

国有股权、税收优惠与公司税负^{*}

吴联生

内容提要:国有股权与公司价值之间的关系,是学术界和实务界所共同关心的重大问题。然而,已有研究主要关注国有股权与公司业绩的关系,但没有得到比较一致的研究结论,其主要原因在于它们没有关注国有股权影响公司价值的具体途径。税收是国有股权影响公司价值的重要途径。目前,只有少数研究从公司税负的角度考察了国有股权与公司价值之间的关系,并且它们没有考虑税收优惠对国有股权与公司税负之间关系的影响问题。本文研究了我国国有股权与公司税负之间的关系以及税收优惠对国有股权与公司税负关系的影响。研究结论表明,公司国有股权比例越高,其实际税率也越高;非税收优惠公司的国有股权正向税负效应显著高于税收优惠公司。本文的研究结论可以为我国国有企业改革提供重要的依据,也可以为税务部门的纳税工作和投资者的投资决策提供支持。

关键词:公司治理 企业所得税 政府干预

一、概述

国有股权是我国公司治理的核心问题,也是我国国有企业改革过程中需要予以关注的重大问题。目前,已有文献主要研究了国有股权与公司业绩之间的直接关系,但没有得到比较一致的研究结论,其主要原因在于它们没有关注国有股权影响公司价值的具体途径。实际上,国有股权通过不同的途径影响公司价值,其结果可能完全不同。因此,部分研究从公司治理、交易成本、雇员以及预算软约束等角度,研究了国有股权对公司价值的影响问题。税收是国有股权影响公司价值的重要途径之一,然而,目前很少有研究关注国有股权与公司税负之间的关系;另外,已有研究只是从平均的角度来估计国有股权与公司税负之间的关系,并没有考虑具有不同特征的公司,其国有股权与公司税负之间的关系是否也存在差异的问题,比如,公司是否享受税收优惠政策,其国有股权与公司税负之间的关系也可能存在差异。

本文以中国上市公司为样本,研究了国有股权对公司税负的影响,并且探讨国有股权对公司税负影响在税收优惠公司与非税收优惠公司之间是否存在差异的问题。其目的在于回答如下两个问题:(1)税收是否为国有股权影响公司价值的重要渠道,如果是,国有股权通过税收怎样影响公司价值;(2)税收优惠是否为国有股权税负效应的影响因素。研究结论表明,在我国上市公司中,国有股权比例越高,公司税负也越高;非税收优惠公司的国有股权正向税负效应显著高于税收优惠公司。

本文从公司税负的角度研究了国有股权对公司价值的影响,它直接从某一具体的影响途径上检验国有股权对公司价值的影响,因而它可以丰富国有股权对公司价值影响的研究;本文不仅研究了国有股权与公司税负之间的关系,还进一步研究了税收优惠对国有股权与公司税负之间关系的影响,因此,它推进了目前亟待发展的国有股权对公司税负影响问题的研究。本文揭示了税收是

^{*} 吴联生,北京大学光华管理学院,邮政编码:100871,电子信箱:wuls@sm.pku.edu.cn。本文系国家自然科学基金项目“公司实际税负与盈余管理”(批准号:70572020)和教育部“新世纪优秀人才支持计划”(批准号:NCEF07-0024)的研究成果。作者感谢匿名审稿人的评论意见,但文责自负。

国有股权影响公司价值的重要渠道,税收优惠是影响国有股权与公司税负之间关系的重要因素。本文的研究结论可以为我国国有企业改革提供重要的依据,也可以为税务部门提高税收公平性及纳税工作的有效性提供依据,同时还可以为投资者的投资决策提供支持。

二、文献回顾

国有股权与公司价值之间的关系,是国际经济学界研究的重要问题,也已经取得了相当丰富的研究成果,但尚未取得比较一致的研究结论(Shirley and Walsh, 2000)。从总体上看,已有研究主要认为国有企业具有绩效劣势,其原因主要在于以下三方面:(1)政府的目标是社会利益最大化,而企业的目标是利润最大化。国有股权的存在为政府干预企业提供了途径。由于目标的冲突,寻租和侵占利益便成为政府干预的重要目标(Stigler, 1971; Spiller, 1990; Shleifer and Vishny, 1998)。具体来说,政府会让企业承担社会目标和个人利益的费用(Fan et al., 2007);同时,由于国有股权的存在,国有企业往往会放弃利润最大化目标,而雇佣过多的劳动力以实现充分就业(Boycko et al., 1996),并雇佣具有政府背景的人员而不是雇佣称职的员工(Krueger, 1990),从而损害公司价值。(2)国有企业往往存在着复杂的委托—代理关系,这种复杂的委托—代理关系不仅使国有企业存在激励不足的问题,并且导致国有企业存在监督不力的问题。而民营企业往往有更加完善的经理人市场和以利润为导向的监督者,因而其在监督方面存在着相对优势(Boardman and Vining, 1992; Nellis, 1994)。(3)预算软约束也是国有企业业绩差的重要原因。国有股权是产生预算软约束的一个充分条件(Li, 1992),国有企业一旦业绩下降或者亏损,往往可以从政府那里得到补贴(Kornai and Weibull, 1983),从而抑制了国有企业经理人员对企业进行高效运作的积极性。以上关于国有企业具有绩效劣势的理论,已经得到大多数经验证据的支持(Meggison and Netter, 2001; Djankov and Murrell, 2002)。

然而,也有部分研究并不同意国有股权具有绩效劣势的观点。Blanchard and Shleifer (2000)认为,中国和俄罗斯1989年以来经济增长的差异,其主要原因在于两国政府质量的不同,中国政府能够帮助企业发展;Che and Qian (1998)则认为,政府所有制可以减少政府干预和政府攫取。可见,政府有可能是一只攫取之手,也有可能是一只帮助之手。Vickers and Yarrow (1988)认为,国有企业存在委托—代理问题,民营企业同样存在委托—代理问题;Chang and Singh (1997)则认为,国有企业和民营企业的监督机制都不完善。也就是说,国有企业不一定就比民营企业管理得差。以上有关国有股权并不具有绩效劣势的观点,也得到了实证研究结论的支持,比如,Caves and Christiansen (1980)发现,国营和私营铁路公司之间并不存在效率差异。

