DOI:10.16340/j.cnki.ssjjyj.2020.02.004

税费优惠具有企业组织内溢出效应吗

——基于融资约束类上市公司的经验数据

◆贾建宇　◆宁　威

内容提要：税费优惠增加融资约束类上市公司资金，填补企业资金缺口，对企业市值产生影响。利用2013—2018年上市公司数据对税费优惠进行中介效应分析。研究显示，融资约束类企业，税费优惠与企业市值正相关，可以直接促进企业市值提升，并且税费优惠会通过工资、利润分红和创新投入等路径间接影响企业市值，对企业组织内部运行具有溢出效应，也会对企业市值整体的边际效益产生影响。而非融资约束类上市企业，税费优惠对企业市值无作用。

关键词：企业价值；企业税负；中介效应；减税降费

中图分类号：F812.422　**文献标识码：**A　**文章编号：**2095-1280(2020)02-0029-09

一、引言及文献综述

融资约束使企业保持较高的现金水平而影响了投资机会，即企业的现金流敏感性较高，进而导致企业内源性融资行为增加，会促发企业自我减税的避税行为（陈作华，2018；张铭洪，2018），但存在管理层攫取和税务风险的隐患，对企业不利。而以营改增为开端的减税降费等一系列税费优惠政策的实施，使企业税费负担减少，增加企业现金流，有助于切实缓解企业融资压力，一定程度上更能增加资本要素贡献，进而增加企业市值，但对企业内部产生何种影响？仍有待进一步发掘。

企业减税的程度越大，企业市场价值越高（杨杨，2014；何杨，2019）。政府主动减税，实质是一种政府税收让渡，属于企业外源性融资。减税可增加企业收益，减少运营成本（Wilkie,1992；Welch,2000）。尤其是，减税措施可通过调整收益比率的杠杆，直接增加企业股票价格和市场回报（Bhagat and Frost,1986；Easton et al.1992；Aharony et al.1993；Barth et al.1999）。同时，减税也可抑制企业金融化行为（彭俞超，2017），股利税减税使得上市公司平均财务杠杆显著降低（李桂萍，2018）。

万华林（2012）认为我国的增值税转型提高公司固定资产投资价值。而营改增通过对公司流转税负造成不同影响，改善企业经营现金流量，进而对上市公司价值产生影响（谢获宝，2016；钱晓东，2018）。丁汀（2018，2019）认为营改增提升了制造业上市企业的全要素生产率，也降低了文化传媒类上市公司的流转税税负，并有助于企业研发投入的提高。何杨（2019）认为增值税留抵退税政策降低企业资本成本且增加企业当期现金流，从而促进研发投入，对企业价值有支持作用。此外，考虑企业异质性，相比民营企业，国有企业所得税税负的减轻对企业价值提升的贡献较小（鲍树琛，2018；钱晓东，2018）。

作者简介：贾建宇，男，北京工商大学经济学院讲师；宁　威，男，北京工商大学经济学院副教授。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

因此，融资约束条件下，政府减税资金除了对企业市值的直接促进作用外，可能也会通过内部中介变量的路径发挥溢出效应作用，对企业市值产生间接促进作用，如企业研发支出、扩大经营、支付工资以及利润分红等产生溢出效应。例如，研发创新投入对企业具有直接的价值效应，减税通过进一步激励研发创新投入进而提升企业市值。以往的研究对上述作用路径关注不足，没有从减税资金使用路径即溢出效应出发进行研究。本文重点验证减税对企业创新、企业经营、支付工资以及利润分红四类中介变量的影响，步骤如下：第一步，探讨融资约束状况下，减税对企业价值的影响；第二步，探讨减税经由各个中介变量对企业价值的影响；第三步，分析对比各个中介变量对企业价值影响的大小。

二、理论分析与研究假设

如图 1 所示，企业融资约束状况下，享受税费优惠的企业内部会产生一系列的作用效果，而且无论是内部环境还是外部监管风险，均会最终影响上市企业市值。例如税费优惠的直接影响是融资增加，并流向企业各个使用方向，然后从多个方向增加企业价值，所以理论上存在税费优惠对企业组织内的溢出效应。之所以选择创新投入、企业利润、员工工资、经营规模四个方向，源自降成本调研后的归类①，并且，2019 年国家统计局对北京等 9 个省市 311 家企业开展的专题调研同样显示，此四项为当前企业优先投入方向（此外，避税产生的管理层侵蚀与税务风险，会直接降低企业价值）。

