

税负抑制了公司投资吗? ——基于国有股权私有收益的解释

林旭¹, 苏宏通¹, 朱凯^{1,2}, 陈信元^{1,2}

(1. 上海财经大学会计学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学会计与财务研究院, 上海 200433)

摘要: 文章分析了税负对公司投资决策的影响。与民营控股股东不同, 作为国有企业的最终股东, 政府不仅可以获得与股权投资相关的收益, 而且可以获得独占性的税收, 独占性的税收收入越高, 政府控股的私有收益越大。因此, 国有企业在投资决策时不仅考虑税后现金流量, 而且会关注相关的预期税负, 这提高了国有企业的投资—预期税负敏感性; 政府对税收的需求越大, 国有企业的投资—预期税负敏感性越高。实证结果表明: (1) 与民营控股上市公司相比, 国有控股上市公司的投资与预期税负之间的负相关关系更弱; (2) 随着注册地基础设施投资回报率增加, 国有控股上市公司的投资与预期税负之间的负相关性显著下降。因此, 最大化税收收入也是国有企业投资决策的重要考虑因素。文章为我国股权结构在公司财务决策中的作用提供了新的研究视角。

关键词: 国有股权; 预期税负; 投资决策

中图分类号: F406.73 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2018)03-0045-11

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.2018.03.004

一、引言

本文以我国股权结构的特殊性为基础, 将税收收益作为国有股权的私有收益, 探讨了预期税负(管理层根据以往经验判断的未来税收负担)对公司投资决策的影响。现有文献发现, 国有企业效率低于民营企业, 而且类似现象也存在于股票市场中(姚洋和章奇, 2001; 吴延兵, 2012)。针对此现象, 目前存在两个主要观点: 产权观点和政策性负担观点。产权观点认为, 国有产权的不清晰是国有企业效率低的主要原因(Zhang, 1997); 政策性负担观点认为, 国有企业承担了过多的社会责任, 缺少合理的市场评价指标, 导致其看似效率低(Lin 等, 1998)。本文发现, 国有企业做投资决策时需要考虑包含税收在内的收益, 这与政策性负担的观点一致; 同时, 这是由政府作为国有企业控制人所带来的特殊代理问题导致的, 这又与产权观点相吻合。本文从税收角度分析了国有控股的产权特征, 并检验了国有控股股东独占性税收收益对上市公司投资决策的影响, 有机地融合了上述两种观点。

传统的公司财务理论认为, 无论是国有控股股东还是民营控股股东, 既可以按照股权比例

收稿日期: 2017-09-14

基金项目: 国家自然科学基金重点项目“互联网时代企业的财务行为与治理特征”(71632006); 国家自然科学基金项目“国有企业绩效考核体系: 改革及其经济后果”(71272008); 教育部人文社会科学重点研究基地资助项目(11JJD790008, 14JJD630005); 上海市教育委员会课题(2014111143); 上海财经大学研究生创新基金项目(CXJJ-2016-303)

作者简介: 林旭(1989—), 男, 浙江宁波人, 上海财经大学会计学院博士研究生;
苏宏通(1991—), 女, 上海人, 上海财经大学会计学院博士研究生;
朱凯(1974—), 男, 江苏南京人, 上海财经大学会计与财务研究院研究员, 教授, 博士生导师;
陈信元(1964—), 男, 浙江宁波人, 上海财经大学会计与财务研究院研究员, 教授, 博士生导师。

获得投资收益,也可以获得控制权私有收益,这并不会因为控股权特征而存在差异。但与其他类型股东相比,政府作为国有企业的最终控制人,除了可以获得股权收益和控制权私利,还可以获得公司缴纳的税收。虽然政府同样可以获得民营企业缴纳的税收,但是难以直接干预民营企业的经营决策以确保税收收入;而在国有企业中,政府作为控股股东可以直接干预其经营决策,从而确保税收收入的实现。与股权收益和控制权私利不同,税收收益具有为国家政府所独占的特征,因此税收价值无法体现在市场价格中,使市场价值在一定程度上低估了国有控股股东的整体收益。当税收与股权收益之间存在冲突时,政府倾向于获得独占性的税收,这会引起国有控股股东与中小股东之间的特殊代理问题。本文旨在厘清并分析该代理问题如何影响公司(尤其是国有控股公司)的投资决策。

本文以2004—2013年上市公司为样本,比较了控制权结构不同的上市公司投资与预期税负的相关性(以下称为“投资—预期税负敏感性”)。我们发现,与民营控股上市公司相比,国有控股上市公司的投资与预期税负的关系显著较弱;地区基础设施投资回报率越高,地方政府对税收收入的需求越大,国有控股上市公司的投资—预期税负敏感性越弱。本文的实证结果支持了税收所隐含的私有收益是我国上市公司控股权性质的重要差异之一。因此,在比较分析不同控股权结构及其作用机制时,不应该忽略税收的影响。

本文从税收的供给和需求两个角度分析了企业投资决策。从税收供给的角度来看,与政府关系密切程度不同,企业受政府行为的影响程度不同,导致其投资决策时预期税负的重要性不同,从而企业的投资—预期税负敏感性不同。从税收需求的角度来看,各地政府对基础设施的需求不同,导致其对财政收入尤其是税收收入的依赖程度不同,从而影响企业的纳税行为和投资决策。