国有股权对公司业绩影响的问题,对于我国经济发展来说则是一个重大的问题。正因如此,学者已经就我国国有股权对公司价值影响的问题进行了多方面的实证研究。其中,分析国有股权与公司业绩之间关系的研究最多。周业安(1999)通过分析中国政府的金融抑制政策对企业融资能力的影响,发现非国有股权对企业行为的正向激励明显优于国有股权;Xu and Wang (1999)运用1993年至1995年上市公司的数据,发现国有股权与公司业绩显著负相关;Sun and Tong (2003)运用1994年至1998年中国634家国有股权私有化的上市公司数据,发现国有股权私有化提高了公司的盈利能力,国有股权对公司业绩具有负面影响;Wei et al. (2003)以中国1990年至1997年国有股权私有化的208家公司为样本,发现国有股权私有化后公司盈利能力并没有显著提高,但相对于没有私有化的国有企业来说,私有化企业的业绩显著要高;徐晓东和陈小悦(2003)以1997年以前上市的508家上市公司1997年至2000年的2032个观测值为样本,发现第一大股东为非国家股股东的公司有着更高的公司价值和更强的盈利能力;夏立军和方轶强(2005)则以2003年至2005年的上市公司为样本,考察了政府控制、治理环境与公司价值之间的关系,结果发现,政府控制上市公司对公司价值具有负面影响,并且这种负面影响主要来自于低层级政府(比如县级和市级政府)对上市公司的控

制。可见,以上实证研究都显示,国有股权会损害公司价值。但是,另一部分实证研究却得出了不同的结论。比如,Sun et al. (2002)以中国上市公司1994年至1997年的所有观测值为样本,发现国有股权与公司业绩显著正相关;而Tian (2001)以及田利辉(2005)则发现,国有股权对公司业绩具有两面性的影响,公司业绩随着国有股权比例的上升而先下降后上升,呈现出U型关系;陈晓和江东(2000)以我国电子电器、商业和公用事业等三个行业的上市公司1996年至1999年368个观测值为样本,发现国有股权对公司业绩的负面影响只在竞争性较强的行业中成立,而在竞争性较弱的行业中不成立;陈小悦和徐晓东(2001)以及朱武祥和宋勇(2001)则都没有发现国有股权与公司业绩具有显著的相关性。

可见,已有研究在国有股权对公司业绩的影响问题上尚未得到比较一致的结论,其主要原因在于上述研究没有关注国有股权影响公司价值的具体途径。实际上,国有股权通过不同途径影响公司价值,其结果可能完全不同。与以上研究不同,部分研究则从公司治理、交易成本、雇员以及预算软约束等角度,研究了国有股权对公司价值的影响。Bai et al. (2004)以及白重恩等(2005)考察了中国上市公司治理结构与公司价值之间的关系,发现第一大股东为政府的公司,其价值更低;何浚(1998)以1996年底之前上市的公司为样本,发现公司国有股权比例越高,公司的内部人控制程度就越强;易纲和林明(2003)运用国家统计局数据,发现国有企业的行为方式是费用最大化;而白重恩等(2006)依据国家统计局数据则发现,国有企业改制后代理成本显著降低,其具体表现为企业管理费用率的显著下降;Lin and Zhu (2001)以及曾庆生和陈信元(2006)则发现,国家控股公司比非国家控股公司雇佣了更多的员工,超额雇员和高工资率共同导致国家控股公司承担了比非国家控股公司更高的劳动力成本;李涛(2005)运用我国上市公司1996年至2000年的数据,从预算软约束的角度考察了国有股权与公司业绩之间的关系,发现源自于国有股权并受经营风险影响的预算软约束预期损害了所有公司的业绩,国有股权对公司业绩影响的净效果为负,但这种负面影响在业绩最差的上市公司中更为突出。

税收是影响公司价值的重要因素,它也是国有股权影响公司价值的重要渠道。然而,目前很少有研究涉及国有股权与公司税负之间的关系。Derashid and Zhang (2003)以马来西亚1990年至1999年上市公司为样本,研究了公司税收负担的行业差异,它将国有股权比例作为影响公司税收负担的控制变量,结果没有发现国有股权与公司税负之间存在显著相关性;吴联生和李辰(2007)以及Wu et al. (2007)在研究我国中央政府取消“先征后返”政策对公司税收负担的影响以及地方政府和企业所作出的反应时,也将国有股权比例作为影响公司税收负担的控制变量,结果也没有发现国有股权与公司税负之间存在显著相关性。由于以上研究并不是专门研究国有股权与公司税负之间的关系,样本也往往根据研究问题的需要而做了相应的调整,因此,这些研究没有发现国有股权与公司税负之间的相关性,并不能够说明国有股权与公司税负之间就没有存在相关性。Adhikari et al. (2006)以马来西亚1990年至1999年上市公司为样本,专门研究了国有股权与公司税负之间的关系,结果发现,国有股权比例与公司税负显著负相关,即国有股权有助于公司税负的降低,从而提高公司价值。这个研究结论仅仅是基于马来西亚的上市公司数据得到的,至于国有股权与公司税负之间的关系,仍然需要我们基于更多国家的数据予以探讨;另外,Adhikari et al. (2006)只是从平均的角度来估计国有股权与公司税负之间的关系,它没有考虑不同公司的特征不同,其国有股权与公司税负之间的关系是否也会存在差异的问题,比如,公司是否享受税收优惠政策,是否影响国有股权与公司税负之间的关系。本文不仅研究国有股权与公司税负之间的关系,还进一步研究税收优惠对国有股权与公司税负之间关系的影响问题。

