

所得税影响上市公司资本结构的实证研究

孙伟¹(教授), 刘翠翠²

【摘要】 企业所得税是影响上市公司资本结构的主要因素之一, 本文根据行业分类整理, 并随机抽取2008~2013年在沪深两市交易的203家上市公司作为样本进行多元回归分析, 发现企业所得税与资产负债率呈显著正相关关系, 成长性、非债务税盾、股权集中度、管理层持股比例与资产负债率呈显著负相关关系, 盈利能力与资本结构没有显著相关性。

【关键词】 企业所得税; 资本结构; 盈利能力

【中图分类号】 F276.6

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)03-0059-4

一、企业所得税影响资本结构的原理

根据资金的来源不同, 融资方式可以细分为负债融资和股权融资, 由负债资金和权益资金的比例构成的公司资本结构作为衡量融资计划的综合性财务指标, 不仅会影响上市公司当前的经营管理, 而且对其长期发展起着举足轻重的作用。我国政府通过所得税政策来调节微观市场主体的行为, 并在拉动经济增长中发挥作用。因此, 在我国结构性减税的大背景下, 研究所得税对资本结构的影响具有重大的现实指导意义。

理想市场假定条件下的经典MM理论指出, 不考虑所得税因素时, 债务筹资与股权筹资下的企业价值是不变的; 考虑所得税因素时, 由于税法规定在缴纳企业所得税时可以提前扣除债务融资利息, 而通过股权融资分配给股东的股利要缴纳所得税, 因此, 税前扣除负债筹资利息可以刺激企业通过负债筹资获得债务利息抵税收益。上市公司通过调整资本结构中的债务比例而获得的债务利息抵税收益所增加的企业价值被称为债务税盾效应。但现实中这种完美的市场假设是不存在的, 企业不可能完全使用负债融资获得经营发展所需资金, 其在进行筹资规划时还需要考虑财务风险和公司治理等方面的因素, 它们侵蚀了负债利息的税盾收益, 从而改变了上市公司的债务筹资和股权筹资比例。

二、实证研究设计

(一) 研究假设

假设一: 企业所得税与资本结构正相关。企业所得税的税率越高, 债务税盾作用就越明显, 上市公司更倾向于负债筹资。因此, 企业所得税税负较重的上市公司具有更高的资产负债率。

假设二: 企业规模与资本结构正相关。公司的经营规模越大, 占有的市场份额越多, 市场地位越高, 越倾向于纵向一

体化战略或实现多元化经营, 以有效分散经营风险。因此, 规模较大的公司具备更高的负债偿还能力, 凭借自身实力和良好的信誉易在银行和债券市场上获得所需资金。

假设三: 盈利能力与资本结构负相关。盈利能力较高的公司享有较高的信誉, 具备良好的负债偿还能力, 更容易从银行筹措到资金, 而且负债利息还有抵税的好处, 盈利能力较强的上市公司利润较高, 自由支配的现金流比较充足, 负债融资的财务风险比较低。此外, 负债的增加可以减少自由支配的现金流量, 制约管理者的在职消费行为, 所以上市公司在面临外部融资时更倾向于负债筹资。

假设四: 成长性与资本结构正相关。成长性好的公司大多数在发展时期, 仅靠内部留存收益难以满足发展需要, 通常会选择外部融资。但是我国的市场机制不健全, 股票增发和配股时间较长, 限制较多, 所以扩张阶段的上市公司多数会选择负债融资, 而且能向外界传递公司经营状况良好的积极信号。因此, 发展速度快、成长性好的公司具有较高的资产负债率。

假设五: 资产抵押价值与资本结构正相关。上市公司在提供资产抵押中的各类资产的抵债能力不同, 相对于无形资产, 有形资产如固定资产和存货, 其价值波动性比较小, 具有较强的资产保值特性。存货、固定资产等可抵押资产的比例越大, 公司的财务风险越小, 债务担保能力就越强, 银行通常会降低公司借款条件并且提升其信用等级, 从而上市公司获得负债融资的可能性更大。

假设六: 非债务税盾与资本结构负相关。固定资产折旧与无形资产摊销等在税前扣除能够抵减企业所得税, 给企业带来节税收益的非债务税盾与债务利息的抵税作用相互替代, 且负债融资会带来财务风险。所以, 上市公司的非债务税盾越大, 负债融资的动机就越小, 资产负债率越低。

