

# 纳税信用评级披露对公司价值的影响和机制研究<sup>\*</sup>

• 李 汛<sup>1</sup> 刘 羽<sup>2</sup> 李 越<sup>3</sup>

(1, 2, 3 武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)

**【摘 要】** 纳税信用评级是由国家税务总局发布的公司非主动披露的信息，公信力较强。当前研究纳税信用评级对公司价值影响的文献非常有限。本文以 2009 年第一季度至 2016 年第一季度 A 股上市公司为样本，将纳税信用评级披露制度作为准自然实验，用双重差分法首次研究纳税信用评级披露对公司价值影响的净效应，并用中介效应模型分析影响机制。实证结果显示，随着纳税信用 A 级公司名单的公开，A 级公司的公司价值显著增加。中介效应表明，纳税信用评级披露既直接提高 A 级公司的公司价值，又通过缓解融资约束间接提高公司价值。然而，纳税信用评级披露没有通过提高股票流动性提高公司价值。本文拓展了企业社会责任信息披露经济后果的研究，并为政府税收征管等提供建议。

**【关键词】** 纳税信用评级 社会责任信息 公司价值

中图分类号：F270

文献标识码：A

## 1. 引言

### 1.1 研究背景

伴随着中国经济的迅速发展，公司重经济利益、轻社会发展的现象日益严重。公司履行社会责任与否会影响公司的财务绩效、融资能力、声誉等（沈洪涛等，2011；沈艳和蔡剑，2009；温素彬和方苑，2008），因此公众和投资者也越来越关注公司的社会责任承担情况。近年来，由于经济下行以及减税降费政策，公司良好履行纳税义务显得尤为重要。公司是否良好履行了纳税义务不仅体现在税款缴纳情况，还体现在账簿及凭证管理情况、纳税申报情况等。在此背景下，国家税务总局在

<sup>\*</sup> 基金项目：国家自然科学基金“不对称信息下我国 P2P 网贷平台进出决策与投资者动态学习行为研究”（项目批准号：71602149）。

通讯作者：李越，E-mail: liyue\_@whu.edu.cn。

2014年7月出台并于2014年10月1日起开始实行《纳税信用管理办法(试行)》。该办法规定,将公司纳税信用等级分为A、B、C、D、M五个等级。国家税务总局会在官方网站向社会公众主动公告纳税信用A级公司的名单及相关信息,而不会披露其他纳税信用评级的公司。每年进行一次评定。该政策改变了税务机关之前对公司纳税信用评级但不向社会披露的情况,首次向公众披露了A级纳税公司名单。

纳税信用评级政策是一种创新型税收征管手段。激励型柔性税收征管是指征管部门采用柔性的经济激励方式引导被征管主体主动缴纳税款,这种方式下被征管主体自觉认可度、服从性更高,回应性更强,征管部门更容易达到征管目的。纳税信用评级政策就是一种柔性税收征管方式。对纳税信用A级公司,税务部门及其他相关部门会采取联合激励方式对其进行激励,在融资、税收服务、资质审核等多方面为其提供优惠及优先政策。对纳税信用D级公司,税务部门及其他相关部门会通报其纳税信用评级结果,并在融资、政府采购、资质审核等方面对其进行一定的限制及禁止。在这种情况下,纳税公司会为了寻求激励而自觉减少避税失信行为,良好履行纳税义务。

由于公司比税务机关更加了解自身的财务状况,在强制性税收征管情况下,公司会为了获得更多利润而隐瞒部分信息,从而能够实现避税,减少税款缴纳额。而由于纳税信用评级披露制度存在激励机制,公司会为了寻求激励而减少避税。避税具有复杂性,强制性税收征管手段下公司采取的避税行为会降低公司信息的透明度(Desai & Dharmapala, 2006)。因此,在纳税信用评级披露制度下,公司减少避税行为能够提高信息的透明度,使信息不对称得以改善,从而有利于上市公司降低融资成本,增加股票流动性、提高股票价格及增加投资(Bloomfield & Wilks, 2000; Healy & Wahlen, 1999; 姚曦, 2016)。

此外,公司的纳税信用评级为A不仅代表公司良好履行了纳税义务,也代表公司财务账目良好。纳税信用评级结果由国税总局发布在国家税务总局官方网站,具有较高的公信力。对于纳税信用A级的公司,评级结果的披露相当于公司对外披露更多正面消息,能够缓解公司与社会公众之间的信息不对称程度。

公司信息披露是公司外部投资者沟通的渠道,能够对外部投资者投资行为、银行信贷决策、股票表现、公司绩效和公司价值产生重大影响(Baek et al., 2004; Healy & Palepu, 2001; Welker, 1995)。具体来说,公司社会责任信息披露有利于公司树立良好的形象和声誉,降低公司与投资人之间的信息不对称,降低资本成本,创造公司价值(Falek & Heblich, 2007; Robb et al., 2001)。作为公司对政府承担的社会责任,纳税信用评级披露对公司同样产生了值得关注的影响,使得纳税信用A级公司的声誉提高、融资约束水平下降,税收遵从度提高(孙雪娇等, 2019; 陶东杰等, 2019)。但纳税信用评级披露的研究相对较少,基于此,本文首次从社会责任信息披露的视角采用倾向性评分匹配(Propensity Score Matching, PSM)和双重差分法(Differences-in-Differences, DID)评估了纳税信用评级披露对公司价值的净影响。与杜剑等(2021)相比,本文采用季度数据,样本颗粒更小,因而能更好地评估纳税信用评级对公司价值的影响。此外,本文沿用之前经典文献的做法,使用第一次纳税信用评级披露作为冲击事件,这样可以清楚干净地识别其对公司价值的影响。

## 1.2 研究意义

文章研究公司纳税信用评级披露的经济后果，以 2009 年第一季度至 2016 年第一季度 A 股上市公司为样本，将国家税务总局 2014 年 10 月出台纳税信用评级披露制度作为自然实验，刻画公司社会责任信息披露。采用 PSM-DID 方法检验纳税信用评级披露与公司价值之间的因果关系，实证证明了公司价值会受到公司纳税信用评级披露的影响。结果表明，纳税信用评级结果披露能够缓解外部投资人与公司的信息不对称，缓解公司的融资约束，从而促进公司价值的显著增加。研究结果具有重要的理论和现实意义。

（1）理论意义：该研究是对纳税信用评级披露制度政策效应相关研究的补充。纳税信用评级披露制度是国家税务总局在税收征管方式上的重要创新，但目前相关的政策评估主要是从税收效应视角展开，本文则首次从社会责任信息披露的角度使用双重差分法评估了纳税信用评级披露制度对上市公司价值的政策净效应。此外，目前社会责任信息的相关研究大多围绕公司公开的社会责任报告展开，鲜少关注纳税信用信息。文章扩展了社会责任信息披露后果的文献范围。

（2）现实意义：对政府来说，纳税信用评级披露制度是政府出台的重要税收征管政策，也是政府部门采取的柔性税收征管方式。研究该制度对公司的经济后果，可以为税务机关检验政策有效性和合理性提供理论依据，同时也能为政府进一步提升税收征管能力提供一定的政策启示。对公司来说，分析纳税信用评级披露对自身的影响有利于公司进行更加合理有效的税收筹划。纳税信用评级披露对公司价值的正面影响会促使公司改善自身纳税行为，提高纳税信用评级。对社会来说，纳税信用信息披露可以在一定程度上节省社会监督成本、缓解信息不对称程度，从而有利于促进公司与社会的双赢。

