

# 资本市场开放与公司税收遵从\*

——来自“陆港通”交易制度实施的经验证据

范源源 李建军

(西南财经大学财政税务学院,四川 成都 611130)



**内容提要:**资本市场开放产生了持续而广泛的影响,本文尝试从公司税收遵从角度理解这一政策的潜在影响。利用中国“陆港通”交易制度实施这一准自然实验,采用倾向得分匹配-双重差分法(PSM-DID)考察了资本市场开放对公司税收遵从的影响。研究发现:资本市场开放会显著降低“陆港通”标的企业的账税差异避税水平,这一结论在系列稳健性检验中依然成立;机制分析表明,资本市场开放可以通过缓解标的企业融资约束以及通过提高标的企业的信息透明度,抑制企业账税差异避税;异质性分析表明,该效应主要存在于位于税收征管水平较低地区的企业和国有企业;拓展性分析结果表明,资本市场开放对企业账税差异避税的影响随着企业税收遵从水平的降低先增后减。此外,在资本市场压力下,企业会选择更为隐蔽的账税一致避税策略,但没有证据表明资本市场开放影响了企业的总体税收状况。本文的研究从企业融资约束和信息透明两个角度揭示了资本市场开放影响公司税收遵从行为的微观机制,为进一步推进资本市场开放和提高国家征税能力提供了经验证据。

**关键词:**沪港通 深港通 融资约束 信息透明度 税收遵从

**中图分类号:**F830.9 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)03—0024—15

## 一、引言

现代国家在安全、法治、教育、医疗卫生和社会保险等方面承担着重要责任,为保证这些责任的实现,国家需要有确保纳税义务得以履行的税收征管能力(Pomeranz和Vila-Belda,2019)<sup>[1]</sup>。然而,现实中尽管税收征管技术不断完善,企业逃避税现象仍然存在。据统计,从2018年8月到2021年10月底,税务机关依法查处涉嫌虚开骗税企业44万户,挽回税收损失909亿元,抓获犯罪嫌疑人43459人<sup>①</sup>。2022年1月,李克强总理在减税降费座谈会上提出:“我国继续做好‘六稳’‘六保’工作,抓紧实施新的更大力度组合式减税降费。同时要坚决打击偷税漏税骗税。”企业逃避税不仅会导致国家税收流失、影响财政可持续性,还会加剧企业内外部信息不对称;一旦避税行为被税务机关披露,则会引发股价暴跌(李春涛等,2021)<sup>[2]</sup>。因此,治理逃避税、促进资本市场稳定健康发展

收稿日期:2021-07-08

\*基金项目:教育部人文社会科学研究一般项目“税制改革视角下的企业税收遵从:实证评估与政策研究”(19YJA790039);国家社会科学基金重点项目“政府间横向税收分配的内在逻辑、激励效应与机制优化研究”(20AJY019)。

作者简介:范源源,男,博士研究生,研究方向是税收理论与政策,电子邮箱:dufefyy@sina.com;李建军,男,教授,研究方向是财税理论与政策,电子邮箱:lijj@swufe.edu.cn。通讯作者:李建军。

①资料来源:《迈出“第一步”感受新气象——2021年全国税务工作会议述评(上)》。http://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n810219/n810724/c5171877/content.html。

展的重要性不言而喻。

目前学界有关企业税收遵从影响因素的文献颇为丰富,然而较少有学者探究资本市场开放对企业税收遵从的影响。党的十九大报告指出:“建设现代化经济体系,要推动形成全面开放新格局。开放带来进步,封闭必然落后。中国开放的大门不会关闭,只会越开越大。”事实上,在贸易保护主义、逆全球化抬头的背景下,中国不断提高开放程度并推动全球共同开放,成为经济开放和全球化的主要引领者。近年来,中国对外开放不断深化,逐步推动资本市场的对外开放。2014年,试点实施了“沪港通”交易制度;2016年,“深港通”正式启动实施。“陆港通”交易制度实施,可以活跃资本市场,增强资本市场投融资功能。根据港交所统计,截至2019年10月31日,北向“陆港通”累计金额达17.411万亿元人民币<sup>①</sup>,大量北上资金活跃在A股市场。事实上,对外开放是企业所处的基本外部环境,当然影响塑造着企业的经营决策和行为方式。现有研究表明,资本市场开放可以降低资本成本(Chari和Henry,2004)<sup>[3]</sup>、缩小企业内部薪酬差距(张昭等,2020)<sup>[4]</sup>、优化企业投资结构(连立帅等,2019)<sup>[5]</sup>以及促进企业创新(朱琳和伊志宏,2020)<sup>[6]</sup>等。那么,资本市场开放是否以及通过何种渠道影响企业税收决策呢?现有文献较少对这一问题做出回应。

为此,本文以“陆港通”交易制度实施这一外生政策冲击作为“准自然实验”,利用2009—2018年中国沪深A股上市公司数据,构建倾向得分匹配—双重差分模型(PSM-DID)来识别资本市场开放与公司税收遵从之间的因果关系。实证检验结果显示,相对于非标的企业,“陆港通”交易制度实施后,标的公司的账税差异避税程度显著降低。进一步研究发现,资本市场开放会通过两方面机制影响公司税收遵从行为:一方面,资本市场开放可以缓解企业融资约束;另一方面,资本市场开放可以促使企业提高其信息披露质量。异质性分析结果表明,资本市场开放对公司税收遵从行为的影响,对国有企业和位于税收征管水平较低地区的企业更为显著;拓展性分析结果表明,资本市场开放对税收遵从水平的影响并非一成不变,其随着企业税收遵从水平的降低先增后减。在资本市场压力下,企业会选择更为隐蔽的账税一致避税策略,但企业整体税收状况的变化不明显。

本文可能的贡献主要体现在以下方面:第一,近年来,越来越多学者关注非征管因素对公司税收遵从的影响,如企业股权结构(邢斐等,2021)<sup>[7]</sup>、公司商业战略(吕伟等,2011)<sup>[8]</sup>、企业社会责任履行(Hoi等,2013)<sup>[9]</sup>以及高管薪酬(陈冬和唐建新,2012)<sup>[10]</sup>等。本文从资本市场开放角度丰富了公司税收遵从影响因素的文献。第二,已有研究企业税收遵从的文献,大多只考虑企业通过改变纳税调整项目金额来进行账税差异避税。本文不仅探讨了资本市场开放影响企业账税差异避税的微观机制,还探究了在资本市场压力下企业账税一致避税水平的变化,为更好地理解企业避税策略、提高国家税收征管能力提供了经验证据。第三,本文拓展了资本市场开放经济后果的研究。本文提供了资本市场开放有助于公司税收遵从提升的经验证据,为立足中国本土管理实践,进一步推进资本市场开放,完善中国特色金融体系提供了实证支持。

## 二、理论分析与研究假设

税收是企业一项重要现金流出,避税可以为企业节约支出,增加净利润,提升公司业绩。企业业绩提升则有利于管理层晋升、薪酬增长等。此外,管理层还可以利用避税节约的资金进行过度投资或者攫取私人利益(Desai和Dharmapala,2006)<sup>[11]</sup>。因此,管理层有动机进行避税。同时,会计与税法存在差异、征纳双方信息不对称和腐败寻租等现实,为企业避税提供了可能性(范

<sup>①</sup> 资料来源:《互联互通迎来五周年》, [https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/News/News-Release/2019/191115news?sc\\_lang=zh-HK](https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/News/News-Release/2019/191115news?sc_lang=zh-HK)。

