

民营企业避税活动、声誉风险与融资能力

曹晓丽(副教授), 林海燕

【摘要】 本文以2009~2013年沪深两市1240个民营企业数据作为样本,实证研究了避税活动对民营企业融资能力的影响。结果表明:企业的避税活动会降低企业的融资能力;避税程度越高,融资能力越低。同时,本文以网络负面报道作为声誉风险的代理变量,发现声誉风险越大,避税活动对融资能力的负面影响越显著。进一步研究发现,市场机制可以作为声誉机制的替代机制,在市场化水平较高的地区,声誉风险对于避税活动对融资能力影响的调节作用减弱。

【关键词】 避税活动; 声誉风险; 融资能力; 信息不对称

【中图分类号】 F276.5

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)08-0065-5

一、引言

2014年我国宏观税负高达37%,高于全球大多数国家。尽管我国正在积极寻求不同程度的税制改革,多数企业仍认为当前税负偏重,企业尤其是民营企业存在着很强的合理避税动机,试图寻求降低实际税负的方法。在新的企业所得税法下,虽然企业表面上实行同一税制,但是国有企业与民营企业的实际税负存在较大差异,国有企业往往享受更多的税收优惠和照顾,而民营企业则面临税收征管、纳税成本、激烈的竞争和巨大的经营压力(罗党论,2012)。因此,本文主要对民营企业的避税行为进行研究。

尽管民营企业避税问题一直都受到学术界的关注,但鲜有文献探讨避税对企业融资能力的影响。当前有关企业避税的文献大多从宏观和微观角度研究企业避税行为。从宏观视角讨论企业避税的文献,主要研究企业避税活动对国家财政、社会福利和公共资源配置的影响,以及政府如何通过了解企业避税行为来完善税制,进一步研究政府如何通过完善税制来抑制企业避税行为。从微观视角研究企业避税又分为影响因素研究和经济后果研究两类。影响因素研究主要考察企业内部特征和外部环境如何影响企业的避税决策,经济后果研究则集中在对企业价值和股价的影响上。Lee等(2009)研究了避税对现金持有量以及投资者对企业现金持有量的评价的影响,刘行(2013)发现企业避税影响投资效率,并研究了避税对企业价值影响的具体路径。近年来,对企业避税经济后果的研究成果较为突出,但对企业避税活动影响企业价值具体路径的探讨甚少。

融资作为企业资金运作的起点,是资金管理的重要部分,通过影响资金的配置进而影响企业价值。企业融资结果取决于投资人或者债权人,他们通过获取企业信息来进行分

析并做出判断。企业融资能力取决于企业与资金供给者的信息不对称程度及其代理成本(吕伟,2008)。Desai和Dharmapala(2009)认为,委托代理关系下避税行为的隐蔽性会使信息不对称导致的非税成本增加。避税行为导致信息不对称及代理成本增加,避税所隐藏的信息是否会纳入融资决策是一个值得研究的问题。Roger C. Vergin等(1998)研究发现,良好的企业声誉有助于企业融资,声誉较差的企业因其市场风险高所以较难获得融资。吕伟(2011)指出避税活动会为企业带来潜在的声誉损失,不利于采取探索型战略的企业的发展。

因此,本文将从避税代理观的角度,以企业融资能力为切入点,研究民营企业避税行为的经济后果,侧重考察企业避税、声誉风险与融资能力的交互影响,以拓展避税活动影响企业价值具体路径的研究。

二、理论分析与研究假设

(一)企业避税活动与融资能力

Lee等(2009)研究指出,避税活动增加现金流入,提供对企业有利的财务数据,在公司治理环境较好的企业避税活动能提升投资者对其财务报表的评价,有助于企业融资。Graham等(2006)的研究也得出类似的结论。而避税代理观则认为,企业避税活动交易复杂、不透明,为管理层的机会主义行为提供了条件,如进行内幕交易、利益侵占等,增加了代理成本,是蕴含在报表下的隐性风险,会降低企业的融资能力。吕伟(2008)认为,企业的融资能力取决于企业与资金提供者之间的信息不对称程度及其代理成本,企业的避税活动加重信息不对称程度,使得管理层寻租行为引起的代理成本增加,进而使得债务融资成本提高。另外,Deangelo和Masulis(1980)研究发现,企业非债务避税对债务避税有挤出效应,避税程度越高,企业对债务避税需求越低。孙刚(2013)认为,

