

纳税信用会提升企业投资效率吗?

李南海¹, 叶艳艳², 王冰³

(1. 韩山师范学院 经济与管理学院, 广东 潮州 521024; 2. 江西财经大学 会计学院, 江西 南昌 330013;
3. 福州大学 经济与管理学院, 福建 福州 350116)

摘要:基于2015—2020年间A股上市公司经验数据,探讨纳税信用对企业投资效率的影响。研究发现,纳税信用能显著提升企业投资效率,缓解投资不足和抑制过度投资,倾向匹配得分法和HECKMAN两阶段回归法证明这一结论具有可靠性。进一步分析发现,与国有企业相比,纳税信用更能显著提升非国有企业投资效率并减少非国有企业投资不足。作用机制探讨发现,通过改善投资机会和获得更多机构投资者持股,纳税信用提升了企业投资效率。研究结果拓展了纳税信用经济后果相关研究,为创新政府治理方式和企业纳税信用评级促进经济高质量发展提供了经验证据。

关键词:纳税信用;投资效率;产权性质

中图分类号:F230 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-6049(2023)01-0044-10

一、引言

党的十九大报告提出“推进诚信建设”和“深化税收制度改革”后,税收诚信制度将在税收监管创新和建设信用中国发挥重要作用^[1]。党的二十大报告进一步提出完善社会信用等市场基础制度,优化营商环境,将信用建设作为营商环境和市场基础制度的重要组成部分。作为社会资源主要消耗者和社会经济发展重要驱动力的企业,企业纳税信用引起社会广泛关注,是建设信用中国和贯彻落实十九届六中全会推进国家治理体系和治理能力现代化的重要组成部分,是贯彻二十大报告精神推进中国式现代化建设的积极举措。为更好推进企业纳税信用制度建设,国家税务总局2014年发布《纳税信用管理办法(试行)》,将纳税信用纳入企业内部治理框架,对企业涉税申报、税费款缴纳、发票与税控器具和登记与账簿等环节进行等级评价。《纳税信用管理办法(试行)》是税务机关按守信激励失信惩戒原则对不同纳税人进行分类服务管理的制度,推动了企业纳税信用建设。

现代市场经济本质上是信用经济,信用是影响社会资本的重要因素^[2],是企业参与市场竞争的重要资产,纳税信用影响了公司治理。现有研究表明,纳税信用使企业通过获得更多信用借款^[3-4]而缓解融资约束^[5],提高企业税收遵从度^[6]和债券发行成功率^[7],纳税信用还提升了企业研发投入^[8]并促进企业技术创新^[1]。此外,通过缓解信息不对称,纳税信用降低了股价崩盘风险^[9]和债务违约风

收稿日期:2022-03-14;修回日期:2022-05-25

基金项目:国家社会科学基金一般项目“人工智能背景下上市公司财务舞弊识别及动态预警机制研究”(20BGL086);韩山师范学院引进人才及博士启动基金项目“岭南宗族文化对公司治理行为的影响”(QD202112)

作者简介:李南海(1975—),男,江西信丰人,会计学博士,韩山师范学院经济与管理学院副教授,研究方向为公司治理;叶艳艳(1976—),女,江西南康人,江西财经大学会计学院博士研究生,赣南师范大学商学院副教授,研究方向为公司治理;王冰(1977—),男,湖南长沙人,管理学博士,福州大学经济与管理学院副教授,研究方向为信息披露与公司治理。

险^[10],并减轻企业整体税负水平^[11]和降低审计费用^[12]。

投资活动是企业价值创造的驱动力^[13],扩张或缩减投资规模都将影响企业价值^[14]。上述文献为研究企业纳税信用提供了有益启示,但考察纳税信用影响企业投资的文献较少。在深化税收制度改革和推进社会信用体系建设下,研究纳税信用影响企业投资具有现实意义。实际上,纳税信用作为“好消息”可提升企业投资效率,梳理纳税信用与企业投资效率之间的关系及其作用机理,有助于从微观层面分析纳税信用能否使企业实现经济效益和信用效益双重红利,为进一步探讨信用中国建设提供经验证据。

本文试图回答下述问题:纳税信用能否提升企业投资效率?纳税信用影响企业投资效率是否存在产权异质性?纳税信用如何作用于企业投资效率?由此,以2015—2020年沪深A股上市公司为初始样本,将2014年国家税务总局开始实施的纳税信用评级制度界定为企业纳税信用,考察纳税信用对企业投资效率的影响及其产权差异性,并对纳税信用影响企业投资效率作用机理做进一步分析。本文可能的贡献在于:首先,拓展了纳税信用经济后果研究文献。基于法律赋予税收的现金流权,政府税务部门可视为公司股东并影响了公司治理^[15],然而鲜有文献从投资效率视角分析纳税信用对公司治理的影响。通过对纳税信用影响企业投资效率的研究,本文拓展了纳税信用经济后果研究文献。其次,证明了纳税信用评级制度的激励效应。已有文献从股票^[5]和债券发行等视角^[7]对纳税信用评级制度的收益来源进行分析,而本文从投资视角对纳税信用评级制度的收益来源进行分析,为纳税信用评级制度的激励效应^[5]提供了新证据。

二、理论分析与研究假说

为规范纳税信用管理和推进税收信用体系建设,税务总局将纳税人按年度分为不同纳税信用等级。纳税信用等级较高企业,传递企业纳税活动中诚实守信等好消息。具体而言,信息不对称和代理问题是扭曲企业投资决策的重要原因^[17],纳税信用通过缓解信息不对称和委托代理问题影响企业投资效率。