子英和田彬彬,2013)<sup>[12]</sup>。企业避税可获得收益,但同时存在成本。企业避税被税务机关查获,除了补缴税款及滞纳金以外,还会被处以罚款,甚至追究负责人刑事责任。当投资者预期企业避税行为会带来非税成本时,将会给股价带来负面影响,从而加剧企业股价崩盘风险(李建军和范源源,2021)<sup>[13]</sup>。股价崩盘会导致股东财富的巨大损失,公司高管也会因此受到惩罚(于传荣等,2017)<sup>[14]</sup>。因此,理性的纳税人会根据其逃避税的收益与成本进行税收遵从权衡(Allingham 和 Sandmo,1972)<sup>[15]</sup>。

一方面,资本市场开放可以缓解企业融资约束,降低企业避税动机。目前,我国企业所得税占公司税前利润的四分之一左右,是公司重要的经营成本。避税可以节约公司支出,显著提高公司现金流水平(王亮亮,2016)<sup>[16]</sup>。相对于裁员、减少研发支出以及广告支出等可能对企业长期发展产生持久影响的措施,以避税作为一种潜在替代性融资方式,颇受融资约束企业关注。经验研究显示,融资约束较强的企业会通过税收筹划减少现金流出,提升企业现金持有水平,其会追逐更激进的避税策略(Law 和 Mills,2015)<sup>[17]</sup>,而资本市场开放可以吸引境内外投资者,市场资金充裕有助于缓解企业外部融资约束(Gallego 和 Loayza,2000)<sup>[18]</sup>。首先,“陆港通”为标的公司带来利好消息,吸引内地投资者投资(杨胜刚等,2020)<sup>[19]</sup>;其次,“陆港通”实施还促进了跨境资金流动,吸引香港投资者关注和投资。标的公司市场资金丰沛,会增加其直接再融资机会,提高标的公司股票交易活跃度和流动性。股票流动性会影响公司发债成本,股票流动性较高时,其支付的贷款利率较低(程利敏等,2019)<sup>[20]</sup>,这有助于增加标的公司信贷机会,降低其信贷成本。因此,标的企业直接间接融资能力增强以及融资成本降低,融资约束缓解,公司以避税来减少资金流出以及缓解资金压力的激励将随之降低。

另一方面,资本市场开放可以提升企业信息透明度,提高企业避税成本。根据经典的 A-S 税收遵从从模型的理论逻辑,基于预期税后收益最大化目标,企业在纳税申报时可能会向税务机关报告虚假的收入和成本。此外,税务机关的稽查率和处罚率会影响企业纳税申报(Slemrod 等,2017)<sup>[21]</sup>。换言之,企业避税决策还取决于其避税风险或成本。理论上,若企业避税成本越低,预期收益越高,企业会更倾向于避税;反之,若企业避税成本越高,预期收益越低,企业避税倾向越低。与境内投资者相比,境外投资者有着更加成熟的投资经验、策略和分析工具,具有更强的信息分析和挖掘能力(Bae 等,2012)<sup>[22]</sup>,通常会会对上市公司信息披露提出更高要求,要求更严格的审计(Aggarwal 等,2011)<sup>[23]</sup>。事实上,“陆港通”交易制度实施,优化了公司信息环境,促使公司信息披露质量和股票信息含量提升(郭阳生等,2018)<sup>[24]</sup>。此外,境外资本流入提高了标的公司市场关注度,引致更多分析师和券商等中介机构加强对其信息挖掘和传递等(郭阳生等,2018)<sup>[24]</sup>,这会增强标的公司的信息透明度。虽然公司披露的信息主要是针对非税收目的的资本市场参与者,但公司信息透明度提高,使所有各方可获得信息增加(Desai 和 Dharmapala,2006)<sup>[11]</sup>。一般而言,税收稽查是通过公司财务报表开始(Kerr,2019)<sup>[25]</sup>。“陆港通”促进标的上市公司信息的披露、深层次挖掘和审计监督,有助于税务机关识别公司避税风险点,实现税收稽查“靶向”定位,增强税收稽查的针对性和精准性,提高公司避税被查实的概率,显著增加避税的预期成本,从而抑制公司避税。此外,管理层可以通过复杂的避税措施为公司隐瞒负面消息(Kim 等,2011)<sup>[26]</sup>,而当公司囤积的坏消息一旦被披露,就会引起投资者恐慌而大量抛售股票,引起股价暴跌(宋献中等,2017)<sup>[27]</sup>。股价的暴跌会引起投资者的财富大量缩水,管理层也会因此被惩罚。因此,“陆港通”交易制度带来的信息环境的改善,使得管理层通过避税来隐瞒负面消息的成本提高,进而提升企业税收遵从水平。

因此,本文提出如下研究假设:

H<sub>1</sub>: 资本市场开放可以提高公司税收遵从水平。

H<sub>2</sub>: 资本市场开放可以通过缓解公司融资约束, 进而提高公司税收遵从水平。

H<sub>3</sub>: 资本市场开放可以通过提升公司信息透明度, 进而提高公司税收遵从水平。

### 三、研究设计

#### 1. 数据来源与样本处理

本文以 2009—2018 年中国沪深 A 股上市公司为研究样本<sup>①</sup>, 并对样本进行了如下处理: (1) 剔除金融行业上市公司; (2) 剔除 ST 和 \*ST 公司; (3) 剔除财务数据缺失样本; (4) 剔除被调出的“沪港通”和“深港通”标的公司, 以排除这部分样本的干扰。最终, 得到 20572 个观测值。此外, 还对连续变量进行了上下各 1% 的缩尾处理。本文数据主要来自于国泰安数据库和 Wind 数据库, 并从中国香港交易所官方网站收集整理“陆港通”标的公司名单。

#### 2. 变量定义

(1) 被解释变量公司税收遵从水平 (*DBTD*)。目前, 多数文献采用会计—税收差异 (*BTD*) 及其变体来衡量公司税收遵从。会税差异越大, 往往反映公司有更激进的避税行为 (Wilson, 2009)<sup>[28]</sup>。中国企业的会计—税收差异与其被税务机关出具的税务审计调整额正相关, 会税差异指标被应用于中国的研究存在合理性 (Chan 等, 2010)<sup>[29]</sup>。但该指标没有区分公司实际经营活动和避税交易, 而且这种差异也受公司盈余管理影响。因此, 本文借鉴 Desai 和 Dharmapala (2006)<sup>[11]</sup> 以及代彬等 (2016)<sup>[30]</sup> 的研究, 用剔除应计利润影响的会计—税收差异 (*DBTD*) 作为公司税收遵从的衡量指标, 即会税差异越大, 表示公司避税可能性越大。*DBTD* 的具体计算方法如下:

$$BTD_{it} = \beta \times TACC_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$DBTD_{it} = u_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, *BTD* = (利润总额 - 企业应纳税所得额) / 期初总资产, 其中企业应纳税所得额为当前所得税费用除以企业适用的所得税税率; *TACC* 为企业总应计利润与期初总资产之比; *u<sub>i</sub>* 表示企业 *i* 在样本期间的残差均值, *ε<sub>it</sub>* 表示企业 *i* 在 *t* 年的个体残差; *DBTD* = *u<sub>i</sub>* + *ε<sub>it</sub>*。

(2) 解释变量资本市场开放 (*HSSC*)。 *HSSC<sub>it</sub>* 为哑变量, 如果公司 *i* 在 *t* 年已经加入沪港通或深港通, 则取 1, 之前年份, 取 0。需要说明的是, 如果上市公司在 *t* 年 11 月以后加入“陆港通”, 则认定 *HSSC<sub>it</sub>* 在加入的 *t* + 1 年及以后年份取 1, *t* 年及以前年份取 0。