已有研究在国有股权与公司效率之间的关系上,研究结论基本一致,即国有股权对公司效率具有明显的负作用。

三、研究假设与检验模型

已有研究表明,国有股权可能提高公司价值,也可能降低公司价值。无论是国有股权提高公司价值还是降低公司价值,它们都建立在企业与政府之间具有密切关系的基础之上,而国有股权则是决定企业与政府是否具有密切关系的根本原因。当然,国有股权比例越高,企业与政府之间的关系越密切。政府作为社会管理者,需要实现其社会目标,因而需要通过各种方式由企业来承担政府实现社会目标的支出。当然,国有股权比例越高的企业,由于与政府的关系越密切,因而越有可能为政府承担其实现社会目标的支出。特别是中国目前处于高速发展时期,大量的社会性问题,比如就业、环境治理等,等待着政府予以解决,而解决这些问题则需要大量资金。因此,政府需要企业承担社会性支出的可能性就更大,国有股权比例越高的企业将更有可能为政府承担这种社会性支出。企业所得税是政府财政收入的重要来源,因此,在名义税率相同的情况下,国有股权比例越高,企业所得税负担也越重。从这个角度看,国有股权将导致公司税负的上升,进而降低了公司价值。据此,可以得到如下假设 1:

假设 1:国有股权比例越高,公司税负也越高。

税收政策是中央政府进行宏观调控的重要手段。根据 1993 年 12 月 31 日颁布并于 1994 年 1 月 1 日起正式实施的《中华人民共和国企业所得税暂行条例》的规定,企业所得税实行 33% 的比例税率,小规模企业执行 18% 和 27% 两档优惠税率。另外,我国对经济特区(深圳、珠海、汕头、厦门和海南省)、沿海开放城市(14 个城市)、沿海经济开放地区(10 个省市)、经济技术开发区(32 个城市)、专为台湾省设立的投资区(4 个区)、上海浦东开发区、保税区(13 个城市和地区)、高新技术开发区(52 个区)、边境开放城市(13 个)及苏州工业园区等等实行税收优惠政策,优惠税率大部分为 15%。中央政府对部分公司进行税收优惠,其目的是为了发展特定区域、特定行业的经济。除此之外,地方政府为了发展当地经济,也纷纷推出企业所得税“先征后返”的优惠政策。可见,只要企业享受了所得税优惠政策,无论该项政策来自于中央政府还是地方政府,都表明该公司属于税收保护公司。即使政府需要国有企业承担社会性支出,由于税收优惠公司是政府保护的主体,税收优惠因而不会使其太多地承担社会性支出。因此,国有股权给税收优惠公司所带来的税负增量,低于它给非税收优惠公司所带来的税负增量。据此,可以得到如下假设 2:

假设 2:非税收优惠公司的国有股权正向税负效应显著高于税收优惠公司。

为检验上述两个假设,我们可以运用普通最小二乘法(OLS)运行如下回归模型:

$$ETR = \beta_0 + \beta_1 NPT + \beta_2 GS + \beta_3 GS * NPT + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \beta_7 CAPINT + \beta_8 INVINT + \beta_9 MB + \epsilon \quad (1)$$

其中,ETR 是公司实际税率,它是衡量公司税负的通行指标。目前,比较通用的计算公司实际税率的方法有 4 种,它们分别是:(1)实际税率 = 所得税费用/息税前利润(Porciano, 1986);(2)实际税率 = (所得税费用 - 递延所得税费用)/息税前利润(Porciano, 1986);(3)实际税率 = 所得税费用/(税前利润 - 递延所得税费用/法定税率)(Stickney and McGee, 1982);(4)实际税率 = (所得税费用 - 递延所得税费用)/(税前利润 - 递延税款变化额/法定税率)(Shevlin, 1987)。本文首先采用第一种方法计算公司实际税率(ETR1),在对实证研究结果的稳定性进行检查时,再采用其他 3 种方法。NPT 为公司是否享受所得税优惠政策的虚拟变量,如果公司不享受税收优惠政策,则 NPT = 1,否则 NPT = 0;GS 为国有股权比例,它等于国有股股数除以公司总股数;GS * NPT 则为 GS 与 NPT 的交叉变量。NPT 的估计系数表示非税收优惠公司与税收优惠公司之间的实际税率的差异,如果估计系数为正,则表明非税收优惠公司的实际税率高于税收优惠公司;GS 的估计系数表示税收优惠公司的国有股权与公司税负之间的关系,如果估计系数为正,表明税收优惠公司的国有股权比例越高,其公司税负也越高;GS * NPT 的估计系数表示相对于税收优惠公司来说,国有股权是否给非税收优惠

公司带来了额外的税收负担,如果估计系数为正,则表明国有股权给非税收优惠公司带来了额外的税收负担。根据本文的两个假设,国有股权比例与公司税负正相关,并且非税收优惠公司的国有股权正向税负效应显著高于税收优惠公司,因此预计 CS 和 $CS * NPT$ 的估计系数均显著为正;由于税收优惠公司享受了优惠名义税率,而非税收优惠公司则按照正常的 33% 名义税率进行纳税,因此,非税收优惠公司的实际税率高于税收优惠公司,预计 NPT 的估计系数显著为正。

(1)式中的其他变量为控制变量,它们主要用来控制影响公司实际税率的其它相关因素。具体说明如下:

$SIZE$ 为公司规模,它等于年末资产总额的自然对数。关于公司规模与实际税率之间的关系,目前主要有两种不同的观点:一种观点认为大公司受到公众更广泛的关注,这个“政治成本”将导致其实际税率较高(Zimmerman, 1983);另一种观点认为,大公司的实际税率较低,因为它们可以运用更多的资源进行税收筹划与政治游说(Siegfried, 1972)。已有研究在实际税率和公司规模之间的关系方面,尚未得到比较一致的结论,Zimmerman (1983), Gupta and Newberry (1997), Kern and Morris (1992) 和 Wilkie and Limberg (1990) 发现实际税率与公司规模之间存在显著的正相关关系,Porcano (1986), Holland (1998), Kim and Limpaphayom (1998) 发现它们之间存在显著的负相关关系,而 Stickney and McGee (1982) 和 Shevlin and Porter (1992) 没有发现它们之间存在显著的相关性。

