

# 税收规避、公司治理与债务契约定价\*

王 静<sup>1,2</sup>, 张天西<sup>3</sup>

(1. 复旦大学管理学院, 上海 200433;

(2. 上海海事大学经济管理学院, 上海 201306;

(3. 上海交通大学安泰经济与管理学院, 上海 200052)

**内容提要:**本文以沪深A股上市公司为样本,从债权人评价角度考察公司税收规避对银行契约制定的影响,并结合信息披露透明度及差异化的税收监管环境对避税债务契约效果问题进行了剖析。研究表明,债权银行对公司避税行为整体上予以负面评价,通过索取更高贷款利率及缩短贷款期限的方式将其纳入契约定价之中;良好的信息透明度有助于降低银行评估的避税代理风险,故在一定程度上缓解了税收规避对信贷配给产生的不利影响;在税收征管力度强的地区,信息透明度对税收规避与银行贷款契约之间关系的调节作用表现得不够突出,而随着地方税收监管的弱化,其调节作用更加显著,说明在抑制避税过程中管理者机会行为方面,税收征管与以信息透明度为代表的内部治理机制具有替代性效应。研究结论对认识转轨经济背景下公司避税经济后果提供了新的证据,也对健全我国现阶段公司综合治理体系具有一定的政策启示。

**关键词:**税收规避;银行债务契约;信息透明度;税收监管;替代效应

**中图分类号:**F275.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)04—0159—17

## 一、引言

税收规避属于公司特殊的财务行为,既有研究大多侧重于考察避税活动对股东财富的影响,而较少涉及其在债务融资中所扮演的角色。债权人充当了公司重要的资金提供方,但作为固定收益索取者,其与股东可能就这项“价值创造”活动持有截然不同的风险偏好和收益预期。从债权人的角度,公司避税将带来两方面效果。一方面,避税将有限的资源留存于公司内部,该笔节税收益为偿还债务本息提供了保障,这有利于吸引债权人并降低其所要求的债务资本成本;另一方面,实施避税所招致的来自于税收稽查、声誉受损及管理者寻租等方面的风险又可能使债权人向避税公司索取更高的回报作为补偿。那么,债权人究竟如何权衡税收规避引发的收益和成本并进而反映在其制定的债务契约之中呢?对此,有必要从债权人决策评价的视角来丰富关于公司避税经济后果的证据。

目前,我国股票市场和公司债券市场较发达国家规模偏小,银行贷款仍是公司经营及投资所需资金的重要来源。自1998年起,银行贷款利率开始进行市场化改革,人民银行允许金融机构根据申请贷款公司的信誉、风险程度等因素适当选择贷款利率。2004年10月29日,央行对商业银行贷款利率上限不再做限定,下限设定为0.9倍基准利率。此后,利率市场化不断向前推进,至2012年7月6日,银行贷款利率下限已调

收稿日期:2016-11-15

\* 基金项目:国家自然科学基金项目“信息披露非理性失衡、内部风险控制与公司股价崩盘”(71472064);国家自然科学基金项目“XBRL信息环境下会计账簿数据与财务报告数据的整合与实现研究”(71372104)。

作者简介:王静(1980-),女,陕西西安人,讲师,管理学博士,研究领域是税收筹划、公司财务与资本市场、公司治理,E-mail:jingwangsh@163.com;张天西(1956-),男,陕西西安人,教授,管理学博士,研究领域是公司财务与资本市场、会计信息呈报,E-mail:txzhang@sjtu.edu.cn。通讯作者:王静。

整为 0.7 倍基准利率。而截至 2013 年 7 月 20 日,央行公告全面取消贷款利率上下限的规定,金融机构可自主确定贷款利率的浮动范围。在初步实现了利率市场化后,银行订立契约有了更大的自由度,加之银行信贷在债务融资乃至整个经济活动中的特殊地位,故研究我国上市公司避税对银行债务契约的影响具有重要的理论价值及实践意义。

此外,近年来有学者指出,管理者制造的复杂、模糊的避税交易加剧了信息不对称程度,为内部人提供了更多获取控制权私有收益的机会(Desai & Dharmapala, 2006; Kim 等, 2011; Balakrishnan 等, 2013)。事实上,避税引发的高额代理成本在对股东利益侵蚀的同时也可能危及债权人权益。公司治理机制产生于解决代理问题的内在需求,其旨在缓解代理冲突并协调各方的利益关系。那么,差异化的公司治理水平能否影响税收规避与银行债务契约定价之间的关系呢?特别地,以往相关研究发现政府税收征管作为外部监督力量,能够在一定程度上发挥公司治理的功用(Dyck & Zingales, 2004; 曾亚敏、张俊生, 2009)。在我国投资者保护尚不完善的资本市场中,探讨以税收监管为代表的政府行为对避税经济效益的影响具有重要意义。对此,将税收监管与内部治理机制置于同一框架下,分析不同层面治理因素对避税债务契约效应所产生的交互作用,以就公司避税行为的经济后果问题进行更为全面地解析。

本文以我国沪深 A 股上市公司为样本,考察了公司税收规避对银行债务契约定价的影响,并结合差异化的信息披露透明度及税收监管环境对二者之间的关系做出了进一步检验。本文的研究贡献在于:第一,从利益相关者评价的视角,探讨公司税收规避的契约效应问题,有助于对避税这项财务风险行为的经济后果形成更加丰富和理性的认识;第二,研究证据表明,在抑制避税代理风险方面,外部税收监管与内部治理机制具有替代性作用,这也从微观层面拓展了对政府监督行为的理解;第三,考虑到制度性因素和蓄意操纵盈余对账税差异的影响,本文对已有避税衡量指标进行了较大限度的改进,使其具有更强的解释力,以更合理和准确地评判公司避税水平。

## 二、文献回顾

在市场经济环境中,税收规避是公司财务决策的重要内容,可以说,精明的避税者已变得越来越多,这也成为理论界和实务界所普遍关注的问题。相对于探讨公司间避税程度存在差异的原因,一些研究着眼于避税的经济后果问题。在有效资本市场中,投资者会就税收规避对公司业绩的影响产生理性预期,进而体现在公司的股价之中,已有文献针对避税的市场反应展开了研究。其中,Desai & Dharmapala(2009)发现,当以机构持股刻度的公司治理水平较高时,税收规避才能起到对公司价值的促进作用,所以,旨在减轻公司显性税负的避税活动并不一定带来股东财富的提升;Hanlon & Slemrod(2009)指出,面对媒体报道的恶性避税事件,平均而言公司股价发生了下跌,由于消费者对媒体负面报道的激烈反应,零售行业公司股价的下跌幅度较大;Wilson(2009)通过将税收法庭指控及媒体报道实施激进性避税的 59 个公司作为样本,研究发现,倘若避税公司的治理机制良好,那么在避税期间及其前后各 24 个月,公司股票超额回报显著为正;Goh 等(2016)研究认为,权益投资者对避税公司要求了较低的资本成本,这在分析师跟踪人数多、机构投资者持股比例大及融资约束程度高的公司中都表现得更为突出。另外,还有研究检验了公司避税行为对其他利益相关者决策的效用。Ayers 等(2010)发现,公司避税削弱了账税差异大幅变动对信贷评级造成的负面影响,表明评级机构并没有惩罚那些由于税务筹划活动而增加信息风险的公司;Lisowsky 等(2012)考察了税收规避与债务融资成本之间的关系,发现避税程度高的公司享有更低的未到期债务利息率,但高股权集中度则减弱了二者的负相关关系。不同地,Shevlin 等(2013)的研究表明,公开发行债券持有者对公司避税有负面评价,进而导致公债发行利率的提高,且作为长期债券持有者的保险公司较少投资于避税程度高的公司;Hasan

等(2014)发现,公司避税促使银行制定了更高的贷款利差并施加了更多的限制性条款,结合 FIN 48(美国财务会计准则委员会第 48 号释义)颁布的外生事件影响,显示税收准备金与银行贷款成本亦呈显著正向关系。由此可见,相关研究尚未取得明确的结论,但可以看出,投资者及其他相关方结合公司特征、税务风险等状况,对税收规避持有差异化的价值评判标准,并一定程度上将公司治理因素纳入了其评价决策体系之中。

国内也有文献检验了上市公司实行避税行为对其业绩的影响。王跃堂等(2009)利用所得税法改革后税率提高和降低的两类公司为样本,研究发现,税率降低的公司存在明显的避税动因及盈余管理行为,市场对成功实施避税的公司做出了正面反应;刘行、叶康涛(2013)考察了公司避税活动对投资效率的影响,发现税收规避的程度与非效率投资呈显著正相关关系,且这种正相关关系主要表现为避税引发的过度投资;张兆国等(2015)指出,税收规避没有增加公司现金持有价值,而以股权制衡、董事会构成、产品市场竞争及媒体监督为代表的公司治理机制对二者之间的关系具有调节作用。