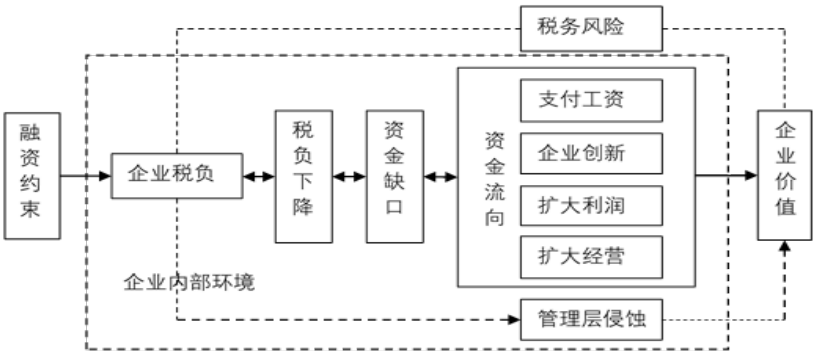

图 1　税费优惠对企业价值的交互影响

第一，政府税费优惠对企业员工工资进而对企业市值的影响。员工工资与劳动力生产率相关，若工资过高与劳动力生产率不匹配，反而会占用资金，导致企业生产率下降，最终企业市值下降。工资合理，对劳动力效率的激励效果最优，则企业市值上升（Shapiro 和 Stiglitz，1984）。但与创新相比，员工工资是融资约束类上市企业要优先保障的资金使用项目。因此，税费优惠资金可通过影响员工工资水平，进而影响企业市值。由此提出假设：

假设 H1：融资约束状况下，员工工资对税费优惠有（无）中介效应，进而影响企业市值。

第二，政府税费优惠对企业创新进而对企业市值的影响。由于企业创新周期长且风险大，相比举债和证券等外源融资，企业更偏好成本较低的内源性融资（周凤秀，2017）。但当内源性融资无法满足企业创新需求时，不得不寻求高成本外源性融资，这将不利于企业创新（李杰义，2019）。因此，企业税费优惠作为一种特殊融资资金，其用于企业创新可影响企业市值。此外，企业面临融资约束，且资金压力越大，越可能选择避税以获得资金（EDWARDS，2012；陈作华，2018），避税能在一定程度上降低企业创新的风险（陈彩云，2019），所以政府可以主动实施税费优惠以降低企业的避税行为，并通过创新对企业市值产生影响。故提出假设：

假设 H2：融资约束状况下，企业创新对税费优惠有（无）中介效应，进而影响企业市值。

第三，政府税费优惠对扩大企业利润进而对企业市值的影响。企业通过税费优惠获得的资金，

①中国财政科学研究院降成本调研组《降成本与实体经济企业高质量发展：2019 年“降成本”总报告》第 55 页。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

可用于增加企业利润。对外部投资者来说，利润高表明企业经营状况良好，长远看有增值空间，会追加对企业的投资，进而提升企业长期市值。但如果税费负担增加，企业预期利润分红受影响，也会影响投资者的投资预期，从而拉低企业长期市值。故提出假设：

假设 H3：融资约束状况下，企业利润分红对税费优惠有（无）中介效应，进而影响企业市值。

第四，政府税费优惠对扩大企业经营投入进而对企业市值的影响。企业税费负担下降所获资金，用于扩大经营规模，支付各类与经营活动有关的费用，表明企业经营规模增加，发展势头较好，会吸引投资者追加对企业的投资，进而提升企业市值。但企业税负增加，可能会对企业扩大经营规模具有一定程度的抑制作用，从而降低企业长期市值。故提出假设：

假设 H4：融资约束状况下，企业扩大经营投入对税费优惠有（无）中介效应，进而影响企业市值。

三、研究设计

（一）样本数据来源

本文选择 2013—2018 年 A 股上市公司数据，并进行如下处理：（1）剔除金融类上市公司，仅保留非金融上市公司。（2）剔除数据缺失和异常的上市公司。（3）对连续变量在 0.5% 和 99.5% 水平上进行了 Winsorize 缩尾处理。经过以上筛选，最终获得 3588 户企业年度观测值。之所以将初始年份定为 2013 年，因为从 2013 年国家治理结构发生改变，对企业经营理念也产生了不同程度的影响。数据来自 CSMAR 数据库，处理数据以及分析软件为 Stata15.0。