□ 业务与技术

假设七:股权集中度与资本结构正相关。如果上市公司的股权集中度提高,控股股东为实现股东价值最大化会对管理者施加有效的监督与控制,降低管理者个人机会主义行为对公司产生的负面影响,管理者很难把公司财务杠杆调整到与其个人利益最大化相对应的水平,因此,上市公司为实现企业价值最大化通常会提高公司的负债水平。

假设八:管理层持股比例与资本结构负相关。伴随管理者拥有股份的增加,其在公司逐渐掌握主要地位,股东对管理者的监管作用会减弱,追求个人利益的管理者为提高他们的生活质量,在工作期间设法消极怠工,热衷于在职消费,甚至随意转移公司财富。管理者为规避公司负债过高给自己带来不确定风险,会把资产负债率控制在较低水平,因此选择减少负债融资,以降低其财务经营风险。

(二) 样本数据的选取

本文研究的数据来源于巨潮资讯网站、上海证券交易所网站、深圳证券交易所网站、中国上市公司资讯网和瑞思数据库,以2008~2013年在沪深两市交易的上市公司为样本,按照以下原则进行筛选:①剔除B股和H股发行的上市公司;②剔除金融保险类上市公司;③剔除财务数据不完整或者很不正常的ST类、PT类上市公司;④剔除应纳税所得额或者利润总额小于零的上市公司。根据行业特点,对上市公司进行分类整理,并随机抽取203家上市公司作为本次研究的对象。这203家公司涵盖了10个行业,具体见表1:

表1 上市公司行业分类

行业	样本数	所占比例	行业	样本数	所占比例
农林牧渔业	4	1.97%	交通运输业	8	3.94%
采掘业	5	2.46%	信息技术业	10	4.93%
制造业	130	64.04%	房地产业	12	5.91%
电力供水供气业	7	3.45%	综合服务业	9	4.43%
建筑业	5	2.46%	汇总	203	100%
批发零售业	13	6.41%			

(三) 变量指标的选取

1. 被解释变量。本文选择资产负债率作为被解释变量。资产负债率是上市公司负债与资产的比例,反映公司总资产中凭借债务所筹集的资金所占的比重。计算公式如式(1):

$$\text{资产负债率(DR)} = \text{负债总额} / \text{资产总额} \quad (1)$$

上式中负债总额是长期负债和短期负债的和,因为公司在银行取得的长期负债有限,总是连续使用短期负债来满足公司长期经营发展需要,因此,短期负债也是公司长期经营发展所需要资金组成的一部分。

2. 解释变量。在国内外的研究中,企业所得税的替换变量主要有法定税率、实际税率、三分变量法边际税率、模拟税率等,这几种变量的替换能力从低到高。由于我国上市公司存在税收优惠和母子公司实行的税率不一致情况,很难准确

判断上市公司的法定税率。同时,我国上市公司不对外披露纳税申报表,对应纳税所得额的数据很难获取。因此,本文根据上市公司对外披露的年报信息,选择实际税率为解释变量来替代上市公司的所得税税率。计算公式如式(2):

$$\text{实际税率(ETR)} = \text{所得税费用} / \text{利润总额} \quad (2)$$

实际税率的计算方法比较简单,更贴近公司的实际情况。基于税收的滞后性,即当期的税收会作用于上市公司未来年度的资本状况,本文在分析当前年度的资本状况时,采用前一年的实际税率。

表2 变量指标定义

变量名称	含义	说明
被解释变量	资本结构	资产负债率(DR)=负债总额/资产总额
解释变量	前一年度的实际税率	实际税率(ETR)=所得税费用/利润总额
	公司规模	总资产的自然对数(SIZE)=Ln(总资产)
控制变量	盈利能力	净资产收益率(ROE)=净利润/净资产
	成长性	托宾Q值(TQ)=市场价值/总资产
	资产抵押价值	资产抵押价值(MAV)=(存货+固定资产+无形资产)/总资产
	非债务税盾	累计折旧摊销占总资产比(NDTS)=(累计折旧+摊销)/总资产
	股权集中度	前十大股东持股比例(A ₁₀)
	管理层持股比例	管理层持股比例(MS)=管理层持股股数/总股数
	行业	十个虚拟变量(H ₁ -H ₁₀),将样本划分为10个行业:农林牧渔业、采掘业、制造业、电力供水供气业、建筑业、批发零售业、交通运输业、信息技术业、房地产业、综合服务业。