本文从政府对税收的独占角度出发,指出在国有企业中,国有控股股东和其他股东之间存在特殊的代理问题。本文从税收角度审视了我国特定制度背景下的股权结构在公司财务决策中的作用,为相关研究提供了新的视角。

二、理论分析与研究假说

随着国有企业改革的不断深入,如何衡量国有企业的经营效率并解释其背后的成因,一直是中国经济研究的重要问题。虽然研究者认同国有企业中普遍存在“预算软约束”(Kornai, 1986; Kornai等, 2003),但是对预算软约束的成因却有着不同的认识。

产权观点认为,国有企业天然地存在“委托人缺位”,使其缺乏来自委托人的有效监督和激励,存在内部人控制问题,降低了经营绩效。辛清泉等(2007)发现,地方政府控制的上市公司薪酬契约无法对经理人的工作努力和经营才能做出补偿和激励,薪酬契约的失效导致了过度投资现象。陈冬华等(2005)发现,在政府对国有企业实行薪酬管制的情况下,在职消费成为国有企业经理人的替代性选择,薪酬管制导致了国有企业的薪酬安排缺乏应有的激励效率。也有文献从公司治理角度探讨了如何改善国有企业的经营业绩。刘慧龙等(2012)研究了国有企业改制模式对上市公司投资效率的影响以及独立董事的作用。

信息观点认为,由于国有企业承担了许多政府职能,缺乏市场化的评价标准,不仅国有企业在绩效考核时可以和政府讨价还价,而且政府难以有效区分造成国有企业业绩低的原因是经营不善还是承担了过多的社会责任。薛云奎和白云霞(2008)发现,冗余雇员对国有企业的绩效产生了显著的负面效应。这使政府难以通过合理的指标对国企进行绩效考核(Lin等, 1998; 林毅夫和李志, 2004)。林毅夫和李周(1997)认为,国有企业问题产生的真正原因不在于产权制度,而在

于缺乏充分竞争的外部环境,因此改革应从解除企业的政策性负担入手。以此硬化企业的预算软约束,使其利润率能够真正反映经营绩效。作为国有企业的所有者,国家通过掌握这种充分信息就足以监督其经营行为。

然而,无论是产权观点还是信息观点,在解释上市公司控股权结构及相关的绩效问题时都存在一些不足。随着国有企业的上市,公司产权逐渐明晰,内部人控制问题似乎得到了缓解,但是取而代之的却是控股股东和中小股东之间的代理问题。那么与民营控股股东相比,国有控股股东的代理问题究竟有哪些特点?随着公司上市,股价提供了一个衡量公司价值创造能力的可用指标。但作为国有企业的控股股东,政府及国有资产管理部 门却并没有将股价作为国有上市公司的绩效考核指标,采用的依然是以传统的会计信息为基础的绩效考核指标体系。因此,深入探讨国有控股下政府股东的决策目标及其对公司财务决策的影响是非常必要的。

本文认为,与民营控股股东相比,作为国有控股股东的政府不仅可以获得按照股权比例计算的现金流权以及一般的控制权私有收益,而且可以获得公司所缴纳的税收。而在非国有控股的公司中,控股股东只能获得税后收益,公司的各项财务决策必然是以税后收益作为评价标准。无论是股东与管理层之间的代理问题,还是控股股东与中小股东之间的代理问题,都不会涉及税收。^①

在国有控股的上市公司中,虽然股权投资和税收归属于不同的政府部门管理,但是最终都成为政府财政收入的来源。作为国有控股上市公司的最终控制人,政府不仅要考虑股权投资收益和控制权私利,也要关注公司所创造的税收。对国有控股上市公司来说,包含税收在内的收益最大化才是更为合理的目标。和其他收益不同,政府是税收的完全独占者,因此当税后收益和税收之间存在冲突时,政府会牺牲一部分税后收益来确保税收收入,但这种做法未必有利于中小股东,由此产生了国有控股股东与中小股东之间的特殊代理问题,即税收负担独占性所引发的代理问题。

此外,市场中其他投资者都不能获得税收,所以投资者交易所形成的股价无法体现税收价值,即不存在税收的市场价值。对政府股东来说,股价并没有全面反映国有控股上市公司的价值创造能力,政府也就不会以股价作为其考核国有企业高管经营业绩的基础。因此,作为政府独占的公司价值,税收既是国有控股股东和中小股东利益冲突的来源,也是信息不充分的重要来源。

虽然政府也可以从民营控股上市公司获得税收,但是民营控股股东不会以包含税收的公司价值最大化作为其财务决策目标。即民营控股上市公司不会以税收最大化作为投资决策的目标,而是希望最小化预期的税收成本。如果民营控股上市公司的管理层预期到某项投资将导致未来税负增加,从而降低投资回报率,则可能会削减或取消这项投资,因此投资与预期税负之间负相关。而在国有控股的上市公司中,政府作为控股股东可以直接干预公司的投资决策,不仅要实现税后收益最大化,也要实现税收最大化,甚至以牺牲税后收益为代价来增加税收。因此,和民营控股上市公司相比,国有控股上市公司的投资—预期税负敏感性更低。因此,本文提出以下假说:

假说 1: 与民营控股上市公司相比,国有控股上市公司的投资—预期税负敏感性更低。

为了促进地方经济发展,政府可以通过鼓励企业尤其是国有企业进行投资来拉动当地经济增长,也可以直接进行投资建设。显然,采用哪种投资方式是由企业投资和政府投资的相对效率

^①Desai 等(2007)认为政府加强税收监管可以抑制控股股东的掏空行为,但是在其模型中税收监管是一个外生因素,并不会直接作用于公司的财务行为。也就是说,当控股股东的掏空行为不涉及税收相关问题时,如控股股东占用上市公司资金,税收监管就无法制约这类代理行为。

决定的。基础设施的投资回报率越低,政府自己投资的意愿就越弱。政府更愿意将资金留在企业中,由企业投资。在这种情况下,政府会放松对企业缴纳税收的要求,企业的投资—预期税负敏感性增强。

如果基础设施的投资回报率高,则由地方政府投资给当地带来的经济效益更高,政府投资的意愿更强,此时需要更多的财政收入以支持投资支出。在这种情况下,政府会提高对企业缴纳税收的要求,从而企业的投资—预期税负敏感性减弱。相对于民营企业,政府更易于直接干预国有企业的经营决策,因此国有控股上市公司的投资—预期税负敏感性受地方政府对投资和税收需求的影响更大。因此,本文提出以下假说:

假说 2: 企业注册地的基础设施投资回报率越高,国有股权对投资—预期税负敏感性的影响越弱。

三、研究设计

(一)数据来源

本文以 2004—2013 年非金融类上市公司作为分析对象。国有企业样本中的中央国有企业由国资委或其他部委直接控股,并非由所在地的国资管理部门控股。中央政府对投资和税收的需求决定了央企的投资—预期税负敏感性。而中央政府在投资决策时并非简单地在各个省市进行等权重分配,所以其对税收的需求并不简单地等于全国平均的税收需求。由于无法事先获得中央政府在投资决策时针对各个省份的权重,对某一央企而言,我们无法事先判断其所在地地方政府对投资和税收的需求与中央政府对投资和税收的需求之间的关系。因此,本文在检验假说 2 时,剔除了国有企业中的中央国有企业。上市公司的财务数据来自 CSMAR 和 Wind 数据库,地方基础设施建设数据来自刘世锦等著《中国经济增长十年展望(2015—2024): 攀登效率高地》一书。我们剔除了缺失和极端观测值,得到 12 416 个观测值。本文对所有连续变量进行了上下 1% 的 *winsorize* 处理。

(二)实证模型

本文首先站在投资活动供给方(企业)的角度,实证检验国有企业的投资—预期税负敏感性是否比民营企业要低。然后,从投资需求方(地方政府)考虑,检验地方政府对税收收入的需求程度是否会改变控股权性质对企业投资—预期税负敏感性的影响。

模型(1)用于检验假说 1,即检验国有企业与民营企业的投资—预期税负敏感性是否存在差异。在模型(1)中,被解释变量 $Investment_{i,t}$ 是企业 i 在 t 期的投资额。我们关注的解释变量为企业 i 的预期税负 $Exptax_{i,t}$ ——以在 $t+1$ 期缴纳的所有税收($Tax_{i,t+1}$)作为代理变量,与企业是否为国有控股($SOE_{i,t}$)的交乘项。该交乘项系数表明控股权性质对企业投资—预期税负敏感性的影响。我们预期该系数显著为正,即国有控股会降低投资—预期税负敏感性。模型中 $SOE_{i,t}$ 和 $OCF_{i,t}$ 的交乘项是为了控制不同股权性质下预期盈利能力对公司投资决策的影响。税收在一定程度上也反映了公司的盈利能力,公司盈利能力越强,税收越多。而在不同股权性质下,公司投资对盈利能力的敏感程度存在差异。 $SOE_{i,t}$ 和 $OCF_{i,t}$ 的交乘项可以控制不同股权结构公司的投资—盈利敏感性差异。如果 $SOE_{i,t} \times OCF_{i,t}$ 的系数不显著,而 $SOE_{i,t} \times Exptax_{i,t}$ 的系数是显著的,则说明不同股权结构下税收对投资的影响并非盈利能力所致。

$$\begin{aligned}
 Investment_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 SOE_{i,t} + \beta_2 Exptax_{i,t} + \beta_3 SOE_{i,t} \times Exptax_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 SOE_{i,t} \\
 & \times OCF_{i,t} + \beta_6 TQ_{i,t-1} + \beta_7 Size_{i,t-1} + \beta_8 Cash_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t-1} \\
 & + \beta_{10} Growth_{i,t-1} + \beta_{11} Pay_{i,t} + \beta_{12} Loss_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