（二）研究设计与变量定义

1. 研究设计

本文参考现有关于企业税负对企业市值影响的相关文献，使用面板数据分析，设计模型进行实证检验。中介作用共分为 3 个模型。其中自变量税费优惠 TAXInc，中介变量 ZJ 代表四种资金使用方向：创新投入、扩大企业利润、员工工资、扩大经营规模，X_{it} 是控制变量。如图 2 所示，数据均做中心化处理，需要说明如下：

模型（1）：自变量税费优惠 TAXInc 和因变量 FV 企业市值的回归分析

$$FV_{it} = A_0 + \tau_0 TAXInc_{it} + \sum \tau_i X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型（2）：自变量税费优惠 TAXInc，中介变量 ZJ 和因变量 FV 企业市值的回归分析

$$FV_{it} = A_0' + \tau_0' TAXInc_{it} + \beta ZJ_{it} + \sum \tau_i' X_{it} + \varepsilon_{it}' \quad (2)$$

模型（3）：自变量税费优惠 TAXInc 和中介变量 ZJ 的回归分析

$$ZJ_{it} = A_0'' + a_0 TAXinc_{it} + \sum a_i X_{it} + \varepsilon_{it}'' \quad (3)$$

模型（2）在模型（1）上加入中介变量 ZJ，因而模型（1）到模型（2）应为分层回归分析（第一层放入变量税费优惠 TAXInc，第二层放入中介变量 ZJ）。

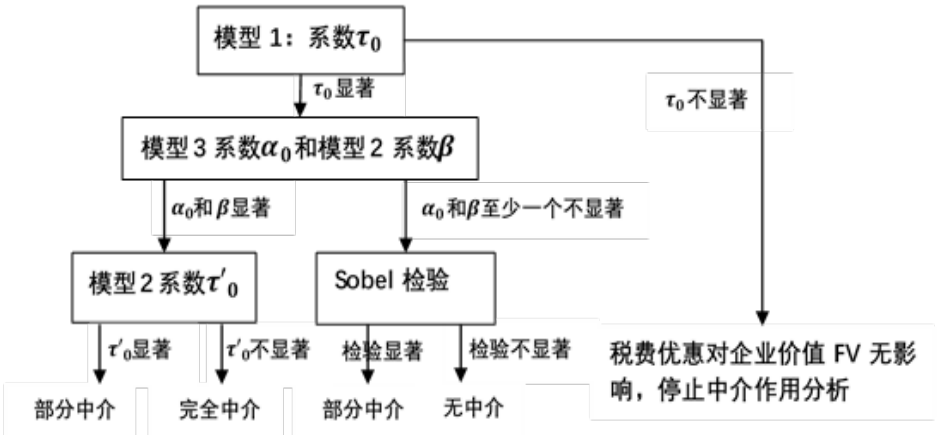

图 2　中介效应检验程序

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

2. 变量定义

FV 为企业市值：选择市值 A 作为测度企业价值的变量。市值 A=A 股 × 今收盘价 A 股当期值 + 境内上市的外资股B股 × 今收盘价B股当期值+(总股数-人民币普通股-境内上市的外资股B股)×(所有者权益合计期末值 / 实收资本本期期末值）+ 负债合计本期期末值。

解释变量税费优惠 TAXInc：选择“收到的税费返还”来测度企业税收优惠程度。

中介变量 ZJ：根据前述分析，本文选择用开发支出测度“创新”(Create)，应付职工薪酬测度“支付工资”（Wages），企业分配股利利润或偿付利息支付的现金测度“扩大净利润”（Profit），企业支付其他与经营活动有关的现金测度“扩大经营”（Operation）。

X 为控制变量：借鉴 LAW et.al（2015）、刘行（2013）的研究结论，本文分别控制了公司规模（lnasset）、营业规模（lnsales）、资产负债率（Lev）、营业收入增长率（Growth）、自由现金流量（FCF）等影响企业价值的变量。此外，针对每个样本观测值分别设置了行业虚拟变量和年度虚拟变量以控制行业与年度效应。

