		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Hav</i> 1	0.002*** (6.669)			0.003*** (4.403)		
<i>Hav</i> 2		0.002*** (6.273)			0.003*** (4.526)	
<i>Hav</i> 3			0.003*** (6.371)			0.003*** (4.437)
Cos 2				-0.015 (-1.491)	-0.015 (-1.485)	-0.015 (-1.484)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本观测值	21 498	21 498	21 498	21 498	21 498	21 498
调整的 R^2	0.160	0.159	0.159	0.074	0.074	0.074
Sobel z 值				-1.455	-1.445	-1.445

指数绝对值的中位数将样本分为两组, 绝对值大于中位数的公司为融资约束高组, 绝对值小于中位数

的公司为融资约束低组, 采用(2)式分别对两组子样本进行检验。回归结果见表5, *Hav*1的回归系数在融

表5 异质性分析结果
Table 5 Results for Heterogeneity Analysis

	Ine					
	融资约束		产权性质		政治关联	
	高	低	非国有公司	国有公司	无	有
<i>Hav</i> 1	0.004*** (3.686)	0.0004 (0.384)	0.002** (2.273)	0.001 (0.531)	0.003*** (3.627)	0.001 (0.785)
组间系数差异	0.003***		0.002*		0.002**	
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本观测值	10 626	10 874	13 536	7 964	13 970	7 530
调整的 R^2	0.089	0.054	0.068	0.097	0.070	0.087

资约束高的子样本中显著为正,在融资约束低的子样本中不显著,组间系数差异显著异于0。这一结果表明,在融资约束高的公司中,避税天堂直接投资对公司非效率投资的影响越严重, H_{3a} 得到验证。

4.4.2 避税天堂直接投资、产权性质与投资效率

本研究基于不同的产权性质检验避税天堂直接投资对投资效率的影响是否存在显著差异,采用(2)式分别对非国有公司和国有公司样本进行分组检验。回归结果见表5, *Hav*1的回归系数在非国有公司中显著为正,在国有公司中不显著,组间系数差异显著异于0,表明避税天堂直接投资对公司非效率投资的影响在非国有公司更加严重, H_{3b} 得到验证。

4.4.3 避税天堂直接投资、政治关联与投资效率

最后检验政治关联对于避税天堂直接投资与投资效率二者关系的影响,采用(2)式分别对有政治关联和无政治关联的子样本进行分组检验。回归结果见表5, *Hav*1的回归系数在没有政治关联的公司中显著为正,而在有政治关联的公司中不显著,组间系数差异显著异于0, H_{3c} 得到验证。

总体而言,表5的结果表明,在融资约束程度越高的公司、非国有公司和没有政治关联的公司中,避税天堂直接投资对非效率投资的影响更为严重。限于篇幅,表5仅给出 *Hav*1的回归结果, *Hav*2和 *Hav*3的回归结果与 *Hav*1一致,后文做同样处理。

5 稳健性检验

为了确保本研究主要结果的可靠性,进行一系列稳健性检验。

(1) 分组检验。考虑到公司到避税天堂直接投资除了避税动机之外还可能还存在其他动机,如真实的业务开拓;同时,有些公司实际税率较低还可能是因

为其享受了税收优惠政策,如被认定为高新技术企业。为了排除以上因素对研究结果的影响,本研究进行分组检验。具体而言,一方面,为了排除真实业务开拓动机的潜在影响,本研究用公司的国际化经营程度进行分组检验,国际化经营程度等于海外销售收入占公司总销售收入的比重。根据国际化经营程度的年度中位数将样本划分成国际化经营程度低组和高组。如果避税天堂直接投资与投资效率的关系与真实业务开拓动机无关,本研究预期在国际化经营程度低组也能观察到避税天堂直接投资对投资效率的显著影响。回归结果见表6,在国际化经营程度低和高的子样本中,避税天堂直接投资均显著增加公司的非效率投资,说明即使公司去避税天堂直接投资是出于真实业务开拓的目的,本研究结果依然成立。另一方面,为了排除税收优惠政策的潜在影响,本研究分别根据公司的法定税率是否达到25%、公司是否属于高新技术企业进行分组,检验避税天堂直接投资对公司投资效率的影响。回归结果见表6,无论公司的法定税率是否达到25%,也不管是在高新技术企业还是非高新技术企业,避税天堂直接投资均显著增加公司的非效率投资,由此可以排除税收优惠政策和是否被认定为高新技术企业对本研究结果的影响。