(3) 控制变量。以往研究 (Zimmerman, 1983)<sup>[31]</sup> 表明, 大公司有更强动机从事避税活动。因为大型企业财务更复杂, 更有能力构建复杂的减税交易, 因此本文控制了公司规模 (*SIZE*)。因为债务融资成本可以在税前扣除, 公司可以通过举债降低其有效税率 (Newberry 和 Dhaliwal, 2001)<sup>[32]</sup>, 本文还控制资产负债率 (*LEV*) 以控制税盾对债务的影响。存货密集度 (*SR*)、无形资产比率 (*IR*) 和固定资产比率 (*FR*) 可能影响公司使用债务的可能性和公司从事避税行为的可能性 (Nguyen 和 Nguyen, 2020)<sup>[33]</sup>, 本文控制了这三个变量。年龄越大的企业, 越趋于保守, 可能越不会避税 (陈德球等, 2016)<sup>[34]</sup>, 因此, 本文控制了公司年龄 (*AGE*)。基于避税代理观的研究表明, 管理层可以利用避税节约的资金进行过度投资或者攫取私人利益, 进而侵害股东的权益 (Weisbach, 2002)<sup>[35]</sup>。为此, 本文还控制了影响公司治理水平的变量, 包括第一大股东持股比例 (*RATIO*)、董事会规模 (*BFSIZE*) 与独立董事比例 (*DRATIO*)。最后, 本文还控制了公司虚拟变量和行业一年份虚拟变量。

本文主要变量定义如表 1 所示。

① 考虑到难以排除 2018 年以后同期发生事件对基准结果的干扰, 如国地税合并以及新冠疫情等, 本文样本期截止 2018 年。稳健性检验中, 分别将样本年限延长至 2019 年、2020 年, 基准结果依旧成立。

表 1 主要变量定义

变量	符号	变量度量标准
公司税收遵从水平	<i>DDBTD</i>	具体估计方法详见正文
资本市场开放	<i>HSSC</i>	企业加入沪港通或深港通后,取 1,之前,取 0
公司规模	<i>SIZE</i>	年末总资产的自然对数
资产负债率	<i>LEV</i>	年末总负债/年末总资产
存货密集度	<i>SR</i>	年末存货净值/年末总资产
无形资产比率	<i>IR</i>	年末无形资产净值/年末总资产
固定资产比率	<i>FR</i>	年末固定资产净值/年末总资产
公司年龄	<i>AGE</i>	年份 <i>t</i> 减去公司注册时间加 1
第一大股东持股比例	<i>RATIO</i>	持股最多的股东的持股数量/上市公司总股数
董事会规模	<i>BSIZE</i>	董事会人数的自然对数
独立董事比例	<i>DRATIO</i>	独立董事数量/全部董事数量

### 3. 样本选择

由于企业之间可能存在异质性,很难具备完全一致的时间效应,因此,本文借鉴 Blundell 和 Dias(2010)<sup>[36]</sup>的研究,在双重差分之前采用逐年匹配方法为各年处理组找到匹配组,以避免“陆港通”标的企业与非标的企业间公司特征同时影响公司是否入选“陆港通”和公司税收遵从引起的内生性问题。具体做法如下:结合影响企业入选“陆港通”标的因素及公司税收遵从的影响因素,选取公司规模、资产负债率、净资产利润率、账面市值比、董事会规模以及所有权性质等作为匹配变量;逐年按照半径为 0.01 的最近邻一对一匹配方法,为处理组找到对照组。匹配后,两组样本概率密度分布明显趋于一致,样本满足共同支撑假设<sup>①</sup>。

### 4. 基准实证模型设计

“陆港通”交易制度采用分批次确定标的名单的制度设计,为本文提供了类似于错层的准自然实验,可以在一定程度上克服研究中存在的遗漏变量和反向因果等内生性问题。基于此,本文采用双重差分法考察资本市场开放对公司税收遵从行为的影响,构建多期双重差分模型如下:

$$DDBTD_{ijt} = \delta_0 + \delta_1 HSSC_{it} + \beta X_{ijt} + \mu_i + \gamma_{jt} + \varepsilon_{ijt} \quad (3)$$

其中,被解释变量  $DDBTD_{ijt}$  代表行业  $j$  内公司  $i$  第  $t$  年的税收遵从水平;解释变量  $HSSC_{it}$  为资本市场开放哑变量; $X_{ijt}$  是一组控制变量,表示影响公司税收遵从的其他公司特征因素; $\mu_i$  为公司层面的个体固定效应,控制公司层面不随时间变化的冲击; $\gamma_{jt}$  为行业一年份固定效应,控制不同行业随时间变化的特征; $\varepsilon_{ijt}$  是残差项。

### 5. 变量描述性统计

主要变量描述性统计结果如表 2 所示。从表 2 可以看出, $DDBTD$  的均值为 -0.037,标准误为 0.0879,说明样本企业税收遵从水平存在较大差异。

表 2 主要变量描述性统计

变量	均值	中位数	标准误	25%分位数	75%分位数
<i>DDBTD</i>	-0.037	-0.0386	0.0879	-0.0751	-0.0008
<i>SIZE</i>	22.1031	21.9308	1.3019	21.1735	22.8454
<i>FR</i>	0.2193	0.185	0.1655	0.0897	0.3144
<i>IR</i>	0.0466	0.0338	0.0509	0.0162	0.0578
<i>SR</i>	0.1527	0.116	0.1442	0.0607	0.1907
<i>LEV</i>	0.4323	0.4253	0.2126	0.2605	0.5917
<i>RATIO</i>	0.3488	0.3298	0.149	0.2314	0.45

① 限于篇幅,未列示具体结果,备索。

续表 2

变量	均值	中位数	标准误	25%分位数	75%分位数
<i>BSIZE</i>	2.4558	2.4849	0.1838	2.3026	2.4849
<i>DRATIO</i>	0.3745	0.3333	0.0562	0.3333	0.4286
<i>AGE</i>	17.2898	17	5.3651	13	21

#### 四、实证分析

##### 1. 基准回归结果

资本市场开放对公司税收遵从影响的基准回归结果如表 3 所示。表 3 中第(1)列的回归分析中只加入了年度和公司固定效应作为控制变量,结果显示,“陆港通”(HSCC)的回归系数显著为负;在第(2)列回归中,进一步加入企业特征变量作为控制变量,“陆港通”(HSCC)的系数依然显著为负;第(3)列回归中,又加入了年度—行业变量,以控制随时间变化的行业特征,结果显示,“陆港通”(HSCC)的回归系数仍在 1% 的置信水平显著为负。以上结果都表明,当“陆港通”交易制度实施后,相对于非标的公司,“陆港通”标的公司的税收遵从水平显著提高,本文假设 H<sub>1</sub> 成立。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
<i>HSSC</i>	-0.0068 *** (0.0020)	-0.0071 *** (0.0020)	-0.0056 *** (0.0021)
<i>SIZE</i>		0.0166 *** (0.0020)	0.0176 *** (0.0022)
<i>FR</i>		-0.0669 *** (0.0099)	-0.0708 *** (0.0100)
<i>IR</i>		-0.1116 *** (0.0269)	-0.1085 *** (0.0255)
<i>SR</i>		0.0373 *** (0.0118)	0.0321 *** (0.0122)
<i>LEV</i>		-0.1159 *** (0.0088)	-0.1155 *** (0.0090)
<i>RATIO</i>		0.0426 *** (0.0129)	0.0435 *** (0.0129)
<i>BSIZE</i>		0.0113 ** (0.0058)	0.0096 * (0.0058)
<i>DRATIO</i>		-0.0341 ** (0.0148)	-0.0258 * (0.0145)
<i>AGE</i>		-0.0042 *** (0.0004)	-0.0103 ** (0.0052)
常数项	-0.0235 *** (0.0017)	-0.2969 *** (0.0428)	-0.2357 ** (0.1087)
年度固定效应	是	是	否
公司固定效应	是	是	是
年度和行业固定效应	否	否	是
观测值	15754	15754	15754
R <sup>2</sup>	0.0215	0.0951	0.1667