分组变量（融资约束指标）：用 SA 指数（Hadlock 和 Pierce，2010；吴秋生，2017；翟淑萍，2018；庞廷云，2019）来计算，SA 值越大，则企业的融资约束越严重。具体算法为：$SA=-0.737\times lnasset+0.043\times lnasset^{2}-0.04\times age$，其中 asset 是企业资产规模，age 是企业年龄。根据假设，如果企业融资约束越强，企业越容易选择通过避税获得融资，并对企业价值产生影响。本文利用 SA 指数值将企业分为融资约束组和非约束组，方便对比分析。

为了尽可能地缓解内生性问题，对除年度及行业哑变量之外的所有控制变量均采取滞后一期处理（胡刘芬，2018），具体变量的名称及定义见表 1。

表 1　　变量及定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量简要描述
因变量	企业市值	FV	企业市值 A：A 股 × 今收盘价 A 股当期值 + 境内上市的外资股 B 股 × 今收盘价 B 股当期值 +（总股数 - 人民币普通股 - 境内上市的外资股 B 股）×（所有者权益合计期末值 / 实收资本本期期末值）+ 负债合计本期期末值
解释变量	税费优惠	Taxinc	收到的税费返还（亿元）
中介变量	创新	Create	开发支出（亿元）
	工资	Wages	应付职工薪酬（工资）（亿元）
	扩大企业利润	Profit	分配股利利润或偿付利息支付的现金（利润分红）（亿元）
	扩大企业经营投入	Operation	支付其他与经营活动有关的现金（扩大经营）（亿元）
控制变量	公司规模	asset	公司规模 = 公司总资产（亿元）
	营业规模	sales	公司营业收入（亿元）
	营业收入增长率	Growth	（本期营业收入 - 上期营业收入）/ 上期营业收入
	资产负债率	LEV	负债水平 =（长期借款 + 短期借款 + 一年内到期的非流动负债）/ 总资产，或者等于负债总额 / 资产总额
	盈利能力	Roa	盈利能力 = 净利润 / 资产总计
	自由现金流量	FCF	经营活动产生的现金净流量 / 资产总计（亿元）
	资产周转率	Turnover	资产周转率 = 营业收入 / 资产总计
	资本密集度	PPE	资本密集度 = 有形资产比，代表固定资产比例
	行业虚拟变量	industry	当公司位于该行业时，取值为 1，否则取值为 0
	年度虚拟变量	Year	当公司位于该年度时，取值为 1，否则取值为 0

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

分组变量	融资约束 1	SC	SA 的中位数为 4.571948，因此小于此值的企业融资约束较低，设为 0；大于此值的企业融资约束较高，设为 1
	融资约束 2	SA 指数	SA=-0.737×lnasset+0.043×lnasset^2-0.04×age，其中 age 为公司年龄

资料来源：借鉴 LAW et.al（2015）、刘行（2013）定义变量。

表 2　　变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
Taxinc	15,608	0.668	3.432	0	100.17
Wages	18,309	7.02	3.42	0	143
Create	10,428	0.288	1.613	0	53.846
Operation	18,311	7.388	39.937	0	1765.449
Profit	18,144	4.092	21.156	0	886.86
asset	18,303	150.844	735.731	0.031	24325.58
sales	18,299	95.263	682.266	0.01	28911.79
FCF	18,303	8.032	74.907	-434.569	3666.55
growth	15,079	7.483	80.268	-1	7081.824
lev	18,303	0.437	0.562	-0.195	63.971
Roa	18,303	0.035	0.92	-48.316	108.366
turnover	18,299	0.613	0.555	0.002	11.416
PPE	16,936	2.999	11.985	0.041	982.982

四、实证结果与研究分析

（一）中介效应的实证检验

1. 检验税费优惠对企业市值的影响

对数据进行中心化处理后，做多元面板回归分析，检验前述模型 1 中自变量税费优惠 TAXInc 和因变量 FV 企业市值的关系，表 3 为回归结果。观测融资约束组与融资非约束组两组中税费优惠对企业市值的影响，Hausman 检验均选择固定效应模型，发现融资非约束组企业收到的税费返还对其市值影响并不显著，而融资受约束组的企业系数为 11.07，显著为正，表明对企业市值有直接正向影响。可进一步对融资约束组的企业进行中介效应检验，如表 3 第二列模型（1）FE 所示。

