

# 私利侵占抑或生存所迫：税收规避 对现金持有价值的净效应

陈胜蓝, 贾思远

(内蒙古大学 经济管理学院, 内蒙古 呼和浩特 010021)

**摘要:** 基于发达市场的研究表明公司税收规避节省现金主要是出于高管的私利侵占动机。然而, 在中国特定制度环境导致公司综合税负相对较高的背景下, 公司税收规避节省现金很可能是出于公司生存和发展的需要。文章使用市场导向的方法考察公司税收规避对现金持有价值的净效应。研究表明, 税收规避节省的现金给股东带来的收益大于其可能带来的成本, 即存在显著为正的净效应。进一步研究表明, 税收规避对现金持有价值正向的净效应主要来自于现金流不确定性较高的公司以及价格成本边际(price-cost margin)较高的公司。对于中国这一新兴市场而言, 公司实际承担的税收负担仍然过重, 降低公司综合税负仍然是目前政策制定者的首要目标。

**关键词:** 税收规避; 现金持有价值; 现金流不确定性; 价格成本边际

**中图分类号:** F272.5   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1009-0150(2016)06-0054-12

## 一、引言

公司的税收规避行为是在很多国家都存在的现象。根据2013年7月中国财政部经济建设司发布的报告, 中国公司的综合税负高达40%, 远远超过经济合作发展组织(OECD)国家24%-27%的平均水平。相关研究也表明, 中国公司特别是国有企业存在较为严重的税收负担(Cai和Liu, 2009; Zhang等, 2016)。尽管实务界和学术界都认为公司税收规避行为具有重要的经济意义, 但关于税收规避对于股东价值的影响并没有形成统一的意见。

税收规避的一个直接后果是可以为公司节省现金。在发达市场的经济体系中, 公司高管与股东之间存在较为严重的代理冲突, 税收规避节省的现金资产容易诱发高管滥用资金的机会主义行为。一旦市场预期公司税收规避行为主要来自高管的私利侵占动机, 节省下来的现金便会产生高昂的代理成本, 从而损害股东利益, 市场就会对税收规避节省的现金进行负向的定价。例如, Dhaliwal等(2011)使用美国上市公司1985-2008年的数据研究发现税收规避对现金持有价值呈现出显著为负的净效应。本文把这种解释税收规避如何影响现金持有价值的观点称为“代理成本观”。

然而, 在公司税负较高的背景下, 公司为了降低实际的税收负担, 很可能采用激进的税收规避策略, 以满足公司生存与发展的需要(Dyrenge等, 2008; Cai和Liu, 2009; Hasan等, 2016)。税

收稿日期: 2016-04-15

基金项目: 国家自然科学基金项目(71263034, 71572087)。

作者简介: 陈胜蓝(1978-), 男, 湖北武汉人, 内蒙古大学经济管理学院教授, 硕士生导师;

贾思远(1991-), 女, 内蒙古呼和浩特人, 内蒙古大学经济管理学院会计学研究生。

收规避所节省的现金不仅能降低公司杠杆减少公司的资金成本,还可以使公司快速捕捉投资机会,不至于在外部融资困难时错失投资机会。如果没有合适的投资机会,公司还可以把税收规避节省的现金分配给股东。如果市场预期公司税收规避节省现金行为主要来自于满足公司生存与发展的需要,节省下来的现金有利于提升股东价值,市场就会对税收规避节省的现金进行正向的定价。这种解释税收规避对现金持有价值净效应的观点,本文称之为“股东价值观”。

基于中国特定的制度背景,本文考察税收规避对现金持有价值的净效应。借鉴Faulkender和Wang(2006)的现金持有价值模型,我们可以通过考察公司税收规避节省现金的市场价值,来评价税收规避对现金持有价值影响的净效应。如果私利侵占是公司税收规避节省现金的主要动机,市场就会对税收规避节省的现金进行负向的定价,检验结果就可以为“代理成本观”提供支持的证据。相反,如果公司税收规避节省现金主要是基于生存和发展的需要,市场就会对税收规避节省的现金进行正向的定价,检验结果就可以支持“股东价值观”。考虑到张兆国等(2015)只使用了2008–2012年较短研究期间的数据,本文使用上市公司2001–2013年更长研究期间的数据,以增强研究结论的内部有效性和外部有效性。本文研究结果表明,税收规避对现金持有价值有显著正向的影响。这意味着在目前中国特定的制度背景下,市场认为税收规避节省的现金给股东带来的收益大于其可能带来的成本,因此给予了正向的定价。这为“股东价值观”提供了支持的证据。

为了进一步考察“股东价值观”是否可以作为解释税收规避影响现金持有价值的主要理论,本文从现金流不确定性和价格成本边际这两个视角展开进一步研究。

首先,如果公司现金流的不确定性较高,就难以产生稳定的现金流来保障公司正常的经营活动,这会导致股东价值遭受损失(Disatnik等,2014)。由于税收规避可以节省大量现金补充公司正常的经营活动所需的现金流,因此现金流不确定性较高的公司就更倾向于运用税收规避来补充公司现金持有量,从而提高股东价值(McGuire等,2014)。我们把研究样本按照现金流不确定性分为较高组和较低组,检验结果表明税收规避对现金持有价值的影响主要来自于现金流不确定性较高组。这一检验结果进一步表明公司税收规避节省的现金主要是出于生存与发展的需要,支持了“股东价值观”。