信息不对称使资本市场难以准确辨别企业发展潜力,影响了资源配置功能并降低了企业投资效率。当企业面临严重内外部信息不对称时,内部经理人难以向资本市场准确传达企业真实投资机会^[18],导致企业无法及时以合理资本成本筹措资金而出现投资不足。税收契约中的不完全性和对税收征管部门拥有信息优势,使企业有动机利用机会主义行为进行避税,避税的专业性复杂性进一步增加了信息不对称^[16]。通过纳税信用评级过程中税务机关对企业财务信息稽查^[1],纳税信用有助于缓解企业基于复杂关联方交易和专业纳税筹划技术而导致的信息不对称^[19]。此外,通过对公司账目检查等,税务机关还具有核实债务人清偿能力和降低债权人求偿成本的作用^[20],使纳税信用较高企业披露更多高质量信息。实际上,纳税信用评级制度通过改善企业复杂且不透明交易状况,使资本市场更加准确辨别企业发展潜力,充分发挥资源配置功能,减少过度投资并缓解投资不足,提升企业投资效率;纳税信用评级制度还通过缓解信息不对称而提高企业税收遵从度^[21],缓解融资约束,使企业能及时投资净现值为正的项目,提升企业投资效率^[5]。

委托代理问题使外部利益相关者对管理层缺乏有效监督,使管理层有机会通过低效率投资谋取私利,导致企业过度投资^[22]而降低企业投资效率。纳税信用较高企业因享有高社会声誉而降低了外部投资者对资金需求者的监督代理成本,降低最终控制人与外部投资者之间的委托代理冲突^[23],缓解委托代理问题对企业投资效率的损害。此外,纳税信用评级制度通过税务部门监控企业避税活动,监督管理层对企业利益侵占和隐藏负面消息等危害税源行为,有助于缓解委托代理冲突^[16];纳税信用评级制度通过约束管理层的自利投资行为,使投资者更容易了解企业真实经营状况,便于执行监督职能,从而提升企业投资效率。因此,纳税信用评级制度通过提升企业社会声誉和纳税信用评级过程中对企业监督监管而减少外部监督代理成本,降低委托代理问题对企业投资效率的损害,最终提升企业投资效率。

信息不对称和委托代理问题影响了企业内外部资本配置有效性,使实际资本支出偏离最优水平

并最终影响企业投资效率。通过降低信息不对称^[5]、减少管理松弛和增加外部投资者对管理层的监督监管,纳税信用提升了企业投资效率,由此提出假说1。

假说1:纳税信用可提升企业投资效率,缓解投资不足和减少过度投资。

产权制度安排影响了纳税信用与企业投资效率之间的关系。相比非国有企业,国有企业需承担更多社会经济发展责任,承担社会责任的明显差异影响了企业投资效率。经济发展低谷时期,国有企业承担了大量社会效益较高但经济效率较低的投资,以推动国民经济持续增长。实际上,国有企业投资活动既受市场因素驱动,还受社会政治等非市场因素影响,国有企业因承担稳定经济增长等社会效益较高而经济效益较低的投资活动降低了投资效率,进而降低了纳税信用对企业投资效率的影响。另一方面,企业因产权性质而获得不同税收优惠和信贷优势,影响了纳税信用与企业投资效率的关系。相比非国有企业,国有企业更容易获得信贷资金而具有天然信贷优势,非国有企业则普遍面临信贷歧视^[3];相比非国有企业,国有企业还获得更多税收优惠^[24]和商业信用融资^[25]。具体而言,国有企业因可筹集到更多资金而在投资活动中面临较低融资约束,降低了纳税信用对国有企业投资效率的影响;非国有企业则因资金来源不足或资金紧张,其投资活动和投资效率受纳税信用的约束程度更高。因此,融资约束和税收优惠以及承担不同社会责任,影响了纳税信用对国有企业和非国有企业投资效率的作用程度,相比非国有企业,国有企业因承担更多社会责任和更少融资约束并获得更多税收优惠,从而降低了纳税信用对企业投资效率的影响,由此提出假说2。

假说2:相比国有企业,纳税信用对非国有企业投资效率的影响更大。

三、样本选择与研究设计

(一) 样本选择和数据来源

以2015—2020年间A股上市公司为初始样本,借鉴已有研究进行如下删除:当年被ST或*ST的上市公司,数据缺失上市公司以及金融保险行业上市公司,最终得到11975个样本观测值。纳税信用数据来自国家税务总局官方网站纳税信用评级数据,其他数据来源于锐思数据库。为消除极端值影响,对连续变量在1%和99%分位上进行缩尾(Winsorized)处理。