企业为了避免债务避税带来的股东—债权人代理成本,避税程度越高,越倾向于采用非债务避税的方式进行税收筹划,导致债务融资规模下降。

虽然学术界很少直接对避税活动和融资能力两者的关系进行研究,但是很多研究中都有间接提到,不过这些研究对两者之间的关系也没有统一的定论。本文则更倾向于避税代理观。避税行为降低信息透明度,进而引发逆向选择和道德风险:①逆向选择。避税活动引起的信息不对称加剧,可能使资质较好的企业错失融资机会,资质欠佳的企业因“良好”的财务报表表现获得融资。②道德风险。避税策略的隐蔽性和复杂性为经理人提供寻租的机会,经理人的机会主义行为降低企业偿债能力,使企业陷入融资困境(叶康涛,2010)。此外,避税行为会加剧实际控制人与外部资金提供者之间的代理问题,资金提供者对企业的财务评价降低,企业面临更大的融资约束,融资规模也随之降低。根据上述分析,本文提出以下假设:

H1:在民营企业中,避税程度越高,企业融资能力越差,即企业避税程度与融资能力显著负相关。

(二)声誉风险与融资能力

声誉风险制度多在对商业银行的研究中使用,衡量其对银行的竞争效应、行业效应以及自身存款率的影响。Greif(1989)和Gomes(2000)等研究发现,具有良好声誉的企业可以获得较高的声誉收益,企业声誉的丧失则会给企业带来一定的损失。Orlitzky等(2001)指出,声誉与经营风险显著负相关,声誉下降的同时经营风险会增加,使企业难以获得外部融资。Gopalan等(2005)认为,声誉的丧失会令企业投资和利润下降,带来破产率的上升和融资困难。吕伟等(2011)考察了不同声誉风险下企业战略对避税行为的影响,其中声誉风险指的是企业声誉受损的风险。潘藩(2009)通过分析不同阶段的声誉博弈,发现声誉的丧失会影响企业的承诺力度,对企业融资造成影响。综上分析,本文提出以下假设:

H2:在民营企业中,声誉风险越大,企业融资能力越差,即企业声誉风险与融资能力显著负相关。

(三)企业避税活动、声誉风险与融资能力

叶康涛(2010)运用声誉机制检验声誉对债务融资决策的影响,发现我国投资者法律保护程度不足,声誉机制能够缓解避税行为引起的信息不对称和代理冲突,解决外部融资问题。从委托代理关系角度看,因企业避税行为而产生的信息不对称和代理问题,会影响企业的融资能力。企业声誉丧失的风险越低,企业声誉越好,资金提供者对企业提供的信息越信任,而避税活动对融资决策的影响越小。相反,企业声誉丧失风险越高,在资金投入过程中,会对企业偿债能力的各方面产生影响,资金提供者会将避税行为纳入到融资决策的考虑中。由此提出以下假设:

H3:在其他条件不变的情况下,声誉风险越大,避税活动

对融资能力的影响越显著。

(四)市场化水平、避税活动、声誉风险与融资能力

Allen(2005)指出,市场机制与声誉机制是相互替代的关系,随着地区市场化水平的提升,资金提供者(如银行)会减少对声誉这类非正式契约的依赖,叶康涛(2010)也得出类似的结论。方军维(2006)和陈信元(2009)提出,市场化程度越高,企业会计信息和项目投资的信息质量越高,资金提供者对声誉的依赖程度越低。因此,本文认为市场化程度的提高,会降低声誉风险对避税活动和融资能力两者关系的影响,并作出以下假设:

H4:市场化程度较高的地区,声誉风险对于避税活动对融资能力影响的调节作用减弱。

三、研究设计

(一)模型设计

为了检验H1,参照叶康涛(2010)的回归模型,建立如下模型:

$$DFIN_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ETR_{i,t} + \alpha_2 DEBT_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 GROWTH_{i,t} + \alpha_5 PPE_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

为了检验H2,建立如下回归模型:

$$DFIN_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 FRI_{i,t} + \alpha_2 DEBT_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 GROWTH_{i,t} + \alpha_5 PPE_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为了检验H3、H4,建立如下回归模型:

$$DFIN_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ETR_{i,t} + \alpha_2 FRI_{i,t} + \alpha_3 ETR_{i,t} \times FRI_{i,t} + \alpha_4 DEBT_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} + \alpha_7 PPE_{i,t} + \alpha_8 ROA_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(二)研究变量的选择与定义

1. 被解释变量——DFIN(债务融资规模)。在我国,债务融资是绝大多数企业最重要的融资方式,因此,借鉴吕伟(2008)用债务融资规模衡量融资能力,采用现金流量表中“取得借款收到的现金”除以总资产反映。融资能力通常是基于上一年的财务报表数据进行审核评价的,因此,被解释变量将会滞后一期。