表 3　　税费优惠对企业市值的影响

	（1）FE	（2）FE
	融资约束组	融资非约束组
	市值	市值
Taxinc	11.07*** （9.93）	-0.997 （-0.67）
L.Asset	0.569*** （44.11）	0.330*** （3.83）
L.Sales	0.0814*** （6.97）	0.432*** （3.91）
L.FCF	0.539*** （5.71）	1.352*** （4.98）
L.growth	0.024 （0.77）	-0.0135 （-0.39）
L.lev	-4.108 （-0.20）	11.13** （2.23）
L.ROA	-0.660 （-0.40）	25.84*** （4.06）

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

L.Turnover	-1.386 (-0.14)	-4.212 (-1.13)
L.PPE	0.501 (0.69)	0.631*** (2.95)
_cons	34.78 (0.24)	-121.8*** (-4.15)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
N	4580	4486

t statistics in parentheses* p<0.1,** p<0.05,*** p<0.01。

2. 检验税费优惠与各个中介变量对企业市值的影响

表 4 为检验税费优惠与各个中介变量对融资约束类企业市值的影响。Hausman 检验均应选择固定效应模型 FE，限于篇幅不显示。具体看单个系数值检验，发现除了第五列模型（4）FE 所示，Operation（支付其他经营活动有关的现金）不显著外，其余中介变量均显著。并且税费优惠（TaxInc）的系数显著为正，其对融资受约束上市企业的市值，有正向作用。

表 4　　税费优惠与中介变量对企业市值的影响

	（1）FE	（2）FE	（3）FE	（4）FE
	融资约束组	融资约束组	融资约束组	融资约束组
	市值	市值	市值	市值
wages	16.99*** (13.78)			
create		0.862*** (9.09)		
profit			0.587*** (2.72)	
operation				-0.0787 (-0.78)
Taxinc	9.136*** (8.36)	-4.800*** (-2.77)	11.22*** (10.04)	11.05*** (9.91)
L.Asset	0.511*** (38.66)	0.595*** (18.89)	0.559*** (41.47)	0.574*** (39.08)
L.Sales	0.129*** (10.85)	0.598*** (12.65)	0.0817*** (6.98)	0.0828*** (7.01)
L.FCF	0.281*** (3.00)	-0.182 (-1.16)	0.494*** (5.14)	0.548*** (5.76)
L.growth	0.203 (0.66)	-0.0416 (-0.70)	0.0223 (0.71)	0.0243 (0.77)
L.lev	-3.321 (-0.17)	-4.344 (-0.14)	-2.544 (-0.12)	-4.173 (-0.20)
L.ROA	-0.602 (-0.37)	-0.116 (-0.08)	-0.629 (-0.38)	-0.661 (-0.40)
L.Turnover	-4.032 (-0.42)	-2.954* (-1.87)	-0.548 (-0.05)	-1.72 (-0.17)
L.PPE	0.499 (0.71)	0.7008 (0.90)	0.468 (0.65)	0.508 (0.70)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
_cons	25.33 (0.18)	40.9 (0.11)	31.72 (0.22)	34.92 (0.24)
N	4574	2758	4561	4580

t statistics in parentheses* p<0.1,** p<0.05,*** p<0.01。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

3. 检验税费优惠对各个中介变量的影响

表 5 为检验税费优惠对各个中介变量的影响。Hausman 检验均应选择固定效应模型 FE，限于篇幅不显示。具体看单个系数值检验，第五列模型（4）FE 中 Operation（支付其他经营活动有关的现金）不显著，其余自变量税费优惠均显著，并且税费优惠（TaxInc）对融资受约束上市企业员工工资的影响显著为正，对融资受约束上市企业利润分红的影响显著为负。对融资受约束上市企业的开发支出影响显著为正。

