

所得税

对上市公司权益资本成本的影响研究

李桂萍 © 著

RESEARCH ON THE IMPACT OF
INCOME TAX UPON THE COST OF EQUITY CAPITAL OF
LISTED COMPANIES

INCOME TAX

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

序 言

美国经济学家莫蒂格莱尼 (Modigliani) 与米勒 (Miller) 于 1958 年发表的《资本成本、公司财务与投资理论》一文,创造性地利用“无套利证明”分析方法提出无税条件下资本结构无关理论,开创了现代资本结构理论研究的先河。为增加资本结构理论对美国现实的解释力度,1963 年,他们引入公司所得税对资本结构理论进行修正:存在公司所得税时,负债经营会为公司带来税收节约效应,公司资本结构与公司价值、资本成本有关,公司所得税是影响公司资本成本的重要因素。1977 年,米勒在《金融杂志》(*The Journal of Finance*)上发表文章《债务与税收》(*Debt and Taxes*),进一步将个人所得税引入含公司所得税的 MM 理论,提出了米勒均衡模型:税收中性条件下,个人所得税是公司债务融资动力的一个“刹车”装置,利息收入个人所得税的损失等于公司增加负债所减少的公司所得税利益,资本结构与公司价值、资本成本无关。米勒均衡理论对资本结构无关理论进行了全面总结和诠释。基于 MM 理论强大、坚实的理论基础,现代财务理论与金融理论得到了蓬勃发展。

作为联结资本市场、公司财务政策与公司价值的核心范畴,资本成本日益成为学术界关注的热点之一。40 年来国内外学者主要从宏观、微观与估算三个方面对资本成本理论展开研究。从宏观视角看,资本成本是一定时期资本使用权的价格,在由资本供给与资本需求的均衡状态决定的条件下,受到法律制度环境、金融监管、宏观经济政策、市场竞争以及经济增长等因素的影响;资本成本在经济分析中扮演着重要角色 (Mariana Spatarceanu, 2008),它可以促进资源的有效配置,实现财富的合理分配,保证经济的增长以及维护社会的稳定。从微观视角看,资本成本是投资者基于投资风险对公司所提出的要求报酬率,它联结着投资者与公司间的利益与行为,受到公司治理、内部控制、财务政策、会计、审计与信息等因素的影响;同时,理性投资者以资本成本为依据进行股票的买卖,而公司也以资

本成本为依据进行投资、融资和股利分配,实现以股东财富最大化为理财目标的现代公司的价值管理。科学估算资本成本是理论界与实务界开展资本成本应用研究的重要前提,不同的风险补偿法、内含报酬率法和平均历史报酬率法不断涌现,如资本资产定价模型(CAPM)、套利定价模型(APT)、三因素模型(FFM)以及各种隐含估算模型等。

需要指出的是,无论资本成本的宏观应用与微观应用研究,还是资本成本估算技术研究,一个不争的现实基础是,一段时期后,公司、投资者都需要依据各自的所得缴纳公司所得税和个人所得税,资本成本是公司缴纳公司所得税后需向投资者支付的包含个人所得税的报酬率,或者说是公司所得税之后、投资者个人所得税前要求的报酬率。显然,企业所得税、个人所得税是公司资本成本的重要影响因素,这一点在米勒均衡模型中体现得淋漓尽致。米勒(1977)关于税收中性条件下资本结构与公司价值、资本成本无关的思想深深地影响着后期财务理论界对资本成本理论的研究,绝大多数学者在估算资本成本时都会自觉不自觉地忽略所得税因素的影响,因为他们一直认为经典的MM理论公司价值、资本成本与所得税、资本结构无关。

然而,税收中性是各国政府税制改革追求的理想境界,现实中世界各国的税收制度并非中性,投资者承担的税负不同,公司相关的避税策略存在差异,个人所得税、公司所得税成为公司资本成本的重要影响因素。20世纪八九十年代,西方发达国家为应对滞胀,纷纷推出税制改革,所得税税负大幅降低;20世纪末,美国、英国、德国、日本、加拿大、法国等国家开展新一轮的减税措施;21世纪以来,大多数发达国家出台了减税方案,俄罗斯、波兰等转轨经济国家,韩国、新加坡等新型工业化国家以及印度、马来西亚、中国等发展中国家也加入了减税的行列,美国继《美国纳税人减税法案》实施后,2017年12月特朗普政府计划开展大幅度的减税措施。不同国家所得税的频繁削减是否对公司资本成本产生影响,成为财务与税收学界关注的重要问题。在此背景下,李桂萍的《所得税对上市公司股权资本成本的影响研究》的出版,是对该研究课题进行的一次必要的、可贵的、有意义的尝试与探索。