2. 解释变量——ETR(避税程度)。国内外文献对企业避税程度的衡量没有统一的标准,一般情况下分为两类,名义—实际税率差和会计—税收差异。因此,本文参照刘行(2013)和陈冬(2012)的做法,用三个指标从不同角度衡量企业避税程度:①ETR_D(用名义税率与实际税率的差表示);②BTD(会计—税收差异,公式见表1);③TS。该指标作为避税行为的代理变量,表示不能被应计利润反映的那部分会计税收差异,通过模型 $BTD_{i,t} = TACC_{i,t} + \mu_i + \xi_{i,t}$ 求得。其中:TACC为总应计利润,等于净利润与经营活动产生的现金流量之差除以总资产;TS= $\mu_i + \xi_{i,t}$,是模型回归后得到的残差。

3. 调节变量——FRI(声誉风险)。声誉风险多在有关商业银行的研究中使用,衡量其对银行的竞争效应、行业效应以及自身存款率的影响等,但在商业银行体系外的定义,目前文献中没有统一的标准。本文借鉴吕伟等(2011)的做法,用网络负面报道的对数衡量企业声誉丧失的风险。本文将数据库中涉及相关企业的有丑闻、黑幕、内幕、关联交易和违规等具有明显贬义的词汇及其同义词的报道看作负面报道,剔除对同一事件的重复报道,用各样本当年的负面报道数的对数衡量声誉风险。

4. 控制变量。为了控制其他变量对融资能力的影响,保证模型合理性,本文选取了资产负债率、企业规模、成长性、资产结构和盈利能力作为控制变量,加入年度和行业虚拟变量。各变量的具体定义如表1所示:

变量类型	变量名称	变量符号	变量计量
被解释变量	债务融资规模	DFIN	取得借款收到的现金/总资产
解释变量	企业避税程度ETR	ETR_D	名义税率-实际税率
		BTD	(利润总额-应纳税所得额)/期末总资产
		TS	残差, $\mu_i + \xi_{i,t}$, 代表BTD中不能被应计利润解释的那部分会计—税收差异
调节变量	声誉风险	FRI	网络负面报道数的自然对数
控制变量	资产负债率	DEBT	期末负债总额/期末资产总额
	企业规模	SIZE	资产的自然对数
	成长性	GROWTH	主营业务收入增长率
	资产结构	PPE	固定资产比率, 固定资产/期末总资产
	盈利能力	ROA	资产收益率, 净利润/期末总资产
	年度虚拟变量	Year	控制年度的宏观经济影响, 设置哑变量
	行业虚拟变量	Ind	控制行业影响, 设置哑变量

(三)数据来源与样本选择

本文以2009~2013年我国沪深两市民营上市公司作为研究对象,之所以选择民营上市公司作为研究样本,是因为:首先,国有企业享受国家各方面税收政策优惠,避税动机较弱;其次,国有企业有政府作为后盾,声誉机制对其不适用,融资能力与民营企业有所差别。为保证结果的有效性,本文

对样本进行如下筛选:①剔除金融行业上市公司;②剔除数据缺失的样本;③剔除亏损和净资产为负的样本。最后得到1240个观测值。本文基础数据源自CMSAR数据库,声誉风险的数据来自China Infobank的《中国经济新闻库》,经手工搜寻处理获得,衡量市场化水平的数据来自樊纲的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011报告》,数据统计分析采用EXCEL和SPSS19.0完成。

四、实证检验与结果分析

(一)描述性统计

为了避免极端值对回归结果的影响,本文对相关变量进行了Winsorize(5%)缩尾处理。表2列示了各变量描述性统计的结果。DFIN的平均值为0.358,在样本公司中债务融资规模占总资产的35.8%,说明债务融资在民营企业的发展中占据重要地位。避税程度的指标中,ETR_D的均值为正数,说明大部分样本公司的实际税率大于名义税率,证明我国大部分民营企业都有避税行为,这是一种普遍的现象。而BTD平均值为负,与刘行(2013)的研究结果一致,主要是因为我国税法对应纳税所得额认定的规定比较严格,会计利润一般小于应纳税所得额。在扣除总应计利润影响后,TS的平均值为正。声誉风险FRI的平均值为0.094,说明民营企业平均有9.4%的可能面临声誉丧失。此外,其他变量描述性统计的结果与前人研究一致,在此不再赘述。