(2) 替换被解释变量。借鉴已有研究,还可以用BIDDLE et al.^[37]的模型估计投资效率,其模型为

$$Inv_{i,t} = \sigma_0 + \sigma_1 Gro_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}^5 \quad (5)$$

其中, σ_0 为截距项, σ_1 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}^5$ 为残差项。重新采用(2)式进行回归,检验结果表明本研究的主要结果稳健。

(3) 样本期间的选择。考虑到2008年金融危机的

表6 稳健性检验结果
Table 6 Robust Test Results

	<i>Ine</i>					
	国际化经营程度		法定税率		高新技术企业	
	低	高	未达到 25%	达到 25%	是	非
<i>Hav</i> 1	0.0018* (1.883)	0.0021* (1.880)	0.003*** (2.991)	0.002** (2.097)	0.003*** (3.254)	0.002* (1.891)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本观测值	13 526	7 974	8 536	12 964	9 275	12 225
调整的 R^2	0.082	0.064	0.100	0.060	0.067	0.081

持续冲击以及2008年颁布的内控制度可能对本研究结果产生干扰,本研究将样本期间调整为2011年至2019年,重新采用(2)式进行回归,检验结果表明本研究的主要结果稳健。

(4)模型的选择。由于本研究的因变量非效率投资为大于零的正值,采用传统的OLS回归可能存在估计偏差。为此,本研究采用Tobit模型重复主回归,结果表明本研究结果依然成立。

(5)中介效应的bootstrap检验。与其他中介效应检验方法相比,bootstrap具有较高的统计效力,bootstrap法也是公认的可以取代Sobel方法而直接检验系数乘积的方法^[35]。因此,本研究对 H_2 的中介效应进行bootstrap检验,结果表明 H_{2a} 的中介效应依然成立。

(6)内生性问题的处理。本研究结果表明,避税天堂直接投资与公司非效率投资之间存在显著的正相关关系,但这一结果可能受到内生问题的干扰。例如,投资效率低的公司有可能面临较为短缺的内部现金流,不得不采取激进的避税手段,如去避税天堂直接投资进行避税。因此,本研究采用多种方式缓解内生性问题对研究结果的影响。

①工具变量法。本研究使用上市公司办公地到前五大避税天堂的加权距离作为避税天堂直接投资的工具变量。根据所有中国上市公司到避税天堂直接投资的频次,排名前五的避税天堂分别是中国香港、英属维尔京群岛、新加坡、开曼群岛和利比里亚,到这些避税天堂直接投资的频次占比分别为68.800%、12.300%、9.100%、4.800%、1.500%。先计算上市公司的办公地到这五大避税天堂的距离,再以上市公司到避税天堂直接投资的频次占比作为权重,计算加权距离,然后取自然对数,以此作为避税天堂

直接投资的工具变量,用*Dis*表示。本研究选取这一工具变量的合理性在于:一方面,上市公司办公地离避税天堂距离越近,到避税天堂越方便,因此也越有可能到避税天堂进行投资;另一方面,上市公司到避税天堂的距离是一个外生变量,不会对公司的投资效率产生直接影响。

表7的(1)列~(3)列给出第1阶段的检验结果,*Dis*的回归系数均显著为负,表明公司办公地离前五大避税天堂的加权距离越近,公司越有可能到避税天堂进行投资,满足工具变量的相关性原则,并且弱工具变量检验的*F*值远大于10,说明这一工具变量是有效的。表7的(4)列~(6)列给出第2阶段的检验结果,解释变量为第1阶段估计出来的避税天堂直接投资的拟合值*Fit1*、*Fit2*、*Fit3*,3个拟合值的回归系数均显著为正,说明在采用工具变量法缓解潜在内生问题的干扰后,本研究的主要结果保持稳健。

②倾向得分匹配(PSM)。在样本选择方面,考虑到可能存在的选择性偏误,本研究采用倾向得分匹配方法进行回归。选择公司特征、股权结构、董事会特征等变量作为匹配变量,使用最近邻匹配方法对避税天堂直接投资的样本进行1:1匹配,再使用匹配之后的样本进行回归,结果表明避税天堂直接投资依然显著增加公司的非效率投资。