## 2. 研究现状

### 2.1 信息披露对公司融资的影响

外部融资是公司获取资金的重要渠道，公司获取外部融资的难易程度对自身发展非常重要（罗党论和甄丽明，2008）。公司信息披露的水平和质量能够影响融资成本。具体来说，增加信息披露会降低企业与外部投资人的信息不对称程度，进而使企业资本成本减少（汪炜和蒋高峰，2004）。在公司的信息披露中，除了对财务信息的披露外，内部控制自我评价信息的披露也会缓解公司的融资约束，降低公司的资本成本（张然、王会娟和许超，2012）。

在公司信息披露对公司融资的影响文献中，社会责任信息披露是研究的重点。沈艳和蔡剑（2009）使用 12 个城市 1200 多家公司为样本，研究发现相较于不知道社会责任的公司，知道社会责任的公司获取正规金融机构贷款的概率平均高出 8%。倪娟和孔令文（2016）通过研究重污染行业上市公司的样本，发现重污染行业的上市公司进行环境信息的披露有利于公司获得银行贷款，降低融

资成本,缓解融资约束。

## 2.2 信息披露对股票表现的影响

股票交易市场上,投资者往往会参考公司披露的各类信息来判断股票及整个市场的价格走势,做出投资决策。公司的信息披露水平和质量有效反映了公司的实际价值,从而影响投资者对公司股价不确定性程度的认知和股票交易时逆向选择的水平(Healy & Palepu, 2001)。公司提高信息披露的质量,既有利于吸引更多投资者进入股票市场,提高公司股票的流动性(Welker, 1995),也有利于公司在金融危机时维持较高市值(Baek et al., 2004)。

在社会责任信息披露对股票表现的影响方面,学者主要围绕社会责任信息披露对股票回报、股票市场反应的关系进行研究。公司的社会责任信息披露会影响投资者投资决策,进而影响公司的股票价格、公司形象和市场收益率(Anderson & Frankle, 1980)。对于社会信息披露质量较高的公司,股票能够被投资者准确估值。在这种情况下,投资者认为股票价格是公允价格,因此股票流动性会更高(Hung et al., 2013)。李姝和肖秋萍(2012)使用沪深A股上市公司为样本也得到了相似结论,即企业对社会责任履行情况越好,该企业股票的市场表现越好,股票流动性、交易量及交易额越高。

## 2.3 信息披露对公司价值的影响

公司的发展与公司能否为其重要的利益相关方提供充分有效的信息披露有关。外部投资者和公司管理层之间存在信息不对称,会产生“次品车市场”,从而导致绩效良好的公司价值被低估,而信息披露能够缓解该问题,提高公司价值(Healy & Palepu, 2001)。国内学者通过实证研究也得到了类似结论。张宗新等(2007)用深交所上市公司为样本,实证证明了公司信息披露水平提高能够促进业绩表现和财务绩效的改善。陆正华和黄加瑶(2007)将沪深上市公司年报数据进行回归,发现公司自愿性披露的非财务信息有利于提高公司价值。

对于公司社会责任信息披露,Ruf等(2011)通过调查问卷方式发现公司当期及之后期间的财务业绩变动与公司的社会责任披露水平呈正相关关系。此外,社会责任信息披露能够提高公司的盈利水平和公司价值(Johnson, 2003)。相较国外,国内关于社会责任信息披露对公司价值影响的研究起步较慢,目前尚未达成统一的结论。陈玉清和马丽丽(2005)以深沪两市上市公司为样本,发现公司社会责任信息与公司价值的关联不大,不同行业的相关性不同。而温素彬和方苑(2008)通过分析上市公司的年报披露数据,构造公司对利益相关方的社会责任评价指标,实证检验了社会责任信息披露对公司价值的影响。长期来看,公司的财务绩效与社会责任信息呈显著正相关关系。

## 2.4 纳税信用评级披露的经济后果研究

对于2014年出台的纳税信用评级披露制度,相关研究文献较为有限。已有研究多使用年度数据



实证分析，结果表明纳税信用评级披露可以显著减缓公司的融资约束（孙雪娇等，2019），进而增加公司的信贷融资规模，提高公司的研发投入及创新投资（窦程强等，2020；叶永卫等，2021）。此外，纳税信用评级披露能够减缓信息不对称，从而促进企业减少偷税、逃税等行为，提高税法的遵从度（陶东杰等，2019；赵双等，2020）。纳税信用评级披露也能够借助声誉效应，提高外部投资人的信心，从而减小企业的股价崩盘概率（李建军和范源源，2021）。

### 3. 理论分析与研究假说

公司价值是企业有形资产和无形资产价值的市场评价。公司价值体现了企业资金的时间价值、风险及持续发展能力，并且与企业的财务决策密切相关。而纳税信用评级披露带来的税收优惠等将会直接影响到企业的财务决策。因此，公司价值极有可能受到纳税信用评级披露的影响。纳税信用评级制度作为一种政府对企业的激励措施，能提升企业的社会评价，进而提高投资者对该公司的市场估值。

一方面，企业纳税信用评级为 A 可以有效缓解企业与外界债权人之间的信息不对称问题，从而缓解融资约束，提升企业的外部融资能力。企业获得更高的资金投入，公司价值自然就会得到提升。纳税信用评级披露帮助企业缓解融资约束主要体现在两个方面：（1）纳税信用评级是国家税务机关对公司账目、偿债能力、财务杠杆结构等财务信息的核验评价，并就会计账簿、记账凭证、关联方交易业务信息等财务会计资料设计了详细的评价指标，要想达到纳税信用 A 级，企业的纳税信用评级指标得分要在 90 分以上。因此，企业纳税信用 A 级在一定程度上反映了该企业严格遵守财务会计制度的相关规定。国税总局出具的公司纳税信用 A 级的信息不仅向公司的外界投资人等利益相关方传递出公司良好履行纳税义务的正面信号，并且还对外提供了高质量的财务会计报告。（2）根据《纳税信用评价指标和评价方式（试行）》，一旦公司出现涉税犯罪或涉税违法被行政处罚行为，公司的纳税评级将直接被判定为 D 级。因此，纳税信用 A 级反映出企业避税程度更低，避税行为的减少将降低公司与社会公众之间的信息不对称水平（Desai & Dharmapala, 2006）并带来更高的财务报告质量（王跃堂等，2009）。综上所述，获得纳税信用 A 级反映出公司能对外披露更高质量的财务报告，而财务会计报告的质量是银行信用贷款授予决策的重要依据。财务会计报告质量的提高有助于缓解企业与银行之间的信息不对称程度，企业更容易从银行机构获得信用贷款。同时更高质量的财务报告增加市场透明度，有利于提高投资者对公司的信任，降低投资者对公司的监督成本，从而有利于企业顺利开展债务融资活动。融资成本及融资约束水平的降低使得公司更容易获得资金，增加公司的投资，从而提高公司价值（Myers & Majluf, 1984）。

另一方面，纳税信用评级制度增加了对评级为 A 企业“好消息”的披露，向外界传递了官方认可的积极信号，提高了企业的社会声誉。社会声誉的提高带来了企业知名度的曝光。在股市中投资者信息接收和处理能力、信息资源有限的情况下，个人投资者更容易关注和购买有更高知名度的股票（Barber & Odean, 2008）。Odean（1999）提出，投资者通过将选购股票的范围限定在引起他们注意的股票中来解决面临成千上万种股票时的选购问题。而投资者在卖出时不会面临该选购问题。在

股票知名度提高以后, 投资者对该股票的买入需求会得到提高, 其相关的卖出决策则不会受到影响。因此, 纳税信用的披露增强了股票的流动性, 进而提高股票需求, 提升股价。股价的提升反映出金融市场上公司价值的提高。