在模型(1)的基础上,本文按照样本公司所在地的基础设施投资收益率进行分组回归,检验在不同的基础设施投资收益率下,国有控股权对企业投资—预期税负敏感性的影响是否不同。根据上文理论分析,在基础设施投资收益率高的地区,地方政府对公司税收的需求大,企业更不可能因为预期税负高而放弃投资项目,从而国有控股性质削弱公司投资—预期税负敏感性的程度提高;而在基础设施投资收益率低的地区,地方政府对公司税收的需求小,企业更有可能因为预期税负高而放弃投资项目,从而国有控股性质削弱公司投资—预期税负敏感性的程度降低。即在模型(2)中,地区基础设施投资回报率($IR_{i,t}$)、国有控股权性质($SOE_{i,t}$)和企业预期税负($Exptax_{i,t}$)的交乘项系数(β_8)应显著为正。模型(2)中缺少 $IR_{i,t}$ 和 $SOE_{i,t}$ 的交乘项,主要是为了避免与其他变量产生多重共线性问题,且该交乘项并不是本文要考察的因素,参考黄俊和李增泉(2014)的做法,没有引入模型中。

$$\begin{aligned} Investment_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 SOE_{i,t} + \beta_2 Exptax_{i,t} + \beta_3 SOE_{i,t} \times Exptax_{i,t} + \beta_4 OCF_{i,t} + \beta_5 SOE_{i,t} \\ & \times OCF_{i,t} + \beta_6 IR_{i,t} + \beta_7 IR_{i,t} \times Exptax_{i,t} + \beta_8 IR_{i,t} \times SOE_{i,t} \times Exptax_{i,t} + \beta_9 TQ_{i,t-1} \\ & + \beta_{10} Size_{i,t-1} + \beta_{11} Cash_{i,t-1} + \beta_{12} LEV_{i,t-1} + \beta_{13} Growth_{i,t-1} + \beta_{14} Pay_{i,t} + \beta_{15} Loss_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

(三)变量定义

1. 被解释变量。模型中因变量为企业*i*在*t*期的投资量。我们采用“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”与“取得子公司及其他营业单位支付的现金净额”的总和减去“处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额”与“处置子公司及其他营业单位收到的现金净额”的总和来衡量企业当年的投资量(魏明海和柳建华, 2007; 刘慧龙等, 2014)。

2. 主要解释变量。

(1)预期税收负担($Exptax_{i,t}$)。借鉴 Rountree 等(2008)在检验公司现金流波动与公司价值关系时,用未来实际的现金流波动率作为当期对未来现金流波动预期的做法,本文用*t*+1期企业实际支付的各项税费减去税费返还的净缴纳税费作为预期税收负担的代理变量。企业在*t*期投资决策时会考虑*t*+1期预期缴纳税收的现金流出量。假定企业可以合理预期未来税收,本文使用*t*+1期实际缴纳的税收作为预期值,以 $Exptax_{i,t}$ 表示。该变量的回归系数即为企业的投资—预期税负敏感性,本文预期该系数显著为负,即企业预期未来缴纳的税收越多,投资意愿越弱,当期投资量越少。系数的绝对值越大,投资—预期税负敏感性越强。

(2)股权性质($SOE_{i,t}$)。本文以上市公司的最终控制人特征来衡量股权性质。如果最终控制人为各级政府,则 $SOE_{i,t}$ 取1,否则取0。胡诗阳和陆正飞(2015)发现,国有企业中存在显著的过度投资现象;Chen等(2011)则发现,国有控股的投资效率较低。因此,本文预期 $SOE_{i,t}$ 的回归系数显著为正。

(3)股权性质与预期税负的交互作用。 $SOE_{i,t}$ 与 $Exptax_{i,t}$ 交乘项的系数反映了预期税收负担对不同股权性质的公司当前投资决策的影响,如果该交乘项系数显著为正,则表明与民营控股上市公司相比,预期税负对国有控股上市公司当前投资的影响更小,即国有控股上市公司的投资—预期税负敏感性更低。

(4)地区基础设施投资回报率($IR_{i,t}$)。本文中各地区基础设施投资回报率数据取自刘世锦所著《中国经济增长十年展望(2015—2024): 攀登效率高地》。作为财政收入的组成部分,企业缴纳的税费会用于政府投资和转移支付。而政府一般会投资建设基础设施,基础设施的投资回报率可以作为政府投资回报率的有效代理变量。政府投资回报率越高,国有控股股东对国有上市公司所缴纳税费的需求越大。因此,地区基础设施回报率会改变国有控股权对企业投资—预期税负敏感性的影响。