③Heckman两步法。如前所述,本研究结果可能受到样本自选择问题的影响。因此,采用Heckman两步法进行处理。第1步,利用Probit模型计算出企业到避税天堂直接投资的概率,获得公司是否去避税天堂直接投资的逆米尔斯比率(*Imr*);第2步,将*Imr*的值加入到(2)式重新进行回归。结果与前文一致。

④安慰剂检验。为了排除潜在的遗漏变量对研究结果的干扰,本研究还进行安慰剂检验,将避税天

表7 内生性分析：工具变量法
Table 7 Endogeneity Analysis: Instrumental Variable Approach

	第1阶段			第2阶段		
	<i>Hav1</i>	<i>Hav2</i>	<i>Hav3</i>	<i>Ine</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Dis</i>	-0.187*** (-10.105)	-0.189*** (-10.193)	-0.188*** (-10.093)			
<i>Fit1</i>				0.015*** (3.181)		
<i>Fit2</i>					0.015*** (3.181)	
<i>Fit3</i>						0.015*** (3.181)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>F</i> 值	102.115	103.899	101.868			
样本观测值	21 500	21 500	21 500	21 500	21 500	21 500
调整的 R^2	0.183	0.185	0.184	0.069	0.069	0.069

堂直接投资随机分配给样本公司,将新生成的处理组和控制组重复回归1 000次。结果表明公司的非效率投资确实是由于避税天堂直接投资所致,而非其他偶然因素或者噪音引起。

总体而言,上述稳健性检验均表明,本研究的主要结果保持不变。

6 进一步分析

6.1 避税天堂直接投资与过度投资和投资不足

前文研究表明,避税天堂直接投资会降低公司投资效率,本研究进一步检验避税天堂直接投资究竟是加剧了公司的过度投资还是投资不足。具体而言,把样本公司分为过度投资组和投资不足组,过度投资组为(1)式中回归残差项大于0的样本,投资不足组为(1)式中回归残差项小于0的样本。回归结果见表8, *Hav*的回归系数在过度投资组中均在1%水平上显著为正,在投资不足组中均在10%水平上显著为正。从经济意义上看, *Hav*在过度投资组中的回归系数明显大于其在投资不足组中的。这一结果表明,拥有避税天堂直接投资的公司其过度投资和投资不足程度都显著更高,特别是过度投资问题更明显。其原因可能在于,部分公司到避税天堂直接投资是出于利润转移、规避税收等目的,而非出于公司真正发展需要,因而导致过度投资,造成投资的非效率。

6.2 避税天堂直接投资对投资效率的长期影响

前文分析了避税天堂直接投资对投资效率的当期影响,为了进一步考察避税天堂直接投资对投资效率的负面影响是否具有持续性,本研究采用(2)式对未来3期的 *Ine* 分别进行检验。回归结果表明, *Hav1*的回归系数均显著为正,表明避税天堂直接投资降低公司未来1期、2期和3期的投资效率。可见,避税天堂直接投资对投资效率的负面影响不仅存在于当期,还会对未来的投资效率造成持续性的负面影响,并且这种影响还具有长期性,不会随着时间而减弱。

6.3 避税天堂直接投资对公司绩效的影响

进一步地,本研究检验避税天堂直接投资导致的资源错配是否对公司绩效造成负面影响。对于公司业绩,本研究采用当期和未来3期的营业利润率(*Ros*)和 *Roa* 进行测量, *Ros* 等于公司的利润总额除以营业总收入,模型设定与(2)式一致。回归结果见表9, *Ros* 为因变量时, *Hav1*的回归系数均在1%水平上显著为负,表明避税天堂直接投资对公司当期以及未来3期的营业利润率存在显著的负面影响。 *Roa* 为因变量时, *Hav1*的回归系数仅在当期显著为负,在未来3期虽然为负但不显著,表明避税天堂直接投资会降低公司当期的绩效,并且在未来并不能增加公司绩效。总体而言,表9的结果表明,避税天堂直接投

表8 避税天堂直接投资、过度投资与投资不足
Table 8 Direct Investment in Tax Havens, Over Investment and Under Investment

