

# 房地产业上市公司 非负债税盾与资本结构选择

梅艳丹 刘永斌

(新疆财经大学会计学院 乌鲁木齐 830012 河北师范大学汇华学院 石家庄 050091)

**【摘要】** 以往研究资本结构影响因素几乎都提及了非负债税盾这一要素,然而鲜有文献专门对某一特定行业内企业非负债税盾如何影响资本结构选择问题进行实证研究。本文通过实证研究发现房地产业上市公司负债比率与非负债税盾之间呈显著的负相关关系。上述研究结论能帮助房地产业上市公司从税负的视角选择纳税筹划方法和安排最佳资本结构,也有助于进一步研究企业的资本结构选择问题。

**【关键词】** 资本结构 非负债税盾 房地产业

## 一、引言

美国经济学家 Modigliani 和 Miller 在 1958 年发表的《资本成本、公司财务和投资管理》一书中,提出了最初的 MM 理论。其后,经历了不断修正后由最初无税假设下的 MM 理论逐渐发展为含税(包括公司税和个人税)的 MM 理论及权衡理论。其间产生了税差学派,探讨不同税种、不同税率对企业资本结构选择产生的不同影响。

税收与资本结构选择之间的关系突出体现在税盾效应上。税盾是指保护高收入纳税人缴纳的所得税不得高于其收入的固定百分比限额,即可以取得避免或减少企业税负效果的工具或方法,包括负债税盾和非负债税盾。负债税盾指由于债务利息可从税前利润中扣除从而减少应纳税所得额而给企业带来价值增加效用。而企业的固定资产折旧额和无形资产摊销额等亦可在税前列支,它们与债务利息同样具有抵税作用,那么通常将这类非负债但一样具有抵税作用的因子称作“非债务税盾”。

洪锡熙(2000)、张庆华(2005)等对我国上市公司资本结构的影响因素进行实证分析,引入了包括非负债税盾在内的变量,但鲜有文献专门对非负债税盾如何影响资本结构选择的问题展开深入研究。为此,本文试从该视角出发,探讨我国房地产企业的非负债税盾与资本结构选择之间的关系。

## 二、国内外研究概述

众多的实证研究结果表明,非负债税盾与企业财务杠杆的选择之间并不存在显著的关系,Bradley Jarrell 与 Kim (1984)通过研究发现,非负债税盾对公司资本结构选择的影响不显著。Titman 和 Wessels(1998)的研究并未发现非负债税盾对资本结构选择有显著作用。然而大多数研究认为,非负债税盾越大,利用负债抵税的可能性越小,即认为非负债税盾与资本结构负相关。Dan Givoly、Carla Hayn(1992)等认为,美国 1996 年的税收改革法案削弱了非负债税盾可能带来的收益,通过对 1984~1987 年间的财务杠杆比率的变化进行实证分

析,结果表明所得税和非负债税盾都对资本结构的选择产生决定性的作用。H.DeAngelo 和 R.W.Masulis(1980)研究认为,折旧、税收减免能有效替代负债利息的抵税效用。故而非负债税盾较多的公司,债务融资较少。Wald(1999)的研究也说明非负债税盾与债务之间存在负相关关系。然而也有研究成果表明非负债税盾与债务之间是正相关的。Scott(1977)认为,存在相当多非负债税盾的企业必将存在相当多的可担保资产,而可担保资产可用于借款担保或抵押,从而该企业可进行相应的债务筹资。如此说明,非负债税盾与资本结构正相关。Bradley 等(1984)研究发现非负债税盾和财务杠杆正相关。

国内大多数研究仅是将非负债税盾作为资本结构选择的一个影响因素进行考虑。冯根福(2000)认为,实际税负较低的企业一般倾向于股权融资,他发现非负债税盾与企业负债比率负相关。肖作平、吴世农(2002)通过对资本结构影响因素分析认为,非债务税盾与债务水平呈负相关关系。而肖作平(2004)又一研究却发现非债务税盾与资本结构呈正相关关系,但并不显著。胡国柳(2006)的研究发现非负债税盾与资产负债率和流动负债率显著负相关。高俊山(2008)对中小企 业 板 上 市 公 司 2004~2006 年 的 面 板 数 据 进 行 回 归,发 现 非 负 债 税 盾、收 益 率 等 诸 多 因 素 均 对 资 本 结 构 的 选 择 产 生 影 响。