表2 各变量的描述性统计

变量	N	极小值	极大值	均值	标准差
DFIN	1240	0.000	0.920	0.358	0.219
ETR_D	1240	0.000	0.330	0.114	0.100
BTD	1240	-0.102	0.243	-0.010	0.100
TS	1240	0.000	0.330	0.112	0.100
FRI	1240	0.000	1.946	0.094	0.729
DEBT	1240	0.000	2.378	0.417	0.510
PPE	1240	0.000	0.902	0.214	0.177
GROWTH	1240	-0.796	3.373	0.282	0.830
ROA	1240	-1.947	0.460	0.011	0.281
SIZE	1240	11.348	25.381	20.725	0.861

(二)相关性分析

为了保证变量的合理性,对各变量做了相关系数分析(见下页表3)。衡量避税程度的三个指标两两间的相关系数均在1%的水平上显著,并且接近1,表明三个指标对避税程度刻画的方向是一致的,因此在回归分析中,只选取避税程度的代理变量ETR_D表示企业避税程度。其余变量之间的相关系数均在0.32以下,据此判定回归方程不存在多重共线性的问题。

表 3 Pearson 相关系数

变量	ETR_D	BTD	TS	FRI	SIZE	DEBT	PPE	GROWTH	ROA
ETR_D	1								
BTD	0.991***	1							
TS	0.991***	0.999***	1						
FRI	0.164**	0.163**	0.163**	1					
SIZE	-0.281**	-0.294**	-0.294**	-0.026*	1				
DEBT	0.160**	0.158**	0.159**	0.062**	-0.320*	1			
PPE	0.287**	0.286**	0.286**	0.002	-0.033	0.039	1		
GROWTH	0.027	0.028	0.028	-0.004	-0.029	-0.006	-0.016	1	
ROA	-0.020	-0.014	-0.011	-0.014	0.105**	-0.249**	-0.053**	0.001	1

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

表 4 回归结果

因变量:DFIN	模型(1)			模型(2)	模型(3)	模型(3)	
	ETR_D	BTD	TS			市场化程度高	市场化程度低
ETR_D	-0.106*** (-3.141)				-0.194*** (-3.399)	-0.153*** (-6.220)	-0.141*** (-3.668)
BTD		-0.125*** (3.688)					
TS			-0.126*** (-3.691)				
FRI				-0.306** (2.024)	0.107** (2.210)	0.052 (1.023)	0.186* (1.819)
ETR×FRI					-0.221*** (-3.402)	-0.194** (-2.880)	-0.243*** (-3.365)
DEBT	0.040* (1.271)	0.041* (1.307)	0.041* (1.298)	0.217* (1.234)	0.032 (0.985)	0.026 (0.644)	0.051 (0.978)
SIZE	0.313*** (9.555)	0.311*** (9.746)	0.321*** (9.747)	0.269*** (7.662)	0.287*** (7.641)	0.331*** (7.253)	0.250*** (4.020)
GROWTH	0.009* (1.386)	0.011 (0.630)	0.011* (1.400)	-0.007 (0.260)	0.012* (1.655)	0.019* (1.546)	0.037* (0.859)
PPE	0.147*** (4.772)	0.148*** (4.645)	0.143*** (4.645)	0.173*** (5.713)	0.149*** (4.803)	0.213*** (5.256)	0.075** (2.506)
ROA	0.001 (0.170)	0.001 (0.230)	0.004 (0.310)	0.003* (0.871)	0.001 (0.430)	0.020* (1.145)	0.024 (0.522)
R ²	0.384	0.375	0.382	0.240	0.286	0.234	0.343
样本量	1240	1240	1240	1240	1240	684	556

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著;括号内为T值;因篇幅所限,未报告年度和行业虚拟变量的回归结果。

(三) 回归分析

根据模型设计,本文对提出的假设进行回归检验,回归结果见表4。各模型回归结果中,企业规模(SIZE)的系数与债务融资规模显著正相关,说明企业规模越大,越容易获得规模效应的收益,企业融资能力越强;资产结构(PPE)的系数显著为正,说明资产结构中固定资产占比越大,企业越容易获得贷款,其融资能力越强,与前人的研究一致。表4中,相关控

制变量的回归结果在一定程度上反映了本文数据的合理性和有效性。由于在相关系数分析中三个避税指标显示出一致性,在模型(1)的表现相当接近,为方便进行分析,下面的回归分析中,只取ETR_D的回归数据进行讨论。

模型(1)的回归结果按衡量避税指标的不同分成三部分,结果显示三个避税指标的回归系数均在1%的置信水平上显著为负,以ETR_D为例分析,ETR_D的回归系数为

-0.106,说明ETR_D每增加一个单位(即名义税率和实际税率的差每增加1%),企业融资能力就会下降0.106个单位,相当于样本平均融资的29%(0.106/0.358)。这在一定程度上说明避税对企业融资的影响不仅在统计意义上显著,在经济意义上同样显著。其他两个避税指标的回归结果也同样说明企业避税程度与其融资能力显著负相关,H1成立。