注:括号内为标准误,在公司层面的进行了聚类调整;\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著,下同

## 2. 稳健性检验

(1) 平行趋势检验及动态效应分析。动态效应检验不仅可以展现“陆港通”对公司税收遵从的动态影响,也能检验潜在遗漏变量和互为因果问题。为此,本文以公司加入“陆港通”标的前一年为对照年份,构建了“陆港通”制度实施时点变量进行考察,如(4)式:

$$DDBTD_{ijt} = \alpha + \beta_{-7} T_{-7} + \dots + \beta_{-2} T_{-2} + \beta_0 T_0 + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_2 + \beta_3 T_3 + \mu_i + \gamma_{jt} + \varepsilon_{ijt} \quad (4)$$

其中, $T_0$ 表示标的企业加入“陆港通”当年变量,若“陆港通”标的企业处于成为“陆港通”标的当年,取值1,否则,取值0。 $T$ 下标为负,表示成为“陆港通”标的之前年份,譬如,变量 $T_{-2}$ 表示标的企业实施“陆港通”之前第2年,若“陆港通”标的企业处于成为“陆港通”标的之前第2年,取值1,否则,取值0。 $T$ 下标为正,表示成为“陆港通”标的之后年份,譬如,变量 $T_1$ 表示标的企业成为“陆港通”标的之后第1年,若“陆港通”标的企业处于成为“陆港通”标的后第1年,取值1,否则,取值0。

图1显示了 $\beta_t$ 的估计结果和95%置信区间。从图1可以看出,“陆港通”交易制度实施以前的回归系数都不显著异于0,说明“陆港通”交易制度实施之前标的企业与非标的企业的税收遵从从无显著差异,平行趋势假设成立。此外,在“陆港通”交易制度开始实施后, $T_0$ 、 $T_1$ 和 $T_2$ 系数均显著异于0,估计系数绝对值先升高,在第二年有所降低,这显示资本市场开放的动态效应在当期及其后两期仍然显著,且在制度实施后第一年效应最大。在制度实施的第三年, $T_3$ 的系数虽仍为负但不显著。可能的原因在于,“陆港通”交易制度刚开始实施时,企业受到来自境外投资者的“冲击”,以减少避税行为作为回应。随着该制度逐渐推行,最初加入“陆港通”的标的公司适应了这种变化,调整其税收管理计划。以上结果表明,资本市场开放后,“陆港通”标的公司税收遵从水平显著提高,且这一结果不受反向因果和遗漏变量等的影响。

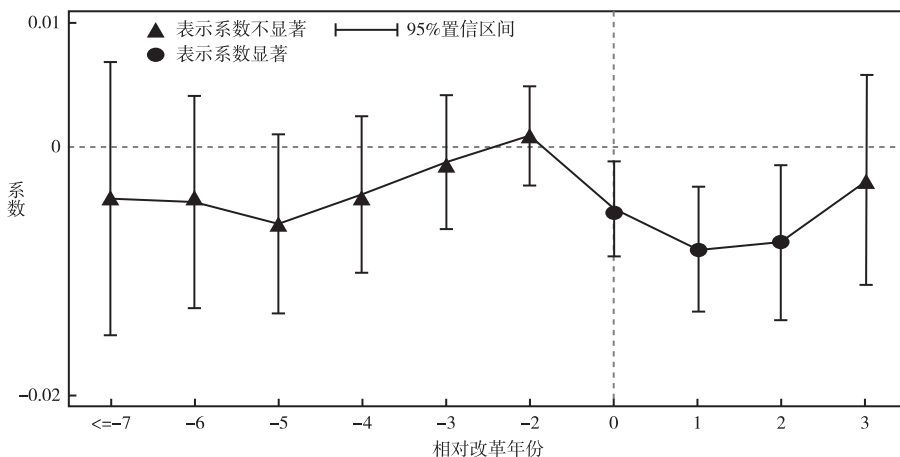


图1 政策效果的动态变化

(2) 调整样本。本文的理论分析表明“陆港通”交易制度通过引入境外投资者缓解企业融资约束和提高信息透明度,进而提升企业税收遵从水平,但在“陆港通”交易制度实施之前,境外投资者可以通过B股市场、合格境外投资者(QFII)和“A+H”交叉上市等渠道持有上市公司的股票。为排除企业加入“陆港通”标之前境外投资者持股对其的影响,本文参考钟凯等(2018)<sup>[37]</sup>的做法,剔除B股上市公司样本、QFII持股样本与“A+H”交叉上市样本,对模型(3)重新估计。回归结果如表4第(1)列所示。可以看出,“陆港通”(HSCC)的回归系数依旧显著为负。本文结论依然成立。

表 4 部分稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	其他开放	<i>BTD</i>	<i>ETR</i>	<i>Adj_ETR</i>	营改增	城市
<i>HSSC</i>	-0.0053 ** (0.0022)	-0.0035 ** (0.0015)	0.0125 *** (0.0045)	-0.0127 *** (0.0045)	-0.0080 *** (0.0023)	-0.0051 ** (0.0022)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
年度和行业固定效应	是	是	是	是	是	是
年度和城市固定效应	否	否	否	否	否	是
观测值	13106	15754	14521	14521	10516	14612
R <sup>2</sup>	0.1889	0.1390	0.0802	0.0808	0.1717	0.0732

(3) 更换公司税收遵从度量指标。为验证结论的稳健性,本文使用会计—税收差异 (*BTD*) 作为被解释变量,重新对模型(3)进行回归。*BTD* 值越大,表示公司税收遵从水平越低。回归结果如表 4 第(2)列所示。可以看出,“陆港通”(*HSCC*)的回归系数依旧显著为负。此外,本文还采用了实际税率 (*ETR*)、消除名义税率影响的名义税率与实际税率之差 (*Adj\_ETR*) 作为公司税收遵从水平的代理变量,进行稳健性检验。前者值越大,公司税收遵从水平越高,后者值越大,公司税收遵从水平越低。为了剔除异常值影响,剔除了实际税率大于 1 和小于 0 的样本。估计结果分别如表 4 第(3)列和第(4)列所示。可以看出,“陆港通”(*HSCC*)的回归系数分别显著为正和负,同样表明本文结论稳健。

(4) 排除“营改增”政策的影响。Li 和 Wang(2020)<sup>[38]</sup>的研究表明,增值税可以发挥自我执行机制,促使企业报告收入的增加,这也有助于企业所得税遵从。为了避免“营改增”政策对本文结果的干扰,本文以“营改增”前后均缴纳增值税的制造业企业与批发和零售业企业为样本,对模型(3)进行估计。回归结果如表 4 第(5)列所示。可以看出,“陆港通”(*HSCC*)的回归系数显著为负,说明在排除“营改增”政策影响后,本文的结论依旧稳健。

(5) 控制城市特征因素。考虑到公司纳税行为受到所在城市特征因素影响,如当地税务机关的执法力度、当地营商环境以及政府财政状况等。本文在模型(3)中加入了企业注册地所在城市虚拟变量 (*City*) 与年份虚拟变量 (*Year*) 的交乘项,以控制随着时间变化的城市特征。估计结果如表 4 第(6)列所示。可以看出,“陆港通”(*HSCC*)的回归系数依旧显著为负。这表明,在考虑随时间变化的城市特征因素后,本文结论依然成立。