(二) 实证模型与变量定义

企业投资效率有不同度量方式,姚立杰等^[26]多采用Richdson^[27]的方法度量企业投资效率。为检验假说1,本文同样采用Richdson^[27]的方法构建模型(1)并根据模型残差分为过度投资组(OINV)和投资不足组(UINV),正残差衡量企业过度投资,负残差衡量企业投资不足。将计算所得残差取绝对值表示企业投资效率(ABSE)。最后将企业投资效率以及企业过度投资样本组和投资不足样本组代入模型(2)来验证假说1。为缓解内生性,用滞后一期投资效率进行分析。

$$INV_{i,t+1} = a_0 + a_1 SIZE_i + a_2 LEV_i + a_3 GROWTH_i + a_4 CASH_i + a_5 ROA_i + a_6 PAY_i + a_7 TUNNEL_i + a_8 INV_i + a_9 CFO_i + \sum IND + \sum YEAR + E \quad (1)$$

$$ABSE/OINV/UINV = a_0 + a_1 TAX_i + a_2 SIZE_i + a_3 LEV_i + a_4 GROWTH_i + a_5 CASH_i + a_6 PAY_i + a_7 TUNNEL_i + a_8 CFO_i + a_9 AGE + a_{10} FIRST_i + \sum IND + \sum YEAR + E \quad (2)$$

为检验假说2,依据企业产权性质对纳税信用影响企业投资效率进行分组回归,并对纳税信用影响投资效率的回归系数进行差异性检验。

企业投资效率受企业自身投资机会和外部机构投资者的影响,较好投资机会使企业能及时把握净现值为正的项目的投资,提升投资效率并缓解投资不足;机构投资者则因其专业性,可更好地监督企业管理层的机会主义投资行为,降低机会主义投资行为对企业投资效率的损害,从而提升企业投资效率。由此,以机构投资者持股和投资机会为中介变量,借鉴温忠麟等^[28]在模型(2)基础上构建模型(3)和模型(4),考察纳税信用对企业投资效率的影响机制,并对回归结果进行Soble^[29]中介效应检验。

$$MV = a_0 + a_1 TAX_i + \sum CONTROLS + \sum IND + \sum YEAR + e \quad (3)$$

$$ABSE/OINV/UINV = a_0 + a_1TAX_i + a_2MV + \sum CONTROLS + \sum IND + \sum YEAR + e \quad (4)$$

INV 为企业投资支出,借鉴靳庆鲁等^[14]的研究,用构建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金之和/期初总资产衡量企业投资支出。*TAX* 为纳税信用,借鉴孙雪娇等^[5]的研究,如果企业纳税信用评级为 A 级,则企业纳税信用赋值为 1,否则赋值为 0。分组变量为产权性质 (*SOE*),当企业实际控制人为国有时,*SOE* 赋值为 1,否则赋值为 0。*MV* 为中介变量,其他为控制变量。具体变量定义见表 1。

表 1 主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业投资支出	<i>INV</i>	构建固定资产无形资产和其他长期资产的现金支出/期初总资产
	企业投资效率	<i>ABSE/OINV/UINV</i>	模型 1 残差绝对值/模型 1 正残差/模型 1 负残差
解释变量	纳税信用	<i>TAX</i>	纳税信用评级为 A 则赋值为 1,否则赋值为 0
分组变量	产权性质	<i>SOE</i>	实际控制人为国有赋值为 1,否则赋值为 0
中介变量	投资机会	<i>DECLINE</i>	<i>GROWTH</i> 为正表示投资机会好,则 <i>DECLINE</i> 赋值为 1,否则为 0
	机构投资者	<i>IISR</i>	机构投资者持股比例
	公司规模	<i>SIZE</i>	期末总资产的自然对数
	资产负债率	<i>LEV</i>	期末资产负债比率
控制变量	企业成长性	<i>GROWTH</i>	营业收入增长率
	资产回报率	<i>ROA</i>	税后利润/期末总资产
	现金持有量	<i>CASH</i>	现金及现金等价物/期末总资产
	经营性现金净流量	<i>CFO</i>	经营活动产生的现金流量/期末总资产
	大股东占款	<i>TUNNEL</i>	其他应收款/期末总资产
	高管薪酬	<i>PAY</i>	前三名高管薪酬总额的自然对数
	企业年限	<i>AGE</i>	企业成立年限的自然对数
	第一大股东持股	<i>FIRST</i>	第一大股东持股比例

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

从表 2 可知,样本企业年均投资约为总资产的 4.20%,纳税信用较高企业占 63.87%,说明样本公司有近三分之二企业纳税信用较好。其他变量均值均在合理范围内。

(二) 实证检验结果及分析

1. 纳税信用对企业投资效率的影响

表 3 列(2)显示,纳税信用在 1% 水平下显著减少了企业非效率投资,提升了投资效率;表 3 列(3)和列(4)显示,纳税信用在 1% 水平下显著降低企业过度投资和缓解企业投资不足。检验结果表明,纳税信用向利益相关者传递了积极信号,显著提升投资效率缓解投资不

表 2 描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>INV</i>	11 975	0.042 0	0.040 2	0.000 2	0.030 0	0.196 9
<i>ABSE</i>	11 975	0.007 7	0.008 0	0.000 1	0.005 4	0.047 6
<i>OINV</i>	5 818	0.008 2	0.007 8	0.000 1	0.005 9	0.038 0
<i>UINV</i>	6 158	0.007 4	0.009 0	0.000 1	0.002 1	0.062 1
<i>TAX</i>	11 975	0.638 7	0.480 4	0	1	1
<i>SIZE</i>	11 975	22.393 6	1.247 6	20.050 1	22.238 3	26.170 9
<i>LEV</i>	11 975	0.428 8	0.198 3	0.065 0	0.420 0	0.883 8
<i>GROWTH</i>	11 975	0.073 7	0.274 7	-1.175 8	0.092 8	0.768 4
<i>PAY</i>	11 975	14.471 5	0.670 6	12.886 7	14.438 5	16.407 5
<i>CASH</i>	11 975	0.143 5	0.105 7	0.011 4	0.115 0	0.536 0
<i>CFO</i>	11 975	0.049 2	0.065 8	-0.143 3	0.047 5	0.246 9
<i>TUNNEL</i>	11 975	0.016 2	0.024 8	0.000 2	0.007 9	0.155 4
<i>AGE</i>	11 975	2.933 4	0.276 2	1.386 3	2.944 4	4.234 1
<i>FIRST</i>	11 975	0.332 5	0.142 5	0.083 8	0.311 6	0.704 2
<i>SOE</i>	11 975	0.365 0	0.481 5	0	0	1