基于上述分析, 本文提出以下假设:

**H1:** 纳税信用评级披露能够提高纳税信用 A 级公司的公司价值。

**H2:** 纳税信用评级披露通过缓解融资约束提高纳税信用 A 级公司的公司价值。

**H3:** 纳税信用评级披露通过提高股票流动性提高纳税信用 A 级公司的公司价值。

## 4. 研究方法

### 4.1 研究思路

文章考察纳税信用评级披露对公司价值的影响。因为纳税信用评级披露制度是中央制定的, 所以纳税信用评级披露对上市公司价值来说是外生的, 不存在逆向因果问题。因此, 纳税信用评级披露制度提供了很好的外生实验。纳税信用评级披露制度于 2014 年 10 月 1 日起正式实施, 并于次年 4 月披露, 针对所有的企业。为了控制其他因素的影响, 得到纳税信用评级披露与公司价值之间的净因果关系, 文章使用 PSM 进行样本匹配、运用 DID 模型进行实证检验, 从而增加研究结论的可信度与稳健性。

### 4.2 样本与数据来源

《纳税信用管理办法(试行)》规定, 税务部门会在各年 4 月披露上一年度纳税信用评级数据。考虑到 2016 年 4 月之后的公司价值会受到 2015 年 4 月披露和 2016 年 4 月披露的复合影响, 在考察 2015 年 4 月披露的纳税信用评级对公司价值的影响时, 文章选取 2009 第一季度至 2016 年第一季度 A 股非 ST、非金融保险行业上市公司为初始样本, 收集了相关的季度财务数据以及纳税信用评级数据, 并剔除了数据缺失的样本。最终得到 51400 个样本观测值。为了规避极端值的影响, 对各连续变量在 1% 和 99% 分位上采取 Winsorize 处理。

文章使用的数据来源如下: 基于国税总局官方网站, 手动汇总了纳税信用评级指标; 其他变量数据均来源于国泰安数据库和 Wind 数据库。

### 4.3 变量设置

(1) 被解释变量: 文章采用 Tobin's Q 值衡量公司价值。公司的市场价值受到公司股票价格的影响, 而投资者对于公司纳税信用信息披露的反应表现在股票价格上。因此 Tobin's Q 值能够准确地表示纳税信用评级披露制度实施后, 公司价值受到的影响。作为衡量公司价值的指标, Tobin's Q 概念

出现之后，被广泛地应用于国内外学者的研究中。

（2）解释变量：纳税信用评级政策在 2014 年颁布，于 2015 年 4 月在国家税务总局网站上公开披露 2014 年的纳税信用 A 级的公司。文章使用  $A$  表示纳税信用等级的评定，如果企业纳税信用等级为 A，则  $A$  取值为 1，否则为 0；用  $POST$  表示纳税信用等级结果公开的时间（2015 年 4 月），结果公开后即 2015 年第二季度之后  $POST$  取值为 1，否则为 0。

（3）控制变量：控制公司特征变量包括公司规模、资本结构、成长性、盈利能力、经营活动产生的净现金流量、最终控制人性性质、股权集中度、大股东持股占比等。

（4）中介变量：现有研究对于融资约束的衡量指标主要有四种：投资—现金流敏感系数，公司规模、债务评级等指标，对公司信贷融资情况等的感知， $KZ$ 、 $WW$ 、 $SA$  指数等指数。不同指标各有利弊，投资—现金流敏感系数不会随着融资约束发生单调变化；公司规模、债务评级等单项指标反映的信息较为片面；而主观判断受个人影响较大，难以标准化。在指数构建中，公司定性和定量指标同时存在于  $KZ$  指数和  $WW$  指数的自变量和因变量中，因此可能出现测度偏误。Hadlock 和 Pierce 在  $KZ$  指数的基础上进行了改进，指标公式中只包含公司规模和年龄两个外生变量，规避了衡量偏差。自提出以来， $SA$  指数被广泛地应用于学术研究中（余明桂等，2019）。

$SA$  指数的计算公式如下所示，其中  $SIZE1$  为以百万元为单位的期初总资产的对数， $AGE$  是公司成立年限。

$$SA = -0.737SIZE1 + 0.043 SIZE1^2 - 0.04AGE \tag{1}$$

如果投资者可以在较短时间以预期价格交易资产，那么资产就具有流动性。现有研究对于股票流动性的衡量指标主要有：买卖价差指标、非流动性指标和换手率。纳税信用评级披露主要通过提高投资者关注增加投资者对公司股票的交易行为，因此采用换手率衡量股票流动性。

主要变量定义如表 1 所示：

表 1 主要变量定义

	名 称	符号	说 明
被解释变量	公司价值	TOBINQ	市场价值/期末总资产（市场价值为股权和净债务市值之和，非流通股市值用净资产代替）
解释变量	纳税信用评级为 A 的公司	$A$	当样本公司纳税信用评级在 2015 年被评为 A 进行披露，则 $A$ 取值为 1，否则取值为 0
	纳税信用评级披露日期	$POST$	纳税信用评级披露后（2015 年第二季度之后）取值为 1，之前取值为 0
控制变量	资本结构	LEV	期初总负债/期初总资产
	盈利能力	ROA	税前利润/总资产
	公司规模	SIZE	期初总资产的自然对数
	成长性	GROWTH	（本期营收-上期营收）/上期营收
	经营活动净现金流	CF	经营活动产生的现金净流量/期初总资产

续表

	名 称	符号	说 明
控制变量	最终控制人性性质	SOE	当实际控制股东为国家股、国有股、国有法人股取值为 1, 否则取 0
	股权集中度	HHI	前 10 位大股东持股比重的平方和
	第一大股东持股比例	TOP1	第一大股东持股数/总股数
中介变量	融资约束	SA	$SA = -0.737SIZE1 + 0.043 SIZE1^2 - 0.04AGE$ , 其中 SIZE1 为以百万元为单位的期初总资产的对数, AGE 为公司年龄
	股票换手率	LTURNOVER	区间换手率的自然对数

#### 4.4 模型设计

对于假设 H1, 采用倾向得分匹配方法为纳税信用 A 级公司匹配条件相当的公司作为对照组, 构建如下双重差分模型来检验:

$$TOBINQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 A_i \times POST_t + \alpha_2 A_i + \alpha_3 POST_t + bX + \lambda_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, TOBINQ 为公司价值 Tobin's Q 的取值, TOBINQ 越大, 公司价值越高。A 代表纳税信用评级结果, POST 为纳税信用评级结果披露时间。X 表示控制变量, 包括负债能力 (LEV)、盈利能力 (ROA)、公司规模 (SIZE)、公司成长性 (GROWTH)、经营活动净现金流 (CF)、最终控制人性性质 (SOE)、股权集中度 (HHI)、第一大股东持股比例 (TOP1)。 $\lambda_i$  和  $\gamma_t$  分别是个体和时间固定效应。

对于假设 H2, 通过中介效应模型 (3) 和 (4) 检验融资约束对于纳税信用评级披露提高公司价值的中介效应。其中, SA 为公司融资约束, SA 越大, 融资约束水平越高 (余明桂等, 2019)。

$$SA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 A_i \times POST_t + \alpha_2 A_i + \alpha_3 POST_t + bX + \lambda_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$TOBINQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 A_i \times POST_t + \alpha_2 SA_{i,t} + \alpha_3 A_i + \alpha_4 POST_t + bX + \lambda_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