在我国,新兴转轨经济所特有的税收监管环境、公司治理模式及政策制度背景都与国外迥然不同,如何对相关理论、方法加以借鉴和应用还需进一步思考。以往研究对避税活动作用于相关者决策的后果关注不够,国内更缺乏验证税收规避契约定价效应的文献。事实上,以债权人代表的利益相关方在公司运营发展过程中扮演了重要角色,公司的财务风险行为也将不可避免地双方之间的契约关系及要素定价造成影响。本文从债权人信贷决策的角度,考察我国上市公司税收规避对银行债务契约制定的作用,并结合差异化的内外部治理机制分析潜在代理冲突对公司避税效率的影响,以丰富与拓展相关领域的研究内容和框架。

### 三、理论分析与研究假说

从债权银行的立场,公司避税能够体现出如下正面效益。首先,避税为公司带来了可观的节税收益,其节省的现金流出可用于偿还未来债务,故有利于保障债权人权益。其次,通过纳税筹划交易减税与借款利息税前扣除具有类似的效果,这使税收规避作为非债务税盾显示出对债务税盾的“挤出效应”(Graham & Tucker, 2006),由此导致了公司负债融资需求的减少,而财务杠杆比率的下降则有助于进一步缓解债务违约风险。另外,外部贷款规模缩小还会降低以管理者和控股股东为代表的内部人转嫁风险及损害债权人利益的几率,这将在一定程度上减轻借贷引发的债务代理成本。由此一来,避税活动所带来的财务自由度提高以及债务代理成本减少,都可能被银行视为公司信贷质量改善的信号,从而转化为较低的债务资本成本和更优惠的信贷条件。

与此同时,实施避税所引致的各种显性或隐性的税收及非税成本也可能给债权银行带来负面效益。面对税务机关监管及会计师事务所审计,税收规避的结果具有相当程度的不确定性,倘若避税失败,公司便不得不承担被税务局追缴税款乃至罚款、罚息等损失。如 Wilson(2009)发现,公司通过激进性避税平均可获得 6650 万美元的节税收益,但接受 IRS 处罚又将导致其承担 5800 万美元的损失。可见,避税失败的成本将在很大程度上抵消成功避税的得益,其增加的未来现金流不确定性会提高公司流动性风险,从而引发贷款银行对税收规避持怀疑甚至否定的态度。此外,避税过程中也可能隐藏着外部利益相关者与内部人之间严重的代理问题。管理层或控股股东往往通过构造复杂、模糊的交易或事项来实施避税活动,而向税务局隐匿的收益对其他外部相关者同样变得不再透明,这有助于掩盖内部人转移公司资源的机会主义行为。避税招致的高昂代理成本将造成公司价值的减损,同时,也会危及到债权方的利益,因而可能促使其收紧贷款条件或索取更高的回报率作为补偿。

基于以上两种对立的观点,银行债务契约的制定将取决于债权银行对公司避税收益和风险的权衡。考虑到债权人作为固定收益索取者虽具有到期收取本金和利息的权利,却无从享有公司财富增值的剩余收

益。而不完全契约和信息不对称则可能使其承担与收益不相匹配的财务及经营风险的转移,且这部分额外风险不能通过风险收益的方式得以补偿。这样一来,出于维护自身利益,债权人往往较股东表现出更强的风险厌恶倾向,其对具有潜在风险的激进性财务行为持更加保守的态度。就公司税收规避而言,债权银行在制定贷款决策时或将尤为考虑避税引发的风险而对节税收益较少关注,并倾向于通过提高贷款利率或缩短贷款期限等方式要求更严格的契约条件。因此,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>:在其他条件相同的情况下,公司税收规避对银行债务契约定价产生负面影响。

在现代资本市场中,会计信息是利益相关者决策和制定各种契约的重要依据,充分的信息披露能够有效降低外部相关方与管理者之间的信息不对称,从而制约了内部人攫取私利的道德风险行为。以往相关研究考察了股权结构、董事会特征、高管激励、制度环境等因素与财务信息透明度之间的关系,发现良好的信息透明度是优化资源配置效率及维持资本市场高效运行的重要机制(Bushman & Smith, 2001)。可以说,信息透明度从整体上反映了内部治理的效率,是利益相关者所关注的公司治理直接传导机制。从债权银行的角度,较高的信息披露质量有助于公司将避税活动控制在合理边界内,从而降低检查风险;同时,也能够减轻其对内部人利用避税交易掩盖自身占用及转移公司资源行为的担忧,并便于其对借款公司进行更加及时、有效的监督,这都会在一定程度上缓解避税风险对债务契约制定的不利影响。因此,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>:在其他条件相同的情况下,高水平的公司信息透明度就税收规避对银行债务契约定价的负面影响起到调节作用。

传统的公司治理侧重于对投资者法律保护、董事会功能及大股东控制等问题的研究,而对政府行为分析不够。政府通过征税参与公司剩余利润分配,所以,充当了具有广泛意义的“最大的小股东”。税收征管在督促公司履行纳税义务的同时,也对减少控制权私利、保护投资者利益、改善公司治理等具有影响作用(Dyck & Zingales, 2004)。但对于潜藏在避税实践中的代理问题,其能否发挥治理作用尚未得到充分检验。事实上,税收规避不应简单地理解为自政府转移资源至股东的事项,还需将管理者决策和行为纳入到避税的分析思路中(Desai & Dharmapala, 2006)。公司纳税活动的博弈过程中包括三方参与者,即政府、内部人与外部股东,其中,每两个博弈方的双边交易都会对第三方产生溢出效应。避税离不开纳税主体所处的税收监管环境,强化税务执法在提高税收不遵从成本进而降低激进性避税概率的同时,也将从另一个方面限制内部人转移及侵占公司资源的空间。由此推断,税务监管的正外部性体现在了公司避税活动中,且该外部监督力量的介入或将对内部治理产生一定的替代性作用。在我国,税收立法虽集中于中央层面,但地方政府在管理和操作上拥有相当大的自由裁量权,这使各地区间的税收征管力度存在较大差异。综上分析,当地方政府税务监控力较强时,其对企业避税及滋生的内部人机会行为的震慑力较大,外部治理的有效溢出使信息披露透明度的治理效应反而表现得不够突出;当地方税收监管不力时,利益相关者则更倚重企业内部治理对隐藏在避税背后的管理者道德风险行为加以制约,此时信息透明度应能够体现出更显著的公司治理作用。对此,将纳税监管与信息透明度置于同一框架中,避税的债务契约后果在差异化的内外部治理环境中也将表现得有所不同。因此,本文提出如下假设:

H<sub>3</sub>:在其他条件相同的情况下,处于税收监管力度较弱地区的公司信息透明度对税收规避与银行债务契约定价之间负面关系的调节作用更显著。

#### 四、研究设计

##### 1. 样本选取和数据来源

本文以 2007—2013 年我国沪深 A 股上市公司为样本,并在此基础上剔除了金融类公司、特别处理的 ST

和 \*ST 公司。另外,若当期所得税费用小于或等于 0,公司就不存在明显降低税负的动因,故剔除该类样本公司。鉴于缺省值问题,不同回归分析的样本规模有所差别。对涉及的连续变量按前后 1% 实行了缩尾处理,以控制极端值的影响。研究所需原始数据主要取自 CSMAR 数据库,部分数据参见《中国税务年鉴》及《中国统计年鉴》,所得税适用税率来源于 Wind 数据库,有关银行贷款的数据通过查阅上市公司年报附注手工收集整理而得。

## 2. 变量及其度量

(1) 银行债务契约。本文主要从债务资本成本和期限结构两个方面来考察银行债务契约的定价特征。借鉴以往相关研究的思路(Pittman & Fortin, 2004; 祝继高等, 2011), 分别以银行新增贷款利率和平均贷款利率来度量银行债务资本成本。新增贷款利率(*New\_Int*)即当年新增银行贷款的加权平均利率,具体可表示为

$$New\_Int = \sum_{i=1}^n newint_i \times (newloan_i / newtotalloan)$$

其中,  $newint_i$  为某笔新增贷款利率;  $newloan_i$  为该笔新增贷款本金;  $newtotalloan$  为当年新增贷款总额。平均银行贷款利率(*Avg\_Int*)按当年财务费用中包含的利息支出以及“固定资产”“在建工程”等项目的本期资本化利息之和占平均贷款余额的比例计算。另外,采用长期贷款比率(*LT\_Loan*)即长期贷款(包括一年内到期的长期贷款)占总贷款的比例衡量债务期限结构。

(2) 税收规避。Hanlon & Heitzman(2010)指出,采用不同的方法衡量避税水平有助于提高研究结论的稳健性。本文分别通过下列指标从不同角度考察我国公司的避税程度。