3. 控制变量。本文的控制变量主要包括：(1)投资机会 $TQ_{i,t-1}$ 。现有文献(陈信元等, 2013; 付文林和赵永辉, 2014)发现, 企业的投资机会越好, 实际投资越多。本文以 $t-1$ 期的公司资产市场价值与资产账面价值之比作为投资机会的代理变量, 预期其回归系数为正。(2)公司规模 $Size_{i,t-1}$ 。(3)现金比率 $Cash_{i,t-1}$, 等于 $t-1$ 期末货币资金、交易性金融资产和短期投资净额之和除以期末总资产(程仲鸣等, 2008; 钟海燕等, 2010; 窦欢等, 2014)。(4)债务水平 $Lev_{i,t-1}$, 等于企业 i 在 $t-1$ 期的资产负债率(曹亚勇等, 2012; 陈艳艳和罗党论, 2012; 程新生等, 2012)。(5)上市年数 $Age_{i,t-1}$, 上市年数越长, 企业的投资需求可能越少, 预期系数为负(张会丽和陆正飞, 2012; 王义中和宋敏, 2014)。(6)高管薪酬 $Pay_{i,t}$, 当高管薪酬较高时, 高管更愿意付出时间和精力去管理企业, 更愿意投资, 预期系数为正(白俊和连立帅, 2014)。(7)销售增长 $Growth_{i,t-1}$, 等于企业 i 在 $t-1$ 期的营业收入增长率, 营业收入增长率越高, 企业成长性越强, 投资需求越多, 预期系数为正(黄俊和李增泉, 2014)。(8)经营活动净现金流量 $OCF_{i,t}$, 经营活动净现金流量越多, 投资收益率越高, 当期投资规模可能越大(魏明海和柳建华, 2007; 付文林和赵永辉, 2014)。(9)是否亏损 $Loss_{i,t}$, 亏损则取 1, 否则取 0。亏损企业的投资意愿和能力相对较低, 预期系数为负(付文林和耿强, 2011; 李万福等, 2011)。变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	投资规模	$Investment_{i,t}$	t 期(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额-处置子公司及其他营业单位收到的现金净额)/年初总资产
解释变量	预期税收负担	$Exptax_{i,t}$	$t+1$ 期现金流量表中(支付的各项税费-收到的税费返还)/年初总资产
	产权性质	$SOE_{i,t}$	t 期为国有控股上市公司则取 1, 否则取 0
	地区基础设施投资回报率	$IR_{i,t}$	t 期地区基础设施投资回报率数据来自刘世锦《中国经济增长十年展望(2015-2024): 攀登效率高地》
	经营现金净流量	$OCF_{i,t}$	t 期经营活动产生的现金流量净额/年初总资产
控制变量	托宾 Q	$TQ_{i,t-1}$	$t-1$ 期末公司市场价值/账面价值
	公司规模	$Size_{i,t-1}$	$t-1$ 期末公司总资产的自然对数
	现金比率	$Cash_{i,t-1}$	$t-1$ 期末(货币资金+交易性金融资产+短期投资净额)/年末总资产
	资产负债率	$Lev_{i,t-1}$	$t-1$ 期末总负债/总资产
	上市年数	$Age_{i,t-1}$	$t-1$ 期末公司已上市年数
	高管薪酬	$Pay_{i,t}$	t 期末高管中薪酬最高者薪酬的对数
	营业收入增长率	$Growth_{i,t-1}$	$t-1$ 期销售收入增长率
	是否亏损	$Loss_{i,t}$	t 期净利润小于 0 则取 1, 否则取 0

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表 2 列示了本文所有变量的描述性统计结果。为了控制极端值的影响, 本文对连续变量做了上下 1% 的 *winsorize* 处理。公司平均投资规模($Investment$)为 6.78%, 标准差为 8.56%, 表明公司之间的投资规模差异较大, 最大的投资量占总资产的 44.36%, 而投资量最少的企业甚至出现了负的净投资。公司平均预期税负($Exptax$)为 4.07%, 标准差为 4.45%, 表明公司税负的离散程度相对较小。

国有控股上市公司(SOE)约占样本总量的 58%。地区基础设施平均回报率(IR)约为 34%, 最低为 13%, 最高为 53%, 表明各地区的基础设施投资效率存在较大差异。在控制变量中, 公司经

营活动净现金流量(*OCF*)的均值为 0.05, 成长性(*TQ*)的均值为 1.78, 公司规模自然对数(*Size*)的均值为 21.65, 现金持有量(*Cash*)均值为 0.17, 公司负债率(*Lev*)均值为 49.25%, 企业上市年数(*Age*)均值为 8.70, 高管中最高薪酬自然对数(*Pay*)的均值为 13.85, 营业收入增长率(*Growth*)均值为 24.46%, 发生亏损的公司约占样本总量的 10.66%。控制变量的描述性统计结果与已有文献基本一致。

表 2 描述性统计

	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Investment</i>	12 416	0.0678	0.0438	0.0856	-0.099	0.4436
<i>Exptax</i>	12 416	0.0407	0.0311	0.0445	-0.056	0.2438
<i>SOE</i>	12 416	0.5823	1	0.4932	0	1
<i>IR</i>	12 416	0.3428	0.3500	0.0842	0.1300	0.5300
<i>OCF</i>	12 416	0.0473	0.0467	0.0791	-0.1965	0.2651
<i>Investment</i>	12 416	0.0678	0.0438	0.0856	-0.099	0.4436
<i>TQ</i>	12 416	1.7783	1.3918	1.0761	0.9109	7.1844
<i>Size</i>	12 416	21.6484	21.5138	1.1906	19.1781	25.3407
<i>Cash</i>	12 416	0.1731	0.1400	0.1273	0.0064	0.6207
<i>Lev</i>	12 416	0.4925	0.5038	0.1967	0.0634	0.9283
<i>Age</i>	12 416	8.7037	9	4.8529	1	19
<i>Pay</i>	12 416	13.8524	13.8854	0.8051	11.813	15.814
<i>Growth</i>	12 416	0.2446	0.1448	0.6370	-0.6498	4.7735
<i>Loss</i>	12 416	0.1066	0	0.3087	0	1