LEV 为公司财务杠杆,它等于年末负债总额除以年末资产总额。由于利息具有抵税功能,财务杠杆高的公司,其实际税率相对要低;相反,实际税率较高的公司,由于债务的利息具有抵税功能,因此倾向于举债,这样,也可能在实际税率与财务杠杆之间存在正相关关系。Stickney and McGee (1982) 发现公司的财务杠杆与实际税率负相关;Gupta and Newberry (1997) 运用不同的实际税率计算方法,发现财务杠杆与公司实际税率之间的关系可能负相关,也可能不存在显著的相关关系;Kim and Limpaphayom (1998) 运用不同的实际税率计算方法,对不同国家不同阶段的财务杠杆与公司实际税率之间的关系进行研究,其结论也各不相同;Derashid and Zhang (2003) 也没有发现财务杠杆与实际税率之间存在显著的相关关系。

$CAPINT$ 和 $INVINT$ 为资产结构变量,它们分别表示资本密集度和存货密集度 (Stickney and McGee, 1982; Gupta and Newberry, 1997)。 $CAPINT$ 等于年末固定资产净额除以年末资产总额, $INVINT$ 等于年末存货除以年末资产总额。由于长期资产的加速折旧可以降低税负,因此,资本密集度与实际税率负相关;而资本密集度高,往往意味着存货密集度低,因此,存货密集度与公司实际税率正相关。Gupta and Newberry (1997) 发现资本密集度和存货密集度分别与实际税率之间的确存在负相关和正相关关系;Derashid and Zhang (2003) 也发现资本密集度与实际税率之间存在负相关关系,但没有发现存货密集度与实际税率之间存在正相关关系。

ROA 是公司的盈利能力,它等于当年税前利润除以年末资产总额; MB 是公司的投资机会,它等于年末公司市场价值除以账面价值。Spooner (1986) 在综合前人研究结果的基础上,认为公司实际税率在不同年度、不同行业之间的巨大变化,企业投资模式和获利能力是其两个重要的原因。在经验证据方面,Gupta and Newberry (1997), Kim and Limpaphayom (1998), Derashid and Zhang (2003) 都发现,运用不同的实际税率计算方法,分析不同国家不同阶段的投资机会和获利能力与实际税率之间的关系,其结论为可能存在负相关关系,也可能并不存在显著的相关性。

在运用模型(1)进行回归分析时,如果研究样本为跨行业(年度)样本,模型(1)还要对行业(年度)效应进行控制,即对于涉及 n 个行业(年度)的样本,设置 $n - 1$ 个虚拟变量作为解释变量加入到模型(1)的右边。

四、样本与描述统计

本文的研究样本为所有在我国上海证券交易所和深圳证券交易所上市的公司。由于本文研究需要公司

股权结构的数据,而能够得到的公司股权数据起始于1998年。另外,2007年我国开始将外资企业和内资企业的所得税合并,内外资企业的所得税税率统一为25%,而此前内资企业的标准税率为33%。为避免标准税率变化对本文研究的影响,本文将研究的时间范围确定为1998年至2006年。由于我国企业所得税优惠政策很多,优惠名义税率也有多种,比如18%、27%以及24%等,其中,15%是最为普遍的优惠税率。因此,本文将名义税率为15%的公司确定为税收优惠公司,将名义税率为33%的公司确定为非税收优惠公司,并删除其他名义税率的公司。在此基础上,还对样本做了如下几方面的处理:(1)剔除样本期内公司实际税率计算公式分母为负的公司,因为这部分公司通过公式计算得到的实际税率,不能反映经营业绩与实际税负的关系;(2)剔除实际税率大于1或者小于0的公司,作为异常值剔除,这种处理方法与Gupta and Newberry (1997), Kim and Limpaphayom (1998), Singh et al. (1987), Stickney and McGee (1982)以及Zimmerman(1983)的处理方法相同;(3)剔除当年新上市的公司,因为计算递延税款的变动需要上年的财务数据;(4)剔除当年退市的公司;(5)剔除金融行业的公司。这类公司业务特殊,所适用的会计准则与其他行业不同,本文遵从研究惯例,予以剔除。本文所运用的公司股权数据和公司所得税税率数据来自于聚源数据工作站,其他数据均来自于中国经济研究服务中心的色诺芬数据库。

表1报告了样本分布。1998年至2006年的样本总数为7268,其中,税收优惠公司有4432个观测值,另外2836个观测值为非税收优惠公司,可见,我国大部分上市公司享受所得税优惠政策。从年度分布来看,观测值数量逐年上升,1998年的观测值最少(517个),2005年的观测值最多(968个),这与中国股票市场不断扩大的事实相一致。但是,税收优惠公司与非税收优惠公司的样本数在年度分布上呈现出不同的特征。税收优惠公司的样本数在2001年之前呈递增趋势,而2001年之后则不断下降;非税收优惠公司的样本数在2001年之前每年都低于100,而2002年及以后则上升为400甚至500,其原因在于中央政府规定从2002年1月1日起上市公司不再享受地方政府的“先征后返”所得税优惠政策,因而,2002年以后,非税收优惠公司的比例大幅度上升。

表1 样本分布

年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	合计
税收优惠公司	496	603	630	644	405	438	433	419	364	4432
非税收优惠公司	21	28	81	94	450	507	534	549	572	2836
合计	517	631	711	738	855	945	967	968	936	7268

表2报告了描述统计。从全样本来看,公司实际税率(ETR1)的平均值为0.1596,最大值和最小值分别为0.9598和0.0000,这是因为本文删除了ETR1大于1和小于0的样本。公司规模(SIZE)的平均值为21.1421;财务杠杆(LEV)的最小值几乎为0,而最大值达到0.9938,接近于1,说明中国上市公司在财务杠杆方面存在较大的差异;另外,公司盈利能力(ROA)也存在较大差异,ROA的最小值为-0.0358,而最大值为0.5605;公司的资本密集度(CAPINT)和存货密集度(INVINT)平均值分别为0.3074和0.1563,它们的最小值都接近于0,而最大值大约为0.9;中国上市公司投资机会(MB)的差异更大,MB的最小值为0.5728,而最大值则达到41500;国有股权比例(CS)的平均值为0.2697,最小值为0,最大值为0.8858,说明中国上市公司的国有股权比例比较高。