对于假设 H3, 通过中介效应模型 (5) 和 (6) 检验股票流动性对于纳税信用评级披露提高公司价值的中介效应。其中, TURNOVER 为股票换手率。

$$TURNOVER_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 A_i \times POST_t + \alpha_2 A_i + \alpha_3 POST_t + bX + \lambda_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$TOBINQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 A_i \times POST_t + \alpha_2 TURNOVER_{i,t} + \alpha_3 A_i + \alpha_4 POST_t + bX + \lambda_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

## 5. 实证结果与分析

### 5.1 描述性统计

表 2 报告了变量的描述性统计。A 指标的均值为 0.59, 说明评级为 A 的公司占 59.0%。



表 2 描述性统计

变量	变量个数	均值	标准差	最小值	最大值
TOBINQ	51400	2.11	1.23	0.97	7.38
A	51400	0.59	0.49	0.00	1.00
POST	51400	0.12	0.32	0.00	1.00
LEV	51400	0.44	0.25	0.09	1.08
ROA	51400	0.03	0.04	-2.75	1.21
SIZE	51400	21.90	1.27	18.16	28.52
GROWTH	51400	0.11	0.50	-0.79	4.03
SOE	51400	0.42	0.49	0.00	1.00
CF	51400	0.01	0.07	-0.57	0.65
HHI	51400	0.17	0.12	0.01	0.57
TOP1	51400	35.97	15.17	8.92	75.10
SA	51400	-3.67	0.25	-5.09	-2.11
LTURNOVER	51400	4.83	0.92	-4.63	7.55

5.2 倾向性得分匹配

文章对变量 A 进行配对，将纳税信用评级披露后为 A 级的上市公司作为处理组，被评为 A 的上市公司作为对照组。在倾向性得分匹配协变量的选择上，这里参考孙雪娇等（2019），考虑公司规模、负债水平、年龄、成长能力、盈利性与公司纳税信用评级的相关性，将其作为匹配变量。具体理由如下：（1）规模越大，公司越容易受到税务机关等机构的监管和社会公众的关注，公司的经营和纳税行为越规范，公司取得 A 级纳税信用评级的可能性越大；（2）公司负债率越高，财务风险越高，越有可能寻求避税等行为来减少纳税支出，公司取得 A 级纳税信用评级的可能性越小；（3）公司成长性越高，越容易寻求避税，公司取得 A 级纳税信用评级的可能性越小；（4）公司盈利能力越差，运营风险越大，越容易寻求避税来获得更高利润，公司取得 A 级纳税信用评级的可能性越小（孙雪娇等，2019）；（5）公司成立越久，经营越规范，但同时公司可能有更多避税的经验，从而影响公司纳税行为和纳税信用评级（孙雪娇等，2019）。

基于上述分析，文章将负债能力（LEV）、盈利能力（ROA）、公司规模（SIZE）、公司成长性（GROWTH）、年龄（AGE）作为协变量，进行近邻有放回匹配，匹配比例为 1：1。设定处理组为 2015 年纳税信用 A 级公司，对照组为其他公司。平衡性检验结果如表 3 和图 1 所示，PSM 后两组之间的偏差绝对值均小于 1%，且 PSM 后 5 个匹配变量的处理组和控制组均值均在 1% 的显著性水平下不存在显著差异，PSM 的结果满足要求。

表 3 平衡性检验

协变量	是否匹配	处理组均值	控制组均值	%偏差	<i>t</i> 值	<i>p</i> 值
LEV	未匹配	0.4244	0.4640	-16.2000	-17.9900	.0000
	匹配	0.4227	0.4240	-0.0000	-0.0400	.9670
AGE	未匹配	14.8210	14.5080	5.9000	6.5600	.0000
	匹配	14.8030	14.7670	0.7000	0.8400	.3990
ROA	未匹配	0.0265	0.0230	7.9000	8.9200	.0000
	匹配	0.0266	0.0269	-0.8000	-1.0600	.2870
SIZE	未匹配	21.9200	21.8760	3.5000	3.8600	.0000
	匹配	21.9210	21.9270	-0.5000	-0.6400	.5220
GROWTH	未匹配	0.1058	0.1084	-0.5000	-0.5800	.5640
	匹配	0.1059	0.1077	-0.4000	-0.4300	.6640

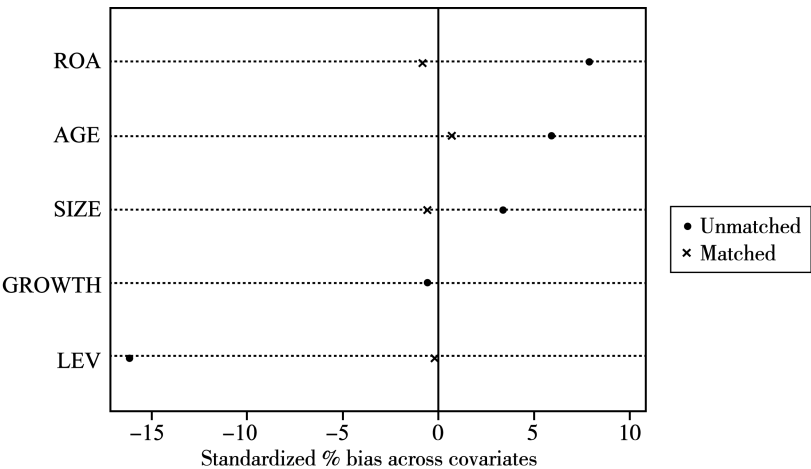


图 1 平衡性检验

5.3 平行趋势检验

这里使用纳税信用评级披露前五期及后三期的独立季度与分组变量 *A* 的交乘项作为解释变量，同时为了避免完全共线性的影响，将政策实施前期与 *A* 的交乘项作为基期。结果如表 4 所示，纳税信用评级披露前，相较于对照组，处理组的公司价值没有明显的区别，而纳税信用评级披露之后，相对于对照组，处理组公司价值显著增加，符合平行趋势假设。

表 4 平行趋势检验

变量	公司价值	变量	公司价值
pre_5	-0.0110 (-0.1820)	LEV	-0.3023 *** (-6.7753)
pre_4	0.0038 (0.0458)	ROA	2.2368 *** (12.8663)
pre_3	-0.0142 (-0.1679)	SIZE	-0.3343 *** (-40.0690)
pre_2	-0.0221 (-0.2663)	GROWTH	-0.0117 (-0.9705)
current	0.1371 (1.6125)	SOE	-0.1269 *** (-6.1424)
post_1	0.2250 *** (2.6546)	CF	0.6704 *** (6.2452)
post_2	0.1953 ** (2.3538)	HHI	-2.1776 *** (-8.0994)
post_3	0.2320 *** (2.8138)	TOP1	0.0109 *** (5.2162)
POST	0.1992 *** (3.4835)	常数项	9.4266 *** (51.1909)
时间固定效应	控制	个体固定效应	控制
样本量	27170	$R^2$	0.1227

注：括号里数字为  $t$  统计值；\*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5%、1% 的水平下显著。

#### 5.4 纳税信用评级披露对公司价值的影响

表 5 报告了模型（2）的回归结果，即纳税信用评级披露与公司价值的固定效应回归结果。在第（2）至（6）列中，POST×A 的回归系数在 5% 的水平上均显著为正，说明 2015 年 4 月国税网站上披露纳税信用评级后，纳税信用 A 级公司的公司价值显著提高。考虑公司价值 Tobin's Q 衡量了公司市场价值与当期公司重置成本的比率，说明纳税信用评级这一信息的披露作为国家机构的官方认可，有助于公司的市场价值提高，从而验证了假设 H1。