上述研究大多是在整个资本市场上从众多行业中随机抽取上市公司作为样本来研究的,但对于我国的上市公司来说,其非负债税盾因行业的不同而呈现出显著的差异,因而这样的研究结果未必对板块企业有用。本文试在国内外已有研究的基础上,运用目前可获得的有关数据资料,对房地产业上市公司资本结构的影响因素进行实证研究。

## 三、研究假设

我国正处于经济过渡阶段,上市公司普遍偏好权益筹资。由于我国企业自身积累不足、上市融资成本相对债权融资要低,所以更多见的是股票融资优先,即存在着“反啄食顺序”的现象。企业中能够在税前列支、计入成本以抵消一部分税负的

项目以固定资产折旧最为典型。由于非负债税盾与负债一样具有节税的效应,故而它们彼此之间可以相互替代,并且非债务避税不会产生到期不能偿付债务的风险。因此,如果公司有较多的折旧等非负债税盾,负债的动机便会减少,资本结构与非负债税盾会呈负相关。

固定资产折旧可作为费用减少净利润总额,进而减少所得税支出。我国房地产业上市公司一般规模较大,这样以房地产买卖为主营业务的公司,可以通过不断地把购入的地产确认为固定资产然后采取提取折旧的方式以达到递延税负的目的。可以预测非负债税盾与公司的资产负债率负相关。根据以上分析,本文提出以下两个假设:

假设 1:我国房地产业上市公司的资本结构与非负债税盾之间存在相关关系。

假设 2:我国房地产业上市公司的资本结构与非负债税盾之间存在负相关关系。

**四、实证研究设计**

**1. 模型与变量设计。**根据以上假设,本文加入年度哑变量以控制宏观因素的影响。于是,可以得出如下多元线性回归模型:

$$DAR_t = \beta_0 + \beta_1 NDTSt_t + \beta_2 ROA_{2t} + \beta_3 SIZE_{3t} + \beta_4 CV_{4t} + \beta_5 GROWTH_{5t} + \beta_6 TOB_{6t} + \beta_7 UNI_{7t} + \beta_8 CGIR_{8t} + \beta_9 CR_{9t} + \mu_t$$

在上述模型中,t 表示年度, $\beta_0$  表示截距, $\beta_i$  (i=1,2, ..., 9)表示自变量和各控制变量的系数, $\mu_t$  是残差项。

变量类型	变量名称	符号	定义	预测回归系数符号
因变量	资本结构	DAR	负债总额/资产总额	
自变量	非负债税盾	NDTS	折旧/资产总额	-
控制变量	资产收益率	ROA	营业利润/资产总额	+/-
	公司规模	SIZE	Ln(资产总额)	+/-
	资产抵押价值	CV	(存货+固定资产)/资产总额	+
	成长性	GROWTH	(本期主营业务收入-上期主营业务收入)/上期主营业务收入	+
	Tobin's Q	TOB	(负债账面价值合计+普通股市场价值合计)/资产账面价值合计	+/-
	独特性	UNI	营业费用/营业收入	-
	产生内部资源能力	CGIR	经营现金净流量/资产总额	+/-
	流动比率	CR	流动资产/流动负债	+/-

**2. 样本选择与数据来源。**本文实证研究随机选取的样本是全国的上市房地产企业,剔除 ST、PT 类上市公司,选取 2006~2011 年的相关统计数据进行实证研究,总样本量为 598。所有数据均来自国泰安 CSMAR 研究数据库,利用 SPASS 软件进行分析。

