

个人所得税影响了企业资本结构决策吗

——基于我国2012年个税政策调整的经验证据

王靖懿¹, 何娜²

【摘要】 个人所得税是影响我国企业资本结构决策的重要因素吗?本文以我国2012年个税调整这一外生事件为契机,实证检验了个人所得税对企业资本结构决策的影响及具体作用机理。研究发现:个人所得税对我国企业资本结构决策有重要影响。相比于对照组,受2012年个人所得税调整影响的实验组显著降低了负债水平,平均达到了-4.4%;个人所得税通过影响债务抵税收益对资本结构决策发挥作用,债务在企业所得税层面的抵税收益越高,个人所得税对资本结构决策的影响相应越弱。本文结果实证验证了个人所得税影响资本结构决策的西方经典理论,丰富了国内该领域的研究文献并提供了稳健的经验证据。

【关键词】 资本结构; 个人所得税; 税制改革; 企业所得税

【中图分类号】 F276.6

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)06-0042-8

一、引言

影响资本结构决策的关键因素是什么?Modigliani 和 Miller(1958)在一系列严格假定条件下提出了经典的资本结构理论(以下简称“MM理论”),认为资本结构与公司价值无关,这成为后续学者研究资本结构问题的起点。在此基础上,Modigliani 和 Miller(1963)考虑债务抵税收益的影响后对MM理论进行了修正,指出债务抵税收益是影响资本结构决策的重要因素。

Kraus 和 Litzenberger(1976)考虑了破产成本、Myers(1977)引入了代理成本构建了经典的权衡理论,认为企业存在一个最优的资本结构,资本结构决策需要在抵税收益与破产成本、代理成本之间进行权衡。

Miller(1977)则认为破产成本确实存在,但并不能发挥那么重要的作用,他指出债务利息收入在个人所得税层面的税收劣势才是影响资本结构决策的重要权衡成本。

个人所得税层面的税收劣势是指,债务利息收入往往比股息红利收入的个人所得税税率更高。例如,我国现行的个人所得税法规定,个人债务利息收入适用20%的税率,而股息红利收入则执行差别化的税率优惠政策,根据持股期限不同分别适用5%(1年以上)、10%(1个月至1年)和20%(1个月以内)的实际税率。那么,个人所得税究竟能否影响企业资本结构决策?如果能,其影响程度又如何?

国外学者对此展开了丰富的经验研究,尤其是近几年来部分学者利用世界范围内各国税制改革的外生事件,实证考察了个人所得税税率外生性变动对企业资本结构决策的影

响,形成了比较丰富的研究成果。

Faccio 和 Xu(2012)利用OECD国家1981~2009年间近500次所得税改革导致企业所得税、个人所得税税率外生性变动的实证研究,证实了企业所得税、个人所得税都是企业资本结构决策的重要影响因素;同时发现美国2003年个人所得税减免后,由于个人所得税税率降低导致债务抵税收益下降,公司明显降低了负债水平。

Lin 和 Flannery(2013)通过美国2003年个人所得税减免的经验研究,证实了个人所得税减免后公司负债水平明显降低(5%左右),而且边际企业所得税税率较低的公司受到减税的影响更为明显。

目前国内关于所得税与资本结构的文献仍比较缺乏,尤其是关于个人所得税与资本结构的经验文献更是少有涉及。国内该领域缺乏关注的一个可能原因在于,我国由于施行各种税收优惠,导致企业债务的净抵税收益很小乃至失去了税收优势(唐国正和刘力,2006)。

然而,随着2002年“先征后返”所得税优惠政策的取消、2007年企业所得税改革后内外资企业、实行优惠税率企业的税率逐步趋于统一,所得税对资本结构决策的影响逐渐受到学术界和实务界的关注和重视。

吴联生和岳衡(2006)基于我国取消“先征后返”所得税优惠政策的实证研究发现,我国企业持有债务也能产生抵税收益,因为取消“先征后返”优惠政策提高了企业所得税税率,公司财务相应提高了杠杆水平。

王跃堂等(2010)基于我国2007年企业所得税改革的经

验研究也发现,所得税改革后税率提高的企业明显提高了债务水平,税率降低的企业则明显降低了债务水平。

国内已有研究验证了企业所得税影响资本结构决策在我国的适用性。那么,个人所得税是否也是影响企业资本结构决策的一个重要因素?如果是,其影响程度和作用机理又如何?

我国2012年关于个人股息红利差别化税率的调整提供了十分干净的“准自然实验”环境,有利于本文通过Difference-in-Difference(DID)分析方法实证检验税率外生性变动与资本结构决策之间的因果关系。2012年11月16日,财政部、国家税务总局和证监会联合颁布了《关于实施上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》,规定个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票,持股期限在1个月以内、1个月至1年、1年以上的,应纳税所得额分别为股息红利所得额的100%、50%和25%,即实际税率分别为20%、10%和5%。

一方面,本文在吴联生和岳衡(2006)、王跃堂等(2010)实证检验企业所得税影响资本结构决策的基础上,进一步检验我国2012年个人所得税调整后个人所得税税率变动对资本结构决策的影响,旨在填补国内关于个人所得税影响资本结构决策的相关研究空白,尤其是提供比较稳健、可靠的经验数据支持。

另一方面,相比于国外已有文献主要采用股利支付水平(Facco和Xu,2012)、个人投资者占比(Lin和Flannery,2013)来衡量企业是否受到个人所得税改革的影响,本文基于我国2012年实施的差别化税率调整这一外生事件提供的研究契机,以股东持股期限来衡量企业是否受到个人所得税改革的影响,这能够提供更为干净、稳健的研究结论,同时为国际关于个人所得税影响资本结构决策的研究提供中国数据的经验支持。

二、理论分析与假设提出

自Modigliani和Miller(1963)提出企业持有债务能够产生抵税收益,企业所得税是影响资本结构决策的重要因素之一,以及Miller(1977)提出个人债务利息收入和股息红利收入之间的所得税税率差异能够影响企业持有债务的抵税收益,个人所得税也是影响资本结构决策的一个重要因素之后,国内外学者对个人所得税影响资本结构决策展开了大量的实证检验,尤其是结合世界各国税制改革的自然实验环境提供了丰富的经验证据。

Graham(1999)首次用微观企业数据经验证明了个人所得税对资本结构决策的影响,通过对1980~1994年美国上市公司的经验研究发现,综合考虑企业所得税和个人所得税后净抵税收益越大的公司,其负债使用量也最多;而且,因投资者缴纳个人所得税所增加的资本成本与负债使用量显著负相关。

随后,Campello(2001)以1986年美国税制改革这一外生事件为契机,证明了个人所得税是影响资本结构决策的重要因素。

此后,国外学者利用各国税制改革的外生事件展开了丰富的经验研究(Dhaliwal等,2007)。近几年来,Facco和Xu(2012)以OECD国家1981~2009年间近500次所得税改革为研究契机,为个人所得税影响资本结构决策提供了跨国数据的经验支持,而且也证明了美国2003年个人所得税减免会导致公司降低负债水平。

Lin和Flannery(2013)以美国2003年个人所得税减免为契机,经验研究也表明,个人所得税减免后公司负债水平明显降低(5%左右),而且边际企业所得税税率较低的公司受到减税的影响明显更强。

目前国内关于个人所得税影响资本结构决策的研究文献则相对较少,尤其缺乏大样本数据的经验支撑。国内学者杜鹃和魏巍(2005)通过构建包含个人所得税的公司平均资本成本模型,研究了个人所得税对公司资本成本和资本结构的影响。

本文在国外已有研究的基础上,利用我国2012年个人所得税调整这一外生事件,实证检验个人所得税与资本结构之间的相互关系,以期国内该领域的研究提供有价值的经验贡献。

本文延续Modigliani和Miller(1963)的“MM”理论、Miller(1977)的经典理论分析框架,研究企业所得税、个人所得税影响资本结构决策的内在机理。Modigliani和Miller(1963)的经典文献指出,债务利息支出能够在缴纳企业所得税税前扣除,相比于权益融资,公司进行负债融资抵税收益的现实价值为:

$$D_{\text{TaxBenefit}} = \frac{\tau_C \times r \times D}{r} = \tau_C D \quad (1)$$

其中, τ_C 为企业所得税税率, r 为负债资本成本, D 为负债规模。

公司持有的负债规模越大,负债抵税收益对公司价值的影响相应越大。

进一步地,Miller(1977)指出个人投资者层面的债务利息收入与股息红利收入所得税税率也是影响债务抵税收益的重要因素,综合考虑企业所得税、个人所得税影响后的债务抵税收益为:

$$D_{\text{TaxBenefit}} = \left[1 - \frac{(1 - \tau_C)(1 - \tau_{pe})}{(1 - \tau_{pi})} \right] D \quad (2)$$

其中, τ_{pi} 为个人债务利息收入所得税税率, τ_{pe} 为个人股息红利所得税税率。

在其他条件不变的情况下,当个人债务利息收入所得税税率等于个人股息红利收入所得税税率时($\tau_{pi} = \tau_{pe}$),公司持

□ 财政与税务

有债务抵税收益的现实价值为 $\tau_c D$,即个人所得税不会影响债务抵税收益的现实价值;当个人债务利息收入所得税税率大于个人股息红利收入所得税税率时($\tau_{pi} > \tau_{pe}$),公司持有债务抵税收益的价值是个人债务利息收入所得税税率与个人股息红利收入所得税税率差距(“个税劣势”)的反函数,这是因为当个人投资者债务利息收入需要缴纳的个人所得税税率高于股息红利收入(“个税劣势”)时,公司在权衡债务融资和权益融资时需要补偿个人投资者在个人所得税层面上的“个税劣势”,这会侵蚀公司持有债务在企业所得税层面的抵税收益,即“个人所得税劣势”明显降低了债务抵税收益的现实价值;同理可知,当个人债务利息收入所得税税率大于个人股息红利收入所得税税率时($\tau_{pi} < \tau_{pe}$),个人所得税则增加了债务抵税收益的现实价值。

因此,在其他条件不变的情况下,公司债务抵税收益的现实价值随着“个人所得税劣势”的变动而同向变动,具体而言:公司债务抵税收益的现实价值随着企业所得税税率和个人股息红利收入所得税税率变动而同向变动,随着个人债务利息收入所得税税率变动而反向变动。

1980年9月10日全国人大常委会通过的《中华人民共和国个人所得税法》明文规定,利息、股息、红利所得根据每次收入额按20%纳税;2005年6月27日,财政部、国家税务总局发布并执行《关于股息红利个人所得税有关政策的通知》,规定对个人投资者从上市公司取得的股息红利所得,暂减按50%计入个人应纳税所得额,即实际税率为10%;2012年11月16日,财政部、国家税务总局和证监会颁布了《关于实施上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》,规定个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票,持股期限在1个月以内、1个月至1年、1年以上的,应纳税所得额分别为股息红利所得额的100%、50%和25%,即实际税率分别为20%、10%和5%。

基于我国企业所得税和个人所得税税制的背景分析可知,我国个人股息红利收入所得税税率要明显低于债务利息收入所得税税率,因此债务抵税收益与个人股息红利收入所得税税率的相互关系为:

$$\frac{\partial D_{\text{TaxBenefit}}}{\partial \tau_{pe}} = \frac{(1 - \tau_c)}{(1 - \tau_{pi})} D > 0 \quad (3)$$

而且,由于2012年我国个人股息红利所得税税率在整体上降低了上市公司个人投资者的股息红利所得税实际税率,基于公式(3)可知,受到2012年个人所得税调整影响的上市公司,由于个人股息红利所得税税率的降低导致“个人所得税劣势”的进一步扩大,侵蚀了企业持有债务在企业所得税层面的抵税收益,最终导致企业负债水平的相对下降。基于以上分析,本文提出如下假设:

H1:其他条件相同,相比于控制组,受到2012年个人所

得税调整影响的实验组相对降低了负债水平。

进一步地,本文放宽H1中关于上市公司企业所得税税负相同的隐含假定,进一步分析不同企业所得税税负情况下,2012年个人所得税调整对资本结构决策的影响。根据公式(2)和前文分析可知,上市公司企业所得税税负越高,债务抵税收益相应越高,“个人所得税劣势”对债务抵税收益的影响则越低:

$$\frac{\partial^2 D_{\text{TaxBenefit}}}{\partial \tau_{pe} \partial \tau_c} = -\frac{D}{(1 - \tau_{pi})} < 0 \quad (4)$$

因此,本文认为“个税劣势”影响资本结构决策受到上市公司持有债务在企业所得税层面抵税收益的影响,即“个税劣势”通过影响债务抵税收益对资本结构决策发挥作用。上市公司企业所得税税负越高,持有债务在企业所得税层面的抵税收益越高,“个税劣势”对资本结构决策的影响程度相应越弱。基于以上分析,本文提出如下假设:

H2:上市公司实际所得税税负越高,2012年个人所得税调整中“个人所得税劣势”对负债水平的影响程度相应越弱。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文选取中国沪深两市A股上市公司作为研究对象,样本期间为2007~2013年。WIND数据显示,截至2013年12月31日,共有2488家A股上市公司,在此基础上执行如下筛选程序:

剔除金融业、房地产业上市公司,共182家。金融业、房地产业上市公司由于资本结构以及财务状况与其他上市公司存在很大差异,因而将其剔除(李增福等,2012)。

剔除电力热力、交通运输等公共事业单位上市公司,共249家。公共事业单位由于垄断性较强,资本结构也存在比较大的差异,也将其剔除(Givoly等,1992)。

剔除A+B股、A+H股等交叉上市样本,共86家。

剔除有息负债为0以及所得税费用缺失的样本,共276家。有息负债为0的企业很可能为新企业或处于特定状态的企业,会限制企业对所得税改革的充分反应,对结果产生噪音,故将其剔除(王跃堂等,2010)。

剔除在2011~2013年间新上市和退市的公司样本,共278家。

经过以上筛选程序,本文最终获得1417家公司、共9678个观测值的非平衡面板样本数据。

(二) 变量说明和描述性统计

1. 被解释变量。本文的被解释变量为负债水平变动(ΔLEV),国内近期文献主要以资产负债率衡量企业负债水平(伍中信等,2013),但考虑到本文研究的是所得税与资本结构之间的关系,而总债务水平包含了不带息债务,这部分债务并不能为企业提供抵税收益(王跃堂等,2010)。因此,借

鉴 Faccio 和 Xu(2012)的研究,以“有息负债/(有息负债+权益账面价值)”衡量企业负债水平,其中:

有息负债=期末短期借款+一年内到期的非流动负债+应付短期债券+长期借款+应付债券

2. 解释变量。本文的主要解释变量为持股期限(TR)和股利支付水平(Ddiv)。其中,借鉴刘京军和徐浩萍(2012)以换手率衡量机构投资者是长期投资者还是短期机会主义者的研究方法,本文以“上市公司当年度流通股换手率的倒数”衡量公司股东的持股期限;借鉴 Faccio 和 Xu(2012)的研究方法,以股利支付水平衡量公司受到2012年个人所得税调整影响的可能性。

此外,关于企业所得税的衡量方法,本文借鉴吴联生和李辰(2007)的研究,以企业所得税实际税负(公司当年度所得税费用/税前账面利润)衡量企业所得税;同时,选取企业所得税法定税率进行稳健性检验(王跃堂等,2010)。

3. 控制变量。经过对资本结构已有文献的系统梳理和总结,本文分别选取了产权性质(Soe)、股票回报率(Mom)、资产规模(AT)、经营现金流(CF)、存货和固定资产投资总额(Col)、公司成长性(M/B)以及无形资产总额(Intang)等控制变量,以排除其他因素对资本结构决策的影响,具体衡量标准在此不再赘述,可参见表1的变量含义和说明。

表 1 变量含义和基本统计量

变量	含义和说明	观测值	平均值	标准误	中位数	P5	P95
LEV	有息负债率	9677	0.348	1.791	0.282	0.012	0.680
TR	持股期限	9461	0.605	1.745	0.395	0.116	1.556
Ddiv	股利支付水平	9678	28.90	390.0	16.79	0	78.41
ETR	实际税负	9678	0.187	2.309	0.156	-0.038	0.431
Tax	名义税率	9541	19.35	6.144	15	15	33
Soe	产权性质	9678	0.246	0.431	0	0	1
Mom	股票回报率	9499	0.336	0.984	0.021	-0.634	2.291
AT	资产总额	9678	21.69	1.231	21.54	20.02	24.00
CF	经营现金流	9678	0.040	0.083	0.038	-0.088	0.168
Col	存货和固定资产投资总额	9626	0.417	0.170	0.413	0.149	0.702
M/B	公司成长性	9678	1.884	1.329	1.542	0.960	3.980
Intang	无形资产总额	9488	0.051	0.054	0.036	0.003	0.150

有息负债率(LEV)的均值为0.348,5%分位数为0.012,95%分位数为0.680,说明样本企业之间有息债务水平差距较大。持股期限、股利支付水平、实际税负的均值分别为0.605、28.9和0.187,说明样本企业股东持股期限相对较短、股利支付水平和实际税负水平相对较低。

企业成长性指标(M/B)、股票回报率(Mom)、无形资产指标(Intang)、存货和固定资产投资总额(Col)、经营现金流(CF)的均值分别为1.884、0.336、0.051、0.417、0.040,表明样本企业整体经营发展稳中有进,这也在一定程度上降低了大

规模债务融资的需求。

(三)研究方法

中国2012年关于个人股息红利差别化税率的调整为实证考查个人所得税对公司资本结构决策的影响提供了十分理想的“准自然实验”环境:

第一,本次税率从原来的10%统一税率调整为20%、10%和5%三档差别税率,税率调整幅度大,直接影响到上市公司个人投资者的股息红利所得税税率,且对不同持股期限的上市公司个人投资者的影响差异显著,最终影响到股东持股期限存在显著差异的上市公司的资本结构决策。

第二,对于资本市场而言,2012年的个人所得税税率调整是一个意料之外的事件,尤其是关于差别化税率的政策是资本市场难以预测并提前观察到的,故可以成为一个较优的外生“准自然实验”环境,并以此展开实证研究。

第三,2012年个人所得税税率调整能够影响向个人投资者支付股利的上市公司,但对于没有支付股利的上市公司影响甚微,尤其是针对不同持股期限个人投资者施行差别税率征收的税改政策,非常有利于本文利用DID分析方法,以股东持股期限、股利支付水平来估计和区别上市公司是否受到2012年个人所得税调整的影响,实证检验个人股息红利所得税税率变动对资本结构决策的影响。

本文借鉴刘京军和徐浩萍(2012)的衡量方法,用WIND数据库披露的上市公司年度流通股票的换手率高低,替代衡量公司股东持股期限的长短,并以股东持股期限的长短衡量上市公司受到2012年个人所得税影响的可能性。此外,还借鉴Faccio和Xu(2012)的衡量方法,以股利支付水平高低衡量上市公司受到2012年个人所得税调整影响的可能性:

$$\text{Prob}(\text{Treat}=0, 1)=f(\text{TR}, \text{Ddiv}) \quad (5)$$

其中,持股期限TR为上市公司当年度换手率的倒数,股利支付水平Ddiv为上市公司当年度股利支付率。

TR越大,上市公司股东持股期限相应越长;Ddiv越大,上市公司向投资者支付的股利水平越高,上市公司受到2012年个人所得税税率总体向下调整影响的可能性相应越大。

(四)模型设定

本文以我国2012年个人股息红利所得税税率调整这一事件为“准自然实验”环境,实证考查事件日前后受到事件影响的“实验组”和不受事件影响的“控制组”之间资本结构调整的差异,基本模型如公式(6):

$$\Delta\text{LEV}=\alpha+\beta\text{Treat}+\chi\text{CONTROLS}+\varepsilon \quad (6)$$

$$\Delta\text{LEV}=\text{LEV}_{2013}-\text{LEV}_{2011}$$

其中,ΔLEV为公司在我国2012年个人所得税税率调整前后的负债水平变动值。Treat为哑变量,如果公司受到个人所得税税率调整的影响,则为研究的“实验组”,Treat为1;反之则为研究的“控制组”,Treat为0。CONTROLS为模型的控制变量。

□ 财政与税务

本文重点关注系数β的值,基于前文理论分析可知,“实验组”(Treat=1)受到2012年个人所得税调整的影响,个人股息红利所得税税率的下降明显扩大了“个人所得税劣势”效应,导致债务抵税收益下降,最终影响公司负债水平向下调整,故预期系数β值显著为负。

另外,基于前文理论分析可知,个人股息红利所得税对资本结构决策的影响会受到不同公司所得税实际税负的影响,因此本文构建模型(7),检验公司所得税对个人所得税调整与负债水平变动相关性的影响:

$$\Delta LEV = \delta + \varphi_1 Treat + \varphi_2 Treat \times ETR + \varphi_3 ETR + \phi CONTROLS + \nu \quad (7)$$

其中,ETR为公司当年度公司所得税的实际税负。

本文重点关注系数φ₂的值,实际税负越高,公司持有负债的抵税收益越大,2012年个人所得税税率下降后扩大的“个税劣势”效应对债务抵税收益的侵蚀程度相应越小,资本结构向下调整的幅度也就越小,故本文预期系数φ₂的值显著为正。

四、实证检验与解释

(一)差异性检验

表2给出了企业资本结构的差异比较及统计检验结果,Panel A和Panel B分别根据上市公司年度换手率和股利分配率展开差异性检验。

2012年11月16日个人股息红利所得税实际税率由平均10%调整为根据股票持股期限实行差别化税率:持股期限小于1个月的,实际税率为20%;持股期限大于1个月小于1年的,实际税率为10%;持股期限大于1年的,实际税率为5%。因此,个人所得税调整调高(低)了持股期限短(长)投资者的股息红利税率,上市公司持有债务的抵税收益上升(下降)会导致上市公司相应调高(低)负债水平。

表2中Panel A结果显示,2011~2013年间换手率高(持股期限较短)的样本的负债水平平均升高了4.31%,高于换手率低(中)的样本的1.17%(1.74%);换手率低(持股期限较长)的样本的负债水平平均增加了1.17%,低于换手率高(中)的样本的4.31%(1.74%)。

以上结果表明,受到2012年个人所得税调整的影响,个人股息红利税率调增的公司相对增加了负债水平,个人股息红利税率调减的公司则相对降低了负债水平,符合前文理论分析及H1的研究预期。

表2中Panel B结果显示,股利分配高的样本2011年(26.63%)和2013年(25.11%)的负债水平要显著低于股利分配低的样本2011年(35.86%)和2013年(36.23%)的负债水平,“个人所得税劣势”能够部分抵消债务在公司所得税层面的抵税优势,因而股利支付水平高的公司容易受到“个人所得税劣势”的影响,导致其债务抵税收益下降,进而调低公司负债水平。

2011~2013年负债水平变动的差异检验结果也表明,股利支付水平高的样本由于“个人所得税劣势”的影响,其负债水平变动值要显著低于其他两类样本,意味着受到2012年个人所得税调整影响的公司,由于“个人所得税劣势”效应的扩大,持有债务的抵税收益相对降低,因而会调低公司相对负债水平。差异性检验给出了不同样本间的统计检验结果,均值检验结果表明存在显著差异,方差检验结果则显示不同持股期限(股利支付水平)样本间的方差不存在(存在)显著差异,具体结果详见表2。

根据H1的研究预期,对于受到2012年个人所得税调整影响的实验组样本,由于“个人所得税劣势”效应的增加会相对调低负债水平。表2分别根据持股期限、股利支付水平进行的差异性检验结果表明,持股期限较长、股利支付水平较高的样本负债水平增加幅度要显著低于其他两类样本,这与预期基本一致。

表2 差异性检验:持股期限、股利支付水平

Panel A		持股期限(1/换手率)				
年度	样本类型	样本数	平均值	均值检验	方差	方差检验
2011年	换手率低	515	0.3142	18.41***	0.2073	3.62
	换手率中	514	0.3011		0.2091	
	换手率高	514	0.2419		0.1935	
2013年	换手率低	497	0.3323	3.88**	0.2062	2.01
	换手率中	485	0.3240		0.2008	
	换手率高	473	0.2978		0.1933	
变动值	换手率低	497	0.0117	11.16***	0.1067	1.64
	换手率中	485	0.0174		0.1131	
	换手率高	473	0.0431		0.1095	
Panel B		股利支付水平(股利分配率)				
年度	样本类型	样本数	平均值	均值检验	方差	方差检验
2011年	股利分配低	516	0.3586	39.11***	0.2089	5.72*
	股利分配中	456	0.2597		0.1899	
	股利分配高	483	0.2663		0.1913	
2013年	股利分配低	578	0.3623	58.3***	0.2123	12.47***
	股利分配中	577	0.2573		0.1840	
	股利分配高	578	0.2511		0.1929	
变动值	股利分配低	516	0.0309	3.07**	0.1227	24.80***
	股利分配中	456	0.0255		0.1062	
	股利分配高	483	0.0140		0.0987	

注:均值检验、方差检验均为F统计量;***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平下统计显著。

(二)回归结果与分析

根据前文分析,本文分别以公司股票持股期限(TR)、股利分配率(Ddiv)以及两者综合影响(TR×Ddiv)作为个人所得税调整后实验组的替代衡量,实证检验个人所得税调整对

资本结构决策的影响,回归结果详见表3。

表3中(i)、(iii)和(v)列结果显示,控制组(Treat)与负债水平变动显著负相关(均在1%的水平下显著),意味着2012年个人股息红利所得税税率由10%调整到5%之后,受到个人所得税调整影响后的控制组由于“个人所得税劣势”的影响,持有债务的抵税收益显著降低,故相对调低了负债水平。

(v)列结果显示,以股票换手率和股利分配率综合衡量的控制组(Treat),其估计系数为-0.056(在1%的水平下显著),表明受个人所得税调整影响后的公司负债水平相对调低了5.6%,H1得到验证。

模型调整的R²在11.2%~16.0%之间、F统计量在29.291左右,整体拟合效果较好,说明实证检验结论是稳健可靠的。

表3 个人所得税调整对资本结构决策的影响

变量	Treat=TR		Treat=Ddiv		Treat=TR×Ddiv	
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)
常数项	0.015** (2.57)	-0.194** (-2.58)	0.006 (1.24)	-0.071 (-1.06)	0.007 (1.50)	-0.130*** (-1.86)
Treat	-0.027*** (-4.08)	-0.027*** (-3.63)	-0.036*** (-3.08)	-0.028** (-2.43)	-0.056*** (-4.42)	-0.044*** (-3.30)
CF		-0.337*** (-6.42)		-0.334*** (-6.31)		-0.324*** (-6.07)
Mom		-0.043** (-2.56)		-0.032* (-1.95)		-0.036** (-2.16)
M/B		-0.009* (-1.69)		-0.018*** (-3.32)		-0.014*** (-2.66)
AT		0.010*** (3.09)		0.005 (1.63)		0.007** (2.38)
ΔAT	0.111*** (9.74)	0.116*** (10.30)	0.108*** (9.49)	0.116*** (10.29)	0.111*** (9.74)	0.116*** (10.24)
ΔCol	0.206*** (6.97)	0.189*** (6.49)	0.228*** (7.82)	0.201*** (6.93)	0.218*** (7.49)	0.197*** (6.80)
ΔM/B	0.001 (0.10)	0.003 (0.50)	-0.002 (-0.43)	0.000 (0.08)	0.000 (0.09)	0.001 (0.24)
ΔIntang	0.144 (1.05)	0.176 (1.31)	0.195 (1.42)	0.201 (1.50)	0.153 (1.11)	0.177 (1.32)
ΔCF	-0.134*** (-3.58)	-0.358*** (-7.42)	-0.119*** (-3.17)	-0.342*** (-7.01)	-0.124*** (-3.31)	-0.340*** (-6.97)
观测值	1,401	1,401	1,417	1,406	1,401	1,401
调整的R ²	0.112	0.160	0.103	0.155	0.114	0.159
F统计量	29.29	26.57	26.87	25.68	29.83	26.30

注:括号内数值为异方差稳健标准误;***、**和*分别表示双尾t检验在1%、5%和10%的水平下统计显著,下同。

此外,基于信息不对称分析的优序融资理论认为,企业倾向于按照内部融资、债务、外部权益融资的顺序筹集资金(Myers和Majluf,1980)。(ii)、(iv)和(vi)列的结果显示,经营现金活动净流量(CF)与负债水平变动显著负相关(均在1%的水平下显著),表明当公司自身经营活动能够产生较多的现金流时,公司更不愿意进行债务融资,符合优序融资理论的研究预期。

市场择机理论认为,上市公司面对复杂多变的资本市场,会选择在股票价格高时发行股票,在股票价格低时进行回购(Baker和Wurgler,2002)。(ii)、(iv)和(vi)列的结果显示,股票回报率(Mom)、账面市值比(M/B)均与负债水平变动显著负相关,表明当公司股票在资本市场上处于较高的价位时,公司更愿意进行权益融资、负债水平因而相对降低,符合市场择机理论的研究预期。

其余控制变量的检验结果与理论预期基本一致。企业资产水平及其变动值(AT和ΔAT)均与负债水平变动显著正相关(1%的水平下),意味着企业规模越大、增加幅度越大,公司负债水平增加程度就越越大。

固定资产投资变动值(ΔCol)的估计系数显著为正(1%的水平下),说明固定资产项目的增加会显著增强公司负债融资能力、提升负债水平,与Lin和Flannery(2013)的结论基本一致。

经营现金净流量变动(ΔCF)与负债水平变动显著负相关,意味着公司内部融资能力的增强会显著降低负债水平,符合优序融资理论的研究预期。

此外,本文还发现账面市值比变动(ΔM/B)、无形资产价值变动(ΔIntang)与公司负债水平变动呈正相关关系(但不显著),但是公司账面价值比、无形资产价值增加是否能够间接提升公司未来的盈利能力,提升负债融资能力,从而相应增加公司的负债水平,还有待进一步实证检验。

为了进一步检验我国2012年个人股息红利所得税税率调整对不同企业所得税条件下的上市公司的影响,本文在基本模型中加入公司所得税的实际税负(ETR)以及实验组(Treat)与实际税负的交叉项(Treat×ETR)进行回归分析,具体结果详见表4。结果显示,交叉项(Treat×ETR)与负债水平变动显著正相关(1%的水平下),意味着公司层面所得税实际税负的增加能够显著缓解“个人所得税劣势”的影响,支持H2的研究预期。其他变量的回归检验结果也与前文结论基本一致,符合理论预期,在此不再赘述。

以上回归结果表明,我国2012年个人股息红利所得税税率调低后,由于“个人所得税劣势”效应的扩大侵蚀了持有负债在公司所得税层面的抵税收益,因而受到个人所得税调整影响的实验组样本公司显著降低了负债水平,经验支持了个人股息红利所得税影响企业资本结构决策的理论预期。进一步综合考虑公司所得税、个人所得税影响后的实证检验结果发现,公司所得税实际税负越高、债务的抵税收益相应越大,“个人所得税劣势”的影响也就越弱,这为所得税与资本结构理论提供了进一步的经验证据。

表 4 个人所得税调整、企业实际税负与资本结构决策

变量	Treat=TR		Treat=Ddiv		Treat=TR×Ddiv	
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)
常数项	0.019*** (2.79)	-0.196*** (-2.60)	0.001 (0.20)	-0.070 (-1.05)	0.003 (0.43)	-0.131* (-1.88)
Treat	-0.027*** (-4.05)	-0.027*** (-3.65)	-0.038*** (-3.15)	-0.029** (-2.39)	-0.061*** (-4.66)	-0.047*** (-3.43)
Treat×ETR	0.099 (1.36)	0.062 (0.87)	0.382*** (3.27)	0.324*** (2.84)	0.500*** (3.03)	0.397** (2.46)
ETR	-0.025 (-1.19)	-0.036* (-1.74)	0.009 (0.37)	-0.011 (-0.47)	0.011 (0.47)	-0.007 (-0.33)
CF		-0.330*** (-6.27)		-0.320*** (-6.04)		-0.313*** (-5.85)
Mom		-0.043** (-2.56)		-0.033** (-2.01)		-0.036** (-2.18)
M/B		-0.010* (-1.80)		-0.019*** (-3.50)		-0.015*** (-2.74)
AT		0.010*** (3.21)		0.005 (1.60)		0.007** (2.39)
ΔAT	0.113*** (9.85)	0.118*** (10.44)	0.115*** (9.95)	0.123*** (10.73)	0.117*** (10.12)	0.121*** (10.58)
ΔCol	0.202*** (6.82)	0.187*** (6.40)	0.234*** (8.04)	0.206*** (7.11)	0.220*** (7.57)	0.199*** (6.89)
ΔM/B	0.000 (0.05)	0.002 (0.39)	-0.002 (-0.37)	0.000 (0.02)	0.001 (0.13)	0.001 (0.20)
ΔIntang	0.141 (1.03)	0.171 (1.27)	0.185 (1.35)	0.189 (1.41)	0.141 (1.03)	0.165 (1.23)
ΔCF	-0.132*** (-3.52)	-0.352*** (-7.29)	-0.114*** (-3.05)	-0.329*** (-6.75)	-0.120*** (-3.21)	-0.330*** (-6.76)
观测值	1,401	1,401	1,417	1,406	1,401	1,401
调整的R ²	0.114	0.163	0.110	0.162	0.120	0.164
F统计量	22.48	22.55	21.71	22.40	23.73	22.69

(三) 稳健性检验

此外,为了检验研究结论的稳健性,本文还进行了如下稳健性检验:

首先,为了确保 DID 分析方法的稳健可靠,本文借鉴 Blouin 等(2011)的处理方法,选取个人所得税税率未发生明显变动的样本期间进行稳健性检验。

表 5 对 2007~2009 年和 2009~2011 年样本期间的稳健性检验结果表明,实验组(Treat)与负债水平变动不存在显著的负相关关系,实验组与公司所得税实际税负的交叉项(Treat×ETR)与负债水平变动不存在显著的正相关关系,表明实验组与公司负债水平变动不存在内生的相关关系。

前文基于 DID 分析方法的实证检验结果发现,实验组由于 2012 年个人所得税税率调整事件的作用,影响了公司资本结构决策;而稳健性检验结果表明,在个人所得税税率未发生变动的 2007~2009 年和 2009~2011 年样本期间,实验组并不会对公司资本结构决策发挥显著的影响。因此,本文对个人股息红利所得税税率影响公司资本结构决策的实证研究结论是稳健可靠的。

另外,对于本文模型的重要变量,例如负债水平(LEV)、实际税负(ETR)、持股期限(TR)、股利支付水平(Ddiv)以及其他控制变量,采用

表 5 稳健性检验:不同年度的比较

变量	2007~2009 年		2009~2011 年	
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)
常数项	-0.012 (-0.11)	-0.019 (-0.17)	-0.075 (-0.76)	-0.076 (-0.77)
Treat	-0.067 (-1.12)	-0.071 (-1.18)	0.023 (0.40)	0.019 (0.33)
Treat×ETR		0.578 (1.29)		0.186 (0.33)
ETR		-0.024 (-0.86)		0.017 (0.52)
CF	-0.432*** (-6.15)	-0.428*** (-6.02)	-0.310*** (-4.57)	-0.312*** (-4.58)
Mom	-0.002 (-0.50)	-0.002 (-0.47)	-0.014*** (-2.69)	-0.014*** (-2.70)
M/B	-0.001 (-0.18)	-0.001 (-0.20)	-0.002 (-0.40)	-0.002 (-0.36)
AT	0.002 (0.39)	0.002 (0.50)	0.005 (1.17)	0.005 (1.16)
ΔAT	0.081*** (6.00)	0.082*** (6.03)	0.063*** (5.07)	0.063*** (5.05)
ΔCol	0.155*** (3.93)	0.154*** (3.89)	0.111*** (2.83)	0.109*** (2.79)
ΔM/B	-0.003 (-0.59)	-0.004 (-0.62)	-0.002 (-0.26)	-0.002 (-0.26)
ΔIntang	0.512*** (3.34)	0.509*** (3.32)	0.202 (1.23)	0.207 (1.26)
ΔCF	-0.551*** (-10.16)	-0.544*** (-10.01)	-0.361*** (-6.49)	-0.361*** (-6.48)
观测值	952	952	1,042	1,042
调整的R ²	0.164	0.166	0.086	0.086
F统计量	18.43	15.62	9.67	8.07

多种衡量方法进行稳健性测试。其中,采用总资产资产负债率(吴联生和岳衡,2006)、有息债务与总资产之比(王跃堂等,2010)替代衡量负债水平;采用名义税率(王跃堂等,2010)、Miller 综合税率(Faccio 和 Xu, 2012)替代衡量企业所得税税率;采用前 5 年、前 3 年、前 2 年平均股利支付水平替代衡量股利支付水平。对重要变量进行的替代性检验结果与前文主要研究结论基本一致(限于篇幅,本文未列出检验结果)。

五. 结论

本文以我国 2012 年个人所得税税率调整为契机,采用 DID 分析工具实证检验了个人所得税税率变动对上市公司资本结构决策的影响。实证结果表明:

2012 年个人所得税税率整体调低后,受到个人所得税调整影响的上市公司由于持有债务的“个人所得税劣势”增加,导致债务在企业所得税层面的抵税收益下降,从而影响公司负债水平相

对向下调整。

进一步检验还发现,上市公司企业所得税实际税率的高低显著影响了“个人所得税劣势”与公司负债水平变动之间的相关性,为“个人所得税劣势”通过影响债务抵税收益对公司资本结构决策发挥作用提供了进一步的经验证据。

此外,本文还分别从从未发生个人所得税税率调整的年份以及替代变量法等多种方式展开稳健性检验,以验证本文主要结论的稳健和可靠。

资本结构决策是企业投资、融资和分配等财务行为的重要内容,自MM理论提出以来,国内外学者对资本结构决策的因素进行了丰富的理论研究和经验证明。本文遵循Miller(1977)关于个人所得税影响资本结构决策的理论分析路径,借鉴Faccio和Xu(2012)以OECD国家所得税改革、Lin和Flannery(2013)以美国2003年个人所得税减免为契机进行的经验研究方法,以我国2012年个人所得税调整为契机证明了个人所得税调整对我国上市公司资本结构决策也能发挥重要影响。

本文的理论贡献体现为:一方面,弥补了国内个人所得税影响资本结构决策研究领域文献的不足,尤其是利用自然实验法提供了比较可靠的经验证据;另一方面,我国2012年个人所得税调整针对持股期限不同的差别税率设定,为研究个人所得税与资本结构决策相互关系提供了更为干净的实验环境,也能为国外该领域的理论研究和经验文献提供更为可靠的实证支持和国际比较。

本文的现实意义在于:有助于深化监管层、上市公司以及投资者对个人所得税与资本结构相互关系的认识,尤其是监管机构在制定企业所得税、个人所得税等相关政策时需要全面权衡政策变动可能对上市公司各方面决策和行为造成的冲击,为我国上市公司构建合理的资本结构和公司治理机制营造良好的外部政策环境。

限于篇幅,本文着重探讨了2012年个人股息红利所得税率调整对上市公司资本结构决策的影响,尚未进一步涉及关于个人所得税调整对上市公司债务资本成本和权益资本成本、融资约束问题缓解、资本市场的投资者反应的影响,以及受个人所得税税率调整影响后上市公司资本结构调整的具体路径选择及其对公司价值影响等问题,这也是作者后续将要关注、也值得该领域其他学者进一步探讨的内容。

主要参考文献:

杜鹃,魏巍.个人所得税对公司加权平均资金成本的影响[J].当代经济科学,2005(3).

吴联生,岳衡.税率调整和资本结构变动——基于我国取消“先征后返”所得税优惠政策的研究[J].管理世界,2006(11).

刘京军,徐浩萍.机构投资者:长期投资者还是短期机会主义者?[J].金融研究,2012(9).

唐国正,刘力.公司资本结构理论——回顾与展望[J].管理世界,2006(5).

王跃堂,王亮亮,彭洋.产权性质、债务税盾与资本结构[J].经济研究,2010(9).

吴联生,李辰.“先征后返”、公司税负与税收政策的有效性[J].中国社会科学,2007(4).

伍中信,张娅,张雯.信贷政策与企业资本结构——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2013(3).

Blouin J. K., Raedy J. S., Shackelford D.A.. Dividends, share repurchases, and tax clienteles: Evidence from the 2003 reductions in shareholder taxes [J]. Accounting Review, 2011(86).

Dhaliwal D., Krull L., Li O. Z.. Did the 2003 tax act reduce the cost of equity capital? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001(43).

Graham J.R.. Do personal taxes affect corporate financing decisions? [J]. Journal of Public Economics, 1999(73).

Jensen M. C., W. H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976(3).

Kraus A., Litzenberger R.H.. Skewness preference and the valuation of risk assets [J]. Journal of Finance, 1976(31).

L. Lin, M. J. Flannery. Do personal taxes affect capital structure? Evidence from the 2003 tax cut [J]. Journal of Financial Economics, 2013(2).

Miller M.. Debt and taxes [J]. Journal of Finance, 1977(32).

Modigliani F., Miller M.. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment [J]. American Economic Review, 1958(48).

Modigliani F., Miller M.. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction [J]. American Economic Review, 1963(53).

Myers S.. The determinants of corporate borrowing [J]. Journal of Financial Economics, 1977(5).

Myers S., N. S. Majluf. Corporate financing and investment decisions when firms have information that Investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984(13).

Van Binsbergen J. H., Graham J. R., Yang J.. The cost of debt [J]. Journal of Finance, 2010(65).

作者单位:1.西南财经大学会计学院,成都611130;2.云南省个旧市国税局,云南个旧661000