表 5

纳税信用评级披露对公司价值的影响

变量	(1) 公司价值	(2) 公司价值	(3) 公司价值	(4) 公司价值	(5) 公司价值	(6) 公司价值
POST×A	0.0730 (0.9891)	0.1548 ** (2.2324)	0.2127 *** (3.3861)	0.2266 *** (3.6195)	0.2244 *** (3.5885)	0.2151 *** (3.4148)
POST	0.1815 (0.6490)	0.2194 (0.8383)	0.1468 (0.6085)	0.1701 (0.7206)	0.1657 (0.6942)	0.1468 (0.6114)
LEV		-0.9684 *** (-9.1238)	-0.1692 (-1.6250)	-0.1516 (-1.4524)	-0.1598 (-1.5391)	-0.1994 * (-1.9019)
ROA		1.4441 *** (3.3118)	2.4129 *** (5.4660)	2.3975 *** (5.4582)	2.0434 *** (4.7735)	2.1813 *** (4.9319)
SIZE			-0.3544 *** (-19.4295)	-0.3437 *** (-19.0335)	-0.3446 *** (-19.1369)	-0.3283 *** (-17.7437)
GROWTH			-0.0156 (-1.2783)	-0.0160 (-1.3086)	-0.0182 (-1.4938)	-0.0173 (-1.4226)
SOE				-0.1241 *** (-3.0212)	-0.1260 *** (-3.0656)	-0.1129 *** (-2.7237)
CF					0.7241 *** (4.1237)	0.7417 *** (4.2169)
HHI						-1.9832 *** (-3.8382)
TOP1						0.0096 ** (2.3408)
常数项	1.9928 *** (49.2818)	2.3881 *** (37.2193)	9.7586 *** (25.9191)	9.5663 *** (25.7188)	9.5890 *** (25.8566)	9.2449 *** (23.6201)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	27170	27170	27170	27170	27170	27170
R <sup>2</sup>	0.0362	0.0652	0.1323	0.1335	0.1351	0.1396

注：括号里数字为  $t$  统计值；\*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5%、1% 的水平下显著。

## 5.5 稳健性检验

### 5.5.1 更换公司价值衡量指标

前文采用国泰安数据库中的 Tobin's Q 值的 A 值来代表公司价值水平。这里更换被解释变量 Tobin's Q 值的计算方式，分别采用国泰安数据库中的 Tobin's Q 值的 B 值、C 值、D 值来度量公司价值水平，模型（2）的回归结果如表 6 所示，可以发现，在更换公司价值的衡量指标后，POST×A 的系数依然显著为正，这说明纳税信用评级披露促进 A 评级公司的价值增加的结果仍然保持稳健。

表 6 改变公司价值衡量指标

变量	(1) TOBINB	(2) TOBINC	(3) TOBIND
POST×A	0.2527 *** (3.4194)	0.3039 *** (3.8760)	0.3436 *** (3.8744)
POST	0.0513 (0.1797)	0.0190 (0.0776)	-0.1010 (-0.3545)
LEV	-0.2883 ** (-2.3488)	-0.6869 *** (-4.6431)	-0.7915 *** (-4.7695)
ROA	2.0750 *** (4.1677)	3.8782 *** (6.2472)	3.7924 *** (5.5977)
SIZE	-0.3277 *** (-15.0502)	-0.4838 *** (-20.2788)	-0.4859 *** (-17.9985)
GROWTH	-0.0097 (-0.6436)	0.0066 (0.3990)	0.0158 (0.8099)
SOE	-0.1878 *** (-3.9188)	-0.2351 *** (-4.6622)	-0.3204 *** (-5.6657)
CF	0.9747 *** (4.7537)	0.7479 *** (3.2224)	1.0774 *** (4.0674)
HHI	-1.8593 *** (-2.9606)	1.4450 ** (2.3300)	1.7529 ** (2.3473)
TOP1	0.0066 (1.3182)	-0.0102 ** (-2.0405)	-0.0144 ** (-2.4073)
常数项	9.5440 *** (20.7860)	13.4756 *** (27.1150)	13.9003 *** (24.6490)



续表

变量	(1) TOBINB	(2) TOBINC	(3) TOBIND
时间固定效应	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制
样本量	27078	27077	27025
$R^2$	0.1201	0.1956	0.1708

注：括号里数字为  $t$  统计值；\*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5%、1% 的水平下显著。

### 5.5.2 更换倾向性得分匹配方式

前文将 2015 年纳税信用 A 级公司作为处理组，其他公司作为对照组，进行了 1 : 1 比例的近邻有放回匹配。这里改变倾向性得分匹配的比例，按照 1 : 2 比例进行近邻有放回匹配，匹配后的样本按照模型 (2) 进行公司价值对  $POST \times A$  的回归，结果如表 7 所示。改变匹配比例后，第 (2) 至 (6) 列  $POST \times A$  依然在 5% 的显著性水平下显著为正，纳税信用评级披露能够提高纳税信用 A 级公司价值的结论依然成立。

表 7 改变 PSM 匹配比例

变量	(1) 公司价值	(2) 公司价值	(3) 公司价值	(4) 公司价值	(5) 公司价值	(6) 公司价值
$POST \times A$	0.0840 (1.2461)	0.1570 ** (2.5020)	0.2019 *** (3.5504)	0.2128 *** (3.7543)	0.2104 *** (3.7188)	0.1972 *** (3.4494)
POST	0.1576 (0.6268)	0.1850 (0.7782)	0.1068 (0.4858)	0.1248 (0.5778)	0.1237 (0.5660)	0.1121 (0.5086)
LEV		-0.9609 *** (-9.5772)	-0.1496 (-1.5831)	-0.1349 (-1.4207)	-0.1422 (-1.5045)	-0.1773 * (-1.8633)
ROA		1.5108 *** (4.0964)	2.5541 *** (6.8992)	2.5374 *** (6.8796)	2.1807 *** (6.0836)	2.3211 *** (6.3247)
SIZE			-0.3575 *** (-21.3066)	-0.3488 *** (-20.9542)	-0.3501 *** (-21.1061)	-0.3321 *** (-19.5062)
GROWTH			-0.0154 (-1.5689)	-0.0158 (-1.6078)	-0.0177 * (-1.8002)	-0.0176 * (-1.7951)
SOE				-0.1044 *** (-2.6410)	-0.1061 *** (-2.6838)	-0.0912 ** (-2.3010)

续表

变量	(1) 公司价值	(2) 公司价值	(3) 公司价值	(4) 公司价值	(5) 公司价值	(6) 公司价值
CF					0.6941 *** (4.5915)	0.7112 *** (4.7104)
HHI						-1.9811 *** (-4.2042)
TOP1						0.0093 ** (2.4641)
常数项	2.0324 *** (57.2975)	2.4242 *** (41.3226)	9.8523 *** (28.3625)	9.6993 *** (28.1861)	9.7294 *** (28.3820)	9.3568 *** (25.8595)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	39121	39121	39121	39121	39121	39121
R <sup>2</sup>	0.0365	0.0646	0.1318	0.1327	0.1341	0.1392

注：括号里数字为 *t* 统计值；\*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5%、1% 的水平下显著。