	<i>Ine</i>					
	过度投资			投资不足		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Hav1</i>	0.004*** (2.816)			0.001* (1.800)		
<i>Hav2</i>		0.005*** (2.982)			0.001* (1.821)	
<i>Hav3</i>			0.004*** (2.853)			0.001* (1.733)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本观测值	7 888	7 888	7 888	13 612	13 612	13 612
调整的 R^2	0.078	0.078	0.078	0.107	0.107	0.107

表9 避税天堂直接投资与公司绩效
Table 9 Direct Investment in Tax Havens and Corporate Performance

	Ros_t	Ros_{t+1}	Ros_{t+2}	Ros_{t+3}	$Roat$	$Roat+1$	$Roat+2$	$Roat+3$
<i>Hav 1</i>	-0.013*** (-5.065)	-0.017*** (-4.769)	-0.017*** (-3.926)	-0.021*** (-4.113)	-0.003*** (-2.628)	-0.002 (-1.601)	-0.001 (-0.670)	-0.002 (-0.977)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本观测值	21 500	17 796	14 855	12 616	21 500	17 796	14 855	12 616
调整的 R^2	0.676	0.231	0.162	0.122	0.339	0.150	0.109	0.088

资不仅降低公司的当期绩效,还会对公司的营业利润率造成一定的持续性负面影响。

6.4 避税天堂直接投资、公司治理与投资效率

在不同的公司治理情况下,避税天堂直接投资对投资效率的影响也可能存在显著差异。已有研究表明,良好的治理机制有助于通过降低代理问题进而提高投资效率^[38]。刘行等^[39]发现,完善的公司治理机制可以抑制企业避税活动对过度投资的影响。鉴于此,本研究预期良好的公司治理有助于缓解避税天堂直接投资对投资效率的负面影响。为了检验上述猜想,本研究选取3个变量测量公司治理水平,并进行分组回归。

第1个变量为管理层持股比例。已有研究表明,

管理层持股有助于降低代理成本,促使管理层从事与股东利益相一致的活动。吕长江等^[38]认为,管理层持股有助于缓解代理问题,抑制企业的非效率投资。为此,本研究根据公司管理层持股比例的年度中位数将样本分为管理层持股比例高和低两组,管理层持股比例越高的公司代理问题越小。

第2个变量为公司控股股东的两权分离度。已有研究表明,公司控股股东的两权分离度越高,代理问题越严重,如果控股股东的控制权等于现金流权,则公司的代理问题较弱^[19]。因此,本研究将控股股东的控制权大于现金流权的公司设定为两权分离组,将控股股东的控制权等于现金流权的公司设定为两权不分离。由于两权分离度变量存在部分缺失值,

所以两权分离和不分离的子样本观测值之和小于本研究主效应回归中的样本观测值。

第3个变量为公司治理指数。本研究借鉴周茜等^[40]构建公司治理指数的方法,选取管理层持股比例、管理层薪酬、董事会总人数、独立董事占比、机构持股比例、股权制衡度(第二至第五大股东持股比例之和与控股股东持股比例的比值)以及董事长与总经理是否两职合一等变量,运用主成分分析法构建公司治理指数,并取第一主成分作为反映公司治理水平的指标,第一主成分得分越高表示公司治理水平越高。再根据该公司治理指数的年度中位数将样本分为公司治理水平高和低两组。由于公司治理指数存在部分缺失值,所以这两组子样本的观测值之和小于本研究主效应回归中的样本观测值。

本研究采用(2)式对上述各组子样本进行检验,回归结果见表10。在管理层持股比例较低、控股股东两权分离、公司治理水平低的子样本中,避税天堂直接投资均显著降低公司的投资效率,在管理层持股比例较高、控股股东两权不分离、公司治理水平高的子样本中,避税天堂直接投资与公司投资效率之间无显著关系。并且,组间系数差异在3组中均显著异于0。上述结果表明,良好的公司治理可以弱化避税天堂直接投资对投资效率的负面影响。

7 结论

在经济全球化的背景下,越来越多的公司选择到避税天堂进行投资,这些投资背后潜藏着纷繁复杂的动机,未必是出于公司发展需要,可能是缺乏效率的行为。并且避税天堂直接投资会增加公司的信息不对称程度,这可能进一步加剧公司代理问题,导致公司的非效率投资。本研究以2009年至2019年中国A股上市公司为研究样本,实证检验避税天堂直