**五、实证研究结果**

**1. 描述性统计。**变量描述性统计结果见表 2。

	N	极小值	极大值	均值	标准差
DAR	598	0.014 459	10.427 707	0.671 313	0.641 202
NDTS	598	0.000 041	1.961 252	0.011 151	0.080 991
ROA	598	-7.837 578	0.516 047	0.006 352	0.395 862
SIZE	598	14.937 450	26.414 329	21.896 012	1.474 035
CV	598	0.002 777	0.943 761	0.557 132	0.203 494
GROWTH	598	-0.999 900	3 782.712 995	9.582 311	159.033 202
TOB	598	0.582 383	131.839 699	2.631 972	7.724 688
UNI	598	0.127 233	1.866 769	0.651 076	0.166 843
CGIR	598	-24.973 936	0.727 529	-0.043 717	1.029 538
CR	598	0.008 372	53.450 092	2.189 955	2.910 170

从表 2 中可以看出:

(1)资产负债率的均值为 0.671 313,最大值为 10.427 707,最小值为 0.014 459,说明不同企业的资本结构存在着较大的差异,而且受极端值的影响,我国上市公司资产负债率的分布区间较大。

(2)非负债税盾的均值为 0.011 151,最大值为 1.961 252,最小值为 0.000 041,说明房地产上市公司的非负债税盾存在着较大的差异,这可能是由于房地产公司规模不同、盈利能力不同而产生的。

**2. 相关性分析。**表 3 列示了 Pearson 相关系数矩阵,可以观测到被解释变量与解释变量的相关系数符号与前文预期符号基本相符。

**3. 线性回归分析。**线性回归模型中 R<sup>2</sup> 为 71.8%,修正后的 R<sup>2</sup> 为 71.3%。这也充分说明模型的拟合效果比较理想。各变量与 CAR 的线性回归结果具体如表 4 所示。

研究发现,对于房地产业而言,影响资本结构变动的第一大因素是非负债税盾(B=-4.060),说明税收效应是影响我国房地产业上市公司资本结构决策的重要因素之一。非负债税盾能代替负债融资中免除利息的作用,使企业得到免税优惠而提高公司价值。非债务税盾与债务利息是相互替代的关系,因此有较大非负债税盾的企业偏好于使用更少的债务。房地产业由于行业特点,土地等固定资产的规模相对较小,非负债税盾水平较低,经营风险也相对较低,更易于取得贷款等债务融资。

**六、基本结论**

本文通过分析发现房地产业的资产负债率与非负债税盾呈显著的负相关关系,且影响程度很高。房地产业的固定资产规模相对于非固定资产而言,比重较小,非负债税盾水平较低,经营风险水平也相对较低,更容易取得借款等债务融资,该行业的大多数企业选择债务融资以解决资金需求问题,因此才呈现非负债税盾与资本结构之间的显著负相关关系。

表3 Pearson 相关系数矩阵

		DAR	NDTS	ROA	SIZE	CV	GROWTH	TOB	UNI	CGIR	CR
DAR	相关性	1	0.066	-0.346**	-0.203**	0.013	0.012	0.604**	0.087**	0.018	-0.195**
	显著性		0.105	0.000	0.000	0.751	0.777	0.000	0.033	0.663	0.000
NDTS	相关性	0.066	1	-0.845**	-0.256**	-0.126**	-0.006	0.680**	0.131**	-0.976**	-0.019
	显著性	0.105		0.000	0.000	0.002	0.885	0.000	0.001	0.000	0.634
ROA	相关性	-0.346**	-0.845**	1	0.322**	0.122**	0.010	-0.716**	-0.171**	0.807**	0.043
	显著性	0.000	0.000		0.000	0.003	0.803	0.000	0.000	0.000	0.290
SIZE	相关性	-0.203**	-0.256**	0.322**	1	0.302**	-0.006	-0.378**	-0.238**	0.168**	-0.102*
	显著性	0.000	0.000	0.000		0.000	0.874	0.000	0.000	0.000	0.012
CV	相关性	0.013	-0.126**	0.122**	0.302**	1	0.018	-0.107**	-0.035	0.080*	-0.120**
	显著性	0.751	0.002	0.003	0.000		0.664	0.009	0.399	0.049	0.003
GROWTH	相关性	0.012	-0.006	0.010	-0.006	0.018	1	0.004	0.021	0.002	-0.015
	显著性	0.777	0.885	0.803	0.874	0.664		0.925	0.613	0.958	0.720
TOB	相关性	0.604**	0.680**	-0.716**	-0.378**	-0.107**	0.004	1	0.061	-0.607**	0.003
	显著性	0.000	0.000	0.000	0.000	0.009	0.925		0.139	0.000	0.936
UNI	相关性	0.087**	0.131**	-0.171**	-0.238**	-0.035	0.021	0.061	1	-0.057	-0.100*
	显著性	0.033	0.001	0.000	0.000	0.399	0.613	0.139		0.168	0.014
CGIR	相关性	0.018	-0.976**	0.807**	0.168**	0.080*	0.002	-0.607**	-0.057	1	-0.013
	显著性	0.663	0.000	0.000	0.000	0.049	0.958	0.000	0.168		0.745
CR	相关性	-0.195**	-0.019	0.043	-0.102*	-0.120**	-0.015	0.003	-0.100*	-0.013	1
	显著性	0.000	0.634	0.290	0.012	0.003	0.720	0.936	0.014	0.745	