5.5.3 Placebo 检验

这里将评级 A 级随机分配给样本中的公司，新生成的处理组和对照组按照模型（2）重新进行 500 次固定效应回归，被解释变量为公司价值，主要解释变量为 A 和 POST 的交乘项。图 2 展示了 500 次随机分配纳税信用 A 级的固定效应回归中 POST×A 的估计系数分布及相应的 *p* 值，其中 POST×A 回归系数的数据分布在 *X* 轴，回归系数的 *p* 值数据分布在 *Y* 轴，曲线代表系数的核密度分布，圆点是系数对应的 *p* 值，垂直虚线是纳税信用评级披露与公司价值的固定效应回归的 POST×A 真实系数 0.22，水平虚线代表 *p* 值为 0.1，即显著性水平 10%。从图 2 可以看出，500 次回归的系数主要集中在 0 附近，真实系数 0.22 是明显的异常值，绝大多数系数对应的 *p* 值大于 0.1，在 10% 的显著性水平下不显著。因此，这里排除了前文的实证结论是偶然情况的可能性，也排除了结论受到其他政策原因干扰的可能性。

6. 影响机制分析

6.1 纳税信用评级披露通过缓解融资约束提高纳税信用 A 级公司价值

为了验证假设 H2，首先按照模型（3）进行回归。被解释变量为公司融资约束 SA 指数，SA 指

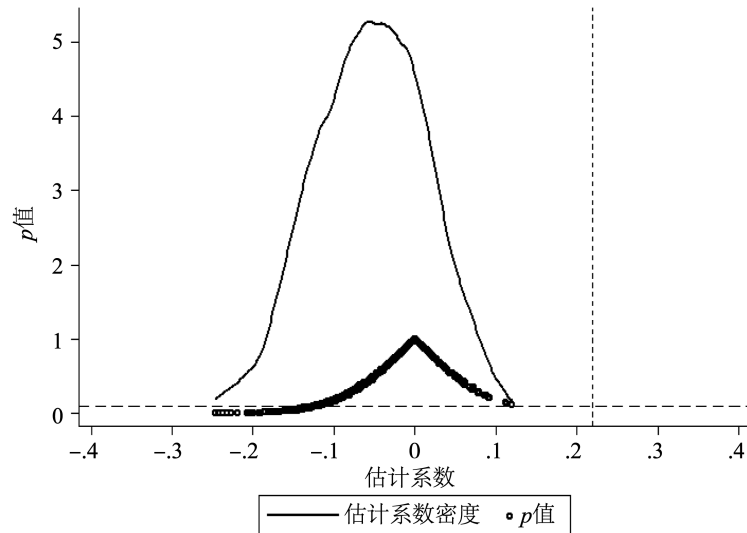


图2 Placebo 检验

数越大, 公司的融资约束水平越高 (余明桂等, 2019)。表 8 显示了回归结果, 在第 (1) 至 (6) 列中  $POST \times A$  的回归系数在 1% 的水平上均显著为负, 说明 2015 年 4 月国税网站上披露纳税信用评级后, 纳税信用 A 级公司的融资约束得到缓解。

为了进一步检验融资约束对纳税信用评级披露提高公司价值的中介效应, 接下来使用模型 (4) 进行回归, 同时控制个体固定效应和时间固定效应。回归结果如表 9 所示, 当解释变量同时包含融资约束和  $POST \times A$  时, 第 (3) 至 (6) 列中, 融资约束 SA 指数和  $POST \times A$  的系数均在 1% 的水平上显著, 这说明直接效应和中介效应都存在, 即纳税信用评级披露一方面直接提高 A 评级公司的公司价值, 另一方面通过缓解融资约束间接提高公司价值, 融资约束水平下降有利于公司外部融资, 进而加大投资, 提高公司价值。

表 8 纳税信用评级对公司融资约束的影响

变量	(1) 融资约束	(2) 融资约束	(3) 融资约束	(4) 融资约束	(5) 融资约束	(6) 融资约束
$POST \times A$	-0.0863 *** (-6.3890)	-0.0796 *** (-5.9487)	-0.0749 *** (-5.5564)	-0.0742 *** (-5.4983)	-0.0743 *** (-5.5104)	-0.0713 *** (-5.3363)
POST	-0.0192 (-0.3838)	-0.0165 (-0.3261)	-0.0223 (-0.4219)	-0.0210 (-0.3959)	-0.0213 (-0.4009)	-0.0138 (-0.2655)
LEV		-0.0720 *** (-4.3106)	-0.0072 (-0.4348)	-0.0063 (-0.3756)	-0.0067 (-0.4029)	0.0073 (0.4487)

续表

变量	(1) 融资约束	(2) 融资约束	(3) 融资约束	(4) 融资约束	(5) 融资约束	(6) 融资约束
ROA		0.1575 *** (3.2935)	0.2250 *** (4.8758)	0.2242 *** (4.8630)	0.2046 *** (4.3224)	0.1577 *** (3.5193)
SIZE			-0.0295 *** (-5.9460)	-0.0289 *** (-5.8823)	-0.0289 *** (-5.8959)	-0.0346 *** (-7.3949)
GROWTH			0.0090 *** (5.1406)	0.0090 *** (5.1194)	0.0089 *** (5.0444)	0.0085 *** (4.8657)
SOE				-0.0068 (-0.7682)	-0.0069 (-0.7799)	-0.0109 (-1.2146)
CF					0.0400 (1.5476)	0.0342 (1.3598)
HHI						0.7179 *** (6.2448)
TOP1						-0.0036 *** (-4.1714)
常数项	-3.6540 *** (-518.5877)	-3.6258 *** (-346.5295)	-3.0130 *** (-28.3854)	-3.0234 *** (-28.7523)	-3.0222 *** (-28.7578)	-2.8972 *** (-29.0951)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	27170	27170	27170	27170	27170	27170
$R^2$	0.0649	0.0727	0.0925	0.0927	0.0929	0.1145

 注：括号里数字为  $t$  统计值；\*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5%、1% 的水平下显著。

表 9 融资约束的中介效应

变量	(1) 公司价值	(2) 公司价值	(3) 公司价值	(4) 公司价值	(5) 公司价值	(6) 公司价值
融资约束	-0.1270 (-1.4437)	-0.2308 *** (-2.5809)	-0.4848 *** (-5.5865)	-0.4880 *** (-5.6119)	-0.4920 *** (-5.6587)	-0.4334 *** (-4.9686)
POST×A	0.0621 (0.8387)	0.1364 * (1.9584)	0.1763 *** (2.7683)	0.1904 *** (2.9988)	0.1878 *** (2.9619)	0.1842 *** (2.8939)

续表

变量	(1) 公司价值	(2) 公司价值	(3) 公司价值	(4) 公司价值	(5) 公司价值	(6) 公司价值
POST	0.1791 (0.6440)	0.2156 (0.8337)	0.1360 (0.5735)	0.1598 (0.6888)	0.1552 (0.6617)	0.1408 (0.5957)
LEV		-0.9850 *** (-9.1371)	-0.1727 (-1.6365)	-0.1547 (-1.4616)	-0.1632 (-1.5501)	-0.1962 * (-1.8524)
ROA		1.4804 *** (3.3424)	2.5220 *** (5.5725)	2.5069 *** (5.5664)	2.1441 *** (4.8863)	2.2497 *** (5.0031)
SIZE			-0.3687 *** (-19.4599)	-0.3578 *** (-19.0407)	-0.3588 *** (-19.1330)	-0.3433 *** (-17.9860)
GROWTH			-0.0112 (-0.9207)	-0.0116 (-0.9490)	-0.0139 (-1.1369)	-0.0136 (-1.1204)
SOE				-0.1274 *** (-3.0783)	-0.1294 *** (-3.1238)	-0.1176 *** (-2.8125)
CF					0.7438 *** (4.2166)	0.7566 *** (4.2845)
HHI						-1.6720 *** (-3.2473)
TOP1						0.0080 * (1.9585)
常数项	1.5288 *** (4.7956)	1.5514 *** (4.7954)	8.2977 *** (16.5684)	8.0908 *** (16.3237)	8.1020 *** (16.3918)	7.9891 *** (15.8169)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	27170	27170	27170	27170	27170	27170
$R^2$	0.0366	0.0664	0.1375	0.1389	0.1405	0.1437