接投资对公司投资效率的影响。研究结果表明,①避税天堂直接投资显著增加公司的非效率投资,即降低投资效率,这一研究结果在经过一系列稳健性检验后依然成立。②避税天堂直接投资通过增加公司第1类代理成本进而降低公司投资效率。虽然避税天堂直接投资也会增加公司第2类代理成本,但其并非通过增加第2类代理成本降低公司投资效率。③在融资约束较高、非国有、没有政治关联的公司中,避税天堂直接投资对公司非效率投资的影响更为严重。④进一步研究发现,避税天堂直接投资不仅增加公司的过度投资,也加剧了投资不足,但对过度投资的不利影响更为明显。⑤避税天堂直接投资对投资效率的负面影响不仅具有持续性,还会进一步损害公司绩效。⑥良好的公司治理有助于缓解避税天堂直接投资对投资效率的负面影响。

与已有研究相比,本研究的边际贡献主要体现在:①对有关避税天堂直接投资经济后果的研究进行了有益补充。目前,中国关于避税天堂直接投资经济后果的研究主要聚焦于利润转移和避税效果等方面,本研究从投资效率视角进行考察,拓展了这一领域的研究视角。②检验避税天堂直接投资影响投资效率的作用机制,为厘清避税天堂直接投资如何引发投资效率方面的经济后果提供了证据。③丰富了有关投资效率影响因素的研究。本研究从公司海外投资行为的视角考察公司投资效率的驱动因素,拓展了投资效率影响因素的研究视野。

本研究对于监管部门和公司具有一定的启示意义。①对于监管部门,应加强对公司避税天堂直接投资行为的外部监管,重点关注公司与其在避税天堂进行投资的关联公司之间发生的交易,防范公司利用避税天堂直接投资营造的不公开、不透明的投资环境进行利润转移或避税。同时,监管部门应降

表 10 避税天堂直接投资、公司治理与投资效率
Table 10 Direct Investment in Tax Havens, Corporate Governance and Investment Efficiency

	Ine					
	管理层持股比例		两权分离度		公司治理指数	
	低	高	分离	不分离	低	高
Hav 1	0.004*** (3.694)	0.001 (0.568)	0.003*** (3.326)	0.001 (1.403)	0.003*** (3.170)	0.001 (1.208)
组间系数差异	0.003***		0.002**		0.002*	
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本观测值	10 748	10 752	10 296	11 143	10 891	9 996
调整的 R ²	0.082	0.068	0.074	0.077	0.082	0.065

低对借投资之名行避税之实的避税天堂直接投资行为的容忍度, 强化对跨境避税公司的惩戒措施, 增加其避税成本, 以降低其境外避税动机。此外, 还应积极要求上市公司建立健全内部治理机制, 完善信息披露制度, 降低代理成本, 以降低避税天堂直接投资对投资效率的负面影响。②对于公司, 应充分认识到避税天堂直接投资是一把“双刃剑”, 它虽然能为公司规避部分税额, 增加公司现金流, 但同时也会增加公司的第1类代理成本, 进而降低投资效率。公司应当加强内部治理机制, 减少管理层在避税天堂直接投资过程中的机会主义行为, 提高公司投资效率。

本研究仍存在一定的局限性。①在避税天堂直接投资影响公司投资效率的机制方面, 本研究主要从代理成本视角进行探讨, 可能还存在其他作用机制值得未来进一步探究。②避税天堂直接投资对上市公司而言其实是一把“双刃剑”, 它在给公司带来节税效应的同时, 也会给公司带来诸多负面影响。本研究主要基于投资效率视角揭示避税天堂直接投资不利的一面, 但综合看避税天堂直接投资对上市公司和所有股东而言是利大于弊还是弊大于利, 这一问题还有待后续研究从更多视角全面、深入地进行考察。

参考文献:

- CHEN N X, LEHMER T. Aggressive tax avoiders: U.S. multinationals shifting domestic earnings to zero. *The Accounting Review*, 2021, 96(5): 181-206.
- 刘志阔, 陈钊, 吴辉航, 等. 中国企业的税基侵蚀和利润转移: 国际税收治理体系重构下的中国经验. *经济研究*, 2019, 54(2): 21-35.
LIU Zhikuo, CHEN Zhao, WU Huihang, et al. Base erosion and profit shifting in China's multinational enterprises: China's experience with the reconstruction of the international tax system. *Economic Research Journal*, 2019, 54(2): 21-35.
- DHARMAPALA D. What do we know about base erosion and profit shifting? A review of the empirical literature. *Fiscal Studies*, 2014, 35(4): 421-448.
- JONES C, TEMOURI Y. The determinants of tax haven FDI. *Journal of World Business*, 2016, 51(2): 237-250.
- HINES J R. Treasure islands. *Journal of Economic Perspectives*, 2010, 24(4): 103-126.
- 欧阳艳艳, 蔡宏波, 李子健. 企业对外直接投资的避税动机、机制和规模: 理论与证据. *世界经济*, 2022, 45(3): 106-133.
OUYANG Yanyan, CAI Hongbo, LI Zijian. Motivation, mechanism and scale of firms' tax avoidance embodied in outward foreign direct investment: theory and evidence. *The Journal of World Economy*, 2022, 45(3): 106-133.
- DENG Z L, YAN J Y, SUN P. Political status and tax haven investment of emerging market firms: evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 2020, 165(3): 469-488.
- 白思达. 中国跨国公司税基侵蚀和利润转移问题新研究. *世界经济*, 2019, 42(4): 174-192.
BAI Sida. A new research on tax base erosion and profit shifting of Chinese multinationals. *The Journal of World Economy*, 2019, 42(4): 174-192.
- KIM S, JUNG H S, NA H J. Tax haven investors, firm value and investor protection. *Applied Economics Letters*, 2019, 26(19): 1634-1640.
- LEE D. Corporate social responsibility of U.S.-listed firms headquartered in tax havens. *Strategic Management Journal*, 2020, 41(9): 1547-1571.
- RICHARDSON G, TAYLOR G, OBAYDIN I. Does the use of tax haven subsidiaries by U.S. multinational corporations affect the cost of bank loans. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 64: 101663-1-101663-27.
- LEWELLEN C M, MAULER L, WATSON L. Tax haven incorporation and the cost of capital. *Contemporary Accounting Research*, 2021, 38(4): 2982-3016.
- LEWELLEN C M. Tax haven incorporation and financial reporting transparency. *Review of Accounting Studies*, 2022: 1-45(Online).
- 魏志华, 陈逸群. 企业避税地直接投资与审计费用. *审计研究*, 2019(3): 75-83.
WEI Zhihua, CHEN Yiqun. Direct investments in tax havens and audit fees. *Auditing Research*, 2019(3): 75-83.
- JOSHI P. Does private country-by-country reporting deter tax avoidance and income shifting? Evidence from BEPS action item 13. *Journal of Accounting Research*, 2020, 58(2): 333-381.
- MENKHOFF L, MIETHE J. Tax evasion in new disguise? Examining tax havens' international bank deposits. *Journal of Public Economics*, 2019, 176: 53-78.
- KONRAD K A, STOLPER T B M. Coordination and the fight against tax havens. *Journal of International Economics*, 2016, 103: 96-107.
- 谭庆美, 陈欣, 张娜, 等. 管理层权力、外部治理机制与过度投资. *管理科学*, 2015, 28(4): 59-70.
TAN Qingmei, CHEN Xin, ZHANG Na, et al. Managerial power, external governance mechanism and overinvestment. *Journal of Management Science*, 2015, 28(4): 59-70.
- JIANG G H, LEE C M C, YUE H. Tunneling through intercorporate loans: the China experience. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1-20.
- BALAKRISHNAN K, BLOUIN J L, GUAY W R. Tax aggressiveness and corporate transparency. *The Accounting Review*, 2019, 94(1): 45-69.
- 李星, 田高良, 张睿. “瞒天过海”: 企业避税与大股东掏空. *管理工程学报*, 2020, 34(4): 21-33.
LI Xing, TIAN Gaoliang, ZHANG Rui. “Crossing the sea under camouflage”: corporate tax avoidance and tunneling. *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management*, 2020, 34(4): 21-33.
- 王卉乔, 林高怡, 李艳. 中国企业的海外关联交易与利润转移. *财贸经济*, 2020, 41(11): 141-160.
WANG Huiqiao, LIN Gaoyi, LI Yan. Overseas related party transactions and profit shifting of China's enterprises. *Finance & Trade Economics*, 2020, 41(11): 141-160.
- CHEN K P, CHU C Y C. Internal control vs. external manipulation: a model of corporate income tax evasion. *RAND Journal of Economics*, 2005, 36(1): 151-164.
- JOHNSON S, LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, et al. Tun-