第一,调整的有效税率。有效税率即当期所得税费用除以税前会计利润,反映了纳税人实际的所得税负担,是度量税收规避的基本指标。但我国上市公司由于所处区域、产业的特殊性,有部分享有税收优惠政策,另外,新施行的企业所得税法调整了名义税率。鉴于外生的税收差别待遇,所以,直接通过有效税率难以合理判断公司的避税状况。对此,本文以适用税率减去有效税率衡量公司避税水平,用 *ETR\_D* 表示,其值越大表示公司税收规避越严重。

第二,经平均化处理的调整有效税率。Dyreng 等(2008)认为,使用较长时期的平均有效税率能够平滑各年度的税率波动,弥合权责发生制和收付实现制之间的差异,从而更为准确及客观地衡量公司真实税收状况。基于此,计算出  $t-2$  至  $t$  年调整有效税率的平均值,用 *Avg\_ETR\_D* 表示,以评估公司较长时期的持续避税能力。

第三,经调整的账税差异。账面税收差异既可能是公司实施避税的结果,也可能是由于盈余管理或制度方面的因素所导致,所以,直接采用账税差异作为公司避税的衡量指标并不理想。比如,确认的非应税收益并不影响应纳税所得额,但却同样可能增加账面税收差异,所以,蓄意调节盈余的公司也会被误认为进行了避税。另外,会计准则与税收法规在计量口径方面存在诸多差异,这也会导致财务报告与纳税申报表中反映出对公司收益的不同处理结果。而管理层往往有动机向股东高报会计盈余,同时,向税务局最小化应税收益,其报告动机方面的差异也加剧了税费收益的偏离程度。由此,需要进一步对影响账税差异的制度层面因素以及盈余管理活动进行分离,以更为细致地衡量公司税收规避水平。

首先,根据会计与税收系统所遵循政策的不同,选取财务报表中涉及的主要调整项目作为制度性差异的代理变量。会计准则与税收法规之间存在计算收益、费用或损失时口径不同造成的永久性差异,以及由于资产、负债账面价值与其计税基础不同而形成的暂时性差异。其中,利润表中的“资产减值损失”可反映计提各类资产减值准备事项产生的可抵扣暂时性差异,“公允价值变动损益”显示了对个别资产采用公允价值计量属性所引致的税会差异,“管理费用”及相关酌量性费用可归集不同折旧及摊销方法、加计扣除、限制性费用扣除标准等带来的会计利润与应纳税所得额的差异,“财务费用”反映了税法规定的借款费用、关联

方借款利息扣除限额等与会计准则的区别,“投资收益”则表示符合减免税条件的企业投资产生的股息或红利收益对应税所得计算的影响。上述因素可能导致法定的纳税调整事项,故将有关变量纳入模型加以控制。

其次,结合我国资本市场中上市公司操纵盈余的现实动机,控制可能引发账面税收差异的盈余管理因素。会计准则与税法的分离既降低了税收规避的财务报告成本,也能缩减盈余管理的所得税成本,即同时给企业激进性避税及盈余操纵提供了空间。所以,还有必要从总体账税差异中进一步剔除盈余管理所带来的影响。以往相关研究发现,我国上市公司为了实现保牌、增发、配股等资本市场动机,普遍存在蓄意调节盈余以达到有关监管要求的现象(陆正飞、魏涛,2006;王福胜等,2013)。除此之外,掌握信息优势的管理层还倾向于通过操控会计盈余以影响其薪酬契约制定的基础,股票期权等激励方案的实施更可能诱发自于契约动机的盈余管理活动(Cheng & Warfield,2005;杨慧辉等,2012)。鉴于此,本文以样本公司是否在未来三年有增发、配股或可转债发行举措、是否满足保盈或保增长标准、是否安排了股票期权激励机制来设置相关的代理变量。基于上述分析,建立如下检验模型:

$$Total\_BTD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 imp_{i,t} + \beta_2 fv_{i,t} + \beta_3 G\&A_{i,t} + \beta_4 fin_{i,t} + \beta_5 inv_{i,t} + \beta_6 refin_{i,t} + \beta_7 surp_{i,t} + \beta_8 comp_{i,t} + \xi_{i,t} \quad (1)$$

式中, $Total\_BTD$ 为总账面税收差异,通过税前会计利润减去估算的应纳税所得额(当期所得税费用/所得税适用税率)与期初总资产之比计算;资产减值损失、公允价值变动损益、管理费用、财务费用及投资收益账户的本期净发生额分别以 $imp$ 、 $fv$ 、 $G\&A$ 、 $fin$ 、 $inv$ 表示; $refin$ 为样本公司是否再融资; $surp$ 为是否保盈或保增长(标准分别为净利润与期初总资产比值、当前净利润变动与期初总资产比值在0~0.5%间); $comp$ 为是否实施股票期权实施计划的虚拟变量。上述连续变量均除以上年末总资产实行规模化处理。回归残差即经调整的账税差异,其值越大,表示公司避税程度越高。

(3)信息透明度。首先,本文从盈余激进度及平滑度两个维度测量公司信息透明度。其中,盈余激进度是公司倾向于对损失或费用延迟确认而对收入加速确认的行为,往往体现为应计会计利润的增加;盈余平滑度则反映了人为降低盈余波动以向外界传递公司经营情况平稳的现象,可通过一定时期盈余与现金流变动的相关程度来反映。一方面,采用修正的Jones模型分年度及行业回归估计出操控性应计利润绝对值,并以过去三年的平均数衡量盈余激进度,其值越大,说明公司盈余确认越激进;另一方面,取连续三年应计项目变动与现金流变动相关系数的绝对值作为盈余平滑度的代理变量,其值越大,意味着管理者越有可能通过隐藏业绩波动的方式降低信息透明度。为较准确地进行指标刻度,对这两个指标分别进行十分位数转换并反向赋值,平均化后生成盈余透明度总指标,其值越大,表明公司信息透明度越高。

其次,以专业机构投资者持股衡量公司信息透明度。机构投资者是资本市场重要的投资主体,其凭借资金及专业优势享有远超过普通投资者的话语权。一些研究表明,机构投资者持股与公司信息披露水平正相关,从而有效降低了代理成本及信息不对称程度(Ajinkya等,2005;高敬忠等,2011)。作为专业的大规模投资者,机构投资者较散户显然有更强的信息处理及解读能力,其趋于长期化和价值化的投资行为有助于提高资本市场定价效率。相关研究也证实,机构投资者持有股票的股价信息含量更高,更接近于公司真实的价值(Piotroski & Roulstone,2004;王亚平等,2009)。此外,机构持股状况还增加了社会公众关注度,并很大程度上吸引了金融分析师的跟进,这些外部介入机制将进一步对上市公司信息披露发挥积极的监督和促进作用。鉴于此,本文采用包括证券投资基金、券商、QFII、保险基金、社保基金、信托公司等在内的专业机构投资者持股比例作为信息透明度的另一代理变量,并进行十分位数处理,持股比例越高,越有利于公司信息透明度水平的提升。将上述两个衡量指标进行平均化,得到综合信息透明度测度变量,用 $Trans$ 表示,该值越大,表明公司的信息披露质量越高。

(4) 税收监管力度。借鉴曾亚敏、张俊生(2009)的方法,采用各地区将预计税收收入转化为实际税收收入所付出的努力程度作为衡量税收监管力度的替代变量。估算模型设定如下:

$$Tax\_Admin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GDP\_PC_{i,t} + \beta_2 Exp_{i,t} + \beta_3 IND1_{i,t} + \beta_4 IND2_{i,t} + \xi_{i,t} \quad (2)$$

式中,被解释变量  $Tax\_Admin$  表示地区税收收入占当地 GDP 的比重; $GDP\_PC$  为当地人均国内生产总值; $Exp$  为地区进出口总额与 GDP 之比; $IND1$ 、 $IND2$  分别为各地第一和第二产业产值占 GDP 的比重,即控制了人口、产业结构、经济开放度等对地方税收能力的影响。通过模型回归得到的系数计算出预计的地区税收收入,对应的实际税收收入与之比值即反映了该地区税收征管工作效果,其值越大,表明监管力度越强。

### 3. 模型设定

本文构建如下模型来验证公司税收规避与银行债务契约之间的关系:

$$New\_Int_{i,t}/Avg\_Int_{i,t}/LT\_Loan_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Taxavd_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Growth_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 Intcov_{i,t-1} + \beta_7 Curratio_{i,t-1} + \beta_8 Cashvol_{i,t-1} + \beta_9 Tangibility_{i,t-1} + \xi_{i,t} \quad (3)$$