其次,价格成本边际会影响公司税收规避节省现金的决策。价格成本边际高的公司通过影响行业内产品的价格、质量等属性,可能获得更高、更平滑、更持续的利润(Peress,2010)。这意味着价格成本边际越高,公司越能在更长的时间范围内准确地预测税收规避所能节省的现金流,甚至有助于公司通过税收规避节省更多的现金(Kubick等,2015),从而更好地提升股东价值。我们把研究样本按照价格成本边际分为较高组和较低组,检验结果表明税收规避对现金持有价值的影响主要来自于价格成本边际较高组。这一检验结果进一步表明,当税收规避节省的现金对公司股东价值更加有利时,市场才给予正向的定价。这一结果也支持了“股东价值观”。

文章后续部分安排如下:第二部分在相关理论分析的基础上提出研究假说;第三部分介绍本文的研究设计;第四部分对实证结果进行解释与分析;第五部分是研究结论部分。

## 二、理论分析与研究假说

税收规避作为世界范围内的一个普遍现象(Bartelsman和Beetsma,2003;Markle和Shackelford,2012),其主要特征是可以为公司节省大量现金。基于发达资本市场的研究表明,在公司高管和股东之间代理问题比较严重的情况下,税收规避节省的现金很可能会诱发高管私利侵占的动机。进行税收规避的公司往往采用复杂且不透明的方法来掩盖税收规避行为

(Armstrong等, 2015; Higgins等, 2014), 从而降低了公司信息透明度, 加剧了股东和高管的代理冲突, 高管的自利行为会侵占股东权益(Desai和Dharmapala, 2009; Chen等, 2012)。市场预期税收规避节省的现金会产生高昂的代理成本, 就会对税收规避节省的现金进行负向的定价。这种基于代理成本理论来解释税收规避影响现金持有价值的观点可以称之为“代理成本观”。根据这种观点, Dhaliwal等(2011)使用美国上市公司1985–2008年的数据进行考察, 研究结果表明税收规避的程度越高, 投资者对公司持有现金的定价越低。

然而, 另一类研究表明税收规避节省的现金有利于提高股东价值。公司税收规避节约的现金不仅可以降低公司的资金成本, 减少对外部融资的依赖, 还可以使公司对投资机会做出快速的反应, 获取更高额的利润(Dyreng等, 2008; Cai和Liu, 2009; Hasan等, 2016)。即使公司没有较好的投资机会, 税收规避节省的现金也可以增加公司预防性现金, 或者直接分配给股东(Mills等, 1998; Graham等, 2011)。如果市场预期公司税收规避节省现金有利于提升股东价值, 市场就会对税收规避节省的现金进行正向的定价。这种基于提升股东价值来解释税收规避影响现金持有价值的观点可以称之为“股东价值观”。

基于中国特定的税收征管环境, 究竟是“代理成本观”还是“股东价值观”能够成为解释公司税收规避影响现金持有价值的主要理论观点, 这是本研究的核心问题。中国上市公司面临的税收环境与发达市场的公司并不相同, 中国上市公司往往承担较高的综合税负。具有国有股权的公司是中国上市公司的重要组成部分, 而这些公司由于肩负着社会责任等要求, 公司国有股权比例越高, 实际税负也越重(吴联生, 2009)。此外, 中国作为新兴的资本市场, 融资环境并没有发达资本市场成熟, 外部融资压力对于民营企业依旧是一个严峻的问题(刘行和叶康涛, 2014)。在这种背景下, 公司进行税收规避节约现金更可能是生存发展的需要, “代理成本观”不太适合解释目前大多数公司税收规避节约现金的主要动机。张兆国等(2015)尝试基于“代理成本观”考察税收规避与现金持有价值的关系, 但并没有发现类似发达市场中存在的显著负向关系。

“股东价值观”更适合解释中国上市公司税收规避对现金持有价值的影响。首先, 在综合税负较高的条件下, 公司往往需要采取激进的税收规避措施来节省现金, 以便获取保障公司正常经营的现金流(刘行和叶康涛, 2014)。其次, 由于地域性税收政策差异、公司所有制等原因, 导致不同公司的税负差异较大(例如经济特区、国家级经济开发区和高薪技术开发区内注册的公司, 经相关部门批准可享受15%的法定优惠税率)。税收规避节省的现金可以使没有享受税收优惠的公司提高竞争力(罗党论和魏嵩, 2012; 刘骏和刘峰, 2014)。再次, 由于公司外部环境的不确定性, 税收规避节省的现金可以帮助公司应对外部环境的变动。例如, 一些研究表明市场竞争不确定性提高时(Cai和Liu, 2009)或者政治不确定性提高时(李维安和徐业坤, 2013), 公司更有动机通过税收规避节省现金。基于以上分析, 公司税收规避节省现金主要是基于生存和发展的需要, 有利于提高股东价值。如果市场认为税收规避节省的现金给股东带来的收益大于其可能带来的成本, 就会给予税收规避节省的现金更高的定价。因此, 本文提出以下研究假说:

研究假说: 其他条件不变, 公司税收规避对现金持有价值有正向影响。

### 三、研究设计

#### (一) 关键变量

##### 1. 税收规避变量

我们用两种方法来衡量公司税收规避Tax: 会计收益与应税收益差异BTD和会计应计与财

税差异回归的残差DDBTD。我们选择这两种方法是因为这两种方法能够有效衡量公司潜在的税收规避行为,同时被已有研究广泛接受(刘行和叶康涛,2013;Li等,2014)。以下我们具体解释这两种衡量方法的构建:

(1)借鉴Chen等(2010)的方法,用会计收益与应税收益差异BTD衡量公司的税收规避程度,计算方法如下:

$$BTD = (\text{税前会计利润} - \text{所得税费用} / \text{名义所得税率}) / \text{期末总资产}$$

BTD能反映会计收益和应纳税所得额之间永久性差异和暂时性差异引起的税收规避,BTD越大,公司的税收规避程度越大。

(2)借鉴Desai和Dharmapala(2006)的方法,用会计应计和财税差异回归的残差DDBTD= $\mu_i + \xi_{it}$ 衡量公司的税收规避程度。 $\mu_i + \xi_{it}$ 来自以下固定效应的回归结果:

$$BTD_{it} = \alpha Tacc_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $Tacc = (\text{净利润} - \text{经营活动产生的净现金流}) / \text{总资产}$ , $\mu_i$ 为公司在样本期间内残差的平均值, $\xi_{it}$ 为年度残差与公司平均残差的偏离度。DDBTD越大,公司的税收规避程度越大。

## 2. 现金持有价值

本文借鉴Faulkender和Wang(2006)建立的模型来衡量现金持有价值。现金持有价值通过i公司t年超额股票回报来衡量,同时控制公司盈利、财务政策和投资政策的变化。为了确保我们的结果稳健,我们还借鉴Dittmar和Mahrt-Smith(2007),运用修正的Fama和French(1993)模型估计现金持有价值。

### (二) 研究模型

在Faulkender和Wang(2006)的模型基础上,我们加入税收规避变量Tax以及税收规避与现金持有量变动的交互项来验证税收规避对现金持有价值的影响。研究模型如下:

$$\begin{aligned} Ret_t = & \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta Cash_t}{MV_{t-1}} + \beta_2 Tax_t \times \frac{\Delta Cash_t}{MV_{t-1}} + \beta_3 Tax_t + \beta_4 \frac{\Delta Earning_t}{MV_{t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta NetAesst_t}{MV_{t-1}} \\ & + \beta_6 \frac{\Delta Interest_t}{MV_{t-1}} + \beta_7 \frac{\Delta Dividen_t}{MV_{t-1}} + \beta_8 \frac{Cash_{t-1}}{MV_{t-1}} + \beta_9 Leverage_t + \beta_{10} \frac{\Delta NF_t}{MV_{t-1}} \\ & + \beta_{11} \frac{\Delta Cash_t}{MV_{t-1}} \times Cash_{t-1} + \beta_{12} \frac{\Delta Cash_t}{MV_{t-1}} \times Leverage_t + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

这个模型中,因变量是超额股票回报Ret。计算方法是,i公司t年的股票回报率减去同期的市场回报率,表示一个财政年度内累积的非正常回报。根据Faulkender和Wang(2006),现金持有价值还受杠杆率和滞后期的现金持有量以及这两个变量和持有现金量变化交互项的影响,因此我们控制除持有现金量以外其他引起其价值变动的因素。

具体变量定义如下:现金持有量Cash,用货币资金和短期投资之和来表示;特别项目前净利润Earning,是非经常性损益项目调整前净利润;净资产NetAsset,是总资产与现金持有量的差;利息费用Interest,用财务费用表示;普通股股利Dividend;杠杆率Leverage;净融资NF,是股权融资和债券融资之和;股票市值MV,是流通股市值与非流通股市值之和。 $X_t$ 是变量X在第t年的水平, $X_{t-1}$ 是变量X在第t-1年的水平, $\Delta X$ 是变量X从第t-1年到第t年的变化量。此外,我们在模型中同时控制了行业和年度固定效应。

我们借鉴Faulkender和Wang(2006)的模型,通过建立一个交互项Tax $\times$  $\Delta$ Cash检验税收规避如何影响现金持有价值。税收规避采用两种方法进行衡量,分别为会计收益与应税收益差异BTD与会计应计和财税差异回归的残差DDBTD。

为了增强研究结果的稳健性,我们还借鉴Dittmar和Mahrt-Smith(2007)修正的Fama和French(1993)模型估计现金持有价值。这个模型与公式(2)相似,左边变量衡量市场定价,采用公司的市场价值与账面价值比,右边包含现金持有量与税收规避的交互项以及适当的控制变量,具体而言,Cash、BTD、DDBTD、Earning、Interest、Dividend定义同上文,CashFlow为经营现金流量净额,MV为公司市价,CAPEX为公司资本性支出。

#### 四、实证结果与分析

##### (一)描述性统计

我们使用的数据来源于国泰安(CSMAR)研究数据库,初始样本为2001-2013年非金融、保险业的所有A股上市公司,剔除数据不全和存在异常值的样本。所有连续变量在1%和99%分位数上实施缩尾处理(winsorize),最终得到15 173个观测值。表1为变量的定义与说明。

表1 变量定义与说明

变量符号	变量名称	变量定义与说明
Ret	股票超额回报率	个股回报率与市场回报率的差
Cash	现金持有量	货币资金与短期投资之和
BTD	会计收益与应税收益差异	(税前会计利润-所得税费用/名义所得税率)/总资产
DDBTD	会计应计与财税差异回归的残差	模型回归的残差: $BTD_{it} = aTacc_{it} + \mu_i + \epsilon_{it}$
Earning	特别项目前净利润	非经常损益项目调整前的净利润
NetAsset	净资产	总资产与持有现金流量的差
Interest	利息费用	财务费用
Dividend	总股利	每股股利与流通股乘积
Leverage	杠杆率	总负债与总资产比率
NF	净融资	股权融资与净债券融资的和

表2为主要变量的描述性统计结果。Ret均值为0.0191,标准差为0.4834;  $\Delta$ Cash均值为0.0266,标准差为0.1251; BTD均值为0.0107,标准差为0.0409; DDBTD均值为-0.0015,标准差为0.0311,与已有研究没有显著差异。模型中的控制变量 $\Delta$ Earning、 $\Delta$ NetAsset、 $\Delta$ Interest、 $\Delta$ Dividend、Leverage、 $\Delta$ NF的均值和标准差与已有文献基本一致,没有显著差异。

表2 描述性统计

	均值	中位数	标准差	最小值	25分位	75分位	最大值
Ret	0.019 1	-0.054 9	0.483 4	-1.059 7	-0.209 1	0.148 5	2.298 2
$\Delta$ Cash	0.026 6	0.007	0.125 1	-0.269 2	-0.029 4	0.057 4	0.645 1
BTD	0.010 7	0.009 2	0.040 9	-0.216 3	-0.001 5	0.027 3	0.125 3
DDBTD	-0.001 5	-0.000 6	0.031 1	-0.142 5	-0.014 4	0.013 5	0.081 9
$\Delta$ Earning	0.012	0.003 4	0.061 2	-0.160 5	-0.008 8	0.018 9	0.360 4
$\Delta$ NetAsset	0.168	0.091 3	0.339 5	-0.606 1	0.009 1	0.236	2.049 5
$\Delta$ Interest	0.002 3	0.001 1	0.010 8	-0.036 8	-0.001 5	0.005 5	0.05
$\Delta$ Dividend	0.001 5	0	0.007 4	-0.018 8	0	0.002 9	0.034 3
Leverage	0.492 5	0.495 6	0.209 7	0.063 3	0.346	0.632 2	1.226 6
$\Delta$ NF	0.021 3	0.001	0.279 8	-0.898 5	-0.067 4	0.086 2	1.393 2

表3为主要变量相关系数结果。从表3中可以发现,各主要变量之间的相关系数在合理可接受范围内,不存在严重的多重共线性。

表3 相关系数表

	Ret	Cash	BTD	DDBTD	Earning	NetAsset	Interest	Dividend	Leverage	NF
Ret	1.000									
$\Delta$ Cash	0.161	1.000								
BTD	0.133	0.063	1.000							
DDBTD	0.136	0.169	0.725	1.000						
$\Delta$ Earning	0.242	0.206	0.223	0.261	1.000					
$\Delta$ NetAsset	0.157	0.266	0.112	0.026	0.188	1.000				
$\Delta$ Interest	0.004	0.032	-0.053	-0.064	-0.181	0.261	1.000			
$\Delta$ Dividend	0.130	0.106	0.113	0.088	0.174	0.104	-0.007	1.000		
Leverage	0.013	0.139	-0.325	-0.139	0.090	0.208	0.154	-0.022	1.000	
$\Delta$ NF	0.075	0.341	0.015	-0.043	0.124	0.447	0.057	0.006	0.022	1.000

## (二) 回归结果与分析

本文通过考察现金持有价值来评价税收规避对现金持有价值影响的净效应。表4给出了相应的回归结果。我们主要关注税收规避与现金持有量变动的交互项系数。在第(1)列中,我们使用会计收益与应税收益差异BTD作为税收规避的变量,交互项BTD $\times$  $\Delta$ Cash的系数为6.0295,在1%水平上显著。这表明税收规避对现金持有价值有显著的正向影响。在第(2)列中,我们使用会计应计和财税差异回归的残差DDBTD作为税收规避的变量,交互项DDBTD $\times$  $\Delta$ Cash的系数为6.7319,在1%水平上显著。这与第(1)列的回归结果一致。这说明投资者认为税收规避节省的现金带给股东的收益大于其产生的特定成本,对现金持有价值影响的净效应是正向的,因此对税收规避增加的现金持有量给予正向的定价。总而言之,这为本文的研究假说提供了支持的经验证据。张兆国等(2015)也考察了税收规避对现金持有价值的影响,没有发现两者存在显著的关系。然而,本文的研究结果表明两者存在显著正相关关系。考虑到他们的研究期间是2008-2012年,期限相对较短,这可能是导致结果不同的原因之一。

$\Delta$ Cash现金持有量变动、 $\Delta$ Earning调整后净利润变动、 $\Delta$ NetAsset净资产变动和 $\Delta$ Dividend股利变动对股票超额回报率影响显著为正,说明现金持有量变动、净利润的增加、净资产增加和股利支付会提高超额回报率。Leverage杠杆率显著为负,说明负债水平对超额回报率有一定的负向影响。这与Faulkender和Wang(2006)和Tong(2011)研究结论一致。

为了保证结果的稳健性,本文还使用Dittmar和Mahrt-Smith(2007)的现金持有价值模型进行

表4 回归结果

	Ret	
	(1)	(2)
$\Delta$ Cash	0.405 2***(2.79)	0.503 9***(3.73)
BTD	0.737 4***(5.99)	
BTD $\times$ $\Delta$ Cash	6.029 5***(3.39)	
DDBTD		0.848 4***(5.59)
DDBTD $\times$ $\Delta$ Cash		6.731 9***(4.07)
$\Delta$ Earning	1.467 5***(13.23)	1.453 8***(12.98)
$\Delta$ NetAsset	0.135 2***(6.26)	0.149 9***(7.08)
$\Delta$ Interest	0.798 0(1.45)	0.782 9(1.42)
$\Delta$ Dividend	4.397 0***(6.53)	4.536 3***(6.79)
Cash <sub>t-1</sub>	0.111 7***(3.69)	0.106 4***(3.51)
Leverage	-0.036 2*(-1.84)	-0.064 4***(-3.61)
$\Delta$ NF	-0.037 2(-1.61)	-0.030 1(-1.31)
$\Delta$ Cash $\times$ Cash <sub>t-1</sub>	0.451 2(1.52)	0.582 8*(1.90)
Leverage $\times$ $\Delta$ Cash	-0.343 3(-1.56)	-0.561 6***(-2.60)
截距	-0.057 6(-1.52)	-0.037 6(-1.01)
行业	控制	控制
年度	控制	控制
N	15 173	15 173
Adj-R <sup>2</sup>	0.099	0.100
F	20.063 4	18.997 7

注:括号内表示调整后的t值,\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著(双尾检验)。下同。

验证,主要关注现金持有量Cash和税收规避Tax交互项的系数。表5给出了该模型的回归结果,交互项BTD×Cash、DDBTD×Cash的系数分别为28.5771、31.8007,且均在1%水平上显著。结果说明税收规避对现金持有价值有正向影响,与Faulkender和Wang(2006)的模型回归结果基本一致。这表明本文的研究结果具有稳健性。

### (三) 进一步研究

#### 1. 公司现金流不确定性

如果公司的现金流不确定性较高,就难以产生稳定的现金持有量来保障公司正常的经营活动,从而导致股东价值遭受损失(Disatnik等,2014)。当税收规避可以持续增加现金持有量时,现金流不确定性较高的公司就倾向于运用税收规避来补充公司现金持有量的不足(McGuire等,2014)。现金流不确定性高的公司通过运用税收规避节省的现金保障公司正常经营活动,有利于提升股东价值,因此市场会给予这类税收规避节省现金的公司以积极的评价。

表6报告了现金流不确定性对税收规避和现金持有价值影响的回归结果。现金流的不确定性用非正常现金流波动率衡量,并按照非正常现金流波动率中值把样本分为较高组和较低组。非正常现金流波动率是公司5年滚动经营活动现金流波动率,减去同期行业经营活动现金流波动率中值的差。第(1)列和第(2)列的回归结果表明,交互项BTD×ΔCash在公司现金流不确定性较高组系数为6.9858,在5%水平上显著,在现金流不确定性较低组不显著。同样,第(3)列和第(4)列的回归结果表明,交互项DDBTD×ΔCash在公司现金流不确定性较高组的系数为9.7555,在1%的水平上显著,在现金流不确定性较低组不显著。这表明税收规避对现金持有价值的正向影响主要来源于现金流不确定性较高的公司,进一步支持了“股东价值观”。

表5 稳健性测试

	MV	
	(1)	(2)
Cash	0.124 6(0.60)	0.647 4***(-3.32)
BTD	-4.902 0***(-8.46)	
BTD×Cash	28.577 1***(-7.04)	
DDBTD		-4.517 5***(-6.24)
DDBTD×Cash		31.800 7***(-7.18)
CashFlow	0.155 6(0.50)	0.052 1(0.16)
ΔCashFlow	-0.193 4(-1.62)	-0.220 0*(-1.92)
ΔCashF <sub>t+1</sub>	-0.342 9**(-2.16)	-0.246 6(-1.56)
ΔNetAsset	-0.157 3(-1.60)	0.007 0(0.07)
ΔNetAsset <sub>t+1</sub>	-1.153 2***(-6.73)	-1.133 5***(-6.59)
Interest	5.543 9**(-1.99)	6.943 9**(-2.37)
ΔInterest	-7.098 4***(-3.24)	-7.626 3***(-3.46)
ΔInterest <sub>t+1</sub>	-5.746 2***(-2.80)	-6.167 8***(-2.91)
Dividend	17.473 2***(-6.55)	18.117 0***(-6.81)
ΔDividend	0.086 3(0.06)	-0.052 7(-0.04)
ΔDividend <sub>t+1</sub>	8.481 9***(-5.43)	8.832 3***(-5.86)
CAPEX	-0.529 1*(-1.80)	-0.769 9***(-2.60)
ΔCAPEX	0.955 2***(-6.99)	1.037 9***(-7.36)
ΔCAPEX <sub>t+1</sub>	0.507 4**(-2.38)	0.451 6**(-2.15)
ΔMV	-0.340 0***(-14.23)	-0.329 1***(-13.40)
截距	1.803 5***(-5.85)	1.713 6***(-5.52)
行业	控制	控制
年度	控制	控制
N	14 736	14 736
Adj-R <sup>2</sup>	0.319	0.309
F	128.371 9	124.757 4

表6 公司现金流不确定性的影响

	Ret			
	(1) 较高组	(2) 较低组	(3) 较高组	(4) 较低组
BTD×ΔCash	6.985 8**(-2.28)	4.384 9(1.42)		
DDBTD×ΔCash			9.755 5***(-3.63)	2.441 2(0.75)
BTD	0.824 5***(-3.28)	0.919 4***(-3.98)		
DDBTD			1.141 4***(-3.98)	1.013 8***(-3.37)
ΔCash	0.461 3*(1.93)	0.481 1**(-2.08)	0.519 9**(-2.35)	0.600 9***(-2.69)

续表6 公司现金流不确定性的影响

	Ret			
	(1) 较高组	(2) 较低组	(3) 较高组	(4) 较低组
$\Delta E_{\text{aring}}$	1.428 8*** (7.64)	1.956 7*** (9.81)	1.372 9*** (7.34)	1.971 5*** (9.76)
$\Delta \text{NetAsset}$	0.119 0*** (3.58)	0.151 0*** (4.01)	0.130 0*** (3.93)	0.164 7*** (4.41)
$\Delta \text{Interest}$	0.587 6 (0.66)	0.956 3 (1.14)	0.494 6 (0.55)	0.944 7 (1.12)
$\Delta \text{Dividend}$	5.154 7*** (4.28)	3.523 5*** (3.54)	5.217 3*** (4.40)	3.637 2*** (3.66)
$\text{Cash}_{t-1}$	0.063 8 (1.26)	0.141 4*** (2.90)	0.058 8 (1.15)	0.139 3*** (2.86)
Leverage	0.014 2 (0.40)	-0.057 3 (-1.60)	-0.003 6 (-0.11)	-0.095 3*** (-2.81)
$\Delta \text{NF}$	-0.105 1*** (-2.88)	0.028 7 (0.75)	-0.092 4** (-2.54)	0.029 5 (0.77)
$\Delta \text{Cash} \times \text{Cash}_{t-1}$	0.579 9 (1.27)	0.193 8 (0.44)	0.775 4 (1.62)	0.230 6 (0.51)
Leverage $\times$ $\Delta \text{Cash}$	-0.321 0 (-0.94)	-0.423 6 (-1.14)	-0.542 7* (-1.65)	-0.615 5 (-1.63)
截距	0.030 5 (0.36)	0.008 1 (0.09)	0.052 0 (0.64)	0.032 0 (0.35)
行业	-	-	-	-
年度	-	-	-	-
N	5 881	5 883	5 881	5 883
Adj-R <sup>2</sup>	0.098	0.112	0.103	0.111
F	8.982 2	11.592 0	9.062 8	11.202 9

## 2. 价格成本边际

价格成本边际高的公司能够影响行业内产品的价格、质量和属性,获得的利润可能更高、更平滑也更持续 (Peress, 2010),这意味着价格成本边际高的公司能够在更长的时期内更加准确地预测税收规避所能节省的现金流 (Mayberry, McGuire和Omer, 2015),甚至帮助公司通过税收规避节省更多的现金 (Kubick等, 2015),进而更好地提升股东价值。价格成本边际高的公司可以通过税收规避节省的现金获得较高的收益,增加股东价值,因此市场会给予这类公司税收规避节约的现金正向的评价。

表7报告了价格成本边际对税收规避和现金持有价值影响的回归结果。价格成本边际用公司边际营业利润和行业均值的差来衡量,并按照中值划分为高低两组,其中公司边际营业利润是营业收入减去营业成本、管理费用和销售费用的差再除以营业收入,行业均值是加权平均后的行业边际营业利润。第(1)列和第(2)列的回归结果表明,会计收益与应税收益差异BTD与现金持有量变动 $\Delta \text{Cash}$ 的交互项 $\text{BTD} \times \Delta \text{Cash}$ 在公司价格成本边际较高组系数为7.2953,在5%的水平上显著,在价格成本边际较低组不显著。同样,第(3)列和第(4)列的回归结果表明,会计应计和财税差异回归的残差 $\text{DDBTD}$ 与现金持有量变动 $\Delta \text{Cash}$ 的交互项 $\text{DDBTD} \times \Delta \text{Cash}$ 在公司价格成本边际较高组系数为8.4195,在1%的水平上显著,在价格成本边际较低组不显著。这表明税收规避对现金持有价值的正向影响主要来源于价格成本边际较高的公司,进一步支持了“股东价值观”。

表7 价格成本边际的影响

	Ret			
	(1) 较高组	(2) 较低组	(3) 较高组	(4) 较低组
$\text{BTD} \times \Delta \text{Cash}$	7.295 3** (2.30)	3.156 0 (1.29)		
$\text{DDBTD} \times \Delta \text{Cash}$			8.419 5*** (3.31)	3.908 0 (1.50)
BTD	1.073 2*** (3.86)	0.793 6*** (4.17)		



续表7 价格成本边际的影响

	Ret			
	(1) 较高组	(2) 较低组	(3) 较高组	(4) 较低组
DDBTD			0.983 8*** (3.51)	1.025 0*** (4.16)
ΔCash	-0.025 8(-0.12)	1.051 8*** (4.59)	0.076 1(0.37)	1.104 1*** (5.03)
ΔEaring	1.917 5*** (11.44)	1.247 4*** (6.85)	1.895 3*** (11.23)	1.243 1*** (6.79)
ΔNetAsset	0.102 9*** (3.67)	0.187 4*** (5.10)	0.122 9*** (4.37)	0.198 4*** (5.60)
ΔInterest	1.593 3** (2.21)	0.350 0(0.34)	1.555 1** (2.16)	0.402 5(0.39)
ΔDividend	3.888 1*** (4.09)	5.472 2*** (5.30)	4.187 5*** (4.45)	5.529 3*** (5.40)
Cash <sub>t-1</sub>	0.142 3*** (3.35)	0.119 8** (2.31)	0.132 4*** (3.05)	0.119 7** (2.28)
Leverage	-0.086 6*** (-2.68)	0.035 2(1.11)	-0.131 8*** (-4.26)	0.008 0(0.28)
ΔNF	-0.028 1(-0.97)	-0.054 4(-1.35)	-0.018 2(-0.63)	-0.050 4(-1.25)
ΔCash×Cash <sub>t-1</sub>	0.935 7** (2.38)	-0.497 0(-1.13)	1.197 8*** (2.91)	-0.480 0(-1.08)
Leverage×ΔCash	0.103 0(0.30)	-0.869 6*** (-2.66)	-0.192 4(-0.57)	-0.977 2*** (-3.04)
截距	0.027 0(0.32)	-0.186 4*** (-2.73)	0.070 0(0.86)	-0.175 4*** (-2.57)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
N	6 713	6 718	6 713	6 718
Adj-R <sup>2</sup>	0.125	0.094	0.126	0.094
F	11.952 4	11.283 4	11.834 9	10.786 8

## 五、研究结论

基于中国的制度背景特征,本文使用市场导向的方法考察公司税收规避对现金持有价值的净效应。研究表明税收规避对现金持有价值有显著的正向影响,这说明公司进行税收规避带给公司和股东的收益大于其产生的特定成本,投资者对税收规避增加的现金持有量给予了正面的市场定价。这与Dhaliwal等(2011)基于美国资本市场的研究结果并不相同。考虑到美国的税制环境,公司实际承担的税收负担低于中国公司的税收负担。而且,美国发达的资本市场也为公司融资提供了便利的条件和较低的融资成本。这种背景下公司税收规避节省的现金更可能为公司高管获取私人收益提供机会,因此市场给予了负面的定价。然而,中国公司实际承担了更高的税收负担,权衡税收规避节省现金的收益和成本,公司税收规避对现金持有价值影响的净效应仍然为正。进一步的研究表明,这种正向的净效应主要来自于公司现金流不确定性较高的公司和价格成本边际较高的公司。

本文的理论贡献主要表现在以下两个方面:第一,拓展了公司税收规避的相关研究。已有文献基于美国等发达资本市场,认为公司高管和股东之间较为严重的代理问题使得税收规避节省的现金更可能诱发管理者的私利侵占动机(Armstrong等,2015),公司税收规避节省的现金产生的高昂的代理成本会损害股东价值(Tong,2011),即“代理成本观”。本文从股东价值的视角,基于中国新兴市场的制度背景考察税收规避行为对于现金持有价值的净效应,得到了正向的经验证据。这表明“股东价值观”更能解释中国上市公司税收规避对现金持有价值的影响。第二,丰富了现金持有价值的相关研究。已有文献认为市场对于现金持有价值的评估一定程度上反映了公司治理效果和资源配置效率情况。如张会丽和吴有红(2014)发现改善内部控制能够提高公司现金持有价值。本文运用现金持有价值的评价功能,发现税收规避对现金持有价值的

净效应是正向的,表明市场认为税收规避节省的现金带给股东的收益大于成本,支持了“股东价值观”的理论解释。此外,本文从现金流不确定性和价格成本边际这两个视角进行扩展研究,进一步验证了“股东价值观”。

本文还具有以下政策启示和实践意义:首先,对于中国这个新兴市场而言,公司实际承担的税收负担仍然过重,公司的税收规避行为主要是出于公司生存与发展的需要,而不是主要基于机会主义动机的考虑。因此,降低公司综合税负仍然是政策制定者的首要目标。2016年5月1日中国全面推行“营改增”试点,这是政策制定者降低公司实际税收负担的一项重要举措。其次,对于投资者而言,评价税收规避对现金持有价值的净效应还需要考虑公司的特征。这意味着对税收规避节省现金需求不大的公司一旦出现大量的税收规避行为,很可能无法提升现金持有价值,反而可能是代理问题的体现。这时,应该建立相应的公司治理机制以降低公司代理成本。

未来研究可以关注国家相关政策变化所带来的影响,如“营改增”试点的全面推开将会如何影响税收规避对现金持有价值的净效应;还可以关注区域层面、公司层面的特定因素是否有利于提高税收规避对现金持有价值的净效应。

#### 主要参考文献:

- [1] 李维安,徐业坤. 政治身份的避税效应[J]. 金融研究, 2013, (3).
- [2] 刘行,叶康涛. 金融发展、产权与企业税负[J]. 管理世界, 2014, (3).
- [3] 刘骏,刘峰. 财政集权、政府控制与企业税负——来自中国的证据[J]. 会计研究, 2014, (1).
- [4] 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).
- [5] 吴联生. 国有股权、税收优惠与公司税负[J]. 经济研究, 2009, (10).
- [6] 张会丽,吴有红. 内部控制、现金持有及经济后果[J]. 会计研究, 2014, (3).
- [7] 张兆国,郑宝红,李明. 公司治理、税收规避和现金持有价值——来自我国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2015, (1).
- [8] Armstrong C. S., Blouin J. L., Jagolinzer A. D., et al. Corporate Governance, Incentives, and Tax Avoidance[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2015, 60(1): 1–17.
- [9] Bartelsman E. J., Beetsma R. M. W. J. Why Pay More? Corporate Tax Avoidance through Transfer Pricing in OECD Countries[J]. *Journal of Public Economics*, 2003, 87(9–10): 2225–2252.
- [10] Cai H. B., Liu Q. Competition and Corporate Tax Avoidance: Evidence from Chinese Industrial Firms[J]. *The Economic Journal*, 2009, 119(537): 764–795.
- [11] Chen S. P., Chen X., Cheng Q., et al. Are Family Firms More Tax Aggressive than Non-family Firms? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 95(1): 41–61.
- [12] Cheng C. S. A., Huang H. H., Li Y. H., et al. The Effect of Hedge Fund Activism on Corporate Tax Avoidance[J]. *The Accounting Review*, 2012, 87(5): 1493–1526.
- [13] Desai M. A., Dharmapala D. Corporate Tax Avoidance and High-powered Incentives[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(1): 145–179.
- [14] Desai M. A., Dharmapala D. Corporate Tax Avoidance and Firm Value[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 2009, 91(3): 537–546.
- [15] Dhaliwal D. S., Huang S. X., Moser W., et al. Corporate Tax Avoidance and the Level and Valuation of Firm Cash Holdings[R]. Working Paper, 2011.
- [16] Disatnik D., Duchin R., Schmidt B. Cash Flow Hedging and Liquidity Choices[J]. *Review of Finance*, 2014, 18(2): 715–748.
- [17] Dittmar A., Mahrt-Smith J. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(3): 599–634.

- [18] Dyreng S. D., Hanlon M., Maydew E. L. Long-run Corporate Tax Avoidance[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(1): 61–82.
- [19] Fama E. F., French K. R. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds[J]. *Journal of Financial Economics*, 1993, 33(1): 3–56.
- [20] Faulkender M., Wang R. Corporate Financial Policy and the Value of Cash[J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(4): 1957–1990.
- [21] Graham J. R., Hanlon M., Shevlin T. Real Effects of Accounting Rules: Evidence from Multinational Firms' Investment Location and Profit Repatriation Decisions[J]. *Journal of Accounting Research*, 2011, 49(1): 137–185.
- [22] Hanlon M., Heitzman S. A Review of Tax Research[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50(2–3): 127–178.
- [23] Hasan M. M., Alhadi II A. K., Taylor G., et al. Does a Firm's Life Cycle Explain its Propensity to Engage in Corporate Tax Avoidance? [J]. *European Accounting Review*, Forthcoming 2016.
- [24] Higgins D., Omer T. C., Phillips J. D. The Influence of a Firm's Business Strategy on its Tax Aggressiveness[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2014, 32(2): 674–702.
- [25] Hoberg G., Phillips G., Prabhala N. Product Market Threats, Payouts, and Financial Flexibility[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(1): 293–324.
- [26] Kim J. B., Li Y. H., Zhang L. D. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-level Analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(3): 639–662.
- [27] Kubick T. R., Lynch D. P., Mayberry M. A., et al. Product Market Power and Tax Avoidance: Market Leaders, Mimicking Strategies, and Stock Returns[J]. *The Accounting Review*, 2015, 90(2): 675–702.
- [28] Li O. Z., Liu H., Ni C. K. Controlling Shareholders' Incentive and Corporate Tax Avoidance: A Natural Experiment in China[R]. Working Paper, 2014.
- [29] Markle K. S., Shackelford D. A. Cross-country Comparisons of the Effects of Leverage, Intangible Assets, and Tax Havens on Corporate Income Taxes[J]. *Tax Law Review*, 2012, 65(3): 415–432.
- [30] Mayberry M. A., McGuire S. T., Omer T. C. Smoothness and the Value Relevance of Taxable Income[J]. *The Journal of the American Taxation Association*, 2015, 37(2): 141–167.
- [31] McGuire S. T., Wang D. C., Wilson R. J. Dual Class Ownership and Tax Avoidance[J]. *The Accounting Review*, 2014, 89(4): 1487–1516.
- [32] Mills L., Erickson M. M., Maydew L. Investments in Tax Planning[J]. *The Journal of the American Taxation Association*, 1998, 20(1): 1–20.
- [33] Peress J. Product Market Competition, Insider Trading, and Stock Market Efficiency[J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(1): 1–43.
- [34] Tong Z. X. Firm Diversification and the Value of Corporate Cash Holdings[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(3): 741–758.
- [35] Zhang M., Ma L. J., Zhang B., et al. Pyramidal Structure, Political Intervention and Firms' Tax Burden: Evidence from China's Local SOEs[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 36: 15–25.

## **Appropriation of Private Interests or Forced by Existence: The Net Effects of Tax Avoidance on the Value of Cash Holdings**

Chen Shenglan , Jia Siyuan

(*School of Economics and Management, Inner Mongolia University, Inner Mongolia Hohhot 010021, China*)

**Abstract:** The research based on developed capital markets shows that companies are

mainly motivated by the appropriation of private interests of executives to carry out tax avoidance to save cash. However, under the backdrop of relatively high comprehensive tax burden on companies resulting from specific institutional environment in China, corporate tax avoidance to save cash is likely to the satisfaction of corporate survival and development. This paper examines the net effect of tax avoidance on the value of cash holdings by market-oriented methods. The empirical results indicate that returns brought from cash saved by tax avoidance are bigger than costs possibly brought, namely there is a significantly positive net effect. Further study shows that positive net effect of tax avoidance on the value of cash holdings mainly comes from companies with cash flow uncertainty at higher level or higher price-cost margin. As for China as an emerging market, actual tax burden on companies is still heavy, and the reduction in comprehensive corporate tax burden is still the primary objective of policy makers at present.

**Key words:** tax avoidance; the value of cash holdings; cash flow uncertainty; price-cost margin

(责任编辑: 喜 雯)

---

上接第53页

**Abstract:** In recent years, Chinese government takes value-added tax reform as an important measure of reducing tax burden and promoting industrial upgrading. This paper takes VAT transformation in 2009 and a reform to replace the business tax with a value-added tax in 2016 as subjects, and uses event study to test investors' attitudes toward value-added tax reform. It finds that during VAT transformation, the cumulative abnormal return was significantly positive; the cumulative abnormal returns of transition regions, central SOEs as well as value-added tax industries are significantly higher than these ones of pilot areas, local SOEs and business tax industries respectively, illustrating that investors favor VAT transformation policy and are able to distinguish the main beneficiaries of VAT transformation. At the same time, it finds that investors also favor the reform to replace business tax with value-added tax. But the cumulative abnormal returns of involved industries are significantly lower than the ones of uninvolved industries. It may be due to high expected transition costs and spillover effects of the reform. It defines market reaction to the tax reform by studying investors' attitudes toward value-added tax reform, and provides evidence for comprehensive evaluation of the VAT reform.

**Key words:** VAT transformation; market reaction; CAR; event study; a reform to replace business tax with value-added tax

(责任编辑: 喜 雯)