表 5　　税费优惠对中介变量的影响

	（1）FE	（2）FE	（3）FE	（4）FE
	融资约束组	融资约束组	融资约束组	融资约束组
	wages	create	profit	operation
Taxinc	0.113***	0.0754***	-0.264***	-0.233
	（7.26）	（3.19）	（-2.86）	（-1.18）
L.Asset	0.00341***	0.000226	0.0176***	0.0703***
	（18.85）	（0.52）	（16.50）	（30.78）
L.Sales	-0.00278***	0.00107*	-0.000653	0.0186***
	（-16.97）	（1.65）	（-0.68）	（9.01）
L.FCF	0.0152***	0.00261	0.0767***	0.105***
	（11.48）	（1.21）	（9.82）	（6.28）
L.growth	0.000224	0.000808	0.00269	0.00293
	（0.51）	（0.99）	（1.03）	（0.53）
L.lev	-0.0139	-0.165	-1.314	-0.834
	（-0.05）	（-0.40）	（-0.76）	（-0.23）
L.ROA	-0.00518	-0.00815	-0.0455	-0.0077
	（-0.22）	（-0.39）	（-0.33）	（-0.03）
L.Turnover	0.166	-0.03	-0.296	-4.242**
	（1.19）	（-0.14）	（-0.36）	（-2.41）
L.PPE	0.00107	0.0037	0.0304	0.0922
	（0.11）	（0.35）	（0.51）	（0.72）
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
_cons	0.555	0.343	1.152	1.704
	（0.28）	（0.22）	（0.10）	（0.07）
N	4574	2758	4561	4580

t statistics in parentheses* p<0.1,** p<0.05,*** p<0.01。

通过表 3、表 4 以及表 5 的回归结果，综合来看，员工工资（wages 应付职工薪酬），利润分红（profit 分配股利利润或偿付利息支付的现金），创新（create 开发支出）满足图 2 中 τ_0 显著、α_0 和 β 显著、τ'_0 显著的检验程序，具有部分中介效应。因此，税费优惠政策除了直接对企业市值产生作用，也会通过员工工资、利润分红以及开发支出间接对企业市值产生作用，具有溢出效应。此外，扩大经营（operation 支付其他与经营相关的现金）满足图 2 中 τ_0 显著、α_0 和 β 均不显著的检验程序，因此无中介效应。

因此，融资约束状况下，假设 H1 应为员工工资对税费优惠有中介效应，进而影响企业市值。假设 H2 应为企业创新对税费优惠有中介效应，进而影响企业市值。假设 H3 应为企业当前利润分红对税费优惠有中介效应，进而影响企业市值。假设 H4 应为企业扩大经营投入对税费优惠无中介效应。整体看，税费优惠具有组织内溢出效应。员工工资是要优先保障的资金使用项目，而利润分红则可吸引投资者，创新投入影响企业长期市值。因此，税费优惠资金会流向这三个项目，进而影响企业市值。此外，企业利润分红、员工工资，其本身就是直接税的税基，税费优惠对企业的影响更直接，

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

针对性也更强。

（二）稳健性检验

本文将税费优惠(Taxinc)滞后两期作为工具变量，利用工具变量法进行模型1,2,3的回归估计，实证结论与前述研究基本一致。员工工资（wages应付职工薪酬）和创新（create开发支出），满足图2中τ_0显著、α_0和β显著、τ'_0显著的检验程序，具有部分中介效应。利润分红（profit分配股利利润或偿付利息支付的现金），此时变成满足图2中τ_0显著、α_0和β至少一个不显著的检验程序，因此做sobel检验，以判断其显著性。如表6所示通过检验，因此结论不变，仍然是部分中介效应。税费优惠政策除了直接对企业市值产生作用，也会通过员工工资与利润分红间接对企业市值产生作用，具有溢出效应。

表6　　sobel检验表

Sobel-Goodman Mediation Tests

	系数	标准差	Z统计量	Z统计量概率值
Sobel	-0.3188	0.0285	-11.18	0
Goodman-1	-0.3188	0.0286	-11.14	0
Goodman-2	-0.3188	0.0284	-11.22	0

五、研究结论与政策建议

本文基于2013—2018年上市公司财务数据，利用中介效应模型，检验税费优惠政策对融资约束类上市企业市值的影响。具体来说，税费优惠政策除直接对融资约束企业市值产生作用，是否也会通过员工工资、利润分红、创新投入和扩大经营间接对企业市值产生作用？即是否具有组织内溢出效应。研究发现：整体具有溢出效应，其中员工工资、利润分红和创新投入对税费优惠具有部分中介效应，是税费资金提升企业市值的路径，而企业扩大经营投入无中介效应。检验结果支持当前我国减税降费政策的合理性，并给出减税政策激励下，企业内部资金作用路径的经验证据。