注：括号里数字为  $t$  统计值；\*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5%、1% 的水平下显著。

## 6.2 纳税信用评级披露通过提高股票流动性提高 A 级公司价值

为了检验假设 H3，首先按照模型（5）进行回归，同时控制个体固定效应和时间固定效应，被解释变量为股票换手率。表 10 显示了回归结果，在第（1）至（6）列中 POST×A 的回归系数在 10% 的水平上均不显著，说明 2015 年 4 月国家税务总局网站上披露纳税信用 A 级公司名单后，纳税信用



A 级公司的股票流动性水平没有提高，这和吴文锋等（2007）的结果相似，虽然理论上公司社会责任等各类信息的公开能够影响股票投资者的投资决策，但实际上，结合中国特殊的资本市场环境，公司社会责任等各类信息的公开难以对股票投资者产生预期的结果。主要原因有两个方面：一方面中国上市公司披露的信息质量差距较大，较为良莠不齐，股票投资者对其关注相对较低。另一方面，目前中国的股票投资者尚未充分利用公司公开的信息，因此中国的股票投资者并未具有参考公开的相关公司社会责任等信息做出股票购买或出售的习惯。在纳税信用评级披露的短时间内，股票投资者未过多地将纳税信用评级披露作为重要的判断因素，因此无法在短时间内显著影响股票流动性。

接下来将股票流动性加入纳税信用评级披露提高公司价值的中介模型中，使用模型（6）进行回归，同时考虑个体固定效应和时间固定效应。回归结果如表 11 所示，结果表明当解释变量同时包含股票换手率和 POST×A 时，第（3）到（6）列中，POST×A 的系数均在 1% 的水平上显著，这说明纳税信用评级披露能够直接提高 A 评级公司的公司价值。但在第（1）到（6）列中，股票换手率的系数均不显著，说明纳税信用评级披露没有通过提高股票流动性提高 A 评级公司的公司价值，股票流动性对纳税信用评级披露提高公司价值的中介效应不成立，假设 H3 不成立。

表 10 纳税信用评级对股票流动性的影响

变量	(1) 股票流动性	(2) 股票流动性	(3) 股票流动性	(4) 股票流动性	(5) 股票流动性	(6) 股票流动性
POST×A	-0.0339 (-0.9699)	-0.0332 (-0.9533)	-0.0334 (-0.9634)	-0.0267 (-0.7683)	-0.0268 (-0.7688)	-0.0280 (-0.8039)
POST	-0.8976 *** (-8.2577)	-0.8974 *** (-8.2493)	-0.8969 *** (-8.2504)	-0.8857 *** (-8.1290)	-0.8858 *** (-8.1288)	-0.8790 *** (-8.0479)
LEV		-0.0068 (-0.1777)	-0.0103 (-0.2546)	-0.0019 (-0.0463)	-0.0020 (-0.0486)	0.0006 (0.0157)
ROA		0.0250 (0.2139)	0.0030 (0.0259)	-0.0043 (-0.0366)	-0.0083 (-0.0682)	-0.0025 (-0.0210)
SIZE			0.0003 (0.0376)	0.0054 (0.6864)	0.0054 (0.6850)	0.0052 (0.6427)
GROWTH			0.0168 ** (2.3775)	0.0166 ** (2.3530)	0.0166 ** (2.3497)	0.0165 ** (2.3353)
SOE				-0.0594 *** (-3.1068)	-0.0595 *** (-3.1091)	-0.0555 *** (-2.8421)
CF					0.0082 (0.1021)	0.0102 (0.1277)

续表

变量	(1) 股票流动性	(2) 股票流动性	(3) 股票流动性	(4) 股票流动性	(5) 股票流动性	(6) 股票流动性
HHI						0.2434 (0.9752)
TOP1						-0.0023 (-1.1766)
常数项	5.6035 *** (272.7138)	5.6059 *** (205.6251)	5.5997 *** (33.5680)	5.5076 *** (32.6948)	5.5079 *** (32.6933)	5.5535 *** (32.2953)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	27167	27167	27167	27167	27167	27167
$R^2$	0.3317	0.3317	0.3318	0.3323	0.3323	0.3324

注：括号里数字为  $t$  统计值；\*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5%、1% 的水平下显著。

表 11 换手率的中介效应

变量	(1) 公司价值	(2) 公司价值	(3) 公司价值	(4) 公司价值	(5) 公司价值	(6) 公司价值
股票流动性	0.0000 (0.0014)	-0.0007 (-0.0540)	-0.0005 (-0.0380)	-0.0021 (-0.1706)	-0.0022 (-0.1750)	-0.0023 (-0.1801)
POST×A	0.0730 (0.9894)	0.1547 ** (2.2328)	0.2126 *** (3.3876)	0.2266 *** (3.6199)	0.2243 *** (3.5888)	0.2151 *** (3.4148)
POST	0.1817 (0.6478)	0.2189 (0.8341)	0.1464 (0.6057)	0.1683 (0.7112)	0.1638 (0.6848)	0.1449 (0.6022)
LEV		-0.9684 *** (-9.1230)	-0.1692 (-1.6249)	-0.1516 (-1.4523)	-0.1598 (-1.5390)	-0.1994 * (-1.9018)
ROA		1.4440 *** (3.3116)	2.4128 *** (5.4659)	2.3975 *** (5.4579)	2.0434 *** (4.7734)	2.1813 *** (4.9318)
SIZE			-0.3544 *** (-19.4289)	-0.3437 *** (-19.0308)	-0.3446 *** (-19.1342)	-0.3283 *** (-17.7408)
GROWTH			-0.0156 (-1.2780)	-0.0159 (-1.3060)	-0.0182 (-1.4906)	-0.0173 (-1.4193)
SOE				-0.1242 *** (-3.0233)	-0.1262 *** (-3.0678)	-0.1131 *** (-2.7263)

续表

变量	(1) 公司价值	(2) 公司价值	(3) 公司价值	(4) 公司价值	(5) 公司价值	(6) 公司价值
CF					0.7240 <sup>***</sup> (4.1230)	0.7417 <sup>***</sup> (4.2162)
HHI						-1.9826 <sup>***</sup> (-3.8369)
TOP1						0.0096 <sup>**</sup> (2.3391)
常数项	1.9927 <sup>***</sup> (23.2342)	2.3920 <sup>***</sup> (24.0900)	9.7613 <sup>***</sup> (25.5352)	9.5782 <sup>***</sup> (25.3369)	9.6011 <sup>***</sup> (25.4701)	9.2575 <sup>***</sup> (23.3087)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	27167	27167	27167	27167	27167	27167
R <sup>2</sup>	0.0362	0.0652	0.1323	0.1336	0.1351	0.1396

注：括号里数字为 *t* 统计值；\*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5%、1% 的水平下显著。

7. 结论与政策建议

文章基于公司社会责任信息披露这一研究视角，就纳税信用评级披露与公司价值的相关性进行了理论分析，通过国家税务总局颁布的纳税信用评级披露制度的自然实验，使用 PSM-DID 模型进行实证研究，并进一步通过中介效应模型分析了纳税信用评级披露对公司价值的作用机理。