足并抑制过度投资,使投资不足的企业增加投资支出,使过度投资的企业减少投资支出。在具体经济意义上,相比纳税信用较低企业,纳税信用较高企业的非效率投资降低了总资产的 11.58%,过度投资减少了总资产的 7.63%,投资不足则增加了总资产的 16.92%。检验结果支持了假说 1。

2. 产权性质的异质性分析。

表 4 列(1)和列(2)显示,纳税信用分别在 10% 和 1% 水平下显著提升了国有企业和非国有企业的投资效率。国有企业与非国有企业的组间系数差异在 10% 水平下显著,说明纳税信用对企业投资效率的降低作用存在产权异质性,纳税信用在更大程度上降低了非国有企业投资效率。

具体到过度投资和投资不足方面,表 4 列(3)和列(4)检验结果显示,纳税信用分别在 5% 水平下显著降低了国有企业和非国有企业过度投资,但国有企业-非国有企业的组间系数差异没有达到 10% 水平下的显著性,说明纳税信用对企业过度投资的影响不存在显著的产权性质差异。表 4 列(5)和列(6)检验结果显示,纳税信用不显著影响国有企业投资不足,但纳税信用在 1% 水平下显著缓解了非国有企业投资不足,且国有企业-非国有企业的组间系数在 1% 水平下显著,说明纳税信用对非国有企业投资不足的缓解程度显著更高。检验结果表明,纳税信用在抑制过度投资方面不存在明显产权差异,在缓解投资不足方面则存在显著产权差异性;与国有企业相比,纳税信用对非国有企业投资不足的缓解程度更高。由此可见,纳税信用影响企业投资效率存在显著产权差异性,检验结果支持假说 2。

表 3 纳税信用与企业投资效率的回归检验结果

变量	ABSE (1)	OINV (2)	UINV (3)
TAX_t	-0.000 893 *** (-5.45)	-0.000 624 *** (-2.88)	-0.001 25 *** (-4.54)
$SIZE_t$	-0.000 205 ** (-2.23)	-0.000 569 *** (-4.75)	0.000 328 ** (1.97)
LEV_t	-0.000 670 (-1.25)	-0.001 07 (-1.40)	-0.000 179 (-0.23)
$GROWTH_t$	-0.000 194 (-0.46)	-0.002 57 *** (-4.35)	0.001 96 *** (2.77)
$CASH_t$	-0.003 34 *** (-3.94)	-0.004 82 *** (-4.13)	-0.001 40 (-1.07)
CFO_t	0.006 91 *** (5.11)	0.012 4 *** (6.71)	0.000 218 (0.10)
$TUNNEL_t$	0.006 87 * (1.88)	0.007 37 (1.49)	0.006 71 (1.23)
PAY_t	-0.000 110 (-0.74)	0.000 172 (0.91)	-0.000 715 *** (-2.58)
AGE_t	-0.000 459 (-1.49)	0.000 103 (0.25)	-0.000 853 * (-1.64)
$FIRST_t$	-0.000 904 (-1.58)	-0.001 21 (-1.53)	-0.001 20 (-1.33)
IND	control	control	control
YEAR	control	control	control
-cons	0.016 4 *** (7.14)	0.022 7 *** (6.32)	0.013 4 *** (3.77)
F	5.40 ***	4.86 ***	3.44 ***
Adj-R ²	0.038 5	0.067 9	0.047 0
N	11 975	5 817	6 158

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10% 的显著性水平下显著,括号内为 t 值。

表 4 产权性质的分组回归检验结果

变量	ABSE		OINV		UINV	
	SOE = 1 (1)	SOE = 0 (2)	SOE = 1 (3)	SOE = 0 (4)	SOE = 1 (5)	SOE = 0 (6)
TAX_t	-0.000 328 * (-1.81)	-0.000 769 *** (-4.85)	-0.000 671 ** (-2.34)	-0.000 598 ** (-2.45)	0.000 161 (0.73)	-0.000 763 *** (-3.90)
$SIZE_t$	-0.000 154 * (-1.65)	-0.000 214 ** (-2.34)	0.000 059 0 (0.41)	-0.000 608 *** (-4.43)	-0.000 721 *** (-5.86)	0.000 133 (1.13)
LEV_t	-0.001 31 ** (-2.25)	-0.000 260 (-0.53)	-0.001 51 (-1.56)	-0.000 121 (-0.15)	-0.001 22 * (-1.79)	-0.000 474 (-0.80)
$GROWTH_t$	-0.002 27 *** (-7.01)	-0.001 50 *** (-5.59)	-0.000 624 (-0.94)	-0.002 28 *** (-4.53)	-0.003 50 *** (-9.99)	-0.001 91 *** (-6.30)