表2的第2部分和第3部分分别报告了税收优惠公司和非税收优惠公司的描述统计,表2的第4部分则对税收优惠公司与非税收优惠公司的特征差异进行检验。税收优惠公司实际税率(ETR1)的平均值和中位数分别为0.1335和0.1274,而非税收优惠公司实际税率的平均值和中位数分别为0.2005和0.2000,检验结果表明,非税收优惠公司实际税率的平均值和中位数都显著高于税收优惠公司,这表明非税收优惠公司的税收负担可能高于税收优惠公司。另外,非税收优惠公司的规模(SIZE)、财务杠杆(LEV)以及资本密集度(CAPINT)都显著高于税收优惠公司,而税收优惠公

表 2 描述统计

	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
(1) 全样本					
ETR1	0.1596	0.1410	0.1155	0.0000	0.9598
SIZE	21.1421	21.0493	0.9465	14.9375	27.1111
LEV	0.4600	0.4666	0.1757	0.0000	0.9938
ROA	0.0536	0.0456	0.0444	-0.0358	0.5605
CAPINT	0.3074	0.2826	0.1798	0.0005	0.9564
INVINT	0.1563	0.1235	0.1370	0.0000	0.8959
MB	10.8074	2.8491	493.5836	0.5728	41500.0000
GS	0.2697	0.2397	0.2683	0.0000	0.8858
(2) 税收优惠公司					
ETR1	0.1335	0.1274	0.0910	0.0000	0.9598
SIZE	21.0812	20.9914	0.9159	17.9174	25.4099
LEV	0.4386	0.4405	0.1721	0.0000	0.9938
ROA	0.0558	0.0492	0.0427	-0.0297	0.4555
CAPINT	0.2896	0.2622	0.1728	0.0013	0.9564
INVINT	0.1536	0.1238	0.1298	0.0000	0.8601
MB	15.5121	3.3377	632.0240	0.6613	41500.0000
GS	0.2887	0.2822	0.2687	0.0000	0.8858
(3) 非税收优惠公司					
ETR1	0.2005	0.2000	0.1361	0.0000	0.9520
SIZE	21.2371	21.1721	0.9849	14.9375	27.1111
LEV	0.4935	0.5092	0.1762	0.0207	0.9807
ROA	0.0502	0.0389	0.0468	-0.0358	0.5605
CAPINT	0.3353	0.3191	0.1869	0.0005	0.9489
INVINT	0.1605	0.1230	0.1475	0.0000	0.8959
MB	3.4550	2.2303	8.1371	0.5728	252.8548
GS	0.2401	0.1084	0.2650	0.0000	0.8500
(4) 非税收优惠公司 - 税收优惠公司					
	平均值之差	t 值	中位数之差	Z 值	
ETR1	0.0670	23.11***	0.0726	22.49***	
SIZE	0.1559	6.76***	0.1807	7.07***	
LEV	0.0549	13.16***	0.0687	13.46***	
ROA	-0.0056	5.11***	-0.0103	8.62***	
CAPINT	0.0457	10.46***	0.0569	10.77***	
INVINT	0.0069	2.03**	-0.0008	0.23	
MB	-12.0571	1.27	-1.1074	24.47***	
GS	-0.0486	7.56***	-0.1738	7.46***	

注: ETR1 = 所得税费用/息税前利润; SIZE = ln(年末资产总额); LEV = 年末负债总额/年末资产总额; ROA = 当年税前利润/年末资产总额; CAPINT = 年末固定资产净额/年末资产总额; INVINT = 年末存货/年末资产总额; MB = 年末公司市场价值/账面价值; GS = 国有股股数/公司总股数; 平均值之差的检验方法为 t 检验, 中位数之差的检验方法为符号秩和检验; ***: 1%水平上显著; **: 5%水平上显著; *: 10%水平上显著。

公司的盈利能力(ROA)和国有股权比例(GS)都显著高于非税收优惠公司。

表3报告了相关系数。GS与ETR1显著正相关,表明公司国有股权比例越高,实际税率也越高;NPT与ETR1也显著正相关,这表明非税收优惠公司的名义税率高于税收优惠公司,因而,非税收优惠公司的税收负担高于税收优惠公司。其他变量之间的相关性也非常合理与直观,比如,SIZE与ROA显著正相关,表明规模越大的公司,其盈利能力也越好;LEV与ROA显著负相关,表明财务杠杆高的公司,其盈利能力越差。

表3 相关系数

	ETR1	NPT	GS	SIZE	LEV	ROA	CAPINT	INVINT	MB
ETR1		0.2829***	0.0413***	0.0867***	-0.1457***	0.1340***	0.0031	0.1012***	-0.0066
NPT	0.2638***		-0.0884***	0.0804***	0.1526	-0.0611***	0.1239	0.0245***	-0.0119
GS	0.0424***	-0.0875***		0.0738***	-0.0635***	0.0102	0.0763***	-0.0445***	0.0357***
SIZE	0.1028***	0.0829***	0.1049***		0.2141***	0.0249***	0.1536***	0.0533***	-0.0069
LEV	-0.1620***	0.1578***	-0.0732***	0.2500***		-0.3580***	-0.1021***	0.2596***	0.0383***
ROA	0.2311***	-0.1012***	0.0149	0.0016	-0.3805***		0.0551***	-0.0965***	-0.0099
CAPINT	0.0225***	0.1264***	0.0782***	0.0952***	-0.1129***	0.0537***		-0.4567***	-0.0009
INVINT	0.0418***	0.0003***	-0.0533***	0.0240***	0.2547***	-0.1135***	-0.4204***		-0.0025
MB	-0.1925***	-0.2870***	0.0029	-0.4407***	0.0282***	0.2267***	-0.1753***	-0.0086	