实证结果表明公开纳税信用评级 A 级名单能够提高 A 级公司的价值。一方面，纳税信用评级披露向公众传递了纳税信用 A 级公司良好履行纳税义务，在银行等机构的历史信用良好、财务账目规范 的信号。另一方面，纳税信用评级能够激励公司减少避税行为，从而缓解了避税行为造成的公司信息不透明情况。纳税信用 A 级公司与外界投资者的信息不对称问题的缓解降低了公司的资本成本和融资约束。公司更容易获得投资资金进行投资活动，有利于其价值的上升。

上述结论对政府、公司有一定的启示：对于政府来说，作为柔性税收征管方式的纳税信用评级制度对公司具有激励作用，可以有效缓解公司的融资约束，提高公司价值。这说明在现有税收征管制度下，纳税信用评级制度能够完善国家的税收管理，政府可以扩大其适用范围。对于公司来说，纳税信用评级披露使得信用 A 级公司融资约束水平降低，公司价值提高。因此，资金需求较高的公司可以通过改进税务行为成为信用 A 级公司，向资本市场传达积极信号。

## ◎ 参考文献

- [1] 陈玉清,马丽丽.我国上市公司社会责任会计信息市场反应实证分析[J].会计研究,2005(11).
- [2] 窦程强,张为杰,王建炜.纳税信用评级结果披露与研发投入[J].技术经济,2020(2).
- [3] 杜剑,史艳敏,杨杨.柔性税收征管对企业价值的影响——基于研发投入的遮掩效应[J].管理学刊,2021,34(3).
- [4] 段钊,涂秋阳,胡颖.上市公司对社会责任的自述“言之有据”吗?——信息披露实据性质量评估方法与实证研究[J].宏观质量研究,2021,9(5).
- [5] 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,2021,43(1).
- [6] 李姝,肖秋萍.企业社会责任、投资者行为与股票流动性[J].财经问题研究,2012(3).
- [7] 陆正华,黄加瑶.上市公司自愿性信息披露对提升公司价值的影响——基于我国证券市场的进一步验证[J].特区经济,2007(5).
- [8] 罗党论,甄丽明.民营控制,政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J].金融研究,2008(12).
- [9] 倪娟,孔令文.环境信息披露、银行信贷决策与债务融资成本——来自我国沪深两市A股重污染行业上市公司的经验证据[J].经济评论,2016(1).
- [10] 沈洪涛,王立彦,万拓.社会责任报告及鉴证能否传递有效信号?——基于企业声誉理论的分析[J].审计研究,2011(4).
- [11] 沈艳,蔡剑.企业社会责任意识与企业融资关系研究[J].金融研究,2009(12).
- [12] 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).
- [13] 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).
- [14] 汪炜,蒋高峰.信息披露,透明度与资本成本[J].经济研究,2004(7).
- [15] 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].经济研究,2009(3).
- [16] 温素彬,方苑.企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——利益相关者视角的面板数据分析[J].中国工业经济,2008(10).
- [17] 吴文锋,吴冲锋,芮萌.提高信息披露质量真的能降低股权资本成本吗[J].经济学(季刊),2007(4).
- [18] 姚曦.融资约束、财务信息披露质量与投资不足的实证检验[J].中国注册会计师,2016(8).
- [19] 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).
- [20] 余明桂,钟慧洁,范蕊.民营化、融资约束与企业创新——来自中国工业企业的证据[J].金融研究,2019(4).

- [21] 张然, 王会娟, 许超. 披露内部控制自我评价与鉴证报告会降低资本成本吗? ——来自中国 A 股上市公司的经验证据 [J]. 审计研究, 2012 (1).
- [22] 张宗新, 杨飞, 袁庆海. 上市公司信息披露质量提升能否改进公司绩效? ——基于 2002—2005 年深市上市公司的经验证据 [J]. 会计研究, 2007 (10).
- [23] 赵双, 袁晨, 李玫洁. 柔性税收征管与企业逃税——来自纳税信用评级披露的自然实验 [J]. 公共经济与政策研究, 2020 (00).
- [24] Anderson, J. , Frankle, A. Voluntary social reporting: An iso-beta portfolio analysis [J]. The Accounting Review, 1980 (3).
- [25] Baek, J. S. , Kang, J. K. , Park, K. S. Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis [J]. Journal of Financial Economics, 2004 (2).
- [26] Barber, B. M. , Odean, T. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors [J]. Review of Financial Studies, 2008 (2).
- [27] Bloomfield, R. J. , Wilks, T. J. Disclosure effects in the laboratory liquidity, depth and the cost of capital [J]. The Accounting Review, 2000 (1).
- [28] Desai, M. A. , Dharmapala, D. Corporate tax avoidance and high-powered incentives [J]. Journal of Financial Economics, 2006 (1).
- [29] Falck, O. , Heblich, S. Corporate social responsibility: Doing well by doing good [J]. Business Horizons, 2007 (3).
- [30] Healy, P. M. , Palepu, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature [J]. Journal of Accounting & Economics, 2001, 31.
- [31] Healy, P. M. , Wahlen, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting [J]. Accounting Horizons, 1999, 13 (4).
- [32] Hung, M. , Shi, J. , Wang, Y. The effect of mandatory CSR disclosure on information asymmetry: Evidence from a quasi-natural experiment in China [J]. Social Science Electronic Publishing, 2013, 33 (5).
- [33] Johnson, H. H. Does it pay to be good? Social responsibility and financial performance [J]. Business Horizons, 2003 (6).
- [34] Myers, S. C. , Majluf, N. S. Corporate financing decisions when firms have information investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984 (2).
- [35] Odean, T. Do investors trade too much? [J]. American Economic Review, 1999, 89 (5).
- [36] Robb, S. W. G. , Single, L. E. , Zarzeski, M. T. Nonfinancial disclosures across Anglo-American countries [J]. Journal of International Accounting Auditing & Taxation, 2001 (1).
- [37] Ruf, B. M. , Muralidhar, K. , Brown, R. M. , et, al. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective [J]. Journal of Business Ethics, 2001 (2).
- [38] Welker, M. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets [J].



Contemporary Accounting Research, 1995 (2).

### **The Impact of Tax-paying Credit Rating Disclosure on Firm Value and Mechanism Analysis**

Li Xun<sup>1</sup> Liu Yu<sup>2</sup> Li Yue<sup>3</sup>

(1, 2, 3 Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan, 430072)

**Abstract:** As the non-active disclosure information of the firm issued by State Taxation Administration of The People's Republic of China, the tax-paying credit rating has strong credibility. Existing research on the impact of tax-paying credit rating disclosure on firm value is very limited. Taking the A-share listed companies over the period 2009q1-2016q1 as a sample, this paper uses the natural experiment of the tax-paying credit rating disclosure system, and adopt the DID method to study the net effect of the tax-paying credit rating disclosure system on firm value for the first time. In addition, the intermediary effect model is used to analyze the mechanism. The empirical results show that after the disclosure of the tax-paying credit rating, the firm value of tax-paying credit A-level firms has increased significantly. The results of the intermediary effect model show that the tax-paying credit rating disclosure can directly increase firm value on the one hand, and indirectly increase firm value by reducing financing constraints on the other. The decline in the level of financing constraints is conducive to the firm's external financing, which in turn can increase investment and increase the firm value. However, the tax-paying credit rating disclosure did not increase the firm value of tax-paying credit A-level firms by improving stock liquidity. The conclusion not only expands the theory of the economic consequences of corporate social responsibility information disclosure, and also provides policy recommendations for government tax enforcement and corporate tax-paying behavior.

**Key words:** Tax-paying credit rating; Corporate social responsibility information; Firm value

专业主编: 潘红波