模型(2)中声誉风险的回归系数为-0.306,在5%的置信水平上显著为负,说明声誉风险与企业融资能力负相关,声誉风险越小,企业越容易获得外部融资,H2成立。

模型(3)将交叉项 $ETR \times FRI$ 加入模型中,考察声誉风险对避税行为和融资能力两者关系的影响,回归结果显示交叉项 $ETR \times FRI$ 的系数为-0.221($p < 0.01$),与H3一致,这说明声誉风险越低,企业避税活动对其融资能力的负面影响越小,反之,声誉风险越高,企业避税活动对其融资能力的负面影响越大,所以H3成立。

为了验证H4,本文将样本数据按所在地区市场化水平高低分成两组,样本所在地区的市场化水平高于样本平均值,则属于市场化程度高组,反之则属于市场化程度低组。分组回归结果显示所在地区市场化水平高的样本,交叉项系数显著为负($p < 0.05$),所在地区市场化水平低的样本,交叉项系数也显著为负($p < 0.01$),这意味着无论所处地区市场化水平高或低,声誉风险都显著影响避税活动与融资能力之间的关系。市场化程度低组的交互项的回归系数较大,两者的差异通过F检验在6%的水平上显著($F = 3.105$),H4成立。这说明市场化水平低的地区的企业应更多地考虑声誉风险对避税活动与融资能力之间关系的影响。这主要是因为市场机制与声誉机制之间是相互替代的关系(叶康涛,2011),在市场化程度低时,资金提供者更多地依赖声誉机制进行决策。

五、结论与不足

本文采用我国民营上市公司2009~2013年的数据,通过实证研究发现:企业避税活动会影响企业融资能力,避税程度与融资能力显著负相关。声誉风险的提高会加剧这种负向影响,相反,声誉风险的降低会削弱这种负相关关系。这说明资金提供者将避税活动所造成的信息不对称和代理成本问题纳入到融资决策中,所以企业应更多地考虑声誉风险对避税行为与融资能力之间关系的影响,维持良好的企业声誉,减少避税活动对企业融资能力的负面影响,降低避税活动带来的代理成本,实现避税、融资双赢。

通过进一步的研究发现,市场机制与声誉机制之间是相互替代关系。当市场化水平较高时,声誉风险对避税活动与

融资能力之间关系的调节作用会减弱;当市场化水平较低时,声誉风险对于避税程度和融资能力关系的调节作用更为明显。说明企业在市场化程度较低时,更应注意维持企业声誉,降低声誉风险。本文的结论丰富了避税代理观的研究,也有助于进一步理解企业避税活动的经济后果和避税活动影响企业价值的具体路径,为企业融资能力影响因素的研究提供了经验证据。

本文研究的不足之处在于:只研究了企业所得税的避税活动与声誉风险、融资能力的关系,并没有涉及流转税避税的研究。因为流转税避税空间较小、难度较大以及流转税税负数据难以获得,所以没有把流转税的避税活动纳入研究中,研究结论存在一定局限性。

主要参考文献:

吕伟,陈丽花,余名元.商业战略、声誉风险与企业避税行为[J].经济管理,2011(11).

叶康涛.声誉、制度环境与债务融资——基于中国民营上市公司的证据[J].金融研究,2010(8).

孙刚.税务稽查、公司避税与债务融资成本[J].山西财经大学学报,2013(3).

叶蓓,祝建军.经理人声誉顾虑与企业投资羊群效应实证检验[J].财会月刊,2008(8).

刘行,叶康涛.企业的避税活动会影响投资效率吗[J].会计研究,2013(6).

樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011报告[M].北京:经济科学出版社,2011.

Desai M., Dharmapala D.. Corporate tax avoidance and firm value[J]. The Review of Economics and Statistics,2009(3).

Michelle Hanlon, Shane Heitzman. A review of tax research[J]. Journal of Accounting and Economics,2010(2).

Hasan, Iftekhhar. Beauty is in the eye of the beholder: The effect of corporate tax avoidance on the cost of bank loans[J]. Journal of Financial Economics,2014(1).

罗党论,魏翥.政治关联与民营企业避税行为研究——来自中国上市公司的经验证据[J].南方经济,2012(11).

吕伟.审计师声誉、融资约束与融资能力[J].山西财经大学学报,2008(11).

陈信元.地区差异、薪酬管制与高管腐败[J].管理世界,2009(11).

作者单位:华南理工大学工商管理学院,广州510640