表 4(续)

变量	ABSE		OINV		UINV	
	SOE = 1	SOE = 0	SOE = 1	SOE = 0	SOE = 1	SOE = 0
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$CASH_t$	-0.004 08*** (-4.37)	-0.002 22*** (-2.91)	-0.006 22*** (-4.08)	-0.003 07** (-2.55)	-0.001 95* (-1.77)	-0.001 52* (-1.65)
CFO_t	0.004 12*** (2.83)	0.006 08*** (5.21)	0.009 92*** (4.09)	0.011 8*** (6.54)	-0.002 68 (-1.58)	-0.002 13 (-1.46)
$TUNNEL_t$	0.000 647 (0.17)	0.002 57 (0.79)	-0.004 14 (-0.70)	0.005 98 (1.20)	0.004 16 (0.90)	-0.000 493 (-0.12)
PAY_t	0.000 089 3 (0.55)	0.000 078 0 (0.61)	0.000 064 9 (0.25)	0.000 035 9 (0.18)	0.000 399** (2.01)	0.000 185 (1.18)
AGE_t	-0.000 262 (-0.71)	-0.000 328 (-1.16)	-0.000 030 1 (-0.05)	0.000 338 (0.78)	-0.000 223 (-0.50)	-0.001 12*** (-3.18)
$FIRST_t$	-0.001 97*** (-2.99)	0.000 833 (1.47)	-0.003 36*** (-3.20)	0.001 06 (1.21)	-0.000 220 (-0.28)	-0.000 123 (-0.17)
IND	control	control	control	control	control	control
YEAR	control	control	control	control	control	control
_cons	0.012 8*** (4.83)	0.013 1*** (5.93)	0.008 81** (2.13)	0.020 7*** (6.20)	0.018 9*** (5.73)	0.006 21** (2.20)
F	4.86***	4.85***	3.39***	3.85***	4.82***	3.64***
Adj-R ²	0.080 2	0.049 0	0.110 8	0.074 7	0.143 9	0.069 1
N	4 371	7 604	2 115	3 702	2 256	3 902
DIFF TAX	Chi2(1) = 3.21*		Chi2(1) = 0.04		Chi2(1) = 8.95***	

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著，括号内为t值。

3. 稳健性检验

为缓解遗漏变量和变量度量偏差等产生的内生性问题,本文进行如下稳健性检验:首先,采用倾向匹配得分法(PSM)。以SIZE、LEV、GROWTH、CFO、CASH、PAY、TUNNEL和FIRST为控制变量进行1:4不重复抽样近邻匹配,对纳税信用影响企业投资效率进行内生性检验,ABSE、OINV和UINV进行PSM匹配后的ATT分别在1%、5%和10%水平下显著。纳税信用影响企业投资效率的PSM平衡性检验见表5。表5显示,匹配后全部变量的标准化偏差均小于10%,且t检验结果均不拒绝处理组与控制组无系统差异的原假设。对比匹配前,全部变量的标准化偏差均不同程度缩小。匹配结果说明纳税信用影响企业投资效率的PSM通过了平衡性检验。PSM回归检验结果见表6列(1)至列(3)。其次,采用HECHMAN两阶段回归法。引入纳税信用行业均值变量(TAXM)进行PROBIT回归,计算逆米尔斯比率(IMR)后将其引入现有模型重新进行回归,回归检验结果见表6列(4)至列(7)。最后,更换现有变量。借鉴Biddle *et al.* [30],以当期企业投资和上一期销售收入增长率分别为因变量和自变量,重新计算企业投资残差绝对值来衡量企业投资效率,回归检验结果见表6列(8)。

表 5 纳税信用影响企业投资效率 PSM 的平衡性检验

变量	匹配前 匹配后	对照组均值	控制组均值	标准化偏差	标准化偏差 减少比率	t 值
SIZE	U	22.422	22.343	6.4		3.35***
	M	22.421	22.439	-1.5	76.5	-0.92
LEV	U	0.419	0.446	-13.3		-7.07***
	M	0.419	0.420	-0.5	96.0	-0.33
GROWTH	U	0.081	0.060	7.2		4.00***
	M	0.081	0.086	-1.8	74.7	-1.20
CASH	U	0.143	0.144	-1.1		-0.60
	M	0.143	0.142	0.7	35.2	0.46
CFO	U	0.053	0.042	17.3		9.21***
	M	0.053	0.053	0.4	97.6	0.26

表 5(续)

变量	匹配前 匹配后	对照组均值	控制组均值	标准化偏差	标准化偏差 减少比率	<i>t</i> 值
<i>TUNNEL</i>	U	0.014	0.019	-19.7		-10.78***
	M	0.014	0.014	-0.3	98.6	-0.21
<i>PAY</i>	U	14.502	14.418	12.6		6.60***
	M	14.501	14.491	1.4	89.2	0.84
<i>FIRST</i>	U	0.334	0.330	3.1		1.63*
	M	0.334	0.335	-0.7	78.4	-0.41