(二) 回归检验

表 3 中列(1)是假说 1 的检验结果。其中, 预期税负(*Exptax*)的回归系数为负, 而且在 1% 的水平上显著, 表明预期税负显著抑制了民营控股上市公司的投资规模。*SOE*×*Exptax* 的回归系数为正, 显著性水平为 1%。在国有控股上市公司中, 投资—预期税负敏感性仍为负(-0.05=-0.1400+0.0900), 但是预期税负对投资的抑制作用显著弱于民营控股上市公司。这表明国有股权中隐含的税收收益显著削弱了国有控股上市公司的投资—预期税负敏感性。这一结果支持了本文的假说 1。

列(1)结果显示, 预期经营活动现金流量净额(*OCF*)的回归系数显著为正, 表明未来税收现金流量越多, 当前投资规模越大, 这与已有研究结论相符。在控制变量中, 托宾 *Q*(*TQ*)、公司规模(*Size*)、现金比率(*Cash*)、高管薪酬(*Pay*)和公司成长性(*Growth*)与投资额正相关, 资产负债率(*Lev*)、上市年数(*Age*)、是否亏损(*Loss*)与投资额负相关, 这些均与已有文献一致(辛清泉等, 2007; 黄俊和李增泉, 2014; 王义中和宋敏, 2014)。列(2)给出了仅包含地方国企和非国有企业样本的检验结果。因为在检验假说 2 时, 我们要剔除央企样本。我们给出了假说 1 的对应样本检验结果, 便于与假说 2 的结果做比较。

表 3 国有企业与非国有企业: 投资—预期税负敏感性差异

	(1)全部国企与非国企	(2)地方国企与非国企
<i>Exptax</i>	-0.1400***(-4.906)	-0.1399***(-4.795)
<i>OCF</i>	0.0997*** (6.774)	0.1011*** (6.780)
<i>SOE</i>	-0.0043**(-2.032)	-0.0021(-0.921)
<i>SOE</i> × <i>Exptax</i>	0.0900*** (2.684)	0.0899** (2.487)

续表 3 国有企业与非国有企业: 投资—预期税负敏感性差异

	(1)全部国企与非国企	(2)地方国企与非国企
<i>SOE</i> × <i>OCF</i>	0.0277(1.473)	0.0422 ^{**} (2.089)
<i>TQ</i>	0.0082 ^{***} (6.776)	0.0082 ^{***} (6.056)
<i>Size</i>	0.0060 ^{***} (6.698)	0.0051 ^{***} (4.811)
<i>Cash</i>	0.0160 ^{**} (2.165)	0.0257 ^{***} (3.001)
<i>Lev</i>	-0.0180 ^{***} (-3.536)	-0.0131 ^{**} (-2.281)
<i>Age</i>	-0.0031 ^{***} (-17.644)	-0.0032 ^{***} (-16.465)
<i>Pay</i>	0.0075 ^{***} (6.232)	0.0077 ^{***} (5.806)
<i>Growth</i>	0.0058 ^{***} (4.579)	0.0045 ^{***} (3.602)
<i>Loss</i>	-0.0201 ^{***} (-9.619)	-0.0201 ^{***} (-8.608)
<i>Constant</i>	-0.1176 ^{***} (-4.465)	-0.0934 ^{***} (-3.048)
行业	控制	控制
年度	控制	控制
<i>Observations</i>	12 416	10 252
<i>Adjusted R</i> ²	0.163	0.163

注: 括号内为稳健 *t* 值, ^{***}、^{**}和^{*}分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。下表同。

表 4 是假说 2 的检验结果。假说 2 认为, 政府对税收收入的需求会显著削弱国有控股上市公司的投资—预期税负敏感性。表 4 比较了在不同的政府税收需求下, 控股权特征对投资—预期税负敏感性的影响。结果表明, 地区基础设施投资回报率(*IR*)的回归系数并不显著, 表明它并不会显著影响公司的投资行为。预期税负(*Exptax*)的回归系数为正, 但是并不显著; *IR*×*Exptax* 的回归系数为负, 显著性水平为 5%。这表明政府对税收的需求越大, 预期税负对投资的抑制作用越明显。*IR*×*SOE*×*Exptax* 的系数为正(0.8818), 且在 1% 水平上显著。这说明上市公司所在地的基础设施投资回报率越高, 相对于非国有企业, 国有企业的投资—预期税负敏感性更低。这支持了假说 2。

表 4 基础设施投资回报率对投资—预期税负敏感性的影响

变量	系数	变量	系数
<i>Exptax</i>	0.0587(0.574)	<i>Size</i>	0.0050 ^{***} (4.710)
<i>IR</i>	0.0223(1.601)	<i>Cash</i>	0.0260 ^{***} (3.041)
<i>IR</i> × <i>Exptax</i>	-0.6089 ^{**} (-2.089)	<i>Lev</i>	-0.0127 ^{**} (-2.213)
<i>SOE</i>	-0.0023(-0.992)	<i>Age</i>	-0.0032 ^{***} (-16.425)
<i>SOE</i> × <i>Exptax</i>	-0.2059 [*] (-1.832)	<i>Pay</i>	0.0077 ^{***} (5.795)
<i>IR</i> × <i>SOE</i> × <i>Exptax</i>	0.8818 ^{***} (2.821)	<i>Growth</i>	0.0045 ^{***} (3.641)
<i>OCF</i>	0.0999 ^{***} (6.791)	<i>Loss</i>	-0.0201 ^{***} (-8.590)
<i>SOE</i> × <i>OCF</i>	0.0418 ^{**} (2.073)	<i>Constant</i>	-0.0997 ^{***} (-3.182)
<i>TQ</i>	0.0081 ^{***} (5.947)	行业和年度	控制
<i>Observations</i>	10 252	<i>Adjusted R</i> ²	0.164