本书是作者在博士论文的基础上进一步修补完成的。作者借鉴国外关于所得税影响公司股权资本成本的研究成果,针对21世纪中国所得税法规特点,以2000~2014年中国证监会全部行业上市公司为研究对象,分析了

2000年以来我国上市公司所得税税负和股权资本成本的现状,构建了我国含所得税的股权资本成本模型,数理分析出不同条件下企业所得税、个人所得税与公司股权资本成本的具体关系,利用了回归分析、结构方程组实证研究了所得税对公司股权资本成本的具体影响及机制,并从政府和公司层面提出相关建议。本书研究发现,公司股权资本成本与所得税税负存在二次曲线函数关系,不同行业公司两者间二次曲线函数关系存在差异;2008年《中华人民共和国企业所得税法》实施后,上市公司总体股权资本成本下降;公司融资政策在企业所得税影响公司股权资本成本过程中,发挥了有调节的完全中介效应。2006年个人所得税法规修订后,上市公司总体股权资本成本增加;公司融资和股利分配政策作为个人所得税影响公司股权资本成本的中介变量,发挥了调节性的桥梁作用。2005年股利税减税促使公司股权资本成本增加;2013年股利税差异化政策实施后,投资者持股时间延长(缩短)的公司股权资本成本显著提高(降低);个人投资者及证券投资基金持股比例提高(下降)的公司股权资本成本显著提高(降低);股利分配减少(增加)的公司股权资本成本显著提高(降低)。整体而言,公司财务(运营、融资和股利)政策在所得税影响公司股权资本成本中发挥了中介作用;与企业所得税的资本成本效应相比,个人所得税的股权资本成本效应较高;公司财务政策的中介效应存在非对称性,即在企业所得税影响公司股权资本成本过程中,公司财务政策发挥了较强的缓冲剂作用,而在个人所得税影响公司股权资本成本过程中,公司财务政策却发挥了较弱的加速器作用。

最后,作者从公司和政府视角提出建议:公司应在充分利用所得税法规条款,把握所得税对公司权益资本成本直接影响的基础上,做好公司运营管理,合理安排融资规模、结构,制定科学的股利分配政策,发挥公司财务政策的中介效应,控制公司的资本成本,实现公司的理财目标。政府应在考虑公司财务政策中介效应的基础上,构建内部均衡的所得税法规体系,完善相关税收金融配套措施,依据行业特点适度降低企业所得税税负,调整好微观经济主体的利益关系,保障资本市场的长远健康发展,促进经济可持续增长。

总体而言,本书运用中国这一新兴发展中国家的经验数据,较全面、深入地研究了中国所得税改革对上市公司股权资本成本的影响。一方面,检验了非税收中性条件下,企业所得税、个人所得税对公司股权资本成本

的影响，验证了 MM 理论在中国资本市场上的适用性；另一方面，揭示了我国所得税改革对公司股权资本成本的影响取决于公司财务政策的调整（或者说公司避税程度）。本书从微观视角分析了所得税改革的资本成本效应。本书的研究有助于延续与深化我国的含税资本成本理论，有助于理论界、决策者全面认识所得税通过公司调整财务政策来影响股权资本成本的过程，为我国所得税法规的修订、完善提供理论和经验的支持；同时，也为中国公司优化财务行为、提高竞争力提供建议和启示。

汪平

财务学教授、博士生导师

2018 年 1 月 28 日，北京

5.2	描述性统计	/	110
5.3	相关分析与回归模型构建	/	114
5.4	回归结果与分析	/	118
5.5	稳健性测试与分析	/	127
6	个人所得税对上市公司权益资本成本的影响：实证分析	/	134
6.1	研究设计	/	134
6.2	描述性统计	/	143
6.3	相关分析与回归模型构建	/	145
6.4	回归结果与分析	/	150
6.5	稳健性测试与分析	/	159
7	所得税对上市公司权益资本成本的影响：整体检验及分析	/	169
7.1	所得税影响上市公司权益资本成本的整体检验： 2000~2012年	/	170
7.2	所得税的权益资本成本效应分析	/	187
8	结论、建议与展望	/	193
8.1	结论	/	193
8.2	建议	/	195
8.3	研究局限性及展望	/	198
	参考文献	/	200
	后记	/	218