被解释变量  $New\_Int$ 、 $Avg\_Int$  及  $LT\_Loan$  为银行债务契约的代理变量,分别表示债务资本成本和债务期限结构的契约特征。解释变量  $Taxavd$  反映了公司避税程度,即为  $ETR\_D$ 、 $Avg\_ETR\_D$  和  $Adj\_BTD$  这三个税收规避代理变量。另外,模型中还控制了其他影响债务契约制定的变量。其中,  $Size$  表示公司规模,大规模公司抗风险能力强,到期不能还本付息的可能性较低,故预期公司规模与银行债务融资成本之间呈负相关关系;  $Growth$  为销售收入增长率,用来控制成长机会,处于成长期的公司往往较成熟公司的自由现金流量少,容易陷入资金链紧张的状况,其潜在的违约风险或导致银行要求更高的贷款利率,但同时高成长性传递了公司盈利能力强、未来业绩发展快的信号,故也可能降低债务成本(Fama & French, 1995; Bhojraj & Sengupta, 2003);  $Lev$  为资产负债率,财务负担重的公司面临的违约风险较高,这将导致更严格的债务契约条款(Petersen & Rajan, 1994);  $ROA$  为代表盈利性的总资产收益率,盈利能力强的公司破产风险小,这有利于其获取更低的资金成本;  $Intcov$ 、 $Curratio$  分别为利息保障倍数及流动比率,用来衡量长期和短期偿债能力,是银行授信重要的参考指标;  $Cashvol$  为过去三年经营活动产生现金净流量的标准差,反映了自由现金流的波动水平,有研究指出,现金流波动性强会提高融资成本,进而影响公司的估值水平(Minton & Schrand, 1999);  $Tangibility$  为有形资产比率,有形资产越多的公司,越能为债权人资金安全提供保障,因此,有可能获得更优惠的贷款条件。考虑到已公布财务报告对银行契约签订的影响,故对解释变量及控制变量均取滞后一期值。最后,模型还包括了年度和公司效应。根据假设  $H_1$ ,需要确定回归系数  $\beta_1$ ,以验证公司税收规避对银行债务契约的作用。

针对假设  $H_2$ ,在上述模型中进一步引入税收规避与信息透明度的交互项  $Taxavd * Trans$ ,以考察信息披露透明度对公司避税与银行债务契约之间关系的影响。对于假设  $H_3$ ,先按地方政府税收监管力度的前后三分之一分位数对样本公司进行分组,在此基础上探讨处于不同税务征管环境中公司信息透明度对税收规避与银行债务契约的调节作用是否存在差异。具体变量定义如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
新增贷款利率	$New\_Int$	当年新增银行贷款的加权平均利率
平均贷款利率	$Avg\_Int$	(利息费用 + 资本化利息)/年平均贷款余额
长期贷款比率	$LT\_Loan$	期末长期贷款/年平均贷款余额
调整有效税率	$ETR\_D$	适用税率 - 当期所得税费用/税前会计利润
平均调整有效税率	$Avg\_ETR\_D$	经三年滚动窗口计算出适用税率与有效税率差额平均值

变量名称	变量符号	变量定义
经调整的账面税收差异	<i>Adj_BTD</i>	由模型(1)的残差计算而得
信息透明度	<i>Trans</i>	从盈余透明度和机构投资者持股两个维度测量的信息透明度综合变量
税收监管力度	<i>Tax_Admin</i>	实际税收负担率/预计税收负担率
公司规模	<i>Size</i>	期末总资产的自然对数
成长机会	<i>Growth</i>	(当期营业收入 - 上期营业收入)/上期营业收入
资产负债率	<i>Lev</i>	期末负债总额/期末资产总额
盈利能力	<i>ROA</i>	税前利润/年平均总资产
利息保障倍数	<i>Intcov</i>	息税前利润/总利息费用
流动比率	<i>Curratio</i>	年平均流动资产/年平均流动负债
现金流波动水平	<i>Cashvol</i>	过去三年经营活动产生现金净流量的标准差
有形资产比率	<i>Tangibility</i>	有形资产总额/期末总资产

资料来源:本文整理

## 五、实证结果及分析

### 1. 描述性统计

表2列示了变量的描述性统计结果。*ETR\_D*、*Avg\_ETR\_D*的均值分别为1.36%和0.87%，表明样本公司平均而言享有低于名义税率的实际税率，避税活动是其降低实际税负水平不可忽视的因素。*Adj\_BTD*的均值及中位数为0和0.1%，表示在控制了法定调整及盈余操控因素后仍不乏有公司报告了低于会计利润的应税收益。此外，新增贷款利率*New\_Int*的均值及中位数为7.69%和6.89%，与央行公布的贷款基准利率较为接近，其最小值及最大值分别为2.59%和14.76%，说明债权银行针对不同借款公司制定的利率水平存在明显差异。平均贷款利率*Avg\_Int*的均值及中位数为7.32%和6.75%，与*New\_Int*的分布情况较为相似。*LT\_Loan*均值为0.29，表明长期贷款平均约占总贷款的三分之一，其分位数反映出不同公司的银行债务期限结构有显著差异。*Trans*的均值及中位数约为0.48，显示样本公司信息透明度大致呈对称性分布。*Tax\_Admin*的均值为1.03，标准差为0.19，最大值及最小值分别为1.59和0.65，说明各地政府的税收监管力度并不相同。描述性统计结果还反映了样本公司其他方面的基本分布特征。

表2 变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>ETR_D</i>	6109	0.014	0.307	-1.450	0.010	1.427
<i>Avg_ETR_D</i>	5238	0.009	0.224	-1.188	0.007	0.916
<i>Adj_BTD</i>	6022	0.000	0.027	-0.047	0.001	0.257
<i>New_Int</i>	2146	0.077	0.040	0.026	0.069	0.148
<i>Avg_Int</i>	5332	0.073	0.032	0.026	0.068	0.157
<i>LT_Loan</i>	6109	0.299	0.315	0.000	0.197	1.000
<i>Trans</i>	6109	0.478	0.200	0.006	0.488	0.985
<i>Tax_Admin</i>	6109	1.027	0.194	0.655	1.015	1.588
<i>Size</i>	6109	21.883	1.372	19.756	21.715	25.648
<i>Growth</i>	6109	0.278	0.641	-0.530	0.167	4.854
<i>Lev</i>	6109	0.529	0.162	0.164	0.535	0.870
<i>ROA</i>	6109	0.043	0.048	-0.112	0.036	0.201

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Intcov</i>	6109	14.298	35.175	-6.981	4.568	263.475
<i>Curratio</i>	6109	1.340	0.745	0.867	1.191	1.620
<i>Cashvol</i>	6109	0.053	0.043	0.023	0.041	0.070
<i>Tangibility</i>	6109	0.953	0.056	0.676	0.969	1.000

资料来源:本文整理

### 2. 相关性分析

表3列示了主要变量的 Pearson 及 Spearman 相关系数。其中, *ETR\_D*、*Avg\_ETR\_D* 和 *Adj\_BTD* 两两呈显著的正相关关系,但指标数值多偏小,其绝对相关程度较低,说明以上三个变量从不同层面反映了公司避税特征的信息,故文中用此衡量税收规避具有一定的合理性和必要性。*New\_Int* 和 *Avg\_Int* 与各避税指标的相关系数均显著为正,*LT\_Loan* 则与解释变量呈明显的负相关关系。此结果初步证明,税收规避与银行贷款利率及期限结构的相关方向符合预期,但确切的结论还有待于多元回归进一步验证。*Trans* 与 *New\_Int* 及 *Avg\_Int* 呈显著的负相关关系,与 *LT\_Loan* 显著正相关,而 *Trans*、*Tax\_Admin* 与避税指标未呈现出明显的关联性。此外,控制变量与各解释变量相关系数的绝对值均低于 0.5 的临界值,故可排除回归模型的多重共线性问题。

表3 主要变量相关系数检验

变量	<i>ETD_D</i>	<i>Avg_ETR_D</i>	<i>Adj_BTD</i>	<i>New_Int</i>	<i>Avg_Int</i>	<i>LT_Loan</i>	<i>Trans</i>	<i>Tax_Admin</i>
<i>ETR_D</i>	1.000	0.194 *** (0.000)	0.319 *** (0.000)	0.093 *** (0.000)	0.055 *** (0.003)	-0.085 *** (0.000)	-0.001 (0.966)	-0.007 (0.765)
<i>Avg_ETR_D</i>	0.462 *** (0.000)	1.000	0.130 *** (0.000)	0.076 *** (0.000)	0.041 *** (0.002)	-0.064 *** (0.000)	-0.014 (0.552)	-0.015 (0.507)
<i>Adj_BTD</i>	0.241 *** (0.000)	0.228 *** (0.000)	1.000	0.085 *** (0.000)	0.066 *** (0.000)	-0.052 *** (0.000)	0.021 (0.359)	0.005 (0.819)
<i>New_Int</i>	0.095 *** (0.000)	0.081 *** (0.000)	0.106 *** (0.000)	1.000	0.580 *** (0.000)	-0.154 *** (0.001)	-0.040 ** (0.027)	-0.017 (0.112)
<i>Avg_Int</i>	0.067 *** (0.000)	0.052 *** (0.000)	0.079 *** (0.000)	0.534 *** (0.000)	1.000	-0.089 *** (0.000)	-0.056 ** (0.033)	-0.025 * (0.083)
<i>LT_Loan</i>	-0.241 *** (0.000)	-0.188 *** (0.000)	-0.095 *** (0.008)	-0.286 *** (0.000)	-0.159 *** (0.000)	1.000	0.114 *** (0.000)	0.029 (0.205)
<i>Trans</i>	0.008 (0.730)	-0.004 (0.865)	0.013 (0.176)	-0.039 * (0.051)	-0.072 ** (0.017)	0.168 *** (0.000)	1.000	0.068 *** (0.003)
<i>Tax_Admin</i>	-0.015 (0.269)	-0.035 (0.131)	0.028 (0.122)	-0.036 (0.114)	-0.053 ** (0.021)	0.031 (0.178)	0.076 *** (0.001)	1.000