注：\*\*表示在1%水平(双侧)上显著相关;\*表示在5%水平(双侧)上显著相关。

表4 线性回归结果

Model	Unstandardized Coefficient		Standardized Coefficient	t	Sig.	B的95%置信区间	
	B	Std.Error	Beta			下限	上限
(Constant)	-0.279	0.266		-1.050	0.294	-0.802	0.243
NDTS	-4.060	1.061	-0.513	-3.826	0.000	-6.144	-1.976
ROA	-0.904	0.072	-0.558	-12.476	0.000	-1.047	-0.762
SIZE	0.035	0.011	0.079	3.009	0.003	0.012	0.057
CV	0.094	0.074	0.030	1.266	0.206	-0.052	0.239
GROWTH	2.697E-5	0.000	0.007	0.305	0.761	0.000	0.000
TOB	0.073	0.003	0.880	24.947	0.000	0.067	0.079
UNI	0.140	0.093	0.037	1.504	0.133	-0.043	0.324
CGIR	0.303	0.076	0.487	4.002	0.000	0.154	0.452
CR	-0.036	0.005	-0.161	-7.063	0.000	-0.045	-0.026

注:回归模型中各指标的影响系数如下(绝对值):NDTS(-4.060)>ROA(-0.904)>CGIR(0.303)>TOB(0.073)>CR(-0.036)>SIZE(0.035)。

需要加以说明的是,我们在整个实证研究过程中仅仅着重考察了非负债税盾、净资产收益率、公司规模、资产抵押价值、成长性、Tobin's Q、独特性、产生内部资源能力和流动比率等指标,而未同时考虑国家法律法规、利率、通货膨胀、市场竞争等宏观因素对企业资本结构可能产生的影响。同时,我们选取的样本仅是房地产业 598 家样本公司,可能不能反映所有上市公司的资本结构状况。另外我国资本市场尚不够成熟,股票和债券融资均受到严格管制,企业难以自由选择融资渠道,这也是需要进一步研究的问题。

主要参考文献

- 冯根福,吴林江,刘世彦.我国上市公司资本结构形成的影响因素分析.经济学家,2000;5
- 洪锡熙,沈艺峰.我国上市公司资本结构影响因素的实证分析.厦门大学学报(社科版),2000;3
- 陆正飞,辛宇.上市企业资本结构主要影响因素之实证研究.会计研究,1998;8
- 谭恒.纺织类上市公司资本结构影响因素的回归分析.财政研究,2007;12
- 童勇.资本结构的动态调整 and 影响因素.财经研究,2004;10
- 武羿.企业负债税盾与资本结构选择——基于中国上市公司的实证分析.中央财经大学学报,2011;8
- 肖作平.资本结构影响因素和双向效应动态模型——来自中国上市公司面板数据的证据.会计研究,2004;2
- 阎晓春.中国上市公司股权结构与债务融资关系的实证研究.经济研究导刊,2007;4
- 周军.我国上市公司资本结构行业特征的实证研究.复旦大学博士论文,2004
- S.Titman,R.Wessels.The Determinant of Capital Structure Chmce.Journal of Finance,1988;1