注:ETR1=所得税费用/息税前利润;NPT为公司是否享受公司所得税优惠政策的虚拟变量,如果公司不享受优惠政策,则NPT=1,否则NPT=0;SIZE=ln(年末资产总额);LEV=年末负债总额/年末资产总额;ROA=当年税前利润/年末资产总额;CAPINT=年末固定资产净额/年末资产总额;INVINT=年末存货/年末资产总额;MB=年末公司市场价值/帐面价值;GS=国有股股数/公司总股数;上半部分为Pearson相关系数,下半部分为Spearman相关系数;***:1%水平上显著;** :5%水平上显著;* :10%水平上显著。

五、检验结果

表4报告了模型1的回归结果,其中,被解释变量是公司实际税率(ETR1)。回归结果表明,国有股权(GS)的估计系数显著为正,表明税收优惠公司的国有股权比例越高,其公司实际税率也越高;GS*NPT的估计系数也显著为正,表明相对于税收优惠公司来说,国有股权给非税收优惠公司带来了额外的税收负担。可见,无论是税收优惠公司还是非税收优惠公司,国有股权比例与公司税负都显著正相关,并且非税收优惠公司的国有股权正向税负效应显著高于税收优惠公司,以上结果支持了本文的假设1和假设2。另外,回归结果中其他变量的估计结果也非常合理。NPT的回归系数为正,表明非税收优惠公司的实际税率高于税收优惠公司,因为税收优惠公司的名义税率(15%)低于非税收优惠公司的名义税率(33%);公司规模(SIZE)的回归系数显著为正,表明规模大的公司受到更广泛的关注,因而其实际税率较高;财务杠杆(LEV)的估计系数显著为负,表明利息的税盾功能导致财务杠杆高的公司,其实际税率相对要低;ROA的估计系数显著为正,它与Gupta and Newberry(1997)的研究结论一致;资本密集度(CAPINT)和存货密集度(INVINT)的估计系数分别显著为负和显著为正,表明长期资产的加速折旧降低了公司税负,而公司的资本密集度高决定了其存货密集度低,因而存货密集度与公司实际税率正相关。公司投资机会(MB)的估计系数不显著,这可能与中国股票市场具有较大泡沫的特征相关。

为检验上述研究结论的可靠性,本文还采用其他方法来计算公司实际税率(ETR)。具体来说,ETR2=(所得税费用-递延所得税费用)/息税前利润(Porciano,1986);ETR3=所得税费用/(税前利润-递延所得税费用/法定税率)(Stickney and McGee,1982);ETR4=(所得税费用-递延所得税费用)/(税前利润-递延税款变化额/法定税率)(Shevlin,1987)。分别运用以上3个公司实际税率指

标并重复上文研究步骤,结果发现,在所有的回归结果中,GS 和 GS *NPT 的估计系数都显著为正,与假设 1 和假设 2 的预期完全一致。

上文样本剔除了名义税率不为 33% 或者 15% 的观测值。为检验研究结论的可靠性,本文也保留了这部分样本。由于不同公司的名义税率不仅有 33% 和 15% 两种,还有 18% 以及 27% 等多种名义税率,因此,模型(1)改为如下的回归模型:

$$\begin{aligned}
 ETR = & \alpha_0 + \alpha_1 RATE + \alpha_2 GS + \alpha_3 GS * NPT \\
 & + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 ROA \\
 & + \alpha_7 CAPINT + \alpha_8 INVINT + \alpha_9 MB + \dots
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

其中,RATE 为公司名义税率。在将 ETR3 和 ETR4 作为被解释变量进行回归时,由于 ETR3 和 ETR4 的计算公式中均将名义税率作为分母,因此剔除了名义税率为 0 的观测值。运用模型(2)重复上文的研究步骤,结果也发现,所有回归结果中的 GS 和 GS *NPT 的估计系数都显著为正,与上文研究结论完全一致。

上文的研究样本包含了业绩亏损的公司,其原因在于公司整体业绩亏损,并不代表公司所有业务都亏损,公司就不需要缴纳任何的所得税。但从另一个角度看,公司业绩亏损则表明至少部分业务不需要缴纳所得税。为了克服业绩亏损对研究结果的影响,本文也删除了所有业绩亏损的公司,重复上述的研究过程,研究结果没有发生任何的改变。

六、研究结论

国有股权与公司价值之间的关系,是学术界和实务界所共同关心的重大问题。目前,已有研究主要关注国有股权与公司业绩之间的关系,但没有得到比较一致的研究结论,其主要原因在于它们没有关注国有股权影响公司价值的具体途径。因此,另有部分研究从公司治理、交易成本、雇员以及预算软约束等角度对该问题进行了探讨。税收是国有股权影响公司价值的重要途径。然而,目前很少有研究涉及国有股权与公司税负之间的关系。因此,加强国有股权与公司税负之间关系的研究,是推进国有股权对公司价值影响研究的重要方向。而已有关关注国有股权对公司税负影响的研究,也仅仅从平均的角度来估计国有股权与公司税负之间的关系,并没有考虑具有不同特征的公司,其国有股权与公司税负之间的关系是否也存在差异的问题。

本文以我国上市公司为样本,分析了国有股权对公司税负的影响以及税收优惠对国有股权与公司税负之间关系的影响。研究结果显示,公司国有股权比例越高,其公司实际税率也越高;非税收优惠公司的国有股权正向税负效应显著高于税收优惠公司。研究结论表明,税收是国有股权影响公司价值的重要渠道,通过税收政府让国有股权比例高的企业承担了更多的税收负担,从而降低

表 4 回归结果

	估计系数	t 值
截距项	- 0.0122	- 0.40
NPT	0.0576	15.15***
GS	0.0197	3.21***
GS *NPT	0.0334	3.47***
SIZE	0.0097	6.69***
LEV	- 0.1523	- 18.61***
ROA	0.2033	6.64***
CAPINT	- 0.0228	- 2.62***
INVINT	0.1335	11.08***
MB	0.0000	1.16
年度效应	已控制	
行业效应	已控制	
调整 R ²	0.187	
F 值	47.30***	
样本量	7268	

注:被解释变量为 ETR1;ETR1 = 所得税费用/息税前利润;NPT 为公司是否享受公司所得税优惠政策的虚拟变量,如果公司不享受优惠政策,则 NPT = 1,否则 NPT = 0;GS = 国有股股数/公司总股数;GS *NPT 为 GS 与 NPT 的交叉项;SIZE = ln(年末资产总额);LEV = 年末负债总额/年末资产总额;ROA = 当年税前利润/年末资产总额;CAPINT = 年末固定资产净额/年末资产总额;INVINT = 年末存货/年末资产总额;MB = 年末公司市场价值/账面价值;***:1%水平上显著;** :5%水平上显著;* :10%水平上显著。

了公司价值;由于税收优惠公司属于政府保护对象,因而其所承担的额外税收负担比非税收优惠公司要低。本文的研究结论可以为我国国有企业改革提供重要的依据,也可以为税务部门提高税收公平性以及纳税工作的有效性提供依据,同时还可以为投资者的投资决策提供支持。

参考文献

- 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜,2005:《中国上市公司治理结构实证研究》,《经济研究》第2期。
- 白重恩、路江涌、陶志刚,2006:《国有企业改制效果的实证研究》,《经济研究》第8期。
- 陈小悦、徐晓东,2001:《股权结构、企业绩效与投资者利益的保护》,《经济研究》第11期。
- 陈晓、江东,2000:《股权多元化、公司业绩与行业竞争性》,《经济研究》第8期。
- 何浚,1998:《上市公司治理结构的实证分析》,《经济研究》第5期。
- 李涛,2005:《国有股权、经营风险、预算软约束与公司业绩:中国上市公司的实证发现》,《经济研究》第7期。
- 田利辉,2005:《国有股权对上市公司绩效影响的U型曲线和政府股东两手论》,《经济研究》第10期。
- 吴联生、李辰,2007:《先征后返、公司税负与税收政策的有效性》,《中国社会科学》第4期。
- 夏立军、方轶强,2005:《政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据》,《经济研究》第5期。
- 徐晓东、陈小悦,2003:《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》,《经济研究》第2期。
- 易纲、林明,2003:《理解中国经济增长》,《中国社会科学》第2期。
- 曾庆生、陈信元,2006:《国家控股、超额雇员与劳动力成本》,《经济研究》第5期。
- 周业安,1999:《金融抑制对中国企业融资能力影响的实证研究》,《经济研究》第2期。
- 朱武祥、宋勇,2001:《股权结构与企业价值——对家电行业上市公司实证分析》,《经济研究》第12期。
- Adhikari, A., C. Derashid, H. Zhang, 2006, "Public Policy, Political Connections, and Effective Tax Rates: Longitudinal Evidence from Malaysia", *Journal of Accounting and Public Policy* 25: 574—595.
- Bai, C., Q. Liu, J. Lu, F. Song, J. Zhang, 2004, "Corporate Governance and Firm Valuations in China's Listed Companies", *Journal of Comparative Economics* 32: 599—616.
- Blanchard, O., A. Shleifer, 2000, "Federalism with and without Political Centralization: China versus Russia", NBER Working Paper No. 7616.
- Boardman, A. E., A. R. Vining, 1992, "Ownership vs. Competition: Efficiency in Public Enterprise", *Public Choice* 73: 205—239.
- Boycko, M., A. Shleifer, R. W. Vishny, 1996, "A Theory of Privatization", *Economic Journal* 106: 309—319.
- Caves, D. W., L. R. Christensen, 1980, "The Relative Efficiency of Public and Private Firms in a Competitive Environment: The Case of Canadian Railroads", *Journal of Political Economy* 88: 958—976.
- Chang, H., A. Singh, 1997, "Policy Arena: Can Large Firms be Run Efficiently without being Bureaucratic?", *Journal of International Development* 9: 865—875.
- Che, J., Y. Qian, 1998, "Insecure Property Rights and Government Ownership of Firms", *Quarterly Journal of Economics* 113: 467—496.
- Derashid, C., H. Zhang, 2003, "Effective Tax Rates and the 'Industrial Policy' Hypothesis: Evidence from Malaysia", *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation* 12: 45—62.
- Djankov, S., P. Murrell, 2002, "Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey", *Journal of Economic Literature* 40: 793—837.
- Fan, J. P. H., T. J. Wong, T. Zhang, 2007, "Politically Connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms", *Journal of Financial Economics* 84: 330—357.
- Gupta, S., K. Newberry, 1997, "Determinants of the Variability in Corporate Effective Tax Rate: Evidence from Longitudinal Data", *Journal of Accounting and Public Policy* 16: 1—39.
- Holland, K., 1998, "Accounting Policy Choice: The Relationship between Corporate Tax Burden and Company Size", *Journal of Business Finance and Accounting* 25: 265—288.
- Kern, B. B., M. H. Morris, 1992, "Taxes and Firm Size: The Effect of Tax Legislation during 1980s", *Journal of the American Taxation Association* 14: 80—96.

- Kim, K. A. , P. Limpaphayom, 1998, " Taxes and Firm Size in Pacific-basin Emerging Economies ", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 7: 47—63.
- Kornai, J. , J. W. Weibull, 1983, " Paternalism, Buyers' and Sellers' Markets ", *Mathematical and Social Sciences* 6: 153—169.
- Krueger, A. O. , 1990, " Government Failures in Development ", *Journal of Economic Perspectives* 4: 9—23.
- Li, D. D. , 1992, " Public Ownership as a Sufficient Condition for the Soft Budget Constraint ", Center for Research on Economic and Social Theory and Department of Economics, Working Paper 93—07, University of Michigan.
- Lin, Y. , T. Zhu, 2001, " Ownership Restructuring in Chinese State Industry: An Analysis of Evidence on Initial Organizational Changes ", *China Quarterly* 166: 305—341.
- Meggison, W. L. , J. M. Netter, 2001, " From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization ", *Journal of Economic Literature* 39: 321—389.
- Nellis, J. , 1994, " Is Privatization Necessary? " *World Bank Viewpoint* 17.
- Porcano, T. M. , 1986, " Corporate Tax Rates: Progressive, Proportional, or Regressive ", *Journal of the American Taxation Association* 7: 17—31.
- Shevlin, T. , 1987, " Taxes and Off-balance-sheet Financing: Research and Development Limited Partnerships ", *Accounting Review* 62(3): 480—509.
- Shevlin, T. , S. S. Porter, 1992, " The Corporate Tax Comeback in 1987: Some Further Evidence ", *Journal of the American Taxation Association* 14: 58—79.
- Shirley, M. M. , P. Walsh, 2000, " Public vs. Private Ownership: The Current State of the Debate ", Working Paper, World Bank.
- Shleifer, A. , R. Vishny, 1998, *The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Siegfried, J. , 1972, " The Relationship between Economic Structure and the Effect of Political Influence: Empirical Evidence from the Federal Corporation Income Tax Program ", Ph. D. dissertation, University of Wisconsin.
- Singh, D. , R. P. Wilder, K. P. Chan, 1987, " Tax Rate in Small and Large Firms ", *American Journal of Small Business* 27: 245—259.
- Spiller, P. , 1990, " Politicians, Interest Groups, and Regulations: A Multiple-principals Agency Theory of Regulation, or ' Let Them be Bribeed ' ", *Journal of Law and Economics* 33: 65—101.
- Spooner, G. M. , 1986, " Effective Tax Rates from Financial Statements ", *National Tax Journal* 39: 293—306.
- Stickney, C. P. , V. E. McGee, 1982, " Effective Corporate Tax Rates: The Effect of Size, Capital Intensity, Leverage and Other Factors ", *Journal of Accounting and Public Policy* 1: 125—152.
- Stigler, G. J. , 1971, " The Theory of Economic Regulation ", *Bell Journal of Economics and Management Science* 2: 3—21.
- Sun, Q. , W. H. S. Tong, 2003, " China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success ", *Journal of Financial Economics* 70: 183—222.
- Sun, Q. , W. H. S. Tong, J. Tong, 2002, " How does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization Experience ", *Journal of Business Finance and Accounting* 29: 1—27.
- Tian, L. , 2001, " Government Shareholding and the Value of China's Modern Firms ", William Davidson Working Paper No. 395.
- Vickers, J. , G. Yarrow, 1988, *Privatization: An Economic Analysis*, MIT Press, Cambridge.
- Wei, Z. , O. Varela, J. D'Souza, M. K. Hassan, 2003, " The Financial and Operating Performance of China's Newly Privatized Firms ", *Financial Management* 32: 107—126.
- Wilkie, P. J. , S. T. Limberg, 1990, " The Relationship between Firm Size and Effective Tax Rate: A Reconciliation of Zimmerman (1983) and Porcano (1986) ", *Journal of the American Taxation Association* 11: 76—91.
- Wu, L. , Y. Wang, B. Lin, C. Li, S. K. Chen, 2007, " Local Tax Rebates, Corporate Tax Burdens, and Firm Migration: Evidence from China ", *Journal of Accounting and Public Policy* 26: 555—583.
- Xu, X. , Y. Wang, 1999, " Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies ", *China Economic Review* 10: 75—98.
- Zimmerman, J. L. , 1983, " Taxes and Firm Size ", *Journal of Accounting and Economics* 5: 119—149.

State Ownership , Preferential Tax , and Corporate Tax Burdens

Wu Liansheng

(Guanghua School of Management , Peking University)

Abstract: The relationship between state ownership and firm value is one of the most important issues in the fields of economics , finance and accounting. Extant literature examined it from the perspective of corporate performance , but hasn't got a conclusion that is widely accepted. One of the main reasons is that the detailed channel through which state ownership affects firm value hasn't been examined. Tax payment is just one of the channels. Little research has examined the relationship between state ownership and firm value from the perspective of corporate tax burden , and tax status hasn't been taken into account. This paper examined the effects of state ownership and preferential tax on corporate tax burdens. It shows that corporate tax burden increased with state ownership , and state ownership brought heavier tax burdens to firms without preferential tax rate than firms with preferential tax rate. The conclusion has implications to the reform of state-owned companies , the tax levy of tax authority and investors' decisions.

Key Words: Corporate Governance ; Corporate Income Tax ; Government Intervention

JEL Classification : G34 , H25 , H71 , M48

(责任编辑: 晓 喻) (校对: 梅 子)

(上接第 98 页)

The Stimulating Effects of R&D Subsidies on Independent Innovation of Chinese Enterprises

An Tongliang , Zhou Shaodong and Pi Jiancai

(Department of Economics , Nanjing University)

Abstract: In those catching-up countries , exemplified by China , who are running after developed countries in terms of technology , governments always consider R&D subsidies as a critical measure to stimulate enterprises to carry out independent innovation. However , enterprises in reality often send out false innovation type signals so as to attain government subsidy. This paper builds up a dynamic and asymmetric information game model between enterprises and policy makers , with an attempt to depict enterprises' strategies to acquire R&D subsidy and to analyze the subsidy's stimulation effect. It indicates that the primary innovation subsidy would exert a "negative" stimulating effect if enterprises and government share asymmetric information , and meanwhile the special human capital for primary innovation is excessively cheap. Faced with the problems of false signals sent by enterprises , as well as the exorbitant distinguish cost , the best subsidies scheme for government is to achieve the separating equilibrium through increasing the special human capital price. The conclusion provides predictable methods to distinguish enterprises' real innovation types , and feasible policy suggestion to enhance government R&D subsidies efficiency.

Key Words: Primary Innovation ; Secondary Innovation ; R&D Subsidies ; Stimulating Effect ; Best Subsidies Scheme

JEL Classification : D82 ; L52 ; O38

(责任编辑: 晓 喻) (校对: 晓 鸥)