(四) 模型的构建

本文以资产负债率作为被解释变量,建立如下回归分析模型:

$$\text{DR} = \alpha_1 \text{ETR} + \alpha_2 \text{SIZE} + \alpha_3 \text{ROE} + \alpha_4 \text{TQ} + \alpha_5 \text{MAV} + \alpha_6 \text{NDTS} + \alpha_7 \text{A}_{10} + \alpha_8 \text{MS} + \alpha_9 \sum_{i=1}^{10} \text{H}_i + \varepsilon \quad (3)$$

三、实证研究分析

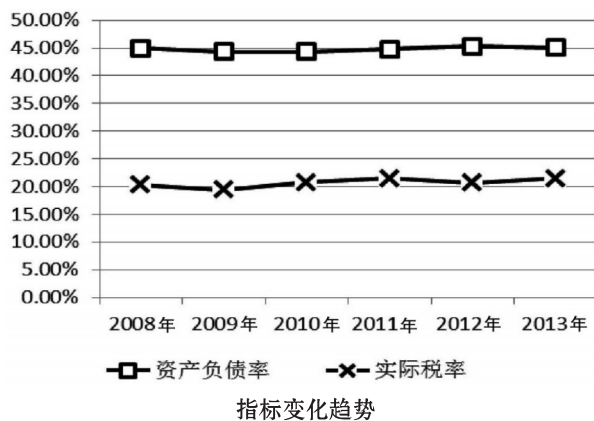
(一) 描述性统计分析

表3 样本总体的描述性统计

	极小值	极大值	均值	标准差
资产负债率	0.80%	86.81%	44.82%	0.19
实际税率	0.00%	25.00%	20.67%	0.05
公司规模	19.05	28.48	22.44	1.53
净资产收益率	-9.02%	512.86%	13.33%	0.18
托宾Q值	0.23	12.77	2.4778	1.73
资产抵押价值	7.00%	93.50%	49.21%	0.18
非债务税盾	0.00%	14.00%	2.69%	0.02
股权集中度	13.90%	130.67%	58.59%	0.17
管理层持股比例	0.00%	92.58%	7.29%	0.18

从表3可以看出,在所有的统计样本中,上市公司的资产负债率最小值为0.80%,最大值为86.81%,说明各个上市公司的资产负债率有较大差异,平均值为44.82%,接近50%,说明上市公司中负债与股东权益维持几乎相等的百分比。实际税率的最小值为0,最大值为25%,平均值为20.67%,比国家税法所规定的税率25%要低,说明国家税收优惠能够惠及大部分公司。

按不同的年度对样本指标的变化趋势进行分析,如下图所示。从中我们可以看到,我国上市公司的平均资产负债率总体上相对稳定,围绕45%小幅度变动,其中2012年的平均资产负债率略高。这一现象说明,上市公司的资本结构非常稳定,每年变动几乎不存在较大的差距。



从表4分行业描述性统计分析可以看出,不同行业的资产负债率平均值呈现出较大差距,其中资产负债率平均值最小的行业是交通运输业,为27.81%,资产负债率平均值最大的行业是建筑业,为79.77%,其次是房地产业。这种现象说明,不同行业的资本状况有很大差距,行业虚拟变量的设置很有必要。实际税率在各行业中相差不大,最高的是电力供水供气业,平均值为24.54%,最低的是信息技术业,平均值为18.03%,这一低税率与国家税收优惠政策相关,体现了国家鼓励高新技术行业的发展。

表4 分行业描述性统计分析

行业	资产负债率		实际税率	
	均值	标准差	均值	标准差
农、林、牧、渔业(H1)	36.59%	0.15	21.07%	0.05
采掘业(H2)	36.43%	0.16	22.00%	0.05
制造业(H3)	41.15%	0.17	19.53%	0.05
电力供水供气业(H4)	55.82%	0.15	24.54%	0.02
建筑业(H5)	79.77%	0.05	21.16%	0.05
批发零售业(H6)	55.62%	0.23	23.29%	0.03
交通运输业(H7)	27.81%	0.16	24.42%	0.02
信息技术业(H8)	41.40%	0.18	18.03%	0.06
房地产业(H9)	65.39%	0.10	23.88%	0.03
综合服务业(H10)	52.12%	0.16	22.15%	0.06