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%下水平显著,括号内为*t*值。

表 6 纳税信用对企业投资效率影响的稳健性检验

变量	PSM			HECKMAN			<i>ABSE</i>
	<i>ABSE</i>	<i>OINV</i>	<i>UINV</i>	<i>TAX</i>	<i>ABSE</i>	<i>OINV</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>TAX_{it}</i>	-0.00088*** (-5.19)	-0.000599*** (-2.69)	-0.00119*** (-4.23)		-0.000886*** (-5.38)	-0.000599*** (-2.76)	-0.00125*** (-4.53)
<i>TAXM</i>				0.256*** (6.56)			-0.000245** (-2.44)
<i>IMR</i>					0.00104 (0.65)	0.00291 (1.36)	-0.000501 (-0.20)
<i>OTHER C</i>	control	control	control	control	control	control	control
<i>IND</i>	control	control	control	control	control	control	control
<i>YEAR</i>	control	control	control	control	control	control	control
<i>_cons</i>	0.0180*** (7.23)	0.0237 (6.12)	0.0113*** (2.94)	-2.808*** (-7.48)	0.0140*** (3.21)	0.0158*** (2.59)	0.0146** (2.13)
F/Wald	4.88***	4.62***	3.00***	1038.23	5.41***	4.85***	3.39***
A-R ² /Pse	0.0309	0.0564	0.0315	0.0703	0.0377	0.0680	0.0458
N	10721	5262	5408	11965	11965	5812	6153

注:***和**、*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

从表6可以看出,经过PSM配对后,纳税信用在1%水平下显著提升了企业投资效率,在1%水平下显著降低了企业过度投资,在5%水平下显著缓解了企业投资不足,使用倾向匹配得分法后,纳税信用对企业投资效率的显著影响保持不变。HECKMAN第一阶段回归结果显示纳税信用行业均值的回归系数在1%水平下显著,说明纳税信用存在行业同群效应;第二阶段回归结果显示,纳税信用能够显著降低企业非效率投资,提升企业投资效率,降低企业过度投资和缓解企业投资不足。表6列(8)显示,更换被解释变量度量方法后,纳税信用显著降低了企业非效率投资,提升了企业投资效率。经过前述内生性检验后研究结论依然成立,说明纳税信用提升企业投资效率的研究假设具有稳定性。

4. 作用机制分析

完美资本市场中,公司投资决策受投资机会影响^[13],投资机会和资本来源是企业投资决策发挥和实现的关键因素^[14]。较好投资机会使企业有足额资金及时投资,缓解企业投资不足;机构投资者在为企业带来稳定外部资本来源的同时还增加了对管理层的监督治理,改善了企业投资决策和投资水平,投资机会和机构投资者影响了企业投资效率。具体而言,机构投资者因其较大投资额而吸引更多分析师和更多投资者关注^[31]从而对管理层形成更强烈的外部监督约束,降低了管理层懈怠行为对企业投资效率的损害;机构投资者基于企业长期价值的投资动因^[32],促进机构投资者积极参与公司治理并增加对管理层的监督,同样降低管理层懈怠行为和机会主义行为对企业投资效率的损害。同时,机构投资者还因资金优势^[33]和信息优势^[34]而影响了企业投资效率。因具有更好市场敏锐性和投

资专业性而更容易获得高质量投资信息,使机构投资者在向企业传递高质量信息的同时还提升了企业投资效率;机构投资者还因具有优势资金规模和快速融资能力而有助于企业把握最佳投资机会,有助于企业改善投资水平并提升投资效率。总之,机构投资者通过增加对管理层的监督以及提供高质量信息和具有融资优势,有助于改善企业投资机会、减少管理层懈怠行为和机会主义行为对企业投资效率的损害,缓解企业投资不足和抑制企业过度投资,最终提升企业投资效率。

作为宏观经济政策的纳税信用评价制度,其对企业投资效率的影响受企业内部和外部治理环境约束。较好投资机会能保障纳税信用对企业投资效率的积极影响,机构投资者则在保障企业获得足额资金及时投资于净现值为正的项目同时,还通过增强对管理层的监督以及拥有信息优势资金优势而改善企业投资决策,保障纳税信用对企业投资效率的积极影响,纳税信用对企业投资效率的影响受企业投资机会和机构投资者约束。实际上,纳税信用作为一种柔性税收规制,可向机构投资者等利益相关者传递企业履行纳税责任的积极信号^[5],提升企业税收遵从度^[21]并吸引机构投资者更多关注。由此,选择机构投资者持股(*IISR*)和投资机会(*DECLINE*),分析纳税信用影响企业投资效率的作用机制。机构投资者持股采用机构投资者持股比例度量,投资机会则借鉴靳庆鲁等^[35]的方法,如果 *GROWTH* 为正,则 *DECLINE* 赋值为 1,表示投资机会较好,否则赋值为 0,表示投资机会较差。投资机会作用机制的回归结果见表 7 列(1)至列(3),机构投资者持股作用机制的回归结果见表 7 列(4)至列(6)。

表 7 列(2)显示,纳税信用对投资机会的回归结果在 1% 水平下显著,说明纳税信用有助于企业获得更好的投资机会。表 7 列(3)显示,投资机会对企业投资效率在 1% 水平下显著,说明投资机会有助于提升企业投资效率,表 7 列(3)还显示纳税信用对企业投资效率在 1% 水平下显著为负,SOBEL 检验结果显示 *Z* 值为 -4.544,系数为 -0.000 02 并在 1% 水平下显著。检验结果说明,投资机会在纳税信用与企业投资效率之间的关系中发挥中介作用,即纳税信用有助于企业改善投资机会,并通过改善投资机会而提升企业投资效率。表 7 列(5)显示,纳税信用对机构投资者持股的回归结果在 1% 水平下显著,说明纳税信用有助于企业获得更多机构投资者持股。表 7 列(6)显示机构持股对企业投资效率没有达到 10% 水平下显著,说明机构持股不能显著提升企业投资效率;但 SOBEL 检验结果显示 *Z* 值为 -1.634,系数为 -0.000 003 并在 10% 水平下显著。检验结果说明机构投资者持股在纳税信用与企业投资效率之间的关系中发挥中介作用,即纳税信用有助于吸引机构投资者更多持股,机构投资者持股比例的增加提升了机构投资者对企业管理层的监督,从而提升企业投资效率。