- neling. *American Economic Review*, 2000, 90(2): 22–27.
- [25] 张宗益, 郑志丹. 融资约束与代理成本对上市公司非效率投资的影响: 基于双边随机边界模型的实证度量. *管理工程学报*, 2012, 26(2): 119–126.
ZHANG Zongyi, ZHENG Zhidan. The influence of financial constraint and agency cost on investment inefficiency of listed firms: an empirical measurement based on two-tier stochastic frontier model. *Journal of Industrial Engineering and Engineering Management*, 2012, 26(2): 119–126.
- [26] 罗党论, 甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束: 基于中国民营上市公司的经验证据. *金融研究*, 2008(12): 164–178.
LUO Danglun, ZHEN Liming. Private control, political relationship and financing constrain of private listed enterprises. *Journal of Financial Research*, 2008(12): 164–178.
- [27] 王丹, 李丹, 李欢. 客户集中度与企业投资效率. *会计研究*, 2020(1): 110–125.
WANG Dan, LI Dan, LI Huan. Customer concentration and corporate investment efficiency. *Accounting Research*, 2020(1): 110–125.
- [28] WEINER J M, AULT H J. The OECD's report on harmful tax competition. *National Tax Journal*, 1998, 51(3): 601–608.
- [29] BENNEDSEN M, ZEUME S. Corporate tax havens and transparency. *The Review of Financial Studies*, 2018, 31(4): 1221–1264.
- [30] ANG J S, COLE R A, LIN J W. Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 81–106.
- [31] 魏志华, 吴育辉, 李常青. 家族控制、双重委托代理冲突与现金股利政策: 基于中国上市公司的实证研究. *金融研究*, 2012(7): 168–181.
WEI Zhihua, WU Yuhui, LI Changqing. Family control, double principal-agent conflicts and cash dividend policy. *Journal of Financial Research*, 2012(7): 168–181.
- [32] 姜国华, 岳衡. 大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究. *管理世界*, 2005, 21(9): 119–126, 157.
JIANG Guohua, YUE Heng. A study of the relationship between big shareholders' diverting listed companies' capital and the stock returns of these companies. *Journal of Management World*, 2005, 21(9): 119–126, 157.
- [33] 鞠晓生, 卢荻, 虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性. *经济研究*, 2013, 48(1): 4–16.
JU Xiaosheng, LU Di, YU Yihua. Financing constraints, working capital management and the persistence of firm innovation. *Economic Research Journal*, 2013, 48(1): 4–16.
- [34] 张雯, 张胜, 李百兴. 政治关联、企业并购特征与并购绩效. *南开管理评论*, 2013, 16(2): 64–74.
ZHANG Wen, ZHANG Sheng, LI Baixing. Political connections, the characteristics of enterprises' M&A and the performance of M&A. *Nankai Business Review*, 2013, 16(2): 64–74.
- [35] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展. *心理科学进展*, 2014, 22(5): 731–745.
WEN Zhonglin, YE Baojuan. Analyses of mediating effects: the development of methods and models. *Advances in Psychological Science*, 2014, 22(5): 731–745.
- [36] 张宁. 上市公司两类代理问题, 孰轻孰重: 以118家农业类上市公司为例. *当代经济科学*, 2013, 35(2): 115–123.
ZHANG Ning. Two kinds of agency problems of listed companies: which is more important: take 118 agricultural listed companies as an example. *Modern Economic Science*, 2013, 35(2): 115–123.
- [37] BIDDLE G C, HILARY G, VERDI R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2/3): 112–131.
- [38] 吕长江, 张海平. 股权激励计划对公司投资行为的影响. *管理世界*, 2011, 27(11): 118–126.
LYU Changjiang, ZHANG Haiping. The effect of the equity incentive plans on corporate investment behaviors. *Journal of Management World*, 2011, 27(11): 118–126.
- [39] 刘行, 叶康涛. 企业的避税活动会影响投资效率吗?. *会计研究*, 2013(6): 47–53.
LIU Hang, YE Kangtao. Does corporate tax avoidance affect investment efficiency?. *Accounting Research*, 2013(6): 47–53.
- [40] 周茜, 许晓芳, 陆正飞. 去杠杆, 究竟谁更积极与稳妥?. *管理世界*, 2020, 36(8): 127–147.
ZHOU Xi, XU Xiaofang, LU Zhengfei. Deleveraging, who is more positive and conservative?. *Journal of Management World*, 2020, 36(8): 127–147.