(二)相关性检验

在回归分析中,为了避免多重共线的问题,有必要对研究中的变量指标进行检验,本文对模型中除行业因素之外的解释变量和控制变量做多重共线性检验,结果如表5所示:

表5 多重共线性检验

模型	容差	实际税率	公司规模	净资产收益率	托宾Q值	资产抵押价值	非债务税盾	股权集中度	管理层持股
		VIF	1.157	1.365	1.093	1.413	1.833	2.013	1.183

如果容忍度小于1,方差膨胀因子(VIF)大于10,说明各变量严重共线。根据以上各变量之间的多重共线性检验结果可知,各变量之间的容忍度大于0.5,方差膨胀因子基本小于2,从整体可以判断各变量之间没有共线性的问题。

(三)多元回归分析

1. 以资产负债率作为被解释变量的多元回归分析。根据表6的回归结果可知,解释变量实际税率的标准系数为0.092,说明实际税率与资产负债率呈正相关关系,并且在95%的置信区间上通过了t检验,相关系数显著异于0,与前文所提到的假设一正好相符,即企业所得税与资产负债率呈正相关关系,高税率的上市公司往往通过增加负债的方式获得利息抵税的好处。因此,税负越高的上市公司越愿意选择债务筹资。

表6 多元回归分析结果

模型	非标准化系数		标准系数	t	Sig.
	B	标准误差	试用版		
(常量)	-31.338	10.068		-3.112	0.002
实际税率	12.362	8.772	0.092	1.409	0.009
公司规模	3.785	0.433	0.270	8.736	0.000
净资产收益率	0.022	0.025	0.024	0.881	0.379
托宾Q值	-0.028	0.003	-0.271	-8.633	0.000
资产抵押价值	0.161	0.037	0.156	4.360	0.000
非债务税盾	-107.378	34.292	-0.117	-3.131	0.002
股权集中度	-0.101	0.033	-0.088	-3.064	0.002
管理层持股	-0.100	0.035	-0.085	-2.892	0.004
H1	1.605	3.890	0.011	0.413	0.680
H2	-8.917	4.439	-0.054	-2.009	0.045
H3	18.027	3.126	0.385	2.169	0.781
H4	5.000	2.683	0.051	1.863	0.063
H5	29.590	3.975	0.204	7.443	0.000
H6	13.504	1.901	0.202	7.102	0.000
H7	-16.432	2.641	-0.170	-6.222	0.000
H8	4.322	2.402	0.051	1.799	0.072
H9	9.837	2.509	0.130	3.921	0.000
H10	11.447	2.614	0.119	4.380	0.000

□ 业务与技术

控制变量与资产负债率基本上存在显著关系,这表明选取的控制变量相对正确,加大了实证研究的诠释力度。上市公司的规模、成长性、资产抵押价值、非债务税盾、股权集中度与管理层持股比例都在95%的置信区间上通过了t检验。

公司规模和资产抵押价值与资产负债率呈正相关关系,验证了前文所提到的假设二和假设五。非债务税盾和管理层持股比例与资本结构呈负相关关系,也与前文所提到的假设六和假设八相符。成长性与资产负债率呈负相关关系,这与本文所提到的假设相悖。股权集中度的相关系数为负,说明其与资本结构负相关,这与前面的假设七相反。而盈利能力在95%的置信区间上没有通过检验,相关系数不显著异于0,即盈利能力与资本结构没有显著的相关性。

在行业虚拟变量中,大部分行业与资产负债率有显著的相关关系。其中,建筑业、批发零售业、房地产业和综合服务业与资产负债率呈显著的正相关关系,说明这些行业收益比较稳定,风险也较小,资产负债率比较高;而采掘业和交通运输业则与资产负债率呈显著的负相关关系;其他行业没有通过检验。因为不同行业的经济业务有差异,资产结构、成长性、对资金的需求状况都不一样,所以不同行业公司的杠杆水平因其自身的状况表现出不同的资本结构特征。