表 7 投资机会机制和机构投资者持股机制的回归检验结果

变量	<i>ABSE</i> (1)	<i>DECLINE</i> (2)	<i>ABSE</i> (3)	<i>ABSE</i> (4)	<i>IISR</i> (5)	<i>ABSE</i> (6)
<i>TAX_{it}</i>	-0.000 906 *** (-5.52)	0.020 1 *** (3.10)	-0.000 885 *** (-5.41)	-0.000 909 *** (-5.54)	0.010 8 *** (2.69)	-0.000 904 *** (-5.50)
<i>DECLINE/IISR</i>			-0.001 00 *** (-4.26)			-0.000 432 (-1.19)
<i>OTHER C</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>
<i>IND</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>
<i>YEAR</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>
<i>_cons</i>	0.017 5 *** (8.16)	0.858 *** (9.86)	0.016 7 *** (7.73)	0.016 4 *** (7.11)	-1.434 *** (-25.27)	0.017 0 *** (7.19)
<i>F</i>	5.32 ***	139.25 ***	5.50 ***	5.36 ***	76.86 ***	5.32 ***
<i>Adj-R²</i>	0.035 4	0.486 3	0.030 3	0.031 1	0.358 5	0.031 2
<i>N</i>	11 975	11 975	11 975	11 947	11 947	11 947

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为*t*值。

五、研究结论与启示

从纳税信用视角出发,以 2015—2020 年间 A 股上市公司为样本,分析纳税信用对企业投资效率

的影响及其产权异质性,并从投资机会和机构投资者持股两方面分析纳税信用对企业投资效率的作用机制。研究表明:(1)纳税信用有助于提升投资效率,这一研究结论经过倾向匹配得分法和HECKMAN 两阶段回归法等稳健性检验后依然成立。(2)纳税信用对投资效率的提升作用存在产权差异性,且这种差异主要表现在缓解非国有企业投资不足。(3)纳税信用可通过投资机会机制和机构投资者持股机制来提升企业投资效率,即纳税信用有助于企业改善投资机会、增加机构投资者更多持股,从而提升企业投资效率。

主要政策启示如下:(1)有助于更好理解政府宏观经济决策的经济后果。政府正确经济决策能使企业遵循资本逐利经济规律,提升资源配置效率和企业投资效率。实现高质量发展不仅要注重市场对资源配置效率的基础作用,也要重视政府政策对资源投资效率的提升作用。证实了纳税信用对企业提升投资效率具有积极作用,但纳税信用评级制度仍可继续完善,更好发挥纳税信用评级制度对企业资源的配置作用,提升企业投资效率。(2)纳税信用评级制度等纳税信用的激励作用较强,通过激励作用缓解企业投资不足和减少过度投资而提升企业投资效率。政府可充分发挥纳税信用评级制度与强制性税收征管之间的互补作用,优化税收规制组合工具,提升税收征管在国家治理能力和治理水平方面扮演的重要角色^[36],提升税收征管对公司治理的积极作用。(3)国有企业因承担社会责任和资源禀赋等方面不同,减弱了纳税信用对投资效率的作用程度,因此政府需要有效提升纳税信用评级制度的激励作用,提升国有企业投资效率。(4)通过增加企业成长性等投资机会和提高机构投资者持股比例,纳税信用可提升企业投资效率,因此需要健全机构投资者机制,让更多机构投资者等资源流向纳税信用较高企业,更好地发挥纳税信用的激励效应。

参考文献:

- [1] 孙红莉,雷根强. 纳税信用评级制度对企业技术创新的影响[J]. 财政研究,2019(12):87-101.
- [2] 王书斌,徐盈之. 信任、初创期企业扩张与市场退出风险[J]. 财贸经济,2016(4):58-70.
- [3] 张勇. 税收征管能提高企业会计信息可比性吗——基于关联方交易的视角[J]. 广东财经大学学报,2018(4):75-88.
- [4] 杨龙见,吴斌珍,李世刚,等. “以税增信”是否有助于小微企业贷款?——来自“银税互动”政策的证据[J]. 经济研究,2021(7):96-112.
- [5] 孙雪娇,翟淑萍,于苏. 柔性税收征管能否缓解企业融资约束——来自纳税信用评级披露自然实验的证据[J]. 中国工业经济,2019(3):81-99.
- [6] 李林木,于海峰,汪冲,等. 赏罚机制、税收遵从与企业绩效——基于纳税信用管理制度的研究[J]. 经济研究,2020(6):89-104.
- [7] 林晚发,顾乾坤. 纳税信用评价的债券市场反应[J]. 经济管理,2021(10):119-137.
- [8] 叶永卫,曾林,李佳轩. 纳税信用评级制度与企业创新——“赏善”比“罚恶”更有效? [J]. 南方经济,2021(5):52-68.
- [9] 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]. 当代经济科学,2021(1):58-66.
- [10] 张志宏,王品. 企业纳税诚信对债务违约风险影响的实证检验[J]. 统计与决策,2020(13):171-174.
- [11] 郭玲,汪洋,陈恩霖. 纳税声誉对企业税负:抑制还是抬升? [J]. 财政科学,2022(1):119-129.
- [12] 陶春华,刘亦舒,林晚发. 纳税信用评价与审计定价[J]. 审计研究,2021(6):90-101.
- [13] MODIGLIANI F, MILLER M H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment[J]. The American economic review, 1958, 48(3):261-297.
- [14] 靳庆鲁,孔祥,侯青川. 货币政策、民营企业投资效率与公司期权价值[J]. 经济研究,2012(5):96-106.
- [15] DESAI M, DYCK A, ZINGALES L. Theft and taxes[J]. Journal of financial economics, 2007, 84(3):591-623.
- [16] DESAI A, DHARMAPAL D. Corporate tax avoidance and firm value[J]. The review of economics and statistics, 2009, 91(3):537-546.
- [17] 冯晓晴,文雯. 国有机构投资者持股能提升企业投资效率吗? [J]. 经济管理,2022(1):65-84.