政策建议：一方面，制定税费优惠政策时，应关注减税或税收优惠资金在企业内部的组织溢出效应，其对企业内多个运营部门会产生有效影响，能直接和间接通过多个路径提高企业市值。另一方面，为提升减税降费政策效果，可重点关注融资约束类企业，特别是其中员工工资、利润以及创新投入边际效益较高的企业。

参考文献：

[1] 陈作华，方红星．融资约束、内部控制与企业避税[J]．管理科学，2018,(3)．

[2] 陈彩云，汤湘希．创新投入、税收规避与企业风险[J]．现代财经（天津财经大学学报），2019,(11)．

[3] 丁　汀，钱晓东．“营改增”政策对制造业企业全要素生产率存在溢出效应吗[J]．现代经济探讨，2019,(1)．

[4] 何　杨，邓栖元，朱云轩．增值税留抵退税政策对企业价值的影响研究——基于我国上市公司的实证分析[J]．财政研究，2019,(5)．

[5] 胡刘芬，周泽将．风险投资机构持股能够缓解企业后续融资约束吗？——来自中国上市公司的经验证据[J]．经济管理，2018,(7)．

[6] 李桂萍．股利税改革、财务杠杆与股权资本成本[J]．中央财经大学学报，2018,(6)．

[7] 李杰义，何亚云．双重融资约束、国际化程度与创新绩效——基于205家跨国制造企业的面板数据[J]．科技管理研究，2019,(6)．

[8] 刘　行，叶康涛．企业的避税活动会影响投资效率吗？[J]．会计研究，2013,(6)．

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

[9] 柳光强．税收优惠、财政补贴政策的激励效应分析——基于信息不对称理论视角的实证研究 [J]. 管理世界，2016,(10).

[10] 温忠麟，张　雷，侯杰泰，et al. 中介效应检验程序及其应用 [J]. 心理学报，2004,(5).

[11] 吴秋生，黄贤环．财务公司的职能配置与集团成员上市公司融资约束缓解 [J]. 中国工业经济，2017,(9).

[12] 庞廷云，罗福凯，李启佳．混合股权影响企业融资约束吗？——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 山西财经大学学报，2019,(5).

[13] 彭俞超，刘代民，顾雷雷．减税能缓解经济“脱实向虚”吗？——来自上市公司的证据 [J]. 税务研究，2017,(8).

[14] 宋　航，曾　嶒，陈婉怡．企业避税、税务风险与企业价值 [J]. 财经论丛，2019,(6).

[15] 杨　杨，汤晓健，杜剑．我国中小型民营企业税收负担与企业价值关系——基于深交所中小板上市公司数据的实证分析 [J]. 税务研究，2014,(3).

[16] 阳　杰，陈习定，应里孟．企业避税与环境责任：互补、替代抑或独立 [J]. 华东经济管理，2020,(2).

[17] 翟淑萍，白素文，白冠男．富豪榜会降低公司融资约束吗？——基于媒体关注的视角 [J]. 金融论坛，2018,(11).

[18] 张铭洪，张海峰，张　睿．融资约束对企业避税行为的异质性影响——来自上市公司的证据 [J]. 税务研究，2018.

[19] 周凤秀，张建华. 贸易自由化、融资约束与企业创新：来自中国制造业企业的经验研究 [J]. 当代财经，2017,(6).

[20]Desai M.A.,Dharmapala D.Corporate Tax Avoidance and High-powered Incentives[J]. Journal of Financial Economics,2006,(1).

[21]Hadlock C J,Pierce J R.New Evidence on Measuring Financial Constraints:Moving Beyond the KZ Index[J].The Review of Financial Studies,2010,(5).

[22]Hanlon M,Maydew E L,Saavedra D.The Taxman Cometh:Does Tax Uncertainty Affect Corporate Cash Holdings?[J].Review of Accounting Studies,2017,(3).

[23]Law K K F,Mills L F. Taxes and Financial Constraints:Evidence from Linguistic Cues.Journal of Accounting Research,2015,(4).

（责任编辑：务实）

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net