(三)稳健性检验

1. 采用系数比较方法检验假说 2。在检验假说 2 时, 在模型中加入 *SOE*×*IR* 会引起较为严重的多重共线性问题。考虑到本文并不关心这一交乘项, 为了克服多重共线性问题, 我们没有将其纳入假说 2 的检验模型中。本文在稳健性检验中采用系数比较方法重新对假说 2 进行了检验, 结果与上文一致。

2. 改变主要解释变量的计量方法。我们采用未来两年缴纳税收的平均值作为当期的预期税负, 重新对假说 1 和假说 2 进行了检验, 结果与上文一致。

五、结 论

本文比较了不同股权结构的上市公司投资—预期税负敏感性的差别。研究发现, 国有控股企业的投资—预期税负敏感性低于民营控股企业。与民营控股企业相比, 国有控股企业在投资决策时更看重税前收益, 关注投资带来的税收效益。作为国有控股股东, 政府独占税收收益, 会产生特殊的代理问题, 进而对国有控股上市公司的投资行为产生影响。此外, 地方政府对税收的需求产生变化时会传导到微观企业的投资行为上, 具体表现为: 当公司注册地的基础设施投资回报率较高时, 地方政府对税收的需求较大, 当地企业尤其是国有企业不会因为税负增加而放弃投资项目, 从而投资—预期税负敏感性降低。也就是说, 企业注册地的基础设施投资回报率越高, 国有股权对投资—预期税负敏感性的影响越弱。

本文从政府独占的税收收益角度出发, 理解国有控股上市公司中控股股东与非控股股东之间特殊的代理问题, 更好地解释了国有控股上市公司的财务决策行为尤其是投资行为。重要的是, 本文结果表明, 在分析中国上市公司的股权结构对公司财务决策及公司价值的影响时, 不应该忽略税收的影响。

参考文献:

- [1]白俊, 连立帅. 国企过度投资溯源: 政府干预抑或管理层自利?[J]. 会计研究, 2014, (2): 41-48.
- [2]曹亚勇, 王建琼, 于丽丽. 公司社会责任信息披露与投资效率的实证研究[J]. 管理世界, 2012, (12): 183-185.
- [3]陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005, (2): 92-101.
- [4]陈信元, 靳庆鲁, 肖土盛, 等. 行业竞争、管理层投资决策与公司增长/清算期权价值[J]. 经济学(季刊), 2013, (4): 305-332.
- [5]陈艳艳, 罗党论. 地方官员更替与企业投资[J]. 经济研究, 2012, (S2): 18-30.
- [6]程新生, 谭有超, 刘建梅. 非财务信息、外部融资与投资效率——基于外部制度约束的研究[J]. 管理世界, 2012, (7): 137-150.
- [7]程仲鸣, 夏新平, 余明桂. 政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资[J]. 管理世界, 2008, (9): 37-47.
- [8]窦欢, 张会丽, 陆正飞. 企业集团、大股东监督与过度投资[J]. 管理世界, 2014, (7): 134-143.
- [9]付文林, 耿强. 税收竞争、经济集聚与地区投资行为[J]. 经济学(季刊), 2011, (4): 1329-1348.
- [10]付文林, 赵永辉. 税收激励、现金流与企业投资结构偏向[J]. 经济研究, 2014, (5): 19-33.
- [11]胡诗阳, 陆正飞. 非执行董事对过度投资的抑制作用研究——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2015, (11): 41-48.
- [12]黄俊, 李增泉. 政府干预、企业雇员与过度投资[J]. 金融研究, 2014, (8): 118-130.
- [13]李万福, 林斌, 宋璐. 内部控制在公司投资中的角色: 效率促进还是抑制?[J]. 管理世界, 2011, (2): 81-99.
- [14]林毅夫, 李志. 政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. 经济研究, 2004, (2): 17-27.
- [15]林毅夫, 李周. 现代企业制度的内涵与国有企业改革方向[J]. 经济研究, 1997, (3): 3-10.
- [16]刘慧龙, 王成方, 吴联生. 决策权配置、盈余管理与投资效率[J]. 经济研究, 2014, (8): 93-106.
- [17]刘慧龙, 吴联生, 王亚平. 国有企业改制、董事会独立性与投资效率[J]. 金融研究, 2012, (9): 127-140.
- [18]王义中, 宋敏. 宏观经济不确定性、资金需求与公司投资[J]. 经济研究, 2014, (2): 4-17.
- [19]魏明海, 柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资[J]. 管理世界, 2007, (4): 88-95.

- [20]吴延兵. 国有企业双重效率损失研究[J]. 经济研究, 2012, (3): 15–27.
- [21]辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究, 2007, (8): 110–122.
- [22]薛云奎, 白云霞. 国家所有权、冗余雇员与公司业绩[J]. 管理世界, 2008, (10): 96–105.
- [23]姚洋, 章奇. 中国工业企业技术效率分析[J]. 经济研究, 2001, (10): 13–19.
- [24]张会丽, 陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J]. 管理世界, 2012, (3): 141–150.
- [25]钟海燕, 冉茂盛, 文守逊. 政府干预、内部人控制与公司投资[J]. 管理世界, 2010, (7): 98–108.
- [26]Chen S, Sun Z, Tang S, et al. Government intervention and investment efficiency: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(2): 259–271.
- [27]Desai M A, Dyck A, Zingales L. Theft and taxes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(3): 591–623.
- [28]Kornai J. The soft budget constraint[J]. *Kyklos*, 1986, 39(1): 3–30.
- [29]Kornai J, Maskin E, Roland G. Understanding the soft budget constraint[J]. *Journal of Economic Literature*, 2003, 41(4): 1095–1136.
- [30]Lin J Y, Cai F, Li Z. Competition, policy burdens, and state-owned enterprise reform[J]. *The American Economic Review*, 1998, 88(2): 422–427.
- [31]Rountree B, Weston J, Allayannis G. Do investors value smooth performance?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 90(3): 237–251.
- [32]Zhang W. Decision rights, residual claim and performance: A theory of how the Chinese state enterprise reform works[J]. *China Economic Review*, 1997, 8(1): 67–82.

Does Expected Tax Burden Discourage Corporate Investment? Explanation Based on Private Benefits of State-owned Shares

Lin Xu¹, Su Hongtong¹, Zhu Kai^{1,2}, Chen Xinyuan^{1,2}

(1. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China; 2. The Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Summary: Based on the unique ownership structure of state-owned enterprises (SOEs) in China, we examine the influence of expected tax burden on corporate investment decisions. Prior researches indicate that the efficiency of SOEs is lower than non-SOEs, which is proved in stock market as well (Wu, 2012; Yao and Zhang, 2001). There are two explanations for this phenomenon: property right view and policy burden view. The property right view believes that the main reason for the SOEs' low efficiency is unclear definition of property rights in SOEs (Zhang, 1997). However, the policy burden view instead argues that excessive social responsibility and lack of reasonable market evaluation index lead to the low efficiency of SOEs (Lin et al, 1998).

In this paper, we find that SOEs care tax when they make investment decisions, which is consistent with the policy burden view. We also indicate that the main reason for this phenomenon is a unique agency problem caused by the fact that the state is the controller of SOEs, which is also consistent with the property right view. We analyze state ownership structure from a tax perspective, examine the influence of the expected tax

burden on corporate investment decisions, and then integrate two explanations mentioned above.

In traditional corporate finance theory, both state-owned and non-state-owned controlling shareholders have indiscriminate. Both of them get returns on investment according to the proportion of shares, and the private benefits of control at the same time. However, compared with other types of shareholders, the governments, as the ultimate controllers of SOEs, can not only get equity gains and control rights, but also get tax revenues paid by the companies. Although the governments can also obtain tax benefits from private enterprises, it is difficult for the governments to ensure tax revenues by intervening directly in business decisions of the private enterprises. In contrast, in the SOEs, the governments as the controlling shareholders can directly intervene in the business decisions of SOEs, so as to ensure the implementation of the tax revenues.

Unlike the equity gains and the private benefits of control rights, the tax benefits are monopolized by the state. Therefore, the tax benefits could not be incorporated in the market price, which makes the market value underestimate the overall value of the state-owned controlled shareholders to a certain extent. When there is a conflict between tax benefits and returns on equity, the governments are more inclined to get exclusive tax benefits. The private benefits for state-owned holding rights cause the special agency problems between state-owned controlling shareholders and minority shareholders. This paper aims to clarify and analyze how agency problem affects corporate (especially SOEs) investing decisions.

This paper takes the sample of listed companies from 2004 to 2013, and compares the relationship between corporate investment and expected tax burden under different ownership structure of listed companies (hereinafter referred to as 'investment-expected tax burden sensitivity'). We find that, compared with private holding listed companies, investment-expected tax burden sensitivity of SOEs is significantly reduced; when infrastructure investment return rate of local government is higher, that is to say the tax revenue demand of the local governments is bigger, the effect of state-owned shareholders on investment-expected tax burden sensitivity is weaker. The empirical results of this paper support the theoretical hypothesis that private benefits implied by tax is one of the important differences in the property control of listed companies in China. Therefore, tax should not be ignored when comparing and analyzing the different ownership structure and its mechanism of action.

From the perspective of governmental exclusive right of taxation, this paper points out that there is a unique agency problem between state-owned controlling shareholders and other shareholders in SOEs. We study the role of ownership structure in corporate financial decision-making, especially corporate investment decisions, from a perspective of tax benefits under the specific background in China. This paper tries to provide empirical evidence and new research perspective for further investigation into the effect of ownership structure on corporate financial decisions.

Key words: state-owned share; expected tax burden; corporate investment decision

(责任编辑 康 健)