1 导 论

资本成本作为现代公司财务理论的一个核心范畴,不仅对公司的保值增值起着战略性作用,^①而且也在经济分析中扮演着重要的角色。^②所得税作为国家调控微观经济主体的重要手段,影响着公司及投资者的财务活动,调节着公司以及个人投资者的现金流收益。自从1963年MM理论把公司所得税引入权益资本成本模型以来,所得税对公司权益资本成本的影响一直得到西方理论界的高度关注。2000年以来,我国所得税法规得到了不同程度的修订。所得税对我国公司权益资本成本究竟产生怎样的影响?成为近年来所得税改革亟须解决的理论与实践问题之一,同时,也是当前我国理论界研究资本成本的新视角,更是我国“十三五”规划加强资本市场制度建设研究之根本。本章以所得税影响公司权益资本成本的国外理论以及我国所得税法规修订的现实,说明了本书的研究背景、意义以及研究方法,界定了所得税税负、权益资本成本等概念,介绍了研究内容和框架,并指出本书的研究特色与创新点。

1. 1 研究背景与意义

1. 1. 1 研究背景

1. 理论背景

1958年,莫蒂格莱尼与米勒(Modigliani and Miller)提出了著名MM

① Edward McLaney, John Pointon, Melaniethomas and Jon Tucker. Practitioners' Perspectives on the UK Cost of capital [J]. The European Journal of Finance, 2004, 10 (2): 123 ~ 138.

② Mariana Spatareanu. The Cost of Capital, Finance and High-tech Investment [J]. International Review of Applied Economics, 2008, 22 (6): 693 ~ 705.

理论,即在无税、完美市场^①条件下,资本结构与公司价值无关,杠杆公司与无杠杆公司的资本成本相同,公司资本成本与资本结构相独立,两者无关。^② 1963年,他们在《美国经济评论》发表《企业所得税与资本成本:一项纠正》(*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction*)一文,把公司所得税引入MM理论,^③提出当存在公司所得税时,如果公司具有无限的利息扣除能力,杠杆公司与无杠杆公司相比,其债务利息具有免税收益,公司风险增加,但公司权益资本成本的增加幅度小于利息的免税作用,从而使杠杆公司的加权平均资本成本低于无杠杆公司的资本成本,其加权平均资本成本的计算公式为:

$r_{WACC} = \left(1 - \frac{t_c B_L}{V_L}\right) r_u$, 杠杆公司权

益资本成本计算公式为: $r_s = r_u + (r_u - r_B)(1 - t_c) \frac{B_L}{S_L}$, 其中 t_c 、 B_L 、 S_L 、 V_L 、 r_u 、 r_B 分别表示杠杆公司所得税边际税率或平均税率、债务价值、股权价值、公司价值、无杠杆公司的资本成本以及负债的资本成本。显然,当存在公司所得税时,资本成本与资本结构有关,公司所得税影响公司加权平均资本成本和权益资本成本。

受MM理论的启发,法拉和萨尔温(Farrar and Selwyn, 1967)最早研究了所得税差异对公司融资、股利政策的影响,他们依据美国公司所得税、个人所得税与资本利得税的特点,分别对无税、仅存在公司所得税、仅存在个人所得税和两种所得税都存在四种情况下的公司财务政策进行研究,发现由于税收政策的非中性,政府征税对公司财务决策产生额外的效应,公司对财务政策的调整影响了公司的资本成本和价值。针对MM公司价值模型缺陷,斯特普尔顿(Stapleton, 1972)构建了含公司所得税、个

① MM无税理论建立在以下假设基础上:(1)具有相同经营风险的企业处于同类风险级;(2)投资者对公司未来收益、风险的预期是相同的;(3)没有交易成本,投资者可以在无风险市场上以同等利率借款;(4)不存在破产风险、信息不对称;(5)企业的增长率为0。详细参见F. Modigliani, M. H. Miller. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* [J]. *The American Economic Review*, 1958, 48 (3): 261~297. 中文版见卢俊:《资本结论理论研究译文集》,上海人民出版社2003年版。

② 此处是从资本成本视角对无税MM理论的重新描述,与无税MM资本结构无关论的实质内容相同。

③ 有公司税的MM理论认为,由于负债利息可以抵税,举债可以减少企业纳税,增加企业价值,公司价值与公司债务价值成正比,等于无杠杆公司价值与债务融资“节税”价值的和,即 $V_L = V_U + t_c B$, 其中 B 表示公司债务的市场价值。