注:右上为 Pearson 相关系数,左下为 Spearman 相关系数,中上为相关系数,下为 p 值;\*、\*\* 和 \*\*\* 分别代表在 10%、5% 和 1% 水平上双尾显著

资料来源:本文整理

### 3. 多元回归分析

本文采用固定效应估计方法进行面板数据模型的回归,表4列示了公司避税对银行债务契约影响的回归结果。在控制了相关因素后,作为税收规避代理变量的 *ETR\_D*、*Avg\_ETR\_D* 及 *Adj\_BTD* 对新增贷款利率 *New\_Int* 的回归系数分别为 0.029、0.073 和 0.151,至少在 5% 的重要性水平上显著。以平均贷款利率 *Avg\_Int* 为被解释变量时,各回归系数也均显著为正,说明公司避税导致了银行债务资本成本的提高。另外,*Avg\_Int*

*ETR\_D* 及 *Adj\_BTD* 对长期贷款比率 *LT\_loan* 的回归系数显著为负, 这意味着税收规避增加了银行要求的债务流动性, 表现为银行债务期限的缩短。总的来说, 债权银行针对避税公司索取了更高的贷款利率并降低了长期贷款的配给, 其对公司避税行为持负面评价并反映在了债务契约之中。究其原因, 税务筹划活动带来的节税收益虽有利于缓解公司债务违约的可能性, 但债权银行却更加关注避税尤其是激进性避税行为所招致的各种潜在风险, 由此提升了对避税公司未来现金流不确定性的预期, 故倾向于制定更严格的贷款条件。这一回归结果支持了假设  $H_1$ 。此外, 控制变量回归结果大都与预期相符。其中, 规模较大、成长性较强、流动比率及有形资产比例较高的公司能获得更低的贷款利率和更长的贷款期限, 高水平的财务杠杆及现金流波动性则将减弱公司的借款融资能力。

表 4 公司税收规避与银行债务契约

变量	新增贷款利率: <i>New_Int</i>			平均贷款利率: <i>Avg_Int</i>			长期贷款比率: <i>LT_Loan</i>		
<i>ETR_D</i>	0.029** (2.281)			0.027* (1.784)			-0.010 (-1.262)		
<i>Avg_ETR_D</i>		0.073*** (2.952)			0.042* (1.931)			-0.017* (-1.833)	
<i>Adj_BTD</i>			0.151*** (2.715)			0.136*** (2.607)			-0.171*** (-2.690)
<i>Size</i>	-0.040*** (-5.288)	-0.038*** (-4.902)	-0.042*** (-5.709)	-0.015*** (-14.031)	-0.016*** (-14.245)	-0.017*** (-14.655)	0.068*** (9.149)	0.066*** (8.096)	0.062*** (8.364)
<i>Growth</i>	-0.021* (-1.830)	-0.019 (-1.577)	-0.016 (-1.269)	-0.005*** (-2.951)	-0.003* (-1.810)	-0.004*** (-2.758)	0.021* (1.792)	0.024* (1.906)	0.020 (1.623)
<i>Lev</i>	0.083* (1.866)	0.070 (1.425)	0.082* (1.690)	0.010* (1.697)	0.013** (1.982)	0.012* (1.911)	-0.179*** (-4.083)	-0.158*** (-3.252)	-0.167*** (-3.583)
<i>ROA</i>	-0.055 (-0.462)	-0.185 (-1.127)	-0.054 (-0.392)	-0.033 (-1.625)	-0.037* (-1.718)	-0.025 (-1.206)	0.086 (0.602)	0.038 (0.245)	0.091 (0.784)
<i>Intcov</i>	-0.001*** (-3.181)	-0.002*** (-3.396)	-0.001*** (-2.514)	-0.001*** (-4.925)	-0.001*** (-5.038)	-0.001*** (-4.755)	0.001 (1.326)	0.001 (1.448)	0.001 (1.243)
<i>Curratio</i>	-0.027*** (-2.673)	-0.031*** (-2.706)	-0.025** (-2.461)	-0.021* (-1.810)	-0.016* (-1.682)	-0.015 (-1.489)	0.063*** (5.433)	0.065*** (5.915)	0.064*** (5.807)
<i>Cashvol</i>	0.190* (1.761)	0.271** (2.205)	0.183 (1.552)	0.020 (1.279)	0.024 (1.416)	0.016 (1.062)	-0.039 (-0.363)	-0.065 (-0.543)	-0.030 (-0.278)
<i>Tangibility</i>	-0.302** (-2.288)	-0.256* (-1.671)	-0.318*** (2.709)	-0.014** (-2.345)	-0.013** (-2.026)	-0.016*** (-2.652)	0.348*** (2.359)	0.410*** (2.750)	0.359*** (2.517)
<i>Cons</i>	-1.093*** (-5.012)	-0.981*** (-4.236)	-1.139*** (-5.264)	-0.257*** (-8.445)	-0.294*** (-8.929)	-0.272*** (-8.806)	-1.040*** (-4.823)	-0.930*** (-3.927)	-1.091*** (-4.816)
公司/年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	2146	2146	2146	5332	4570	5258	6109	5238	6022
$R^2$	0.269	0.256	0.268	0.378	0.370	0.383	0.339	0.350	0.343
$F$ 值	67.376	55.792	54.085	155.932	147.225	157.027	108.625	127.719	112.541

注: 表格的上半部分数字为回归系数, 括号中是对标准误进行异方差稳健处理及公司层面群聚调整后得到的  $t$  值; \*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著

资料来源: 本文整理

表5列示了信息透明度对公司避税与银行债务契约之间关系影响的回归结果。对应 *New\_Int* 和 *Avg\_Int* 时,信息透明度 *Trans* 与各避税指标交互项的回归系数都至少在5%的重要性水平上为负,而对应 *LT\_Loan* 的交互项系数则显著为正。实证结果表明,信息透明度就税收规避对银行债务契约的负面影响起到了调节作用,提升信息披露水平将缓解公司避税行为导致的债务融资成本的增加以及长期债务期限的缩减。分析其原因,高质量的信息披露机制能够抑制隐藏在避税背后的内部人利益侵占行为,同时较高的信息透明度降低了公司实行激进性避税活动倾向,故有助于控制代理风险及检查风险。这样一来,改善信息披露质量将促使纳税筹划正面边际效益的发挥,从而缓解银行对借款公司避税风险的评估,这在一定程度上削弱了税收规避这项财务风险行为对债务契约制定所造成的负面影响。可见,假设  $H_2$  得到了验证。