- [18] MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. *Journal of financial economics*, 1984, 13(2): 187-221.
- [19] 张玲, 朱婷婷. 税收征管、企业避税与企业投资效率[J]. *审计与经济研究*, 2015(2): 83-92.
- [20] 潘越, 王宇光, 戴亦一. 税收征管、政企关系与上市公司债务融资[J]. *中国工业经济*, 2013(8): 109-121.
- [21] 陶东杰, 李成, 蔡红英. 纳税信用评级披露与企业税收遵从——来自上市公司的证据[J]. *税务研究*, 2019(9): 101-108.
- [22] 董红晔, 李小荣. 国有企业高管权力与过度投资[J]. *经济管理*, 2014(10): 75-87.
- [23] 叶康涛, 刘行. 税收征管、所得税成本与盈余管理[J]. *管理世界*, 2011(5): 140-148.
- [24] 朱武祥, 张平, 李鹏飞, 等. 疫情冲击下中小微企业困境与政策效率提升——基于两次全国问卷调查的分析[J]. *管理世界*, 2020(4): 13-26.
- [25] 王化成, 刘欢, 高升好. 经济政策不确定性、产权性质与商业信用[J]. *经济理论与经济管理*, 2016(5): 34-45.
- [26] 姚立杰, 陈雪颖, 周颖, 等. 管理层能力与投资效率[J]. *会计研究*, 2020(4): 100-118.
- [27] RICHARDSON S. Over investment of free cash flow[J]. *Review of accounting studies*, 2006(11): 159-189.
- [28] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. *心理学报*, 2004(5): 614-620.
- [29] SOBEL M E. Asymptotic confidence intervals for indirect effects in structural equation models[J]. *Sociological methodology*, 1982, 13: 290-312.
- [30] BIDDLE G L, HILARY G, VERDI R S. How does financial reporting quality relate to investments efficiency[J]. *Journal of accounting and economics*, 2009, 48(2): 112-131.
- [31] 于雪航, 方军雄. “国家队”持股与企业创新投资决策[J]. *国际金融研究*, 2020(8): 87-96.
- [32] 尚航标, 宋学瑞, 王智林. 监督与纾困——机构投资者持股与企业投资效率的关系研究[J]. *技术经济*, 2022(3): 128-138.
- [33] 李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI^{NK}的经验研究[J]. *南开管理评论*, 2008(1): 4-14.
- [34] 杨德明, 毕建琴. “互联网+”企业家对外投资与公司估值[J]. *中国工业经济*, 2019(6): 136-153.
- [35] 靳庆鲁, 侯青川, 李刚, 等. 放松卖空管制、公司投资决策与期权价值[J]. *经济研究*, 2015(10): 76-88.
- [36] 谷成, 于杨. 税收监管、遵从意愿与现代国家治理[J]. *财经问题研究*, 2018(9): 99-106.

(责任编辑:陈 春;英文校对:谈书墨)

Will Tax Credits Improve the Investment Efficiency of Enterprises?

LI Nanhai¹, YE Yanyan², WANG Bin³

(1. School of Economics and Management, Hanshan Normal University, Chaozhou 521024, China;

2. School of Accounting, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang 330013, China;

3. School of Economics and Management, Fuzhou University, Fuzhou 350116, China)

Abstract: As a kind of flexible tax regulation, how do tax credits affect the investment efficiency of enterprises? This paper assesses the impact of tax credits on enterprise investment efficiency by analyzing the empirical data of A-share listed companies from 2015 to 2020. It is found that tax credits can improve the efficiency of enterprise investment, alleviate under-investment, and restrain over-investment. Further analysis shows that tax credits can improve the investment efficiency of non-state-owned enterprises compared with state-owned enterprises, as reflected in the increase in enterprise investment but not in the restraining of over-investment. Through the discussion of the mechanism, it is found that tax credits can help enterprises to increase their investment opportunities and obtain more institutional shareholdings to improve investment efficiency. It is also shown that tax credits can optimize the allocation of enterprise resources and improve the efficiency of enterprise investment. The research results extend the relevant research on the economic consequences of tax credits and provide empirical evidence for innovative governance and corporate tax credits rating to promote high-quality economic development.

Key words: tax credit; investment efficiency; property right nature