Direct Investment in Tax Havens, Agency Costs, and Investment Efficiency

WEI Zhihua¹, XIANG Xueman², TAN Qiongyao³

¹ School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China

² School of Accounting, Chongqing University of Technology, Chongqing 400054, China

³ Financial Management Department, ZTE Communications Co., Ltd., Shanghai 201203, China

Abstract: In the context of economic globalization, more and more multinational companies participate in global economic activities by investing in tax haven to establish subsidiaries and branches. Tax haven are generally characterized by low taxes,

lack of information exchange, and opaque information, which will lead to an unfair economic environment of tax base erosion and profit transfer, and will also reduce the information transparency of investment companies and exacerbate the agency problems. Therefore, this phenomenon deserves high attention from government departments and academia.

This study applies Chinese A-share listed companies from 2009 to 2019 as the research sample, and uses the Logit regression model to empirically test the impact of direct investment in tax havens on corporate investment efficiency. From the perspectives of the first type of agency cost and the second type of agency cost, this study examines its influencing mechanism, and the moderating effects of financing constraints, property rights and political connections. In the further analysis, we test the impact of direct investment in tax havens on corporate performance, as well as the governance role of internal and external corporate governance mechanisms.

The findings show that firms with direct investment in tax havens have significantly lower investment efficiency. The reason is that direct investment in tax havens increases a firm's first type of agency cost, which further reduces the firm's investment efficiency. Although direct investment in tax havens also increases the second type of agency cost, it does not play an intermediary role. Heterogeneity analysis shows that, the negative impact of direct investment in tax havens on investment efficiency is stronger in firms with higher financial constraints, non-state owned firms, and firms with no political connection. Further research shows that direct investment in tax havens exacerbates both over investment and underinvestment, in particular, the issue of over investment is more prominent. In addition, the negative impact of direct investment in tax havens on investment efficiency exists for the following three periods, and further damages firm performance. Good corporate governance helps to alleviate the negative impact of direct investment in tax havens on investment efficiency.

This study enriches the relevant literature on direct investment in tax havens, and provides new empirical evidence for a deeper understanding of the hazards and causes of direct investment in tax havens. The research results provide a reference for enterprise decision-makers to realize the "duality" of direct investment in tax havens, and have a certain guiding significance in practice to improve the investment supervision of tax haven and standardize the behavior of listed companies' direct investment in tax havens.

Keywords: direct investment in tax havens; investment efficiency; agency cost; over investment; under investment

Received Date: April 13th, 2022 **Accepted Date:** March 20th, 2023

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (71972163), the major project of Fujian Social Science Research Base (FJ2020JDZ005) and the Xiamen University Chinese Path to Modernization Project (20720231051)

Biography: WEI Zhihua, doctor in management, is a professor in the School of Economics at Xiamen University. His research interests cover corporate finance, capital market, and fiscal and taxation issues. His representative paper titled "Can the price limit policy on the first day of IPO restrain investors from 'speculation'" was published in the *Journal of Management World* (Issue 1, 2019). E-mail: finjoy@126.com

XIANG Xueman, doctor in economics, is a lecturer in the School of Accounting at Chongqing University of Technology. Her research interests include corporate finance and corporate governance. Her representative paper titled "Board directors' foreign experience and firm dividend payout" was published in the *Journal of Corporate Finance* (Volume 75, 2022). E-mail: xx14973@163.com

TAN Qiongyao is a staff in the Financial Management Department at ZTE Communications Co., Ltd.. Her research interests include tax theory and policy, and corporate finance. E-mail: tqy651729917@163.com □

(责任编辑: 李祎博)