表5 信息透明度对税收规避与银行债务契约关系的影响

变量	新增贷款利率: <i>New_Int</i>			平均贷款利率: <i>Avg_Int</i>			长期贷款比率: <i>LT_Loan</i>		
<i>ETR_D</i>	0.006 (0.440)			0.004 (1.064)			-0.002 (-0.765)		
<i>Avg_ETR_D</i>		0.013 (1.027)			0.007 (1.581)			-0.013 (-1.637)	
<i>Adj_BTD</i>			0.011 (1.225)			0.016* (1.716)			-0.050 (-1.286)
<i>Trans</i>	-0.012** (-2.031)	-0.019** (-2.177)	-0.016** (-2.516)	-0.0260*** (-2.669)	-0.027*** (-2.824)	-0.025*** (-3.232)	0.020** (2.511)	0.017** (2.158)	0.025** (2.553)
<i>Taxavd * Trans</i>	-0.026*** (-2.655)	-0.022** (-2.418)	-0.052*** (-2.742)	-0.019** (-1.983)	-0.031*** (-2.795)	-0.054** (-2.354)	0.163** (1.971)	0.258** (2.118)	0.112** (2.332)
<i>Size</i>	-0.037*** (-4.863)	-0.035*** (-4.361)	0.039*** (-4.918)	-0.014*** (-12.982)	-0.015*** (-12.703)	-0.015*** (-13.215)	0.073*** (9.105)	0.068*** (7.792)	0.072*** (8.814)
<i>Growth</i>	-0.020* (-1.789)	-0.016 (-1.476)	-0.017 (-1.552)	-0.005*** (-2.732)	-0.003 (-1.613)	-0.004*** (-2.650)	0.020* (1.668)	0.025* (1.795)	0.021* (1.673)
<i>Lev</i>	0.073 (1.534)	0.067 (1.241)	0.077 (1.553)	0.012* (1.828)	0.013* (1.794)	0.014** (-2.036)	-0.177*** (-3.825)	-0.154*** (-3.022)	-0.181*** (-3.957)
<i>ROA</i>	-0.164 (-1.002)	-0.289 (-1.620)	-0.136 (-0.866)	-0.038* (-1.743)	-0.042* (-1.810)	-0.033 (-1.515)	0.043 (0.269)	0.066 (0.401)	0.052 (0.334)
<i>Intcov</i>	-0.003*** (-3.342)	-0.002*** (-3.221)	-0.002*** (-3.059)	-0.001*** (-4.536)	-0.001*** (-4.521)	-0.001*** (-4.452)	0.001 (1.018)	0.001 (0.945)	0.001 (0.906)
<i>Curratio</i>	-0.024** (-2.003)	-0.026** (-2.014)	-0.022* (-1.851)	-0.021* (-1.803)	-0.021 (-1.409)	-0.019* (-1.657)	0.069*** (5.771)	0.071*** (5.488)	0.066*** (5.496)
<i>Cashvol</i>	0.137 (1.120)	0.250* (1.858)	0.130 (1.055)	0.025 (1.492)	0.027* (1.668)	0.023 (1.384)	-0.021 (-0.181)	-0.045 (-0.352)	-0.014 (-0.256)
<i>Tangibility</i>	-0.226** (-2.437)	-0.187** (-2.124)	-0.243** (-2.541)	-0.008** (-1.987)	-0.009** (-2.146)	-0.008** (-2.413)	0.317** (2.168)	0.358** (2.282)	0.320** (2.410)
<i>Cons</i>	-0.970*** (-4.211)	-0.895*** (-3.565)	-1.035*** (-4.329)	-0.242*** (-7.515)	-0.280*** (-8.083)	-0.259*** (-7.818)	-1.174*** (-5.103)	-1.012*** (-4.026)	-1.209*** (-5.123)
公司/年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	2146	2146	2146	5332	4570	5258	6109	5238	6022

变量	新增贷款利率: <i>New_Int</i>			平均贷款利率: <i>Avg_Int</i>			长期贷款比率: <i>LT_Loan</i>		
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.255	0.241	0.255	0.367	0.375	0.370	0.325	0.337	0.326
<i>F</i> 值	52.755	45.910	42.066	125.689	109.763	122.167	95.151	104.139	97.118

注:表格的上半部分数字为回归系数,括号中是对标准误进行异方差稳健处理及公司层面群聚调整后得到的 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著

资料来源:本文整理

针对假设  $H_3$ ,按地方税收监管力度的强弱对样本公司进行分组,考察在不同征管水平下信息透明度对税收规避与银行债务契约关系的调节作用。如表 6、表 7 所示,在监管力度处于前三分之一组别中,交互项  $Taxavd * Trans(a)$  对应被解释变量 *New\_Int*、*Avg\_Int* 及 *LT\_Loan* 的回归系数均不显著;而在监管力度处于后三分之一的组别中, $Taxavd * Trans(b)$  的回归系数则在 1% 的水平上显著且方向与预期相符,并较表 5 中交互变量的系数表现出更加明显的经济和统计意义。可见,信息透明度的调节作用在差异化的税收征管环境中有所不同,其调节效应集中体现于低税收监管力度地区的样本中。分析这一结果,当缺少正面的外部监督力量时,债权银行更加倚重以信息披露为代表的内部治理对隐藏在避税背后的管理者机会主义行为进行制约,良好的公司信息透明度有助于缓解银行评估的避税代理风险并改善其制定的“紧缩”信贷条件。而税务监管不仅能够遏制激进的公司避税交易,同时也对潜在于避税过程中的内部人道德风险行为产生了强有力的震慑作用,故在此基础上信息透明度的调节效应反而表现得不够突出。可见,税收监管发挥了有益的外部治理功能,其一定程度上充当了内部治理的非正式替代性机制。

表 6 高税收监管力度对信息透明度调节效应的影响

变量	新增贷款利率: <i>New_Int</i>			平均贷款利率: <i>Avg_Int</i>			长期贷款比率: <i>LT_Loan</i>		
<i>ETR_D</i>	0.007 (0.913)			-0.007 (-1.281)			-0.015 (-1.414)		
<i>Avg_ETR_D</i>		0.012 (1.205)			-0.005 (-1.041)			-0.022 (-1.558)	
<i>Adj_BTD</i>			0.014 (1.184)			0.032 (1.566)			-0.085* (-1.825)
<i>Trans</i>	-0.014* (-1.671)	-0.016* (-1.719)	-0.021** (-2.148)	-0.020** (-2.113)	-0.021** (-2.232)	-0.018* (-1.767)	0.064** (2.082)	0.054* (1.790)	0.062* (1.854)
<i>Taxavd * Trans(a)</i>	-0.010 (-1.573)	-0.017* (-1.878)	-0.018 (-1.291)	-0.015 (-1.357)	-0.016 (-1.614)	-0.037* (-1.652)	0.058 (1.285)	0.064 (1.513)	0.083* (1.756)
<i>Size</i>	-0.013* (-1.739)	-0.010 (-1.606)	-0.012* (-1.872)	-0.008 (-1.410)	-0.012* (-1.759)	-0.050** (-2.455)	0.097*** (8.327)	0.098*** (8.034)	0.099*** (8.536)
<i>Growth</i>	-0.026* (-1.724)	-0.040** (-2.435)	-0.020** (-1.541)	-0.006** (-2.516)	-0.005** (-2.168)	-0.004* (-1.952)	0.018 (1.049)	0.027 (1.341)	0.016 (-0.946)
<i>Lev</i>	0.019 (0.991)	0.020 (1.267)	0.022 (1.563)	0.017* (1.932)	0.023** (2.369)	0.015* (1.652)	-0.128* (-1.727)	-0.135* (-1.883)	-0.123* (-1.818)
<i>ROA</i>	-0.083 (-1.141)	-0.058 (-0.923)	-0.066 (-0.885)	-0.035 (-1.459)	-0.039* (-1.926)	-0.049*** (-2.675)	0.104 (1.232)	0.100 (0.975)	0.092 (0.692)
<i>Intcov</i>	-0.001 (-1.418)	-0.001 (-1.179)	-0.001 (-1.227)	-0.001** (-2.331)	-0.001** (-2.546)	-0.001** (-2.020)	0.001 (0.670)	0.001 (1.429)	0.001 (0.403)

变量	新增贷款利率: <i>New_Int</i>			平均贷款利率: <i>Avg_Int</i>			长期贷款比率: <i>LT_Loan</i>		
<i>Curratio</i>	-0.009* (-1.792)	-0.008* (-1.763)	-0.008* (-1.673)	-0.004** (-2.194)	-0.004* (-1.668)	-0.007** (-2.341)	0.071*** (4.523)	0.064*** (3.516)	0.073*** (4.419)
<i>Cashvol</i>	0.210 (1.565)	0.223* (1.832)	0.206 (1.448)	0.019 (0.906)	0.027 (1.135)	0.016 (0.697)	-0.021 (-0.103)	-0.028 (-0.391)	-0.065 (-0.648)
<i>Tangibility</i>	-0.146 (-1.231)	-0.158 (-1.556)	-0.101 (-1.132)	-0.022* (-1.670)	-0.038* (-1.852)	-0.052 (-1.346)	0.084* (1.702)	0.076 (1.525)	0.110 (1.335)
<i>Cons</i>	0.244*** (2.773)	0.216** (2.358)	0.381** (2.422)	0.268** (2.465)	0.352*** (3.050)	0.304** (2.071)	-2.196*** (-8.318)	-2.193*** (-7.835)	-2.209*** (-8.384)
公司/年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	391	391	391	1114	940	1103	1306	1105	1291
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.200	0.193	0.201	0.285	0.276	0.297	0.222	0.279	0.251
<i>F</i> 值	34.546	33.725	27.396	43.511	40.065	46.124	38.512	46.557	43.372

注: 表格的上半部分数字为回归系数, 括号中是对标准误进行异方差稳健处理及公司层面群聚调整后得到的 *t* 值; \*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著