人所得税的公司价值和资本成本模型,分析了负债融资政策变化对公司价值、资本成本的影响,解释了个人所得税的存在削减了负债融资公司所得税的节税利益,从而对负债融资产生负面影响。罗比切克等 (Robichek et al., 1966)、克劳斯等 (Kraus et al., 1973)、斯科特 (Scott, 1976) 从破产成本视角解释了含公司税 MM 理论与现实的反差,提出最优资本结构是债务融资的税收利益和破产成本的权衡。詹森和麦克林 (Jensen and Meckling, 1976)、梅耶斯 (Myers, 1977) 在债务可能引发财务危机基础上,继续引入代理成本,提出同时考虑税收、财务危机成本和代理成本的权衡理论。

针对以上学者对 MM 理论的扬弃,1977 年米勒在《金融杂志》(The Journal of Finance) 上发表文章《债务与税收》(Debt and Taxes),将个人所得税引入有税的 MM 理论,提出了米勒均衡模型,^①认为个人所得税是公司债务融资动力的一个“刹车”装置,它(而不是破产成本)能够解释理论与美国现实间的差异,另外,当公司所得税和个人所得税同时存在时,杠杆公司的权益资本成本等于无杠杆公司资本成本加上经公司所得税和个人所得税调整后的杠杆公司财务风险溢价,计算公式为:

$$r_s = r_u + \frac{B_L}{S_L} \frac{(1-t_c)(1-t_s)}{1-t_B}$$

($r_u - r_B$), 其中, r_u 、 B_L 、 S_L 、 t_c 、 t_s 、 t_B 、 r_B 分别为完全股权融资公司的资本成本、杠杆公司负债价值、杠杆公司股权价值、公司所得税税率、股东股票所得的个人所得税(股利所得税)税率、债权人利息所得的个人所得税(利息所得税)税率和负债的资本成本(利率),可见,公司所得税、个人所得税是影响公司加权平均资本成本和权益资本成本的重要因素。

自 20 世纪 60 年代初以来,西方学者相继从不同视角展开了所得税与公司权益资本成本关系的研究,研究集中在含税权益资本成本模型、税对权益资本成本的影响两个方面(见第 2 章所得税影响公司权益资本成本的研究综述),得出了各种不同的含税权益资本成本模型,所得税对上市公司权益资本成本产生了不同影响的观点。由于西方学者在研究所得税和公司权

① 米勒模型认为含公司税的 MM 理论高估了负债的好处,个人所得税减少了个人从投资中获得的利息收入,利息收入个人所得税的损失与公司增加负债所减少的公司所得税利益大致相等,公司价值与资本结构无关,含公司所得税和个人所得税的杠杆公司价值为: $V_L = V_U +$

$$\left[1 - \frac{(1-t_c)(1-t_s)}{1-t_B} \right] B_o$$

益资本成本关系时,所考虑的所得税因素都是基于各自国家资本市场的税制特点,与我国资本市场税制存在很大的差异,有必要构建我国所得税制环境下的权益资本成本模型,探究我国所得税对上市公司权益资本成本的影响。

2. 现实依据

传统观点认为减税可以降低资本成本,促进投资增长。20世纪70年代以来,美英等西方国家不断推出减税措施,世界性减税潮流不断涌现,减税成为政府刺激投资的主要工具。美国所得税减税实践也验证了以上观点,美国学者冈瑟等(Guenther et al., 2005)、达利瓦等(Dhaliwal et al., 2007)发现,2003年美国股息税下调后,美国公司的资本成本显著下降。然而,西方学者盖尔等(Gale et al., 2005)却认为减税增加了资本成本,抑制了投资增长,这与赛克斯和维里克查尔(Sikes and Verrecchia, 2010, 2012)关于所得税与资本成本的研究相一致:他们发现,在公司系统性风险高、市场溢价高或无风险收益率很低时,投资者权益所得税与资本成本负相关。进入21世纪以来,我国对个人所得税、公司所得税法规进行了数次修订:2005年6月个人股利所得税实际税率下降,个人所得税费用扣除标准或免征额(以下简称个人所得税)免征额也得到了三次上调(免征额2006年1月1日起调至1600元/月;2008年3月1日起调至2000元/月;2011年9月1日起调至3500元/月),2008年实施《中华人民共和国企业所得税法》(简称《企业所得税法》,俗称“新公司所得税法”),公司所得税税率下调(基本税率由33%降低至25%),2013年1月1日我国实施股利差别化个人所得税政策。以上所得税法规的变革为本书研究我国所得税对上市公司权益资本成本的影响提供了良好的研究背景、素材。

作为现代财务学、金融学的一个核心概念,资本成本是资本市场发挥定价与资源配置功能的重要工具,我国所得税对公司资本成本的影响,决定着我国政府通过所得税政策来调控微观主体行为的效果,影响着刺激经济增长的作用,因此,所得税对公司资本成本的影响是我国学术界、实务界面临的迫切需要解决的一项课题,加权平均资本成本是考虑公司各种融资形式而确定的综合资本成本或总资本成本,公司债权的资本成本常以契约利息形式来约定,权益资本成本由于在资本成本市场上形成,估算的难度、复杂性较大,因此,权益资本成本乃为资本成本理论的核心。鉴于21世纪以来我国公司债务利息所得税的稳定性,本书以我国上市公司数据为依据,主要研究我国所得税对上市公司权益资本成本的影响。

1.1.2 研究意义

基于以上理论背景分析,本书借鉴所得税与权益资本成本关系的国外理论,构建适合我国所得税特点的权益资本成本模型,分析我国所得税对上市公司权益资本成本的影响。具体而言,本书研究的理论意义表现为:第一,本书结合我国所得税税制的特点与国外含税资本成本构建方法,构建适合我国国情的含税权益资本成本模型,数理分析出所得税与权益资本成本的关系,本书的研究是对含税资本成本理论的延续与深化。第二,本书通过探究所得税影响公司权益资本成本的机制,有助于理论界、决策者全面认识所得税通过企业调整财务政策来影响权益资本成本的过程,为21世纪以来我国所得税法规的修订、完善提供理论和经验的支持。第三,本书研究了我国个人所得税、公司所得税与权益资本成本的关系,分析了所得税对上市公司权益资本成本的具体影响,这对于丰富含税资本成本的理论、推动企业(政府)科学地做出纳税(税收)决策具有主要的理论意义。

通过估算我国上市公司的所得税税负、权益资本成本,分析所得税对上市公司权益资本成本的具体影响,本书具有以下实践意义:第一,依据本书构建的我国含税权益资本成本模型,可以判断出我国所得税与公司权益资本成本的关系。第二,本书通过剖析所得税影响公司权益资本成本的机制,有助于企业在制定财务决策时,充分考虑所得税因素,进而控制公司资本成本,提升公司的价值。第三,依据所得税对上市公司权益资本成本的具体影响,从公司资本成本视角,为完善“十三五”时期的所得税政策提供建议。

1.2 研究方法 with 基本概念界定

1.2.1 研究方法

根据经典经济学教材对研究方法的解释,规范研究与实证研究分别是回答“应该是什么”“实际是什么”问题的分析方法,盖地等(2012)在说明会计研究方法时,把规范研究方法的本质解释为模型化的逻辑推理求证过程,把实证研究方法的本质解释为利用统计技术进行假设检验的过程。从有税的MM理论到2013年美国《会计评论》刊发的《财务约束影

响股利税与权益资本成本的关系吗?》一文,^① 国内外学者对所得税与权益资本成本关系的研究主要采用了规范研究和实证研究两种分析方法。一方面,西方学者利用模型化的逻辑推理过程研究了各自国家的含税权益资本成本模型,他们首先依据本国税制特点提出相关假设,建立分析模型,然后对模型进行推理求证,得出结论;另一方面,研究者利用统计技术方法进行假说检验,他们首先根据规范理论提出研究假说,收集相关数据,然后利用统计方法检验假说,解释结果并形成结论。本书借鉴西方关于所得税与权益资本成本关系的研究理论,从微观公司视角,结合我国宏观税制特点,利用规范与实证方法,研究了我国所得税对上市公司权益资本成本的影响。具体方法如下:

第一,文献分析法。本书第2章综述了国内外关于所得税与权益资本成本关系的相关文献,评述了构建含税资本成本模型的理论精髓、所得税与权益资本成本的具体关系以及国内外研究的现状,剖析了目前研究的缺陷,这是本书研究的基础。

第二,规范研究法。本书第4章使用规范研究方法,首先构建了基于我国所得税税制特点的含税权益资本成本模型,对模型进行导数分析,数理推出所得税与公司权益资本成本的关系;然后借助所得税与公司财务政策的关系,理论分析出所得税影响公司权益资本成本的机制。此外,本书结论部分基于我国所得税对上市公司权益资本成本的具体影响,用规范研究方法提出了公司控制资本成本的措施以及政府完善所得税法规的建议。

第三,实证研究方法。本书第3章运用2000~2012年我国证监会全部行业上市公司相关数据,计量了公司所得税税负和公司权益资本成本,描述了21世纪以来各行业以及上市公司总体的所得税税负、权益资本成本的现状;第5章用多元回归方法、曲线方程和结构方程实证分析了公司所得税对上市公司权益资本成本的影响;第6章用多元回归方法和结构方程组,实证分析了个人所得税对上市公司权益资本成本的具体影响;第7章首先利用2000~2012年上市公司数据,借助多元回归方法、曲线方程和多元多中介变量方程组,整体检验了所得税对上市公司权益资本成本的具体影响及机制,其次分析了所得税的具体权益资本成本效应。

^① Zhonglan Dai, Douglas A Shackelford, Harold H. Zhang. Does Financial Constraint Affect the Relation Between Shareholder Taxes And the Cost of Equity Capital? [J]. The Accounting Review, 2013, 88 (5): 1603 ~1627.

第四,比较分析法。本书第7章通过计量所得税的权益资本成本效应,比较了公司融资政策、股利政策、运营政策的中介效应的差异性;比较了公司财务政策在公司所得税、个人所得税影响上市公司权益资本成本过程中的中介效应的非对称性。

1.2.2 基本概念的界定

1. 所得税、所得税税负

所得税又称所得课税、收益税,是国家对个人、生产经营等经济组织的各种所得征收的一种税,它最早产生于18世纪末期的英国,至今已有200多年的历史。由于所得税以纳税人的收益为负担能力标准,税基广泛,比较符合公平、量能负担原则,具有“内在稳定器”的经济调节功能,被世界各国广泛使用。根据所得税征税对象范围的不同,所得税有广义和狭义之分。狭义的所得税是以纯所得为征税对象,具体包括公司所得税、^①个人所得税和资本利得税;广义的所得税以纯所得和毛收入为征税对象,不仅包括公司所得税、个人所得税和资本利得税,还包括社会保障税(也称工薪税、工资税),社会保障税是在收入分配环节征收的,以毛收入为征税对象,实质上是一种“准所得税”。本书的所得税采用狭义的所得税概念。

中华人民共和国所得税的征收始于1950年政务院发布的《全国税政实施要则》,工商税中的所得税、存款利息所得税与薪给报酬所得税属于所得税性质,标志着我国所得税体系初步建立,但其后所得税地位不断下降弱化。1980年9月,我国颁布《中华人民共和国中外合资经营企业所得税法》和《中华人民共和国个人所得税法》,标志着我国所得税体系的重建与加强;1981年我国颁布《中华人民共和国外国企业所得税法》,建立了涉外所得税制;1983年后逐渐开征国有企业所得税、集体企业所得税、城乡个体工商户所得税、个人收入调节税、私营企业所得税等;1991年后相继合并了涉外企业所得税法、内资企业所得税法和个人所得税法,形成了外商投资企业和外国企业所得税、企业所得税(内资企业)与个人所得

^① 本书主要研究我国所得税对上市公司权益资本成本的影响,由于我国上市公司缴纳所得税,在1994~2007年期间主要依据1993年12月13日国务院颁布的《企业所得税暂行条例》,2008年后主要依据2007年3月16日十届人大五次会议通过的《企业所得税法》,由于本书采用“公司所得税”的概念,2008年所实施的修订企业所得税法简称“新企业所得税法”。

税三大税种。2007年3月16日,第十届全国人民代表大会第5次会议通过了《中华人民共和国企业所得税法》(以下简称《企业所得税法》),实现了内外资企业统一的公司所得税法。由于对企业的资本性收益(如投资所得、财产转让所得等)纳入了公司所得税的征税范围,对个人资本取得的利息、股息、红利所得纳入了个人所得税的征税范围,目前,我国对个人买卖股票的差价收入不征收资本利得税,因此,我国现行所得税主要包括公司所得税和个人所得税。本书的所得税主要包括公司所得税和个人所得税,没有把资本利得税作为一个单独税种来研究。

税负是税收负担的简称,指纳税人因履行纳税义务而承受的一种经济负担,它体现了国家的税收政策,反映了国家和纳税人之间利益的分配关系,它通常用税收负担率来表示,税收负担率是指纳税人缴纳的税款占计税依据的比重。根据税负反映内容的不同,税负可以分为名义税负、实际税负,名义税负是指一定时期纳税人根据税法规定应向国家缴纳的税额与应纳税所得额的比值;实际税负是指一定时期纳税人向国家缴纳的实际税额与纳税人全部收入的比值。由于本书主要研究所得税对上市公司权益资本成本的影响,本书研究的所得税税负为微观经济主体(企业和个人)的所得税税负。企业名义所得税税负是指,纳税人在一定时期内依据《企业所得税法》应该向国家缴纳的所得税额占其应纳税所得额的比率,名义所得税税率强调了税法对公司纳税的要求,一般是指《企业所得税法》所规定的法定税率(新公司所得税法规定的基本所得税率为25%);企业实际所得税税负是指,纳税人在一定时期内依据《企业所得税法》实际缴纳的所得税税款占其会计利润总额的比率,它反映了在执行特定所得税税率的情况下,公司记入会计报表的实际缴纳的所得税费用如何对公司业绩产生实际影响。公司所得税实际税负通常借助平均实际税率和边际税率来评价所得税制的公平性和效率性。根据彭培鑫(2011)分析的公司所得税实际税率与边际税率的优缺点,本书选取公司所得税实际税率来计量企业的所得税税负,个人所得税税负主要考虑个人进行投资所获得的利息、股息以及红利收入的个人所得税以及工资所得税征收的优惠条款,法定税率为名义个人所得税税负,个人所得税实际税负需要考虑个人所得税优惠后的实际税率。

2. 资本成本、权益资本成本

资本成本是经济学、财务金融理论中的一个核心概念。由于国内许多

研究者经常混淆经济学与财务金融学中的资本成本概念,本书特对两视角(领域)的资本成本概念进行论述,为本书权益资本成本概念的提出奠定可靠的理论基础。

(1) 资本成本概念:经济学视角。经济学“资本成本”概念是1963年乔根森(Jorgenson)在《美国经济评论》发表的文章《资本理论与投资行为》(*Capital Theory and Investment Behavior*)中首次提出的,他最初用“使用者资本成本”(the user cost of capital)、“资本服务影子价格”来表示,得到了波兹斯措姆(Bergström, 1976)、夏尔马(Sharma, 1987)等学者的广泛应用,1991年乔根森和云昆勇(Jorgenson and Kun-Young Yun)发表著作《资本成本的税收改革》(*Tax Reform and the Cost of Capital*),用“资本成本”概念取代“使用者资本成本”,把资本成本方法深入扩展到税收研究领域,创建新古典投资理论,揭示了税收与投资的内在联系。此后,国内外经济学界广泛利用乔根森资本成本概念来研究经济问题。因为本书重点研究所得税与公司权益资本成本的关系,有必要梳理清晰经济学视角下的资本成本概念。

第一,乔根森借鉴凯恩斯(Keynes)的使用者成本和布朗(Brown)资本服务成本概念,提出新古典投资理论框架中的使用者资本成本概念。1936年,凯恩斯认为使用者成本(user cost)对古典学派价值理论具有一定的重要性,他在《就业、利息与货币通论》中阐述了使用者成本,提出使用者成本是指在考虑设备维修、改进的成本和向其他厂商购买支出的情况下,使用与不使用设备相比,厂商在价值上的减少,它等于厂商从其他厂商购买产品的开支与其对设备进行现行投资支出的差额。^①使用者成本是判断最初设备投资是否盈利的分析工具(A. P. Lerner, 1943),它的含义涉及能用货币计量的有形资产产生的收益(A. D. Scott, 1953)。布朗(Brown, 1962)理论分析激励投资的税收政策时,考察了税收对资本服务成本(the cost of capital services)的影响。1963年,乔根森在《美国经济评论》发表《资本理论与投资行为》(*Capital Theory and Investment Behavior*)一文,基于新古典最优资本积累理论提出了新古典投资理论,推导出使用者资本成本的估算公式(Jorgenson, 1963)。首先,乔根森借鉴费雪

① 约翰·梅纳德·凯恩斯著,魏埏译:《就业利息和货币通论》,陕西人民出版社2004年版,第109~117页。

(Fisher) 新古典资本理论 (企业会选择跨时效用最大化的生产计划, 在众所周知的条件下, 跨时效用最大化就是以最优资本积累为标准的企业净值最大化, 积累资本为生产过程提供了资本服务), 提出最优资本积累理论与以前投资理论的显著区别为资本需求受相关因素价格的变化或因素价格与产出的比率的影响。其次, 乔根森推导出使用者资本成本的公式, 具体推导过程如下:

假设重置投资 (replacement investment) 与资本存量 (capital stock) 成比率, 净值等于净收入现值总和, 价格、利率既定。\$W\$、\$R(t)\$、\$D(t)\$ 和 \$r\$ 分别表示净收益总和、税前净收益、直接税和利率, \$p\$、\$Q\$、\$S\$、\$L\$、\$q\$、\$I\$ 分别表示产出价格、产出量、工资率、劳动投入量、资本品价格和投资率, \$u\$、\$v\$、\$w\$、\$x\$、\$K\$ 和 \$\sigma\$ 分别表示直接税率、纳税时可以抵扣收入的费用性重置的比率、利息的比重和可以抵扣收入的资本损失的比例、资本存量和重置的比例。净值函数、净收益函数、直接税分别为:

$$W(t) = \int_0^{\infty} e^{-rt} [R(t) - D(t)] dt$$

$$R = pQ - sL - qI$$

$$D = u \{ pQ - sL - (v\sigma q + wrq - xq') \}$$

限制条件为资本存量的增长率是投资减去重置, 得到边际生产条件:

$$\frac{\partial Q}{\partial L} = \frac{s}{q}, \quad \frac{\partial Q}{\partial K} = \frac{q \left[\frac{1-uw}{1-u} \delta + \frac{1-uw}{1-u} r - \frac{1-ux}{1-u} \frac{q'}{q} \right]}{p}$$

乔根森把 \$q \left[\frac{1-uw}{1-u} \delta + \frac{1-uw}{1-u} r - \frac{1-ux}{1-u} \frac{q'}{q} \right]\$ 解释为某期单位资本服务的隐含租金 (implicit rental of one unit of capital service), 或某期单位资本服务的影子价格 (shadow price of one unit of capital service), 并把它定义成使用者的资本成本 (the user cost of capital), 在忽略资本利得及损失的条件下, 使用者成本 (user cost) 变为 \$c = q \left[\frac{1-uw}{1-u} \delta + \frac{1-uw}{1-u} r \right]\$。最后, 乔根森依据柯布一道格拉斯生产函数, 提出著名的资本需求函数: \$K^* = \gamma \frac{pQ}{c}\$, \$K^*\$、\$\gamma\$ 分别为合意资本和产出的资本弹性。

乔根森 (1967) 在《投资行为决定因素》(Determinants of Investment

Behavior) 一书中发表《投资行为理论》(The Theory of Investment Behavior), 提出利息率、投资品价格影响资本服务和投资品需求的渠道是使用者资本服务成本 (the user cost of capital services)。依据净收益函数

$$W(t) = \int_0^{\infty} e^{-\pi t} R(t) dt \text{ 和限制性条件 } K'(t) = I(t) - \delta K(t) \text{ 和 } F(Q, L, K) = 0,$$

建立拉格朗日函数, 求导得出资本的边际生产条件: $\frac{\partial Q}{\partial K} = q(r + \delta) - q'$, 其

中, r 为时间的折现率。 $c = q(r + \delta) - q'$, 为资本服务的价格或隐含资本服务的租赁价值 (the implicit rental value of capital services)。企业净损益的最大化也是企业净利润的最大化, 利润定义为收入减去资本服务的租赁价值, 利润函数 $P(t) = p(t)Q(t) - w(t)L(t) - c(t)K(t)$, 企业为自己提供资本服务, 隐含资本服务租赁价值是企业估算资本积累最优路径中使用的影子价格。为最优化资本积累, 企业应该为资本服务支付一个等于隐含租赁价值的价格, 且最大化每一时点的利润。

1967 年, 罗伯特·霍尔 (Robert E. Hall) 和乔根森在《美国经济评论》上发表了《税收政策与投资行为》(Tax Policy and Investment Behavior), 用新古典最优资本积累理论研究了税收政策与投资支出的关系, 提出静态含税资本服务成本 (隐含资本服务租赁价值)。新古典最优资本积累理论是在两种可替换、等价的方式下形成的, 首先, 企业积累资本的目的可以看成为自身提供资本服务, 企业的目标是在其技术条件下最大化其价值; 其次, 企业可以从自己或其他企业租赁资产, 来获得资本服务, 企业的目标是最大化当前的利润, 利润为总收入减去其他投入的成本和资本投入的租赁价值 (the rental value of capital inputs)。在不考虑税收的条件下, 一项资本品的价格等于资本品在未来服务的折现值, 即 $q(t) =$

$$\int_t^{\infty} e^{-r(s-t)} c(s) e^{-\delta(s-t)} ds, \text{ 其中, } r, q, c, \delta, t \text{ 和 } s \text{ 分别表示折现率、资本品价格、资本服务成本 (the cost of capital services)、重置率 (the rate of replacement)、资本品的取得时间和资本服务的供给时间。根据以上函数可以得出企业为自己提供的资本服务租金为: } c = q(r + \delta) - q', \text{ 在不考虑资本品价格变化的 (或静态) 条件下, } c = q(r + \delta) \text{。在考虑税收政策的静态条件下, 隐含资本服务租赁价值 (即静态含税资本服务成本) 为: } c = q(r + \delta) \frac{(1-k)(1-uz)}{1-u}, \text{ 其中, } u, k \text{ 和 } z \text{ 分别表示所得税率、投资的优惠率}$$