(6) 安慰剂检验。为了进一步检验结论是否受到其他遗漏变量的影响,本文借鉴 Chetty 等(2009)<sup>[39]</sup>的做法,将样本企业随机设定为“陆港通”标的企业,生成新的处理组与控制组,用虚构的处理效应变量对模型(3)进行回归,重复上述过程 500 次,估计结果如图 2 所示。可以看出,使用虚构处理效应估计的系数大部分集中在 0 附近,说明公司税收遵从水平提高是资本市场开放所致,不是随机因素造成的。

### 3. 机制分析

(1) 融资约束缓解作用机制。为检验假设 H<sub>2</sub>,借鉴温忠麟等(2004)<sup>[40]</sup>的方法,采用中介效应检验程序验证融资约束缓解在资本市场开放与公司税收遵从间关系的作用机制。模型设计如下:

$$Finance_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 HSSC_{it} + \beta \cdot X_{ijt} + \mu_i + \gamma_{jt} + \varepsilon_{ijt} \quad (5)$$

$$DDBTD_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 HSSC_{it} + \beta_2 Finance_{ijt} + \beta X_{ijt} + \mu_i + \gamma_{jt} + \varepsilon_{ijt} \quad (6)$$

其中,借鉴鞠晓生等(2013)<sup>[41]</sup>的研究,采用 SA 指数来度量融资约束<sup>①</sup>,其绝对值越大,表示公

① SA = 1 - 0.737size + 0.043size<sup>2</sup> - 0.04AGE1, size = ln(公司年末总资产)。



司面临的融资约束更严重。为了消除企业自身指标包含的信息过量或者不足问题, 本文计算了“年份-城市-行业-所有权”单元内企业融资约束均值作为企业融资约束 (*Finance*) 的衡量指标。

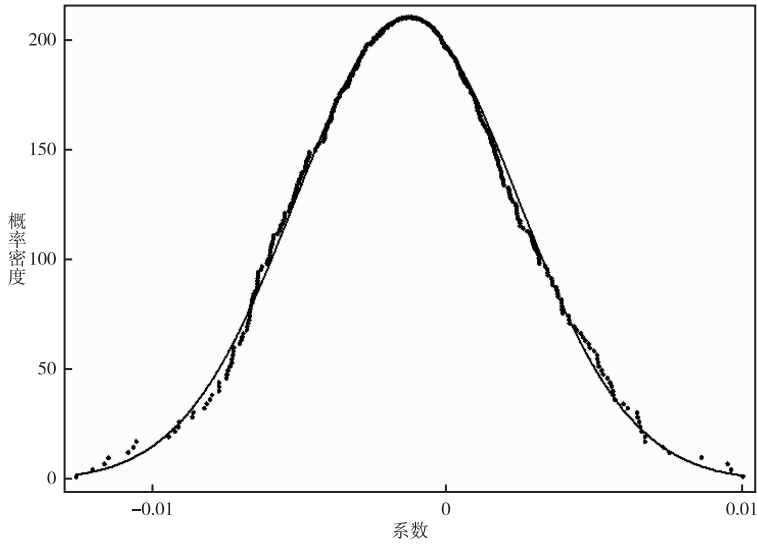


图2 安慰剂检验

融资约束中介作用机制检验结果如表5所示。由表5第(1)列可以看出,“陆港通”(*HSCC*)与公司融资约束(*Finance*)显著负相关,说明入选“陆港通”标的后,企业融资约束得到缓解。在表5第(2)列中,“陆港通”(*HSCC*)与企业融资约束(*Finance*)的系数均显著,且与模型(3)结果相比,“陆港通”(*HSCC*)的系数绝对值和显著性变小。以上结果表明,融资约束在资本市场开放影响公司税收遵从过程中发挥了部分中介作用,假设  $H_2$  成立。

(2)信息透明度提升作用机制。为进一步揭示资本市场开放影响公司税收遵从的信息透明作用机制,本文采用与融资约束中介效应相同的分析程序和模型检验“陆港通”交易制度实施的信息渠道,中介变量用信息透明度(*Tansprent*)代替融资约束(*Finance*)。

参考田利辉和王可第(2017)<sup>[42]</sup>的做法,以用修正 Jones 模型估计的应计盈余绝对值作为企业信息透明度(*Tansprent*)的衡量指标,其值越大,代表企业信息透明度越低。信息透明度中介作用机制检验结果如表5所示。由表5第(3)列可以看出,“陆港通”(*HSCC*)与信息透明度(*Tansprent*)显著负相关,说明入选“陆港通”标的后,公司信息透明度提高。在表5第(4)列中,“陆港通”(*HSCC*)与信息透明度(*Tansprent*)系数均显著,且与模型(3)相比,“陆港通”(*HSCC*)的系数绝对值和显著性变小。以上结果表明,信息透明度在资本市场开放影响公司税收遵从的过程中发挥了部分中介效应,假设  $H_3$  成立。

表5 中介机制分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Finance</i>	<i>DDBTD</i>	<i>Tansprent</i>	<i>DDBTD</i>	<i>DDBTD</i>
<i>HSCC</i>	-0.0216 *** (0.0028)	-0.0052 ** (0.0021)	-0.0087 *** (0.0031)	-0.0044 ** (0.0022)	-0.0037 * (0.0022)
<i>Finance</i>		0.0196 * (0.0112)			0.0369 *** (0.0123)
<i>Tansprent</i>				0.0629 *** (0.0163)	0.0612 *** (0.0162)

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Finance</i>	<i>DDBTD</i>	<i>Tansprent</i>	<i>DDBTD</i>	<i>DDBTD</i>
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	是	是	是	是	是
年度和行业固定效应	是	是	是	是	是
观测值	15754	15754	12996	12996	12996
R <sup>2</sup>	0.7642	0.1672	0.1429	0.1755	0.1773

(3)多变量中介效应分析。最后,本文还将中介变量同时纳入到模型(3)中。估计结果如表 5 第(5)列所示,可以看到,企业融资约束(*Finance*)和信息透明度(*Tansprent*)两个中介变量系数依旧显著,且与模型(3)相比,“陆港通”(*HSCC*)的系数绝对值和显著性变小。以上结果再次说明,融资约束和信息透明度在资本市场开放影响公司税收遵从的过程中发挥了中介效应。

## 五、拓展性研究

### 1. 异质性分析

(1)基于税收征管水平差异的异质性分析。税收征管是影响公司生产经营的重要外部力量,税务机关的税收执法力度或税收努力会影响企业避税(Dyck 和 Zingales,2004)<sup>[43]</sup>。由于我国各地区税务机关人力及禀赋等不同,导致税收征管效率在各地区存在差异(王德祥和李建军,2009)<sup>[44]</sup>;地方政府间可能还会通过主动放松税务审计来吸引资本、劳动等流动性生产要素的流入,即税收竞争也会导致各地区税收征管水平的差异(田彬彬和范子英,2016)<sup>[45]</sup>。理论上,与位于征管水平较低地区的企业相比,位于税收征管水平较高地区的企业逃避税被查处的概率更高,因此,其税收遵从水平相对较高。前文的理论分析表明,资本市场开放可以通过优化企业信息环境,增加企业逃避税被税务机关发现而被处罚的概率,从而提高企业税收遵从水平。

按照这一逻辑,如果企业所处地区税收征管水平较高,企业逃避税被发现概率本已比较高,那么资本市场开放带来的税收遵从水平提升效应则不明显;而在税收征管水平较低地区,资本市场开放的信息透明效应则可以提高稽征水平,从而提高企业税收遵从水平。为此,本文借鉴卢洪友和张楠(2016)<sup>[46]</sup>的做法,以实际税负和预测税负的比值衡量的税收努力程度(*TE*)作为地区税收征管水平的代理变量,按照税收努力程度(*TE*)的年度中位数,将样本分为税收征管水平较高和较低两组,进行分组回归。表 6 第(1)列和第(2)列的结果显示,“陆港通”对企业税收遵从的影响,仅对位于税收征管水平较低地区的企业显著,而对位于税收征管水平较高地区的企业则不显著,且通过了组间系数差异检验。

(2)基于产权性质差异的异质性分析。中国的制度环境使得民营企业和国有企业的避税动机存在显著差异(严若森等,2018)<sup>[47]</sup>。与民营企业相比,国有企业产权不明晰导致委托代理问题更加严重,即国有企业管理层更容易通过避税等来隐瞒负面信息(李春涛等,2021)<sup>[48]</sup>。此外,连立帅等(2019)<sup>[5]</sup>的研究表明,由于 H 股、红筹股等国有背景的企业在中国香港市场中交易更为活跃,“沪港通”交易制度实施后,香港投资者会利用其信息获取能力优势与信息增量,提高国有企业的股价信息含量。前文的理论分析表明“陆港通”交易制度带来的信息环境改善,使得管理层通过避税来隐瞒负面消息的成本提高,进而提升了企业税收遵从水平。

按照这一逻辑,对于委托代理问题相对较小的民营企业,企业通过避税来隐瞒负面消息的动机相对较弱,那么资本市场开放带来的税收遵从水平提升效应则不明显;而对于委托代理问题更为严重的国有企业,资本市场开放提升了其信息透明度,使得管理层通过避税来隐瞒负面消息的成本提高,从而提高企业税收遵从水平。为检验这一判断,本文根据公司产权性质,将样本区分为国有企业和民营企业,对模型(3)进行分组回归,结果如表 6 第(3)列和第(4)列所示。可以看出,“陆港通”交易制度

实施对公司税收遵从水平的提升效应, 仅在国有企业样本组中显著, 而在民营企业样本中则不显著, 且通过组间系数差异检验。

表 6 异质性分析

变量	税收征管水平		产权性质	
	(1) 强税收征管	(2) 弱税收征管	(3) 国有企业	(4) 民营企业
<i>HSCC</i>	-0.0039 (0.0038)	-0.0088 *** (0.0030)	-0.0061 ** (0.0031)	-0.0032 (0.0029)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	是	是	是	是
年度和行业固定效应	是	是	是	是
经验 P 值	0.0042		0.060	
观测值	6261	7286	6333	9421
R <sup>2</sup>	0.2273	0.1853	0.2044	0.2107

## 2. 拓展性分析

(1) 基于面板分位数回归模型的分析。上述回归结果表明, 资本市场开放通过缓解企业融资约束、提高企业信息透明度, 进而降低企业账税差异避税水平。那么资本市场开放对企业账税差异避税的影响是否一成不变呢? 为了精准识别资本市场开放在不同分位点的异质性效应, 本文借助面板分位数回归方法进行估计, 回归结果如表 7 所示。可以发现, “陆港通” (*HSCC*) 的回归系数的绝对值先逐渐升高, 而后降低。具体来说, 在 0.5 分位点处回归系数的绝对值最大, 且在 1% 水平上显著, 而在 0.25 分位点以前以及 0.75 分位点以后回归系数的绝对值和显著性都有所降低。这说明在低分位点和高分位点处 (即企业税收遵从水平很高或者很低的情况), 资本市场开放对企业税收遵从难以产生明显的作用, 而在中间分位点处, 资本市场开放对企业税收遵从水平发挥显著的提升效应。究其原因, 当企业税收遵从水平本身较高的时候, 企业税收遵从水平再提升的空间极为有限; 而在企业税收遵从水平很低的情况下, 企业逃避税给其带来的收益可能更大, 企业拥有更强的逃避税动机。此时, 资本市场开放对企业税收遵从水平的提升效应不明显。

表 7 面板分位数回归结果

分位点	10%	25%	50%	75%	90%
<i>HSCC</i>	-0.0019 (0.0048)	-0.0041 * (0.0023)	-0.0054 *** (0.0018)	-0.0042 * (0.0023)	-0.0038 (0.0043)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	是	是	是	是	是
年度固定效应	是	是	是	是	是
观测值	15754	15754	15754	15754	15754
R <sup>2</sup>	0.0367	0.0375	0.0361	0.0313	0.0175

(2) 基于不同避税类型的分析。以往研究认为由于账税一致避税会减少企业会计利润, 与非上市公司相比, 上市公司管理层面临更大的业绩考核压力, 所以更倾向于采用账税差异避税策略 (Badertscher 等, 2019)<sup>[49]</sup>。因此, 目前以中国上市公司为样本的研究, 多数以实际税率及其变体或会计利润与纳税利润的差额来衡量企业避税程度 (范子英和田彬彬, 2013<sup>[12]</sup>; 代彬等, 2016<sup>[30]</sup>; 李建军和范源源, 2020<sup>[50]</sup>), 即仅以账税差异避税程度来刻画企业税收遵从。然而, 李青原和陈世来 (2021)<sup>[51]</sup> 的研究表明, 由于中国的上市公司与国外上市公司面临的监管环境不同, 中国的上市公司面临更大的资本市场压力时, 如果选择通过改变纳税调整项目金额来进行账税差异避税, 有着更大的被处罚和稽查的风险, 此时, 企业会选择通过隐瞒收入和利润来实现更为隐蔽的账税一致避税。因此, 本文进一步探讨“陆港通”交易制度实施后, 在面临更大的资本市场监督压力下, “陆港

通”标的企业是否会选择账税一致避税。

借鉴李青原和陈世来(2021)<sup>[51]</sup>的研究,本文用企业实际纳税额与理论应纳税额的偏离度的相反数来刻画账税一致避税程度(*conf\_tax*),其值越大,代表账税一致避税越多。将其作为被解释变量重新用模型(3)进行回归,结果如表 8 第(1)列和第(2)列所示,可以看到,无论是否包含公司层面控制变量,“陆港通”(HSCC)的回归系数在 1% 水平显著为正<sup>①</sup>。以上结果表明,资本市场开放后,由于资本市场监督压力的增大,“陆港通”标的企业会减少账税差异避税,转向更为隐蔽的账税一致避税。

最后,为了探究“陆港通”交易制度的实施对标的企业税收遵从的影响方向,本文以企业支付的企业所得税(所得税费用 - 递延所得税费用 - 期末应交所得税 + 期初应交所得税)与期初总资产的比值来衡量企业总体税收遵从水平(*ctr*)<sup>②</sup>,其值越大,代表企业避税越少。将其作为被解释变量重新用模型(3)进行回归,结果如表 8 第(3)列所示,可以看到,“陆港通”(HSCC)的系数并不显著,这意味着没有证据表明“陆港通”交易制度的实施对企业整体税收状况产生了影响。

表 8 资本市场开放对不同避税类型的影响

变量	账税一致避税		总避税程度
	(1) <i>conf_tax</i>	(2) <i>conf_tax</i>	(3) <i>ctr</i>
HSCC	0.0015 *** (0.0005)	0.0017 *** (0.0004)	-0.0001 (0.0005)
控制变量		控制	控制
公司固定效应	是	是	是
年度和行业固定效应	是	是	是
观测值	12714	12643	12590
R <sup>2</sup>	0.1478	0.2055	0.1182

## 六、研究结论与讨论

### 1. 研究结论

本文采用中国上市公司的数据,考察了资本市场开放对公司税收遵从的影响。研究发现:相对于非标的企业,“陆港通”交易制度的实施显著降低了标的企业的账税差异避税程度;此外,资本市场开放通过缓解标的企业融资约束以及提高标的企业的信息透明度,从而抑制企业避税;异质性分析结果表明,该效应主要存在位于税收征管水平较低地区的企业和国有企业;拓展性分析结果表明,资本市场开放对企业税收遵从的影响会随着企业税收遵从水平的降低先增后减。资本市场开放后,“陆港通”标的企业会选择更为隐蔽的账税一致避税,但“陆港通”交易制度的实施对企业整体税收状况的影响不显著。

### 2. 政策启示

本文的结论具有重要的政策含义。其一,资本市场开放可以减少企业账税差异避税,其源于资本市场开放引起的融资约束缓解,使企业避税内在动机下降。因此,应持续加大资本市场开放力度以缓解企业融资约束,避免企业因融资压力而逃避纳税。积极推动“陆港通”样本进一步扩容,制定更加宽松灵活的纳入规则和交易机制,让更多符合条件的企业,尤其是科创板的中小企业纳入到“陆港通”标的。其二,资本市场开放可以通过加大企业避税的预期成本,进而提升公司税收遵从水平。为此,可以推动各部门信息共享和监管协同,设置更加激励相容的入围标准和长效机制。如将企业纳税状况纳入到“陆港通”入选条件中。证监会可以协同税务部门将企业纳税信用评级数据应用到“陆港通”中,对于纳税信用评级为 A 的纳税人优先考虑入选“陆港通”,对于纳税信用评

① 以 *conf\_tax* 作为被解释变量对模型(3)进行回归,满足平行趋势假设,限于篇幅,备索。

② 这一指标隐含的重要假设为资产规模相同的上市公司应当缴纳相同的企业所得税。

级较差的 D 级纳税人则考虑调出“陆港通”标的,以持续激励企业提高税收遵从水平。其三,综合运用政府有形之手的规制和市场无形之手的推动,进一步提高企业信息披露质量。一方面,企业入选“陆港通”后可能会选择更为隐蔽的账税一致避税,因此可以加强对“陆港通”标的企业的“穿透式”监管,加快“金税四期”工程的建设,结合“大数据”和“云计算”等,积极推动“以数治税”,对企业财务状况和资金流向等进行全方位、立体化的监控;另一方面,积极发挥市场主体的作用,建立标的的企业信息公开平台,加强广大投资者和社会媒体对企业行为的监督。

### 3. 研究展望

本文的研究展望为:首先,由于数据限制,只能研究“陆港通”交易制度实施影响企业避税的大致路径,难以确定资本市场开放影响企业税收遵从的具体税收筹划策略以及最终的影响方向。期待未来的研究中能够结合企业特定的税收筹划措施研究资本市场开放的税收遵从效应。其次,本文主要探讨了资本市场开放的税收遵从效应,而没有对企业税收筹划策略改变带来的经济后果进行研究。在未来的研究中可以进一步探究资本市场开放后公司税收遵从行为变化对企业绩效、企业市场价值以及企业股价崩盘风险等的影响。最后,本文聚焦于融资约束和信息透明度两个机制研究资本市场开放的税收遵从效应,可能还存在其他影响路径未被发现,有待进一步挖掘。尽管如此,本文研究资本市场开放是否以及通过何种渠道影响公司税收遵从,对现有文献做出了补充。

### 参考文献

- [1] Pomeranz, D., and J. Vila-Belda. Taking State-Capacity Research to the Field: Insights from Collaborations with Tax Authorities [J]. *Annual Review of Economics*, 2019, 11, (1): 755 - 781.
- [2] 李春涛,王悦,张璇. 激进避税行为与股价暴跌风险——外部监管视角与因果识别策略[J]. 北京: 财贸经济, 2021, (6): 37 - 53.
- [3] Chari, A., and P. B. Henry. Risk Sharing and Asset Prices: Evidence from a Natural Experiment [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59, (3): 1295 - 1324.
- [4] 张昭,马草原,王爱萍. 资本市场开放对企业内部薪酬差距的影响——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 北京: 经济管理, 2020, (6): 172 - 191.
- [5] 连立帅,朱松,陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用: 基于沪港通交易制度的经验证据[J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (3): 100 - 118.
- [6] 朱琳,伊志宏. 资本市场对外开放能够促进企业创新吗? ——基于“沪港通”交易制度的经验证据[J]. 北京: 经济管理, 2020, (2): 40 - 57.
- [7] 邢斐,周泰云,李根丽. 机构交叉持股能抑制企业避税吗? [J]. 北京: 经济管理, 2021, (5): 125 - 141.
- [8] 吕伟,陈丽花,余名元. 商业战略,声誉风险与企业避税行为[J]. 北京: 经济管理, 2011, (11): 121 - 129.
- [9] Hoi, C. K., Q. Wu, and H. Zhang. Is Corporate Social Responsibility (CSR) Associated with Tax Avoidance? Evidence from Irresponsible CSR Activities [J]. *The Accounting Review*, 2013, 88, (6): 2025 - 2059.
- [10] 陈冬,唐建新. 高管薪酬、避税寻租与会计信息披露[J]. 北京: 经济管理, 2012, (5): 114 - 122.
- [11] Desai, M. A., and D. Dharmapala. Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79, (1): 145 - 179.
- [12] 范子英,田彬彬. 税收竞争、税收执法与企业避税[J]. 北京: 经济研究, 2013, (9): 99 - 111.
- [13] 李建军,范源源. 信用如金: 纳税信用评级披露与股价崩盘风险[J]. 西安: 当代经济科学, 2021, (1): 58 - 66.
- [14] 于传荣,方军雄,杨棉之. 上市公司高管因股价崩盘风险受到惩罚了吗? [J]. 北京: 经济管理, 2017, (12): 136 - 156.
- [15] Allingham, M. G., and A. Sandmo. Income Tax Evasion: A Theoretical Analysis [J]. *Journal of Public Economics*, 1972, 1, (3 - 4): 323 - 338.
- [16] 王亮亮. 金融危机冲击、融资约束与公司避税[J]. 天津: 南开管理评论, 2016, (1): 155 - 168.
- [17] Law, K. K., and F. Mills. Taxes and Financial Constraints: Evidence from Linguistic Cues [J]. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53, (4): 777 - 819.
- [18] Gallego, F., and N. Loayza. Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects [J]. *Economia Chilena*, 2000, 3, (2): 5 - 30.
- [19] 杨胜刚,钟先茜,姚彦铭. 资本市场对外开放与企业融资约束——来自沪港通的证据[J]. 长沙: 财经理论与实践, 2020,

(5):36-43.

[20]程利敏,唐建新,徐飞,陈冬. 资本市场开放与上市公司资本结构调整——基于陆港通的实验检验[J]. 北京: 国际金融研究, 2019, (10):86-96.

[21]Slemrod, J., B. Collins, J. L. Hoopes, D. Reck, and M. Sebastiani. Does Credit-Card Information Reporting Improve Small-Business Tax Compliance? [J]. *Journal of Public Economics*, 2017, 149, (5):1-19.

[22]Bae, K. H., A. Ozoguz, H. Tan, and T. S. Wirjanto. Do Foreigners Facilitate Information Transmission in Emerging Markets? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 105, (1):209-227.

[23]Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira, and P. Matos. Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100, (1):154-181.

[24]郭阳生,沈烈,郭枚香. 沪港通改善了上市公司信息环境吗? ——基于分析师关注度的视角[J]. 深圳: 证券市场导报, 2018, (10):35-43,50.

[25]Kerr, J. N. Transparency, Information Shocks, and Tax Avoidance[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2019, 36, (2):1146-1183.

[26]Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100, (3):639-662.

[27]宋献中,胡琚,李四海. 社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析[J]. 北京: 金融研究, 2017, (4):161-175.

[28]Wilson, R. J. An Examination of Corporate Tax Shelter Participants [J]. *The Accounting Review*, 2009, 84, (3):969-999.

[29]Chan, K. H., K. Z. Lin, and P. L. L. Mo. Will a Departure from Tax-Based Accounting Encourage Tax Noncompliance? Archival Evidence from a Transition Economy [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50, (1):58-73.

[30]代彬,彭程,刘星. 高管控制权、审计监督与激进避税行为[J]. 北京: 经济管理, 2016, (3):67-79.

[31]Zimmerman, J. L. Taxes and Firm Size [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1983, (5):119-149.

[32]Newberry, K. J., and D. S. Dhaliwal. Cross-jurisdictional Income Shifting by US Multinationals: Evidence from International Bond Offerings [J]. *Journal of Accounting Research*, 2001, 39, (3):643-662.

[33]Nguyen, M., and J. H. Nguyen. Economic Policy Uncertainty and Firm Tax Avoidance [J]. *Accounting and Finance*, 2020, 60, (4):3935-3978.

[34]陈德球,陈运森,董志勇. 政策不确定性、税收征管强度与企业税收规避[J]. 北京: 管理世界, 2016, (5):151-163.

[35]Weisbach, D. Ten Truths about Tax Shelters [J]. *Tax Law Review*, 2002, (55):215-253.

[36]Blundell, R., and M. C. Dias. Evaluation Methods for Non-Experimental Data [J]. *Fiscal Studies*, 2010, 21, (4):427-468.

[37]钟凯,孙昌玲,王永妍,王化成. 资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据[J]. 北京: 金融研究, 2018, (7):174-192.

[38]Li, J., and X. Wang. Does VAT have Higher Tax Compliance Than a Turnover Tax? Evidence from China [J]. *International Tax and Public Finance*, 2020, 27, (2):280-311.

[39]Chetty, R., A. Looney, and K. Kroft. Saliency and Taxation: Theory and Evidence [J]. *American Economic Review*, 2009, 99, (4):1145-1177.

[40]温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 北京: 心理学报, 2004, (5):614-620.

[41]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[J]. 北京: 经济研究, 2013, (1):4-16.

[42]田利辉,王可第. 社会责任信息披露的“掩饰效应”和上市公司崩盘风险——来自中国股票市场的 DID-PSM 分析[J]. 北京: 管理世界, 2017, (11):146-157.

[43]Dyck, A., and L. Zingales. Private Benefits of Control: an International Comparison [J]. *Journal of Finance*, 2004, 59, (2):537-600.

[44]王德祥,李建军. 我国税收征管效率及其影响因素——基于随机前沿分析(SFA)技术的实证研究[J]. 北京: 数量经济技术经济研究, 2009, (4):152-161.

[45]田彬彬,范子英. 税收分成、税收努力与企业逃税——来自所得税分享改革的证据[J]. 北京: 管理世界, 2016, (12):36-46,59.

[46]卢洪友,张楠. 地方政府换届、税收征管与税收激进[J]. 北京: 经济管理, 2016, (2):160-168.

[47]严若森,钱晶晶,祁浩. 公司治理水平、媒体关注与企业税收激进[J]. 北京: 经济管理, 2018, (7):20-38.

[48]李春涛,周鹏,张璇. 卖空机制与企业避税——“征管”抑或“助逃”[J]. 北京: 产业经济评论, 2021, (5):35-60.

[49]Badertscher, B. A., S. P. Katz, S. O. Rego, and R. J. Wilson. Conforming Tax Avoidance and Capital Market Pressure [J]. *The Accounting Review*, 2019, 94, (6):1-30.

[50]李建军,范源源. 光环之下: 纳税声誉能否提升企业税收遵从[J]. 南昌: 当代财经, 2020, (8):28-40.

[51]李青原,陈世来. 企业上市与税收规避[J]. 北京: 世界经济, 2021, (11):169-193.

# Capital Market Opening-up and Corporate Tax Compliance: Evidence from Mainland-Hong Kong Stock Connect

FAN Yuan-yuan, LI Jian-jun

(School of Public Finance and Taxation, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, Sichuan, 611130, China)

**Abstract:** Against the background of rising trade protectionism and anti-globalization, China has continuously increased its degree of openness and promoted global openness, becoming the main leader of economic opening and globalization. Opening up has a profound impact on the economy and society. In-depth and detailed research on the impact of opening up on the economy and society from multiple angles is of great value for comprehensive understanding and effective promotion of opening up. In fact, opening to the outside world is the basic external environment in which an enterprise is located, which influences and shapes the business decision-making and behavior of an enterprise. In recent years, China's opening to the outside world has been deepening, and the opening of the capital market has been gradually promoted. Capital market opening, which is the main content of opening up to the outside world, is also an important factor in determining corporate tax compliance.

In order to solve the potential endogenous problems, this article uses the Mainland-Hong Kong stock connect trading system to implement the quasi-natural experiment provided by this exogenous policy shock to identify causality. The Mainland-Hong Kong stock connect trading system is one of the important strategies for the continuous opening up of China's capital market. Its system design to determine the list of targets for the Mainland-Hong Kong stock connect in batches provides a quasi-natural experiment for this article. Based on this, this paper uses the data of China's Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2009 to 2018 to construct a propensity score matching-double difference model (PSM-DID) to examine the impact of capital market opening on corporate tax compliance and its internal mechanism. The empirical results show that after the Mainland-Hong Kong stock connect trading system is implemented, the non-conforming tax avoidance of target companies has decreased significantly compared with non-target companies. Further research found that the opening of the capital market will affect corporate tax compliance behavior through two mechanisms: On the one hand, the opening of the capital market can alleviate corporate financing constraints, thereby reducing their inherent motivation for tax evasion. On the other hand, tax audits are often carried out through financial statements. The opening of the capital market promotes companies to improve the quality of their information disclosure, thereby increasing the probability of tax avoidance being discovered. The analysis of heterogeneity shows that the impact of capital market opening on corporate tax compliance is more significant for State-owned enterprises and enterprises located in areas with a lower level of tax collection. The results of extended analysis show that the impact of capital market opening on corporate tax avoidance increases first and then decreases with the decrease of corporate tax compliance level. In addition, under the pressure of the capital market, companies will choose the conforming tax avoidance strategy, but there is no evidence that the opening of the capital market has affected the overall tax situation of the company.

The possible contributions of this article are mainly in the following aspects: First, in recent years, more and more scholars have begun to pay attention to the impact of non-collection and management factors on corporate tax compliance. This article has enriched the literature on corporate tax compliance factors from the perspective of capital market opening. Second, this article expands the literature on the economic consequences of capital market opening. This article provides empirical evidence that capital market opening can help companies improve tax compliance, and provides empirical support for the country to further promote capital market opening. Third, this article uses the Mainland-Hong Kong stock connect as an exogenous policy impact, which can avoid the interference of endogenous problems caused by missing variables on the estimation results, and better identify the causality between capital market opening and corporate tax compliance.

This paper reveals the micro mechanism of the capital market opening-up affecting the tax compliance behavior of enterprises, expands the research on the economic consequences of the capital market opening-up, and provides empirical evidence for further promoting the capital market openness and improving the national tax collection capacity.

**Key Words:** Shanghai-Hong Kong stock connect; Shenzhen-Hong Kong stock connect; financing constraints; information transparency; corporate tax compliance

**JEL Classification:** F02, G14, G30, H26

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2022.03.002

(责任编辑:刘建丽)