资料来源: 本文整理

表 7 低税收监管力度对信息透明度调节效应的影响

变量	新增贷款利率: <i>New_Int</i>			平均贷款利率: <i>Avg_Int</i>			长期贷款比率: <i>LT_Loan</i>		
<i>ETR_D</i>	0.011 (1.287)			0.017 (1.583)			-0.012* (-1.649)		
<i>Avg_ETR_D</i>		0.016 (1.480)			0.013 (1.391)			-0.017* (-1.873)	
<i>Adj_BT D</i>			0.034 (1.379)			0.070** (2.196)			-0.168** (-2.276)
<i>Trans</i>	-0.019* (-1.715)	-0.023** (-2.192)	-0.026** (-2.201)	-0.023*** (-2.807)	-0.020** (-2.393)	-0.021** (-2.426)	0.048** (2.028)	0.056*** (2.772)	0.045*** (2.961)
<i>Taxavd * Trans (b)</i>	-0.030*** (-2.778)	-0.045*** (-3.932)	-0.100*** (-3.803)	-0.025** (-2.034)	-0.049*** (-3.655)	-0.137*** (-2.851)	0.270** (2.290)	0.252** (2.015)	0.245*** (3.246)
<i>Size</i>	-0.012* (-1.795)	-0.013** (-2.123)	-0.014* (-1.765)	-0.013 (-1.529)	-0.015* (-1.804)	-0.022** (-2.492)	0.087*** (2.948)	0.076** (2.352)	0.084*** (3.657)
<i>Growth</i>	-0.023* (-1.885)	-0.022* (-1.652)	-0.016 (-1.539)	-0.007*** (-2.806)	-0.003** (-2.351)	-0.006** (-2.316)	0.026* (1.654)	0.027* (1.839)	0.025 (1.550)
<i>Lev</i>	0.027* (1.693)	0.029 (1.595)	0.024 (1.481)	0.031** (2.049)	0.033** (2.262)	0.031** (-2.099)	-0.121 (-1.336)	-0.176* (-1.734)	-0.122* (-1.683)
<i>ROA</i>	-0.075 (-1.161)	-0.052 (-1.048)	-0.043 (-1.001)	-0.062** (-2.067)	-0.092** (-2.339)	-0.064** (-2.120)	0.085* (1.693)	0.045 (1.336)	0.115* (1.782)
<i>Intcov</i>	-0.002 (-1.466)	-0.002 (-1.581)	-0.001 (-1.504)	-0.001*** (-5.419)	-0.001*** (-6.455)	-0.001*** (-6.521)	0.000 (0.769)	0.000 (0.715)	0.000 (0.641)
<i>Curratio</i>	-0.030*** (-2.882)	-0.037*** (-3.165)	-0.029*** (-2.726)	-0.026** (-2.340)	-0.028** (-2.481)	-0.024** (-2.365)	0.043*** (2.688)	0.056*** (2.682)	0.039*** (2.630)

变量	新增贷款利率: <i>New_Int</i>			平均贷款利率: <i>Avg_Int</i>			长期贷款比率: <i>LT_Loan</i>		
<i>Cashvol</i>	0.174 *** (2.579)	0.139 * (1.902)	0.177 *** (2.619)	0.087 ** (2.396)	0.082 ** (2.032)	0.090 ** (2.433)	-0.033 (-1.115)	-0.042 (-1.229)	-0.032 * (-1.698)
<i>Tangibility</i>	-0.017 (1.228)	-0.015 (-1.175)	-0.013 (-1.081)	-0.079 ** (-2.528)	-0.059 * (-1.753)	-0.080 ** (-2.542)	0.298 * (1.897)	0.330 ** (2.161)	0.286 * (1.771)
<i>Cons</i>	0.105 ** (2.057)	0.135 ** (2.482)	0.107 ** (2.103)	0.208 ** (2.518)	0.250 *** (2.702)	0.230 *** (2.695)	-1.476 ** (-2.161)	-1.273 * (-1.686)	-1.008 ** (2.135)
公司/年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	412	412	412	1217	1067	1202	1445	1271	1428
$R^2$	0.189	0.196	0.192	0.220	0.195	0.219	0.259	0.263	0.281
$F$ 值	32.043	21.828	32.152	41.553	40.097	51.621	38.980	51.566	40.368

注:表格的上半部分数字为回归系数,括号中是对标准误进行异方差稳健处理及公司层面群聚调整后得到的  $t$  值;\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著

资料来源:本文整理

#### 4. 稳健性检验

为了增强上述研究结论的可靠性,本文从以下方面做出稳健性测试。第一,对于公司避税与债务契约制定之间潜在的逆向因果关系,采用工具变量法检验内生性问题的可能影响。本文选取所得税适用税率作为工具变量,考虑到我国对处于特定区域及属于需要重点扶持产业的企业制定了优惠税率,差别化的所得税率意味着企业间税负有着显著不同,这将影响其避税的动机及行为选择,但该变量与贷款契约的签订并无直接相关关系。运用两阶段最小二乘法(2SLS)的第二阶段回归结果表明,模型解释变量的系数方向与前文结果一致,且具有统计上的显著意义,这进一步验证了税收规避对银行债务契约制定的影响作用。第二,采用权威机构的测评结果作为信息透明度的替代指标。在我国,深交所对所属上市公司的信息披露状况进行年度考核,按从高到低划分为优秀、良好、及格和不及格四个评级标准,将其依次赋值为 4、3、2、1,用以衡量不同水平的公司信息透明度。第三,将按中位数划分的税收规避各代理指标设定为虚拟变量,并作为替代性的解释变量纳入模型加以检验。以上稳健性测试结果均与前文结论无实质性差异,这证明了相关研究发现的较强稳定性。

## 六、研究结论与建议

### 1. 研究结论

本文以我国沪深 A 股上市公司为基础样本,考察了公司税收规避对银行债务契约制定的影响,并更深入地探讨了信息透明度及差异化的税收监管环境对避税债务契约效果的调节机理。研究发现,债权银行在贷款定价时考虑了公司避税因素并整体上对其予以负面评价,具体通过索取更高贷款利率及缩短贷款期限的方式反映于其契约制定之中。对此,良好的信息透明度缓解了银行评估的避税风险,故有助于调节公司避税对银行信贷配给所产生的负面影响。进一步检验外部税收监管与信息透明度的交叉作用时发现,处于税收监管力度强的地区,信息透明度的调节作用表现得不明显,而随着地方税收监管的弱化,其调节作用更加显著,这意味着政府税收监管发挥了替代性的治理效应并体现在了公司避税的契约后果中。

### 2. 建议

本文的经验证据对理解转轨经济背景下公司避税经济后果、银行契约定价影响因素以及完善政府税收监管工作均有一定的启示意义。根据研究结论及发现,提出以下三点建议:

(1) 纳税企业应树立正确的税收筹划战略观。税收筹划是企业特殊的价值创造活动,由此产生的节税收入往往被视为“第三种收益源泉”。但在交易昂贵的社会里,避税不仅仅意味着收益,而且还可能引发大量的成本。事实上,激进性避税带来的潜在代理风险、信息风险及政治风险等将导致外部利益相关者对不确定税收状况的担忧,使其倾向于对公司价值做出负面评价并提高有关交易成本,这显然会给企业造成不利影响。对纳税企业而言,应树立科学化、整体化的税收筹划观,不应一味地追求税负最小化,而须充分关注及审慎权衡执行该策略所招致的成本和风险,将避税活动控制在合理的边界范围内。

(2) 完善微观层面公司治理机制。研究结果显示,作为精明债权人的银行能够识别企业避税风险,并结合公司治理机制制定有差别的契约条件,表明提升公司治理水平有助于降低避税对信贷资源配置效率的不利影响。对此,需从多个维度不断完善公司治理的架构,促使其发挥应有的监督及风险管理功能。其中,应注重加强信息披露透明度,提高公司真实信息为利益相关者了解及掌握的程度,增加机构投资者和分析师在信息传播过程中的渗入性,从而为规范上市公司内部治理及改进资本市场运行秩序产生积极的推动作用。

(3) 亟待强化政府税务机关的征收管理工作。本文从治理避税代理风险的角度提供了强化税收征管的正面证据,这加深了对政府税收监管职能的认识。现阶段,我国一些地区的税收管理环境仍很薄弱,长期存在着征收执法力度不强、政策标准不统一、权力寻租猖獗的状况,这不仅不能对企业恶意逃避税起到足够的威慑作用,还在一定程度上降低了隐藏其后的内部人掏空行为的成本及风险。与此同时,财政分权和分税制促使地方政府的行政权力不断扩大,当面临经济增长压力或财政困难时,地方政府又常转而采取“寅吃卯粮”、过度征税的不当措施,名目繁多的隐性税负令很多企业不堪重负。对此,相关部门应致力于将税收监管形成一种常态化、稳定化的机制设计,确保其不随经济周期波动、不受人为主观因素干扰,使之真正成为优化公司外部治理环境的中坚力量,促进内外部治理“双管齐下”共同完善我国的公司综合治理体系。

#### 参考文献:

- [1] Ajinkya B. ,Bhojraj S. ,Sengupta P. The Association Between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts[J]. Journal of Accounting Research,2005,43,(3):343-376.
- [2] Ayers B. ,Laplante S. ,McGuire S. Credit Ratings and Taxes:The Effect of Book-Tax Differences on Rating Changes[J]. Contemporary Accounting Research,2010,27,(2):359-402.
- [3] Balakrishnan K. ,Blouin J. ,Guay W. Does Tax Aggressiveness Reduce Financial Reporting Transparency? [R]. Working paper, University of Pennsylvania,2013.
- [4] Bhojraj S. ,Sengupta P. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields:The Role of Institutional Investors and Outside Directors[J]. The Journal of Business,2003,76,(3):455-475.
- [5] Bushman R. ,Smith A. Financial Accounting Information and Corporate Governance[J]. Journal of Accounting and Economics,2001,32,(1-3):237-333.
- [6] Cheng Q. ,Warfield T. Equity Incentives and Earnings Management[J]. The Accounting Review,2005,80,(2):441-476.
- [7] Desai M. ,Dharmapala D. Corporate Tax Avoidance and Firm Value[J]. Review of Economics and Statistics,2009,91,(3):537-546.
- [8] Desai M. ,Dharmapala D. Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives[J]. Journal of Financial Economics,2006,79,(1):145-179.
- [9] Dyck A. ,Zingales L. Private Benefits of Control: An International Comparison[J]. Journal of Finance,2004,59,(2):537-600.

