

## 控股权性质、债务税盾与 上市公司股权融资偏好<sup>\*</sup>

朱 凯<sup>1</sup>, 俞伟峰<sup>2</sup>

(1. 上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200434; 2. 香港理工大学 会计与金融学院, 香港)

**摘 要:**文章结合我国分税制财政体制,探讨了上市公司股权融资偏好的制度性因素。由于国有控股股东以利税总额最大化为目标,降低了国有控股上市公司债务融资的税盾价值,增强了股权融资偏好的倾向,而且股东利税分离程度越低,公司越倾向于股权融资。实证结果表明:民营控股上市公司负债率最高,中央政府控股上市公司负债率最低,地方政府控股上市公司负债率居于两者之间,而且所得税税率越高,民营控股和地方政府控股的上市公司越倾向于债务融资。

**关键词:**控股权性质;债务融资税盾;股权融资偏好

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2010)12-0116-12

### 一、引 言

上市公司存在明显的股权融资偏好,已经成为我国财务理论研究的共识(黄少安、张岗,2001;阎达五等,2001;陆正飞、叶康涛,2004;肖泽忠、邹宏,2008)。但是上市公司股权融资偏好的具体成因,现有的研究结论并不一致。黄少安、张岗(2001)认为,股权融资成本偏低和国有控股所导致的内部人控制,是上市公司股权融资偏好的主要原因。陆正飞、叶康涛(2004)则认为股权融资成本偏低并非公司股权融资偏好的主要原因。控股权性质对公司股权融资偏好的影响,现有的经验证据也不尽相同(冯福根等,2000;王娟、杨凤林,2002;李朝霞,2003;张春,2008;肖泽忠、邹宏,2008),那么,控股权性质到底是如何影响公司股权融资偏好?

我们认为,国有控股股东利税总额最大化目标是影响上市公司股权融资偏好的重要因素之一。Modigliani 和 Miller(MM,1963)认为,负债可以通过节约所得税以增加公司价值。后续的相关研究,如 Miller(1977)、DeAnglo 和

收稿日期:2010-07-02

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70972060)

作者简介:朱 凯(1974—),男,江苏南京人,上海财经大学会计与财务研究院副教授,博士生导师;

俞伟峰(1960—),男,浙江萧山人,香港理工大学会计与金融学院教授,博士生导师。

Masulis(1980)、Jensen 和 Meckling(1976),以及国内现有研究,都假定债务利息的抵税作用可以增加公司价值。但是,在我国股票市场中,大多数上市公司由国有企业改制而来,政府(包括中央政府和地方政府)既是公司的最终控制人,也是公司所得税的征收者,利税总额成为国有资产经营业绩的主要考核指标。这些制度性因素降低了国有控股公司债务融资的净税盾价值,使国有控股公司更倾向于股权融资。

此外,中央政府和地方政府之间的财政分配体制,造成中央政府控股上市公司(以下简称中央国企)和地方政府控股上市公司(以下简称地方国企)在利税分离程度上存在差异。在现行财政体制下,地方国企的所得税要在中央政府和地方政府之间分享,提高了地方国企的利税分离程度。地方国企增加负债虽然会减少所得税,但是也将更多的资源留在了地方。因此,所得税分税制削弱了地方国企的股权融资偏好。

在 MM(1963)模型的基础上,本文以国有控股股东利税总额最大化为目标,分析了控股股东利税分离程度对公司股权融资偏好的影响。结果表明,控股股东获得公司所得税比例越高,负债的净税盾价值越低,公司越倾向于股权融资。在理论分析的基础上,本文以上市公司为样本,检验了控股权性质对公司股权融资偏好的影响。我们发现,利税分离程度最低的中央国企,其负债率最低;利税分离程度最高的民营企业,其负债率最高;地方国企的负债率则居于两者之间。而且随着公司所得税税率的上升,民营企业和地方国企都显著地增加了债务融资。因此,国有控股股东利税总额最大化目标和利税分离程度是影响公司融资偏好的重要制度性因素。

本文其余部分结构安排如下:第二部分是理论分析与研究假说,第三部分是样本选择与模型说明,第四部分是检验结果与分析,第五部分是结论。

## 二、理论分析与研究假说

### 1. 制度背景:国有控股与分税制

MM(1963)认为,所得税是公司资源的净流出,而债务融资则可以通过利息节税方式增加公司价值。La Porta 等(1999)发现,在 27 个富有的经济体中,政府也是上市公司的主要控股股东。当政府同为控股股东和公司所得税的征收者时,其收益同时包括公司股权价值和所得税,那么,政府(国有)控股股东的利益最大化动机会如何影响公司股权融资偏好?与所得税有关的财政税收体制又会如何发挥作用?

在我国资本市场中,近 2/3 的上市公司最终控制人是各级政府。政府既是公司的投资者,也是公司所得税的征收者。因此,以政府为最终控制人的国有股东总价值就包含两个部分:按控股比例计算的公司价值和征收的所得税。而且,利税总额最大化也是国有资产考核的重要指标。中央国资委 2003 年的

考核标准明确提出以税前利润作为年度考核的指标之一。在地方国企的业绩考核指标中也明确地提出了将利税总额及其增长率作为高管薪酬的考核指标。这表明国有控股股东不仅要关注负债节税对公司价值的正面影响,也会考虑负债对所得税的负面影响。

在现行的所得税体制下,不同国有控股股东的利税分离程度也不尽相同。虽然公司所得税是中央和地方的共享税,但是中央国企和地方国企的所得税归属不完全相同。中央企业所得税全额上缴中央财政,不存在利税分离。而从 2002 年开始,地方企业所得税增量中 50% 上缴中央财政,50% 上缴地方财政;2003 年之后,该比例为 6:4。因此,从 2002 年以后,地方政府不能获得地方国企的全部所得税。虽然省以下各级地方政府之间的所得税分配比例,各省之间存在较大的差异,但是与中央国企相比,地方国企存在一定程度的利税分离。

## 2. 理论分析

在 MM(1963)资本结构理论中,所得税是公司财富的净流出,债务税盾就是通过节约公司的所得税支出而增加的公司价值,即:

$$V_L = V_U + \tau_c B$$

其中: $V_L$  为有负债公司价值, $V_U$  为无负债公司价值, $\tau_c$  为公司所得税率, $B$  为公司负债额。在其他条件不变时,增加负债可以提高公司价值,债务的税盾价值为  $\tau_c B$ 。

我们用  $a$  来代表控股股东的持股比例,在 MM(1963)理论框架下,控股股东的债务税盾价值(Net Tax Shield,  $NTS_0$ )为:

$$NTS_0 = a\tau_c B \quad (1)$$

当控股股东能够获得全部或者部分公司所得税时,增加负债带来的净税盾价值就不再是  $a\tau_c B$ ,而是小于  $a\tau_c B$ ,因为公司增加负债会减少控股股东的所得税收入。

我们用  $f$  来代表控股股东获得公司所得税的比例,公司负债导致的控股股东税收减少为  $f\tau_c B$ 。控股股东的净税盾价值( $NTS_1$ )则为:

$$NTS_1 = \tau_c B(a - f) \quad (2)$$

其中: $f \in [0, 1]$ 。 $f=0$ ,控股股东不能获得公司所得税; $f=1$ ,控股股东获得公司全部所得税价值。

对公式(2)中负债  $B$  求导,结果如下:

$$dNTS/dB = \tau_c(a - f) \quad (3.1)$$

根据公式(3.1),当  $f=0$  时,控股股东的净税盾价值等于  $\tau_c Ba$ ,公司负债水平越高,控股股东的总收益越大。当  $f=1$  时,由于控股股东的持股比例必然小于 1,公式(3.1)必然小于 0。这意味着,对于获得全部税收收入的控股股东,公司债务融资的净税盾价值为负,公司负债水平越低,控股股东的总收益越大。当  $f \in (0, 1)$  时,控股股东可以获得部分所得税,负债对控股股东净税

盾价值的影响是不确定的:  $a > f$ , 债务融资可以增加控股股东的价值; 若  $a < f$ , 债务融资则降低了控股股东的价值。由此, 本文得到推论 1。

推论 1: 控股股东所得税获得比例( $f$ )越高, 负债的净税盾价值越小, 公司负债率越低。

对公式(2)中的所得税税率  $\tau_c$  求导, 结果如下:

$$dNTS/d\tau_c = B(a-f) \quad (3.2)$$

公式(3.2)表明, 所得税税率对净税盾价值的影响, 仍然取决于控股股东持股比例( $a$ )和所得税获得比例( $f$ )的相对差异。当  $f=0$  时, 税率上升提高了负债的净税盾价值; 当  $f=1$  时, 税率上升却降低了负债的净税盾价值; 当  $f \in (0, 1)$  时,  $a > f$ , 税率上升增加净税盾价值,  $a < f$ , 税率上升会减少净税盾价值。由此本文得到推论 2。

推论 2: 控股股东所得税获得比例( $f$ )越低, 税率上升对于控股股东净税盾价值影响越大, 公司负债率越高。

### 3. 研究假说

综合上述的制度环境和理论分析, 我们认为, 在我国现行的股权结构和财政体制下, 国有控股股东要权衡负债对公司价值和所得税的净影响, 以实现其利税总额最大化目标。中央国企的控股股东可以获得全部所得税, 其利税分离程度最低, 中央国企因负债减少的所得税要大于因负债增加的公司价值, 从而削弱了其债务融资的动机。

民营控股上市公司的控股股东不能获得任何所得税, 利税分离程度最高。在其他条件相同的情况下, 民营控股股东更关注负债的税盾价值, 会尽可能地利用负债减少所得税, 以增加公司价值。因此, 民营控股公司更倾向债务融资。

地方国企控股股东利税分离程度居于中央国企和民营控股股东之间, 相应地, 地方国企的债务融资动机也居于两者之间。由此, 本文提出假说 1。

假说 1: 与民营控股上市公司相比, 国有控股上市公司的负债比例更低, 其中, 中央国企负债率要显著低于地方国企负债率。

2008 年以前, 虽然《企业所得税法》规定的所得税税率为 33%, 但是因为各种优惠政策, 很多上市公司实际税率低于 33%。所得税税率差异对资本结构的影响, 国内现有的研究结论并不一致。<sup>①</sup> 本文的推论 2 则显示, 债务融资—税率敏感度与控股股东特征密切相关。

在中央国企中, 中央政府获得了所有所得税( $f=1$ )。由于其控股比例小于 1( $a < 1$ ), 所得税税率上升虽然提高了公司债务税盾价值, 但负债造成的所得税下降幅度则更大, 在整体上减少了控股股东的利税总额。因此, 所得税税率越高, 中央国企的债务融资比例越低。

在民营企业中, 由于利税完全分离, 所得税税率上升提高了公司债务税盾价值, 公司更倾向于债务融资。

在地方国企中,所得税要上缴一部分给中央政府或上级政府,其利税分离程度介于中央国企和民营企业之间。随着所得税税率提高,地方国企也会增加债务融资,从整体上提高利税总额。因此,与中央国企相比,公司所得税税率越高,地方国企越倾向于债务融资。由此,本文提出假说 2。

假说 2:相比中央国企,所得税税率越高,民营企业和地方国企负债率越高。

### 三、样本选择与模型

#### 1. 样本选择与数据来源

本文选择 2002—2006 年非金融保险类上市公司为样本,一方面因为 2002 年调整后的分税制,将所得税确定为中央和地方共享税,并且取消了地方政府给予当地上市公司“先征后返”的所得税优惠政策,而且按照证监会的要求,上市公司从 2003 年度开始详细披露其最终控制人信息,这有助于我们确定其税收归属;另一方面是为了控制 2007 年会计准则改革对研究可能产生的影响,以保证研究对象所处宏观环境具有可比性。

本文剔除了资不抵债的公司和相关财务数据缺失的观测值,以及上市时间不足三年的样本,最终确定 4 504 个观测值。本文采用的财务数据、股票价格数据和第一大股东持股比例数据均取自于 CSMAR 数据库;控股股东性质数据根据上市公司年报信息整理而得,公司所得税税率则取自 WIND 资讯。

根据最终控制人特征,本文将上市公司区分为中央政府控股上市公司(State)、地方政府控股上市公司(Local)和民营控股上市公司(Private)。

#### 2. 研究模型和指标

在控制其他影响因素的情况下,本文重点分析不同股权结构所隐含的利税分离程度对债务融资决策的影响,及其债务融资的所得税率敏感度。具体的回归模型如下:

$$\begin{aligned} \text{Lev}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Private}_{it} + \beta_2 \text{Local}_{it} + \beta_3 \text{High}_{it} + \beta_4 \text{Private}_{it} \times \text{High}_{it} \\ & + \beta_5 \text{Local}_{it} \times \text{High}_{it} + \beta_6 \text{Mroa}_{it} + \beta_7 \text{Mfix}_{it} + \beta_8 \text{Msize}_{it} + \beta_9 \text{Mgrow}_{it} \\ & + \beta_{10} \text{First}_{it} + \beta_{11} \text{Std\_roa}_{it} + \sum_{j=2}^{21} \gamma_j \text{sic}_{it} + \sum_{k=2002}^{2006} \alpha_k \text{yrdum}_t + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

其中,下标  $i$  表示公司,  $t$  表示年度,  $j$  表示第 2 个至第 21 个行业,  $k$  表示 2002 年至 2006 年。公式(4)中各个变量定义见表 1。

表 1 变量定义

| 变量名称    | 变量定义                                              |
|---------|---------------------------------------------------|
| Lev     | 有息负债(短期借款+一年内到期的长期负债+长期借款)占总资产比例                  |
| Private | 虚拟变量,1 表示上市公司最终控制人为个人,否则取 0                       |
| Local   | 虚拟变量,1 表示上市公司最终控制人为地方政府,否则取 0                     |
| High    | 虚拟变量,1 表示上市公司所得税税率为 33%,0 表示上市公司所得税税率为低于 33%的优惠税率 |

续表 1 变量定义

| 变量名称    | 变量定义                                   |
|---------|----------------------------------------|
| Mroa    | t-3 至 t-1 年的经营利润与总资产之比的平均值             |
| Mfix    | t-3 至 t-1 年的固定资产占总资产比例的平均值             |
| Msize   | t-3 至 t-1 年的总资产账面价值对数值的平均值             |
| Mgrow   | t-3 至 t-1 年的销售收入增长率                    |
| First   | 第一大股东持股比例                              |
| Std_roa | t-3 至 t-1 年的 ROA 标准差                   |
| Sic     | 行业虚拟变量,制造业为证监会规定的行业代码中的前两位代码,其他行业为首位代码 |
| yr dum  | 年度虚拟变量                                 |

本文以有息负债率,即短期借款、一年内到期的长期负债和长期借款之和占总资产的比例作为因变量。由于我国债券市场发展滞后,公司债务融资主要还依靠银行信贷。按照《企业所得税法》规定,符合税法规定的借款利息可以在税前扣除。因此,采用有息负债率可以有效地度量公司的债务融资水平。

作为主要的检验变量,Private 和 Local 表示上市公司最终控制人为民营企业 and 地方政府。根据本文的假说 1,民营企业利税分离程度最高,其负债率最高;地方政府的利税分离程度介于民营企业和中央国企之间,其负债率也居于两者之间,本文预期 Private 和 Local 的回归系数均为正数,且 Private 的回归系数显著大于 Local 的回归系数。根据假说 2,随着所得税税率的上升,民营企业和地方国企更倾向于负债融资,本文预期 Private $\times$  High 和 Local $\times$  High 的系数均为正数。

根据 Titman 和 Wessels(1988)、陆正飞(2008)的研究,本文选择了以下可能影响资本结构的控制变量,包括公司规模、成长性、盈利能力、盈利能力波动性、固定资产比例和控股股东持股比例。考虑到同一观测期的控制变量可能会与资本结构存在时间上的机械相关性,除了控股股东特征(Private 和 Local)和持股比例外,其他控制变量均选择前三年平均值作为衡量指标。

Myers 和 Majluf (1984)认为,盈利能力强的公司通常拥有较为充裕的现金流,为内部融资提供充足的现金流量;而 Jensen(1986)则认为,自由现金流量越多,代理成本越高,越需要通过负债方式迫使现金流出企业,因此,盈利能力对负债率的影响是不确定的。本文以前三年平均营业利润率(Mroa)作为盈利能力的衡量指标。

大多数经验证据表明,公司规模是影响资本结构的重要因素之一,公司规模越大,负债能力也越强,预期回归系数为正。本文以前三年平均资产账面价值的对数值(Msize)衡量公司规模。

成长性越高,一方面意味着在一定时期内所需投入的资本越多,公司越需要通过债务方式筹集资金,而且成长性高的公司往往有着良好的前景,为了保



护现有股东的利益,公司可能不愿过多地发行新股;另一方面,成长性越高的公司信息不对称程度和破产成本也越高(Shleifer 和 Vishny,1992),削弱了公司债务融资能力。因此成长性对负债率的影响是不确定的。本文以前三年平均销售收入增长率(Mgrow)作为成长性的衡量指标。

盈利能力的波动性越高,意味着公司的经营风险越高,公司必须减少债务融资,降低财务风险,以保证公司的整体风险维持在适度的水平上。根据 Titman 和 Wessels(1988)的方法,本文用前三年的营业利润率(ROA)的标准差来衡量盈利能力的波动性,以 Std\_roa 表示。

由于债务违约风险的存在,拥有可担保资产越多,即固定资产越多的公司,其债务融资能力也越强。但是,DeAnglo 和 Masulis(1980)认为,固定资产折旧所提供的非债务税盾会降低公司负债融资的动机。因此,固定资产对资本结构的影响也是不确定的,本文以前三年平均固定资产占总资产比例(Mfix)作为衡量指标。

Friend 和 Lang(1988)发现,股权集中度越高的公司负债率也越高。因为股权分散化的公司高管代理成本高,从而不愿意采用负债方式。国内现有文献(冯福根等,2000;王娟、杨凤林,2002;李朝霞,2003;张春,2008;肖泽忠、邹宏,2008)的研究结论却不尽相同。因此,股权集中度对负债率的影响是不确定的,本文以公司第一大股东的持股比例(First)作为股权集中度的衡量指标。

为了控制极端值的影响,本文对除股权集中度以外的其他所有连续变量按照上下 1% 的值进行修饰(Winsorize)。

## 四、检验结果与分析

### 1. 描述性统计分析

表 2 是本文回归模型中相关变量的描述性统计结果。在本文的样本中,有息负债率(Lev)平均为 26.24%,最小值为 0,最大值为 61.63%,标准差为 15.51%,表明公司之间的有息负债率存在较大的差异;近 24% 样本的最终控制人为私人或家族(民营企业),近 56% 样本的最终控制人为各级地方政府(包括省、市(地)、县和乡镇),20% 的样本最终控制人为中央政府。此外,一半以上样本公司(52%)的所得税税率是法定的 33% 税率。

表 2 样本描述性统计结果

| 变量名     | 样本量  | 均值     | 标准差    | 最小值     | 最大值    |
|---------|------|--------|--------|---------|--------|
| Lev     | 4504 | 0.2624 | 0.1551 | 0       | 0.6163 |
| Private | 4504 | 0.2418 | 0.4282 | 0       | 1      |
| Local   | 4504 | 0.5639 | 0.4959 | 0       | 1      |
| High    | 4504 | 0.5209 | 0.4996 | 0       | 1      |
| Mroa    | 4504 | 0.0258 | 0.0506 | -0.1445 | 0.1584 |
| Mfix    | 4504 | 0.3542 | 0.1831 | 0.0155  | 0.7942 |

续表 2 样本描述性统计结果

| 变量名     | 样本量  | 均值     | 标准差    | 最小值     | 最大值    |
|---------|------|--------|--------|---------|--------|
| Mgrow   | 4504 | 0.2781 | 0.5184 | -0.4201 | 3.8999 |
| Msize   | 4504 | 7.2985 | 0.8613 | 5.2851  | 9.6381 |
| First   | 4504 | 0.4024 | 0.1643 | 0.0324  | 0.8500 |
| Std_roa | 4504 | 0.0287 | 0.0333 | 0.0013  | 0.1875 |

表 3 列示了所有变量的 Spearman 相关性检验结果。其中：民营企业 (Private) 与有息负债率 (Lev) 的相关系数为 0.12；中央国企 (State) 与有息负债率 (Lev) 的相关系数为 -0.15；而地方国企 (Local) 与有息负债率 (Lev) 的相关系数为 0.02，居于两者之间。

在国有银行占据银行信贷市场主要份额的情况下，国有银行和国有企业之间存在天然的利益关系 (Kornai, 1998；田立辉, 2005)，或者国有企业可以获得政府的隐性担保 (孙铮等, 2005)，使国有控股上市公司比民营控股上市公司获得更多的信贷资源。但现实却是，国有控股上市公司负债率明显低于民营控股上市公司，这说明预算软约束理论难以解释上市公司的资本结构决策。

表 3 相关变量的 Spearman 检验结果

|         | Lev                | Private            | Local              | State              | High               | Mroa               | Mfix               | Mgrow              | Msize              | First |
|---------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------|
| Private | 0.12 <sup>*</sup>  |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |       |
| Local   | 0.02               | -0.64 <sup>*</sup> |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |       |
| State   | -0.15 <sup>*</sup> | -0.27 <sup>*</sup> | -0.55 <sup>*</sup> |                    |                    |                    |                    |                    |                    |       |
| High    | 0.09 <sup>*</sup>  | 0.05 <sup>*</sup>  | 0.11 <sup>*</sup>  | -0.20 <sup>*</sup> |                    |                    |                    |                    |                    |       |
| Mroa    | -0.22 <sup>*</sup> | -0.10 <sup>*</sup> | 0.06 <sup>*</sup>  | 0.03 <sup>*</sup>  | -0.03 <sup>*</sup> |                    |                    |                    |                    |       |
| Mfix    | 0.12 <sup>*</sup>  | -0.09 <sup>*</sup> | 0.14 <sup>*</sup>  | -0.08 <sup>*</sup> | 0.13 <sup>*</sup>  | 0.21 <sup>*</sup>  |                    |                    |                    |       |
| Mgrow   | 0.04 <sup>*</sup>  | 0.002              | -0.04 <sup>*</sup> | 0.05 <sup>*</sup>  | -0.10 <sup>*</sup> | 0.32 <sup>*</sup>  | 0.003              |                    |                    |       |
| Msize   | 0.06 <sup>*</sup>  | -0.22 <sup>*</sup> | 0.16 <sup>*</sup>  | 0.04 <sup>*</sup>  | -0.04 <sup>*</sup> | 0.21 <sup>*</sup>  | 0.10 <sup>*</sup>  | 0.12 <sup>*</sup>  |                    |       |
| First   | -0.14 <sup>*</sup> | -0.32 <sup>*</sup> | 0.21 <sup>*</sup>  | 0.08 <sup>*</sup>  | -0.05 <sup>*</sup> | 0.17 <sup>*</sup>  | 0.09 <sup>*</sup>  | 0.0005             | 0.17 <sup>*</sup>  |       |
| Std_roa | 0.03 <sup>*</sup>  | 0.07 <sup>*</sup>  | -0.07 <sup>*</sup> | 0.01               | 0.06 <sup>*</sup>  | -0.26 <sup>*</sup> | -0.04 <sup>*</sup> | -0.12 <sup>*</sup> | -0.21 <sup>*</sup> | -0.03 |

注：\* 表示 10% 的显著性水平。

2. 回归结果与分析

表 4 是以有息负债率 (Lev) 作为被解释变量的回归模型检验结果。表 4 的第 1 列和第 2 列分别为采用混合回归 (Pooling) 和 Peterson (2009) 的聚类分析 (Clustering) 方法对假说 1 检验的结果。

表 4 股权性质与债务融资

| 变量           | 假说 1                           |                                | 假说 2                            |                               |
|--------------|--------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|
|              | Pooling                        | Peterson (2009)                | Pooling                         | Peterson (2009)               |
| Private      | 0.052 <sup>***</sup><br>(7.32) | 0.052 <sup>***</sup><br>(3.19) | 0.044 <sup>***</sup><br>(4.51)  | 0.044 <sup>**</sup><br>(2.53) |
| Local        | 0.028 <sup>***</sup><br>(4.75) | 0.030 <sup>***</sup><br>(2.77) | 0.008<br>(1.12)                 | 0.010<br>(0.83)               |
| High         | 0.015 <sup>***</sup><br>(3.26) | 0.014 <sup>*</sup><br>(1.91)   | -0.022 <sup>**</sup><br>(-2.08) | -0.023<br>(-1.24)             |
| Private×High |                                |                                | 0.030 <sup>**</sup><br>(2.11)   | 0.029<br>(1.23)               |



续表 4 股权性质与债务融资

| 变量                 | 假说 1                 |                      | 假说 2                 |                      |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                    | Pooling              | Peterson(2009)       | Pooling              | Peterson(2009)       |
| Local×High         |                      |                      | 0.051***<br>(4.29)   | 0.051***<br>(2.66)   |
| Mroa               | -0.897***<br>(-16.8) | -0.877***<br>(-9.79) | -0.891***<br>(-16.7) | -0.872***<br>(-9.81) |
| Mfix               | 0.121***<br>(7.87)   | 0.117***<br>(3.48)   | 0.120***<br>(7.86)   | 0.116***<br>(3.50)   |
| Mgrow              | 0.011**<br>(2.52)    | 0.011*<br>(1.86)     | 0.011**<br>(2.49)    | 0.010*<br>(1.84)     |
| Msize              | 0.025***<br>(8.64)   | 0.021***<br>(3.96)   | 0.025***<br>(8.63)   | 0.021***<br>(3.99)   |
| First              | -0.110***<br>(-7.94) | -0.096***<br>(-4.43) | -0.113***<br>(-8.18) | -0.099***<br>(-4.51) |
| