

# 企业避税、税务风险与企业价值

宋 航<sup>1</sup>, 曾 增<sup>1</sup>, 陈婉怡<sup>2</sup>

(1. 上海国家会计学院, 上海 201702; 2. 上海财经大学会计学院, 上海 200433)

**摘 要:** 本文考察税务风险对企业价值的影响, 并分析税务风险如何作用于避税与企业价值之间的关系。我们以2008~2016年沪深A股上市公司为样本, 实证发现: 避税能够提升企业价值而税务风险会损害企业价值, 并且税务风险的增加削弱了避税与企业价值之间的正向关系。研究结论表明, 企业在关注避税带来税后收益的同时, 还需要权衡避税产生的税务风险。本文的研究结论为避税与企业价值之间的传导机制提供了新的经验证据, 也进一步深化了税务风险领域的学术研究。

**关键词:** 避税行为; 税务风险; 企业价值

中图分类号: F830.9

文献标识码: A

文章编号: 1004-4892(2019)06-0021-11

## 一、引言与文献回顾

税支是企业生产经营过程中一项重要成本。通过避税活动降低税收负担, 增加留存资源已成为企业经营管理考虑的重要因素。企业避税是一个普遍存在的现象, 但避税是一把“双刃剑”, 在增加企业留存资源的同时也会给企业带来一定的税务风险。税务风险会直接影响到企业的战略规划和经营决策。2009年, 国家税务总局出台了《大企业税务风险管理指引(试行)》以引导企业重视税务风险。企业避税是税收理论的重要研究领域, 其中避税活动对企业价值的影响更是学者广泛关注的热点话题。大量研究发现避税对企业价值的影响受到不同传导机制的作用。这些传导机制既有税制改革、税收监管、经济政策等宏观环境层面的因素<sup>[1][2][3]</sup>, 也有公司治理、组织结构、关联交易等微观企业层面的因素<sup>[4][5][6]</sup>。本文从税务风险的角度出发, 探讨税务风险如何作用于避税与企业价值之间的关系。税务风险指企业未来纳税的不确定性。在我国, 税收政策的制定和执行存在不确定性, 以及企业对税务风险的管控力度有限, 导致企业普遍面临税务风险。当企业的避税方式存在较高的税务风险时, 避税对企业价值的影响也会随之改变。从有效税收筹划的角度来看, 避税决策需要权衡避税收益和所有相关成本之间的关系。因此, 企业在关注避税带来收益的同时, 也应当权衡避税产生的税务风险。

本文研究的贡献主要体现在: 第一, 本文丰富和拓展了避税行为经济后果的研究。虽然现有文献对不同传导途径下避税与企业价值的关系做了大量讨论, 但尚未有研究探讨税务风险如何作用于避税与企业价值之间的关系。本文发现税务风险是影响二者关系的重要因素, 为企业通过合理有效的避税行为提升企业价值提供了有益参考。第二, 本文丰富和拓展了对税务风险的研究。近年来,

收稿日期: 2018-03-29

基金项目: 国家自然科学基金项目(71372040)

作者简介: 宋航(1978-), 男, 浙江余姚人, 上海国家会计学院副教授, 博士; 曾增(1995-), 女, 福建泉州人, 上海国家会计学院硕士生; 陈婉怡(1989-), 女, 陕西西安人, 上海财经大学会计学院博士生, 通讯作者。

越来越多学者开始关注企业税务风险的研究。国外学者对税务风险的影响因素和经济后果展开了一系列探讨<sup>[7][8][9][10]</sup>。而国内学者对于税务风险的研究大都从规范角度进行分析,只有少数文献实证检验了避税行为带来的风险问题<sup>[11][12]</sup>。本文探讨税务风险如何对企业价值产生影响,拓展了企业税务风险的相关研究。

### (一) 避税与企业价值

现有研究对避税与企业价值之间的关系存在两种观点,即避税的传统观和代理观。传统观点认为避税减少了企业的现金流出,因而有助于提升企业价值。大量研究也证实了这一观点。黄蓉等(2013)发现,基于避税动机的关联交易降低了上市公司的整体税负,进而提升了上市公司的整体价值<sup>[6]</sup>。程小可等(2016)发现,货币政策紧缩时期,避税作为一种替代性的内源融资方式能够缓解企业潜在的融资约束,投资者由此对企业价值给予较高评价<sup>[3]</sup>。

避税的代理观将委托代理理论纳入分析框架,认为避税的复杂性和隐蔽性容易引发管理层的逆向选择和道德风险,带来严重的代理冲突,进而损害企业价值。Desai 和 Dharmapala(2006)指出寻求私利的管理层会通过构造复杂、隐蔽的避税活动掩饰其利益攫取行为,对企业价值造成损害<sup>[4]</sup>。王静等(2015)也认为低效的公司治理难以遏制管理层的机会主义行为,并会强化避税对股东财富的侵蚀效应<sup>[11]</sup>。

### (二) 税务风险对企业财务行为的影响

近年来,企业避税领域的研究越来越多涉及对税务风险的探讨。不同的避税方式对应不同程度的税务风险,现有研究表明较高的税务风险会对企业的投融资决策产生重要影响。在投资方面,Blouin 等(2012)发现激进的避税行为产生的税务风险降低了投资税后收益的可预测性,企业由此削减了投资规模<sup>[14]</sup>。Jacob 等(2016)发现税务风险增加会导致企业推迟资本投资决策<sup>[8]</sup>。在融资方面,Hanlon 等(2017)认为税务风险加大了现金流量的不确定性,企业基于预防性动机会持有更多的现金<sup>[9]</sup>。Amberger(2017)发现面临较大税务风险的企业会减少股利分配的次数和金额<sup>[10]</sup>。

以上研究分析了避税对企业价值的影响,并探讨税制改革、货币政策等宏观因素和公司治理、关联交易等微观因素对此的调节作用。然而,现有研究忽略了税务风险的传导作用。避税在增加税后收益的同时也会带来一定的税务风险。税务风险是企业面临的主要风险,它会对企业的财务行为产生重要影响。已有关于税务风险的研究多关注税务风险对企业具体财务行为的影响,尚未进一步探讨税务风险对企业价值的影响。本文探讨税务风险对企业价值的影响,并分析税务风险如何作用于避税与企业价值之间的关系,以提供税务风险及避税行为经济后果的补充证据。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 避税与企业价值

税收是政府对企业收益的强制分享<sup>[15]</sup>,纳税是企业一项真实的现金流出。企业通过避税降低税负,增加了税后利润。同时,避税作为一种内源融资方式,能够在一定程度上缓解融资约束,有助于企业抓住有利的投资机会,进而提升企业价值。尤其是在企业面临严峻的外部融资环境,融资成本和难度大幅提高时,避税的价值提升作用更为显著。

然而,避税的复杂性和隐蔽性也给管理层寻租提供了机会,导致避税活动成为引发代理问题的“黑箱”。为避免遭到税务机关的审查,管理层通常会构造复杂且不透明的交易以掩盖其避税行为。这加剧了企业内外部之间的信息不对称,使得管理层有机会利用复杂隐蔽的避税活动从事利润操纵、掏空等自利行为侵蚀股东财富。例如,企业利用“避税天堂”的子公司进行避税时,投资者往往面临较高的识别风险和信息搜集成本,这种信息劣势导致投资者的监督能力受限,管理层即使

借由海外避税之名进行过度的在职消费也难以被投资者发现<sup>[16]</sup>。

尽管从不同的理论分析角度出发,避税可能会对企业价值有不同的影响,但大部分实证文献结果证明避税能够增加企业价值,同时现实中企业的避税行为非常普遍,这也说明对企业而言避税的正面效应超过了负面效应,因此提出如下假设:

H1: 避税行为会增加企业价值。

## (二) 税务风险与企业价值

税务风险指企业未来纳税的不确定性<sup>[8][17]</sup>。这种不确定性会给企业带来额外的成本,例如遭到税务机关处罚的风险<sup>[18]</sup>、外部咨询费用增加<sup>[19]</sup>、盈利预测难度提升<sup>[20]</sup>等。

Blouin 等(2012)认为税务风险主要来自两个方面。首先是税收法规固有的不完整性及来源于立法、司法和行政等方面对于税收法规的修改。其次是企业利用不明确或含糊不清的税收法规进行的激进避税<sup>[14]</sup>。

目前我国企业税务风险普遍存在,主要有以下原因。首先,我国税收政策的制定存在不确定性。我国税收政策法制化程度仍有待完善,很多税收政策不是以法律的形式,而是以暂行条例的形式存在,随着经济形势的变化会不断修订。这种政策的不确定性给企业纳税和避税都产生了一定的税务风险。其次,我国税收政策的执行存在不确定性。由于经济发展形式的多样性以及交易成本的存在,税收政策难以事无巨细对各个方面做出规定。在税收政策中往往将税收法规的解释权归于各级税务机关,从而在实际执行中给予各级税务机关一定的自由裁量权,作为税收政策的补充。但各地各级税务机关的执法口径在时间和空间上往往难以统一,这就导致企业产生税务风险。最后,我国企业普遍缺乏对税务风险的有效管控。虽然我国已经实施了以企业风险管理为目标的《企业内部控制基本规范和应用指引》,但很多企业并没有将税务风险纳入企业风险管理体系中。现实中企业往往并不重视税务内部控制制度的建设,税务风险意识不强,缺乏必要的专业税务机构的设置,或即使设立了专门的税务部门,也只是程序性地履行纳税义务,缺乏整体的税务规划。

税务风险将影响企业价值。资本资产定价模型(CAPM)认为只有系统性(不可分散的)风险才会影响企业价值,因为企业特有的(特质的)风险可以通过适当的资产组合配置分散。Lambert 等(2007)证明税务风险无法完全分散,它会影响企业价值<sup>[21]</sup>。Cook 等(2015)发现投资者不会因某一行业内企业存在税务风险,就放弃对该行业的投资,因而投资者不会通过资产配置来分散税务风险<sup>[22]</sup>。

较大的税务风险会导致税负波动加剧,企业的盈余不确定性增加,而盈余的不确定性会损害企业价值<sup>[23][24]</sup>。Sikes 和 Verrecchia(2014)研究发现税务风险会增加企业的权益资本成本<sup>[25]</sup>。基于以上分析,提出假设:

H2: 税务风险会降低企业价值。

## (三) 税务风险对避税与企业价值之间关系的影响

传统观点认为避税程度越大的企业,面临的税务风险也越大。但实际上避税程度与税务风险往往并非一定是正向关系。企业可以通过某些方式进行避税,而不会增加相应的税务风险。有一些研究表达了类似的观点。例如,Guenther 等(2017)发现,企业的避税方式通常存在一定的持续性,避税程度越大并不会导致企业税务风险上升<sup>[17]</sup>。因此接下来探讨避税与税务风险对企业价值的交互作用。

企业在做出一项决策时,不仅要考虑决策产生的收益,还要权衡决策带来的风险。在避税决策中,企业需要综合考虑避税带来的税后收益和税务风险。根据风险回报权衡理论,避税所产生的价值将与相关的税务风险相互抵消。当企业从事避税行为时,在相同效果的条件下,我们预期投资者将给予不可持续的、高风险避税行为以更低的估值。首先,企业税务风险越高,意味着企业纳税结果的不确定越高,避税效果的波动性越大,投资者更难预测避税行为的未来效果,对避税行为效果



给予的估值也将降低。其次,企业税务风险越高,意味着企业避税行为被査处的概率也会上升,投资者将更谨慎地看待避税行为的效果。因此,基于上述分析,提出以下假设:

H3: 税务风险的增加削弱了避税与企业价值之间的正向关系。

### 三、样本选择与研究设计

#### (一) 样本选择

考虑到我国于 2007 年实施新企业会计准则,并于 2008 年执行新企业所得税制度,为使指标度量尽可能保证前后一致,免于更多噪音的干扰,我们选择 2008 年至 2016 年共 9 年的全部沪深 A 股上市公司构成初始样本,并做出以下条件的筛选:(1)剔除样本期内实际税率计算公式分母为负的公司;(2)剔除实际税率大于 1 或小于 0 的公司,避免异常值的影响;(3)剔除 ST 公司和金融行业公司,避免特殊公司和特殊行业的影响;(4)剔除回归所需其他数据存在缺失值的样本。最后得到 13761 个公司年度观测值。本文的主要财务数据来自 CSMAR 和 WIND 数据库。

#### (二) 实证模型与变量定义

##### 1. 避税与企业价值

为了检验假设 1,构造如下回归模型:

$$\begin{aligned} \text{TobinQ} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Taxavoid} + \alpha_2 \text{ROA} + \alpha_3 \text{LN\_Sales} + \alpha_4 \text{Capex} + \alpha_5 \text{R\&D} + \alpha_6 \text{Advt} + \\ & \alpha_7 \text{Depreciation} + \alpha_8 \text{Lev} + \alpha_9 \text{FI} + \alpha_{10} \text{MB} + \alpha_{11} \text{Loss} + \alpha_{12} \text{Nominal} + \\ & \alpha_{13} \text{SOE} + \alpha_{14} \text{Big4} + \sum \text{IND} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

关于企业价值的衡量指标主要有两类:财务指标和市场指标。财务指标主要有资产报酬率(ROA)、净资产收益率(ROE)、销售利润率(ROS)等,市场指标主要为 TobinQ。由于财务指标容易受到会计包装、盈余管理的影响,因此本文采用市场指标 TobinQ 衡量企业价值,等于公司市场价值与其资产重置成本的比率。计算式为:  $\text{TobinQ} = (\text{股权市值} + \text{债务账面价值}) / \text{期末总资产}$ 。

解释变量 Taxavoid 衡量企业的避税程度。现有文献对企业避税程度的衡量指标一般分为两类,一类是以实际所得税率为基础的变量,另一类则是以企业会计与税收之间的差异为基础的变量。为了结果的稳健,我们同时使用上述两类方法衡量企业的避税程度。具体而言,对于第一类指标,参照刘行、叶康涛(2013)、李成等(2016)的研究来计算 ETR,  $\text{ETR} = (\text{所得税费用} - \text{递延所得税费用}) / \text{税前会计利润}$ ,将该指标记为 CURR1<sup>[13][26]</sup>,CURR1 越小,表明企业避税程度越大。

对于第二类指标,考虑到会计收益与应税收益的差异可能会受到企业盈余管理而非避税行为的影响。因此,借鉴 Desai and Dharmapala(2006)的方法,使用扣除应计利润影响后的会计-税收差异(DDBTD)来刻画企业的避税程度<sup>[4]</sup>。DDBTD 可由模型(2)计算得到:

$$\text{BTD}_{i,t} = \alpha \text{TACC}_{i,t} + \delta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,BTD = (税前会计利润 - 应纳税所得额) / 期末总资产,应纳税所得额 = 当期所得税费用 / 名义所得税率。TACC 为总应计利润,等于(净利润 - 经营活动产生的现金流净额) / 期末总资产。 $\delta_i$  表示公司  $i$  在样本期间内残差的平均值, $\varepsilon_{i,t}$  表示  $t$  年度  $i$  公司残差与平均残差  $\delta_i$  的偏离度。 $\text{DDBTD} = \delta_i + \varepsilon_{i,t}$  代表 BTD 中不能被应计利润解释的部分,DDBTD 越大,表明企业避税程度越大。

借鉴前人的研究成果(雷光勇等,2009;刘行、李小荣,2012;李成等,2016),我们控制了如下变量,业绩水平(ROA);企业规模(LN\_Sales);资产负债率(Lev);资本支出比例(Capex);研发支出比例(R&D);广告宣传比例(Advt);折旧比例(Depreciation),海外收入比例(FI);成长性(MB);是否亏损(Loss);名义税率(Nominal);产权性质(SOE);是否由国际四大审计

(Big4)<sup>[5][26][29]</sup>。最后,我们在模型中控制了行业和年度。变量具体的定义如表1所示。

表1 变量定义

变量	名称	定义
TobinQ	企业价值	(股权市值+债务账面价值)/期末总资产
CURR1	有效税率	(所得税费用-递延所得税费用)/税前会计利润
BTD	会税差异	(税前会计利润-应纳税所得额)/期末总资产
DDBTD	扣除应计利润 影响后的会税差异	通过求模型 $BTD_{i,t} = \alpha TACC_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_i$ 的残差得到 $DDBTD_{i,t} = \mu_i + \varepsilon_{i,t}$ , 代表 BTD 中不能被总应计利润解释的那一部分会税差异
CURR1_ STD5	税务风险	CURR1 的五年标准差(t-4)年至 t 年
DDBTD_ STD5	税务风险	DDBTD 的五年标准差(t-4)年至 t 年
ROA	业绩水平	净利润/期末总资产
LN_ Sales	企业规模	主营业务收入的自然对数
Lev	资产负债率	长期债务/期末总资产
Capex	资本支出比例	资本支出/期末总资产
R&D	研发支出比例	研发支出费用/税前利润
Advt	广告宣传比例	广告宣传费用/税前利润
Depreciation	折旧比例	折旧费用/期末总资产
FI	海外收入比例	海外收入/税前利润
MB	成长性	期末权益市场价值/期末权益账面价值
Loss	是否亏损	上一年度的净利润小于0,取1,否则为0
Nominal	名义税率	适用税率
SOE	产权性质	最终控制人为国有时,取1,否则为0
Big4	是否由国际四大审计	上市公司的审计师为国际四大时,取1,否则为0

## 2. 税务风险与企业价值

为了检验假设2,我们构造如下回归模型:

$$\begin{aligned}
 TobinQ = & \alpha_0 + \alpha_1 Taxrisk + \alpha_2 ROA + \alpha_3 LN\_Sales + \alpha_4 Capex + \alpha_5 R\&D + \alpha_6 Advt + \\
 & \alpha_7 Depreciation + \alpha_8 Lev + \alpha_9 FI + \alpha_{10} MB + \alpha_{11} Size + \alpha_{12} Loss + \alpha_{13} Nominal + \\
 & \alpha_{14} SOE + \alpha_{15} Big4 + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (3)$$

当前国内学者通常用基于当期有效税率或多期有效税率平均值度量的避税程度研究企业避税带来的风险问题<sup>[11][12]</sup>,然而企业采取的避税方式既可能带来长期的税收优惠,也可能只产生短期的税费节省。采用当期有效税率只能表示当前的避税结果,难以反映未来的税负情况,以此来衡量企业面临的风险过于片面。同样,通过滚动窗口计算出有效税率的平均值也难以准确描绘出有效税率在多期的波动情况。

用标准差衡量的税负波动更准确地表示出企业多期避税程度的变动情况,能够更全面地刻画企业面临的风险。因此,借鉴现有研究,我们采用企业在(t-4)年至t年,有效税率和扣除应计利润影响后的会税差异的标准差来刻画税务风险,将该指标记为CURR1\_ STD5和DDBTD\_ STD5<sup>[17][30]</sup>。标准差越大表示税负波动越大,企业面临的税务风险越高。根据假设2,我们预计 $\alpha_1$ 的符号显著为负。

## 3. 税务风险对避税与企业价值之间关系的影响

最后,为了检验假设3,构建如下回归模型考察税务风险如何影响避税与企业价值之间的关系:

$$\begin{aligned}
 TobinQ = & \alpha_0 + \alpha_1 Taxavoid + \alpha_2 Taxrisk + \alpha_3 Taxavoid * Taxrisk + \alpha_4 ROA + \alpha_5 LN\_Sales + \\
 & \alpha_6 Capex + \alpha_7 R\&D + \alpha_8 Advt + \alpha_9 Depreciation + \alpha_{10} Lev + \alpha_{11} FI + \alpha_{12} MB + \\
 & \alpha_{13} Loss + \alpha_{14} Nominal + \alpha_{15} SOE + \alpha_{16} Big4 + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (4)$$

#### 四、描述性统计及回归结果分析

##### (一) 描述性统计

为了剔除异常值的影响,我们对模型中的连续变量在 1% 和 99% 水平上进行了缩尾。所有变量的描述性统计如表 2。CURR1 的平均值为 0.203,最小值为 0,最大值为 0.649,这表明上市公司的税收负担存在较大的差异。DDBTD 的平均值为正,说明企业应纳税所得额小于税前利润,存在避税可能。由于在衡量税务风险时,需要计算 CURR1 和 DDBTD 从(t-4)年至 t 年五年的标准差,因此 CURR1\_ STD5 和 DDBTD\_ STD5 的样本期间为 2012 年至 2016 年,得到观测值 8759 个,其平均值分别为 0.065 和 0.066。其他变量的描述性统计均与相关文献相似,这里不再赘述。

表 2 变量的描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
TobinQ	13761	2.833	1.986	0.921	11.678
CURR1	13761	0.203	0.111	0.000	0.649
DDBTD	13761	0.000	0.074	-0.245	0.184
CURR1_ STD5	8759	0.065	0.066	0.000	0.474
DDBTD_ STD5	8759	0.066	0.320	0.001	27.951
ROA	13761	0.083	0.052	0.013	0.286
LN_ Sales	13761	21.365	1.404	18.648	25.458
Capex	13761	1.447	2.164	0.006	14.015
R&D	13761	0.188	0.390	0.000	2.306
Advt	13761	0.065	0.195	0.000	1.322
Depreciation	13761	0.739	1.208	0.015	8.184
Lev	13761	0.079	0.102	0.000	0.461
FI	13761	1.914	4.185	0.000	25.834
Loss	13761	0.037	0.188	0.000	1.000
MB	13761	3.913	2.838	0.764	16.293
Nominal	13761	0.188	0.050	0.060	0.250
SOE	13761	0.380	0.485	0.000	1.000
Big4	13761	0.059	0.235	0.000	1.000

##### (二) 回归结果分析

###### 1. 避税与企业价值

表 3 报告了避税与企业价值的回归结果。结果显示, CURR1 的系数显著为负,说明有效税率越低,企业价值越大, CURR1 每降低一个标准差,企业价值增加 1.1%; DDBTD 的系数显著为正,说明扣除应计利润影响后的会税差异越大,企业价值越大, DDBTD 每增加一个标准差,企业价值增加 1.07%。因此我们可以得出结论,避税会增加企业价值,这与假设 1 预期一致。

其他控制变量的回归结果中,与黄蓉等(2013)的研究一致, ROA、MB 的系数显著为正,说明企业盈利能力越强,企业价值也越大; Lev 的系数显著为负,说明资产负债率越高,企业价值越低<sup>[6]</sup>。Loss 的系数显著为负,表明上一年度出现亏损会降低企业价值。与雷光勇等(2009)的研究一致, LN\_ Sales 的系数显著为负,这可能是因为规模小的公司发展潜力大; Big4 系数显著为正,说明由国际四大审计的企业价值更高<sup>[29]</sup>。与 Bryant-Kutcher 等(2012)的研究一致, FI 的系数显著为负,可能是因为海外活动会增加企业的交易成本,并且作为避税的手段之一,可能会降低会计信息的透明度,进而影响企业价值<sup>[31]</sup>。

###### 2. 税务风险与企业价值

表 4 报告了税务风险与企业价值的回归结果。从回归结果来看, CURR1\_ STD5 和 DDBTD\_ STD5 的回归结果均在 1% 水平上显著为负,其中 CURR1\_ STD5 每增加一个标准差,企业价值降

低 2.29%，DDBTD\_ STD5 每增加一个标准差，企业价值降低 14.86%。表明企业税率波动越大，面临的税务风险越大，企业价值越低，这与假设 2 的预期一致，税务风险会降低企业价值。

表 3 避税与企业价值关系的回归结果

变量	(1)	(2)
CURRI	-0.282 ***(-4.26)	
DDBTD		0.409 *** (4.36)
ROA	5.665 *** (36.25)	5.709 *** (36.68)
LN_ Sales	-0.248 ***(-40.27)	-0.251 ***(-40.77)
Capex	0.001 (0.20)	0.000 (0.02)
R&D	0.001 (0.06)	0.000 (0.01)
Advt	-0.004 (-0.11)	-0.018 (-0.52)
Depreciation	0.014 * (1.87)	0.007 (0.97)
Lev	-0.955 ***(-11.66)	-0.945 ***(-11.54)
FI	-0.003 * (-1.75)	-0.003 * (-1.93)
MB	0.520 *** (174.02)	0.520 *** (174.00)
Loss	-0.147 ***(-4.19)	-0.138 ***(-3.95)
Nominal	-0.314 * (-1.89)	-0.543 ***(-3.33)
SOE	0.007 (0.45)	0.004 (0.24)
Big4	0.334 *** (11.30)	0.331 *** (11.21)
_ cons	5.348 *** (36.85)	5.409 *** (37.31)
YEAR	控制	控制
INDUSTRY	控制	控制
N	13761	13761
Adjust R-square	0.8580	0.8580

注：\*，\*\*，\*\*\* 分别表示在 10%，5% 和 1% 水平上显著；括号内为 T 值。下同。

表 4 税务风险与企业价值关系的回归结果

变量	(1)	(2)
CURRI_ STD5	-0.985 ***(-7.38)	
DDBTD_ STD5		-1.316 ***(-6.52)
ROA	4.804 *** (24.44)	4.942 *** (25.28)
LN_ Sales	-0.220 ***(-29.02)	-0.219 ***(-28.89)
Capex	-0.006 (-1.26)	-0.006 (-1.21)
R&D	0.003 (0.16)	-0.004 (-0.18)
Advt	-0.033 (-1.14)	-0.045 (-1.56)
Depreciation	0.020 ** (2.18)	0.008 (0.85)
Lev	-1.327 ***(-13.20)	-1.410 ***(-14.01)
FI	-0.004 * (-1.88)	-0.005 **(-2.24)
MB	0.562 *** (167.78)	0.564 *** (167.31)
Loss	-0.303 ***(-6.97)	-0.319 ***(-7.36)
Nominal	-0.450 **(-2.27)	-0.536 ***(-2.72)
SOE	0.034 * (1.78)	0.027 (1.38)
Big4	0.321 *** (9.21)	0.304 *** (8.68)
_ cons	4.944 *** (27.93)	4.964 *** (28.03)
YEAR	控制	控制
INDUSTRY	控制	控制
N	8759	8759
Adj R-squared	0.8934	0.8933

### 3. 税务风险对避税与企业价值之间关系的影响

表 5 列示了税务风险对避税与企业价值之间关系的影响的回归结果。避税程度衡量指标

CURR1、DDBTD 和税务风险衡量指标 CURR1\_ STD5、DDBTD\_ STD5 的系数显著且符号仍与假设 1、2 一致。交互项 CURR1 \* CURR1\_ STD5 的系数显著为正, DDBTD \* DDBTD\_ STD5 的系数显著为负。上述结果表明, 税务风险会削弱避税与企业价值之间的正向关系, 这与假设 3 的预期一致。

表 5 税务风险对避税与企业价值之间关系的影响的回归结果

变量	(1)	(2)
CURR1	-0.254 * (-1.84)	
CURR1_ STD5	-1.601 *** (-6.81)	
CURR1 * CURR1_ STD5	2.461 *** (3.03)	
DDBTD		1.205 *** (5.32)
DDBTD_ STD5		-1.293 *** (-6.39)
DDBTD * DDBTD_ STD5		-8.070 *** (-3.77)
ROA	4.801 *** (24.33)	4.896 *** (25.06)
LN_ Sales	-0.219 *** (-28.82)	-0.220 *** (-29.04)
Capex	-0.007 (-1.37)	-0.006 (-1.10)
R&D	0.005 (0.25)	-0.004 (-0.19)
Advt	-0.037 (-1.27)	-0.047 (-1.64)
Depreciation	0.017 * (1.81)	0.001 (0.13)
Lev	-1.309 *** (-13.00)	-1.423 *** (-14.16)
FI	-0.004 * (-1.81)	-0.005 ** (-2.54)
MB	0.561 *** (167.31)	0.565 *** (167.61)
Loss	-0.303 *** (-6.93)	-0.321 *** (-7.43)
Nominal	-0.386 * (-1.89)	-0.681 *** (-3.42)
SOE	0.032 * (1.65)	0.021 (1.11)
Big4	0.322 *** (9.24)	0.291 *** (8.32)
_ cons	4.951 *** (27.94)	5.003 *** (28.26)
YEAR	控制	控制
INDUSTRY	控制	控制
N	8759	8759
Adj R-squared	0.8935	0.8936

## 五、稳健性检验

### (一) 有效税率的指标替换

为了结果的稳健性, 我们参照王延明(2003)、吴文锋等(2009)的研究, 替换有效税率的指标, 即  $ETR = (\text{所得税费用} - \text{递延所得税费用}) / (\text{利润总额} + \text{当期计提的资产减值准备} - \text{坏账准备} + \text{投资净收益} + \text{收到的现金股利和债券利息})$ , 将该指标记为 CURR2<sup>[27][28]</sup>。CURR2 越小, 表示避税程度越大。如表 6 所示, 本文三个假设回归结论维持不变。

表 6 替换有效税率指标的稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
CURR2	-0.391 *** (-6.60)		-0.334 *** (-2.59)
CURR2_ STD5		-0.889 *** (-7.55)	-1.488 *** (-7.37)
CURR2 * CURR2_ STD5			2.633 *** (3.63)
ROA	5.600 *** (35.75)	4.756 *** (24.11)	4.759 *** (24.08)
LN_ Sales	-0.249 *** (-40.47)	-0.220 *** (-29.07)	-0.219 *** (-28.88)
Capex	0.000993 (0.24)	-0.00601 (-1.19)	-0.00607 (-1.20)
R&D	-0.00523 (-0.25)	0.00247 (0.12)	0.00678 (0.33)



续表

变量	(1)	(2)	(3)
Advt	-0.00142(-0.04)	-0.0330(-1.15)	-0.0339(-1.18)
Depreciation	0.0120(1.58)	0.0138(1.52)	0.0119(1.31)
Lev	-0.966***(-11.81)	-1.342***(-13.36)	-1.341***(-13.34)
FI	-0.00294*(-1.73)	-0.00416**(-2.03)	-0.00438**(-2.14)
MB	0.520*** (174.27)	0.562*** (167.88)	0.561*** (167.50)
Loss	-0.148***(-4.24)	-0.315***(-7.27)	-0.319***(-7.34)
Nominal	-0.295*(-1.80)	-0.491**(-2.49)	-0.427**(-2.13)
SOE	0.00700(0.45)	0.0347*(1.81)	0.0329*(1.72)
Big4	0.331*** (11.20)	0.314*** (8.99)	0.311*** (8.91)
_ cons	5.376*** (37.14)	4.968*** (28.07)	4.978*** (28.14)
YEAR	控制	控制	控制
INDUSTRY	控制	控制	控制
N	13761	8759	8759
Adjust R-square	0.8582	0.8934	0.8936

## (二) 税务风险指标计算期间替换

在衡量企业的税务风险时, 现有研究通常采用五年的时间跨度, 但由于本文基于我国实际情况选取了 2008 年至 2016 年为样本期间, 采用五年的标准差会使得样本量较小, 因此我们用(t-2)至 t 年的三年标准差衡量企业的税务风险, 对假设 1、2 和 3 进行稳健性检验。如表 7 所示, 避税程度衡量指标 CURR1、DDBTD 和税务风险衡量指标 CURR1\_ STD3、DDBTD\_ STD3 的系数显著且符号与假设 1、2 一致。交乘项 DDBTD \* DDBTD\_ STD3 的系数不显著, 这可能是由于采用三年标准差衡量的税务风险受某期指标影响的比重过大, 存在一定的误差。而 CURR1 \* CURR1\_ STD3 的系数显著为正, 与假设 3 一致, 因此我们认为假设 3 仍然成立。

表 7 替换税务风险指标计算期间的稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
CURR1		-0.472***(-4.52)		
CURR1_ STD3	-0.417***(-6.19)	-0.798***(-6.07)		
CURR1 * CURR1_ STD3		1.694*** (3.83)		
DDBTD				0.464*** (2.58)
DDBTD_ STD3			-0.742***(-4.35)	-0.598***(-3.42)
DDBTD * DDBTD_ STD3				0.502(0.31)
ROA	5.289*** (30.59)	5.228*** (30.14)	5.406*** (31.36)	5.384*** (31.20)
LN_ Sales	-0.236***(-35.61)	-0.234***(-35.11)	-0.237***(-35.70)	-0.238***(-35.84)
Capex	-0.003(-0.75)	-0.003(-0.61)	-0.003(-0.68)	-0.003(-0.59)
R&D	0.009(0.43)	0.009(0.43)	0.006(0.29)	0.006(0.27)
Advt	-0.026(-0.82)	-0.018(-0.57)	-0.030(-0.94)	-0.032(-1.01)
Depreciation	0.022**(2.44)	0.021**(2.31)	0.013(1.49)	0.008(0.92)
Lev	-0.995***(-11.22)	-0.998***(-11.26)	-1.045***(-11.78)	-1.041***(-11.73)
FI	-0.004**(-2.14)	-0.004**(-2.07)	-0.004**(-2.19)	-0.005**(-2.39)
MB	0.540*** (170.48)	0.540*** (170.55)	0.541*** (170.13)	0.541*** (170.28)
Loss	-0.108***(-2.67)	-0.128***(-3.14)	-0.127***(-3.16)	-0.134***(-3.33)
Nominal	-0.567***(-3.22)	-0.357*(-1.95)	-0.605***(-3.43)	-0.710***(-3.99)
SOE	0.016(0.94)	0.013(0.75)	0.014(0.84)	0.009(0.51)
Big4	0.328*** (10.56)	0.324*** (10.43)	0.322*** (10.33)	0.316*** (10.14)
_ cons	5.341*** (33.66)	5.293*** (33.31)	5.380*** (33.87)	5.407*** (34.05)
YEAR	控制	控制	控制	控制
INDUSTRY	控制	控制	控制	控制
N	11548	11548	11548	11548
Adj R-squared	0.8707	0.8709	0.8704	0.8707

## 六、结 论

在税务风险日益受到广泛关注的背景下,本文考察了税务风险对企业价值的影响,并进一步探讨了税务风险如何作用于避税与企业价值之间的关系,以深刻挖掘避税行为对企业价值的影响机理。采用我国 2008~2016 年沪深 A 股上市公司的数据,实证结果显示,避税能够提升企业价值而税务风险会损害企业价值,并且税务风险削弱了避税与企业价值之间的正向关系。

本文的研究结论为避税与企业价值之间的传导机制提供了新的经验证据,也进一步拓展了税务风险领域的学术研究。同时,本文的研究结论也非常具有现实意义。首先,以上研究结论表明企业在关注避税带来的税后收益的同时,还需要权衡避税产生的税务风险。其次,企业应将税务风险纳入风险管理体系,结合自身的经营及涉税特征,构建对税务风险的识别和防范机制,完善税务风险内控制度,这将有利于企业价值的提升。

本文的研究也存在可以进一步探讨的空间。首先,本文仅研究了企业所得税相关的税务风险对企业价值的影响,而没有研究流转税相关的税务风险对企业价值的影响。这主要是基于两方面的考虑,一方面,现有关于避税行为的研究大都是以所得税为研究对象;另一方面,以增值税为代表的流转税是基于收付实现制进行确认,我们难以从以权责发生制为基础编制的资产负债表和利润表中获取相关数据。其次,税务风险对企业价值的影响可能受到公司治理环境、产权性质等因素的作用。本文对此未进行更深入地探讨,未来的研究可在此方向上做进一步的拓展。

### 参考文献:

- [1] 王跃堂,王亮亮,贡彩萍. 所得税改革、盈余管理及其经济后果 [J]. 经济研究, 2009, (3): 86-98.
- [2] 朱凯,孙红. 税收监管、经营性关联交易与公司价值 [J]. 财经研究, 2014, (7): 77-85.
- [3] 程小可,李浩举,郑立东. 税收规避能够提升企业价值吗?——基于货币政策视角的研究 [J]. 审计与经济研究, 2016, (3): 63-72.
- [4] Desai M. A., Dharmapala D. Corporate Tax Avoidance and High-powered Incentives [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79 (1): 145-179.
- [5] 刘行,李小荣. 金字塔结构、税收负担与企业价值: 基于地方国有企业的证据 [J]. 管理世界, 2012, (8): 91-105.
- [6] 黄蓉,易阳,宋顺林. 税率差异、关联交易与企业价值 [J]. 会计研究, 2013, (8): 47-53.
- [7] Neuman S. S., Omer T. C., Schmidt A. Assessing Tax Risk: Practitioner Perspectives [Z]. SSRN Working Paper, 2015.
- [8] Jacob M., Wentland K., Wentland S. Real Effects of Tax Uncertainty: Evidence from Firm Capital Investments [Z]. SSRN Working Paper, 2016.
- [9] Hanlon M., Maydew E. L., Saavedra D. The Taxman Cometh: Does Tax Uncertainty Affect Corporate Cash Holdings? [J]. Review of Accounting Studies, 2017, 22(3): 1198-1228.
- [10] Amberger H. Tax Uncertainty and Dividend Payouts [Z]. SSRN Working Paper, 2017.
- [11] 王静,张天西,郝东洋. 公司纳税筹划影响权益资本成本吗?——基于代理理论框架的检验 [J]. 经济科学, 2015, (3): 89-102.
- [12] 陈作华,方红星. 企业避税行为与投资者系统风险估算 [J]. 管理科学, 2016, (5): 134-146.
- [13] 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): 47-53.
- [14] Blouin J. L., Shackelford D. A. Investment, Tax Uncertainty, and Aggressive Tax Avoidance [Z]. SSRN Working Paper, 2012.
- [15] 曾亚敏,张俊生. 税收征管能够发挥公司治理功用吗? [J]. 管理世界, 2009, (3): 143-151.
- [16] 廖歆欣,刘运国. 企业避税、信息不对称与管理层在职消费 [J]. 南开管理评论, 2016, (2): 87-99.
- [17] Guenther D., Matsunaga S., Williams B. Is Tax Avoidance Related to Firm Risk? [J]. The Accounting Review, 2017, 92(1): 115-136.
- [18] 吕伟. 控股股东代理成本、纳税筹划方案抉择及其市场价值: 基于 J 有限公司的案例研究 [J]. 南开管理评论, 2011, (4): 138-148.

- [19] Rego O. S. , Wilson R. Equity Risk Incentives and Corporate Tax Aggressiveness [J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50(3): 775 – 810.
- [20] McGuire S. T. , Neuman S. S. , Omer T. C. Sustainable Tax Strategies and Earnings Persistence [Z]. SSRN Working Paper, 2011.
- [21] Lambert R. , Leuz C. , Verrecchia R. E. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital [J]. Journal of Accounting Research, 2007, 45(2): 385 – 420.
- [22] Cook K. A. , Moser W. J. , Omer T. C. Tax Avoidance and Ex Ante Cost of Capital [J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2017, 44(7 – 8): 1109 – 1136.
- [23] Rountree B. , Weston J. , Allayannis G. Do Investors Value Smooth Performance? [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 90(3): 237 – 251.
- [24] Dichev I. D. , Tang V. W. Earnings Volatility and Earnings Predictability [J]. Journal of Accounting & Economics, 2009, 47(1): 160 – 181.
- [25] Sikes S. A. , Verrecchia R. E. Externalities of Corporate Tax Avoidance [Z]. SSRN Working Paper, 2014.
- [26] 李成, 吴育辉, 胡文骏. 董事会内部联结、税收规避与企业价值 [J]. 会计研究, 2016, (7): 50 – 57.
- [27] 王延明. 上市公司所得税率变化的敏感性分析 [J]. 经济研究, 2002, (9): 74 – 80.
- [28] 吴文锋, 吴冲锋, 芮萌. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠 [J]. 管理世界, 2009, (3): 134 – 142.
- [29] 雷光勇, 李书锋, 王秀娟. 政治关联、审计师选择与公司价值 [J]. 管理世界, 2009, (7): 145 – 155.
- [30] Drake K. D. , Lusch S. J. , Stekelberg J. Does Tax Risk Affect Investor Valuation of Tax Avoidance? [J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2019, 34(1): 151 – 176.
- [31] Bryant-Kutcher L. A. , Guenther D. A. , Jackson M. How Do Cross-Country Differences in Corporate Tax Rates Affect Firm Value [J]. The Journal of the American Taxation Association, 2012, 34(2): 1 – 17.

## Tax Avoidance, Tax Risk and Firm Value

SONG Hang<sup>1</sup>, ZENG Ceng<sup>1</sup>, CHEN Wanyi<sup>2</sup>

(1. Shanghai National Accounting Institute, Shanghai 201702, China;

2. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** This paper investigates the effect of the tax risk on the firm value and how the tax risk influences the relationship between tax avoidance and the firm value. Using a sample of Chinese listed companies during the period of 2008 – 2016, we find that tax avoidance is positively associated with the firm value and the tax risk is negatively related to the firm value. Moreover, greater tax risk moderates the positive relationship of tax avoidance and the firm value. The results show that the tax risk arising from tax avoidance can not be ignored when companies pursue after-tax benefits in order to make the most efficient tax strategies. This study provides new evidence of the transmission mechanism between tax avoidance and the firm value and furthers the research of the tax risk.

**Key words:** Tax Avoidance; Tax Risk; Firm Value

(责任编辑: 风 云)