- [10] Dyreng S., Hanlon M., Maydew E. Long-run Corporate Tax Avoidance[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83, (1): 61-82.
- [11] Fama E., French K. Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns[J]. *Journal of Finance*, 1995, 50, (1): 131-155.
- [12] Graham J., Tucker A. Tax Shelters and Corporate Debt Policy[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 81, (3): 563-594.
- [13] Goh B. W., Lee J., Lim C. Y., Shevlin T. The Effect of Corporate Tax Avoidance on the Cost of Equity[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91, (6): 1647-1670.
- [14] Hanlon M., Heitzman S. A Review of Tax Research[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50, (2-3): 127-178.
- [15] Hanlon M., Slemrod J. What Does Tax Aggressiveness Signal? Evidence from Stock Price Reactions to News about Tax Shelter Involvement[J]. *Journal of Public Economics*, 2009, 93, (1-2): 126-141.
- [16] Hasan I., Hoi C. K., Wu Q., Zhang H. Beauty is in the Eye of the Beholder: The Effect of Corporate Tax Avoidance on the Cost of Bank Loans[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 113, (1): 109-130.
- [17] Kim J., Li Y., Zhang L. Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-level Analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100, (3): 639-662.
- [18] Lisowsky P., Mescall D., Novack G., Pittman J. The Importance of Tax Aggressiveness to Corporate Borrowing Costs[R]. Working Paper. University of Illinois, Urbana-Champaign, IL, 2012.
- [19] Minton B., Schrand C. The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and the Costs of Debt and Equity Financing[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 54, (3): 423-460.
- [20] Petersen M., Rajan R. The Benefits of Leading Relationships Evidence for Small Business Data[J]. *The Journal of Finance*, 1994, 49, (1): 3-37.
- [21] Piotroski J., Roulstone B. The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-specific Information into Stock Prices[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79, (4): 1119-1151.
- [22] Pittman J., Fortin S. Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2004, 37, (1): 113-136.
- [23] Shevlin T., Urcan Q., Vasvari F. Corporate Tax Avoidance and Public Debt Costs[R]. Working Paper, University of California, Irvine, 2013.
- [24] Wilson R. An Examination of Corporate Tax Shelter Participants[J]. *The Accounting Review*, 2009, 84, (3): 969-999.
- [25] 曾亚敏, 张俊生. 税收征管能够发挥公司治理功用吗? [J]. 北京: 管理世界, 2009, (3).
- [26] 高敬忠, 周晓苏, 王英允. 机构投资者持股对信息披露的治理作用研究——以管理层盈余预告为例[J]. 天津: 南开管理评论, 2011, (5).
- [27] 刘行, 叶康涛. 企业避税活动会影响投资效率吗? [J]. 北京: 会计研究, 2013, (6).
- [28] 陆正飞, 魏涛. 配股后业绩下降: 盈余管理后果与真实业绩滑坡[J]. 北京: 会计研究, 2006, (8).
- [29] 王福胜, 程富, 吉姗姗. 阈值处的盈余分布断层: 盈余管理解释的实证检验[J]. 北京: 会计研究, 2013, (5).
- [30] 王亚平, 刘慧龙, 吴联生. 信息透明度、机构投资者与股价同步性[J]. 北京: 金融研究, 2009, (12).
- [31] 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]. 北京: 经济研究, 2009, (3).
- [32] 杨慧辉, 赵媛, 潘飞. 股权分置改革后上市公司股权激励的有效性——基于盈余管理的视角[J]. 北京: 经济管理, 2012, (8).
- [33] 张兆国, 郑宝红, 李明. 公司治理、税收规避和现金持有价值[J]. 天津: 南开管理评论, 2015, (1).
- [34] 祝继高, 林安雯, 陆正飞. 会计准则改革、会计利润信息与银行债务契约[J]. 北京: 中国会计评论, 2011, (2).

**Tax Avoidance, Corporate Governance and Loan Contract Pricing**

WANG Jing<sup>1,2</sup>, ZHANG Tian-xi<sup>3</sup>

- (1. School of Management, Fudan University, Shanghai, 200433, China;
- 2. School of Economics and Management, Shanghai Maritime University, Shanghai, 201306, China;
- 3. Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai, 200052, China)

**Abstract:** In the real – life business environment, rational taxpaying companies don't comply with relevant regulations automatically, but intend to reduce their tax burden as much as possible by all kinds of means. Tax avoidance serves as the particular corporate financial behavior. Existing studies mostly investigate the impact of tax avoidance on shareholder wealth, but less discusses its role in debt financing. As far as creditors are concerned, they are also important providers of funds to the company. However, as a fixed income claimant, creditors hold different risk preferences and earnings expectations towards tax-avoiding activities compared with shareholders. From the creditor's point of view, corporate tax avoidance will bring two kinds of effects. On the one hand, tax avoidance retains limited resources within the company and the tax savings provide a guarantee for liabilities repayment, which may help reduce the cost of debt capital required by creditors. On the other hand, tax avoidance incurs the risks such as tax inspection, reputation damage and rent seeking, which may cause creditors to seek higher returns as compensation. Thus, how do creditors weight the benefits and costs of corporate tax avoidance and reflect it in the debt contract? This study provides evidence on the economic consequences of tax avoidance from the perspective of creditors' evaluation.

At present, China's stock market and corporate bond market are smaller than the developed countries. In fact, bank loans are still the main source of funds for company's operations and investments. After the initial realization of interest rate liberalization, the bank can enter into debt contracts with greater freedom. Bank credit plays a significant role in the debt financing and economic activities, so it is necessary to examine the impact of listed companies' tax avoidance on bank debt contract in China. In addition, as far as tax avoidance is concerned, it involves a great amount of complicated and obscure transactions and events, so to commit opportunism behavior by managers for benefits expropriation is easily emerging. If the costs of tax avoidance are larger than its earnings, tax – avoiding activities will neither increase firm value nor advance shareholders' wealth. Similarly, high agency costs induced by tax avoidance may also erode the interests of creditors. The corporate governance mechanism arising from the internal demand aims to alleviate the agency problem, which can help coordinate the interests of all parties. This study further investigates the influence made by corporate governance on the relations between tax avoidance and bank contract pricing. Moreover, governmental tax collection acts as a kind of external supervision power and plays the role of corporate governance to a certain extent. In the capital market with poor investor protection, it is of need to explore the impact of tax regulation on the economic outcomes of tax avoidance.

This study analyzes the effect of corporate tax avoidance on bank contract formulation and further investigates the governance mechanism of information transparency and tax supervision on the contract effect based on the Chinese A – share listed firms. The findings suggest that creditor banks make negative evaluation on tax avoidance behavior, which urges them to ask for higher loan interest rates and shorten the loan duration. Good information transparency can lower the agency risk assessment and alleviate the adverse effects on tax avoiding firms' bank credit rationing. Moreover, in the strong tax enforcement area, information transparency displays weaker adjusting role on the associations between tax avoidance and bank contract. But, when local tax management is poor, information transparency adjusting effect appears more evident. Thus, when it comes to restraining managerial opportunism during the process of tax avoidance, there are substitute governance effects between external tax supervision and internal information disclosure transparency.

The contributions of this paper are mainly listed as follows: First, the study makes deeper exploration on the influences of tax avoidance on bank debt loan, which enhances our understanding of tax avoiding consequences under the background of transition economy. Second, the evidence proves that tax supervision has substitute corporate governance effect through mitigating agency risks, which provides useful policy implications for improving our comprehensive corporate governance systems. Third, with the consideration of book – tax differences caused by institutional factors and earnings management, this study makes certain improvement on the existing proxy indexes for tax avoidance and could improve the robustness and accuracy of the research conclusions.

**Key Words:** tax avoidance; bank loan contract; information transparency; tax supervision; substitute effect

(责任编辑:月 才)