2. 实际税率对资本结构的影响程度检验。为了进一步研究实际税率对资本结构的影响程度,本文首先选择所有解释变量和控制变量进行回归分析,发现整体回归的调整R方为0.82,说明样本回归分析的拟合优度比较好。然后剔除实际税率,选择剩下的所有控制变量再进行一次回归分析,回归分析的调整R方为0.7。两者的差值为12%,说明实际税率对资本结构的解释能力为12%,实际税率能够增强回归分析的解释能力。

四、结论与建议

(一) 研究结论

企业所得税与上市公司的资本结构有显著的正相关关系。尽管债务具有到期还本付息的偿债压力,但是在缴纳企业所得税时能提前扣除债务融资利息,债务利息抵税的特性刺激了上市公司在筹资决策时选择负债融资的动机。因此,上市公司在融资决策时更加倾向于负债融资,这会影响到上市公司的资产负债率,提高债务筹资的比重。

盈利能力与资产负债率无显著关系,这与前面的假设相矛盾,其原因可能是债务融资有到期还本付息的压力,股权融资会稀释原有股东的控制权,而在内源融资方式下,公司不需要向其他人支付任何成本和费用,盈利能力较强的公司利润水平比较高,有较多的留存收益,在进行筹资决策时首先会选择融资成本较小的内源融资,只有当内部留存收益不足时才会选择外源融资,因此,盈利能力与上市公司的资本结构没有显著的相关性。

成长性与资产负债率负相关,与本文所提出的假设也相

矛盾,其原因可能是成长性良好的公司大部分处于发展初期,抵御风险的能力比较弱,在进行筹资决策时一般不会过多地选择负债融资,而会采用留存收益和股权融资,以便让自己具有较低的偿债压力。

股权集中度与本文的假设相反,其原因可能是债务较多导致需要大量的资金偿还,增加了公司的财务风险,以致控股股东无法在自己掌权的范围内掠夺公司财富,为了挣脱枷锁,降低财务风险,会较少地选择债务融资。

(二) 建议

第一,减轻企业所得税税收负担。由实证研究的结论得知,企业所得税税负越高,上市公司越倾向于选择负债融资。因此,减轻企业所得税税收负担能够有效降低债务利息的抵税收益,从而减弱上市公司采取债务融资的动机,降低上市公司的财务风险。同时,也能鼓励上市公司的筹资方向转向股票市场,有利于促进我国股票市场的健全发展。

第二,建立健全的债券市场。我国上市公司的大部分债务融资都来源于银行贷款,只有很少一部分来源于债券市场。这一局面导致上市公司过分依赖银行贷款,增加银行金融系统的财务风险,严重影响到国民经济的健康发展。为了优化债务融资的分布,我国应该建立健全的债券市场,实现银行业与债券市场的平衡发展。应建立相关的法律体系,加强对债券市场的监管,使债券持有人的合法权益得到相应保护,鼓励债券市场积极、健康、稳定地发展。

主要参考文献:

- 汤阳阳. 新企业所得税制度与资本结构的相关性分析[J]. 山西财政税务专科学校学报, 2011(5).
- 田高良, 赵莉君. 所得税对我国上市公司资本结构的影响[J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2008(3).
- 蔡宏标. 企业所得税对资本结构的影响——来自中国上市公司的经验分析[J]. 商业时代, 2012(20).
- 梁怡爽. 企业所得税改革对资本结构影响分析[J]. 财会通讯, 2012(11).
- 申玲, 韩丹丹, 张丽丽. 新企业所得税对企业资本结构影响分析——基于陕西国有纺织企业的实证分析[J]. 财会通讯, 2012(15).
- 张晴, 任建雄, 徐珍. 上市公司资本结构的影响因素实证研究——以宁波为例[J]. 资本观察, 2011(7).
- 童年成. 上市公司资本结构影响因素分析[J]. 商业研究, 2010(10).
- 马丽娜, 岳晓伟. 我国中小企业资本结构影响因素研究——基于上市中小企业的实证检验[J]. 铜陵学院学报, 2012(1).

作者单位: 1. 哈尔滨理工大学管理学院, 哈尔滨 150080; 2. 哈尔滨理工大学经济学院, 哈尔滨 150080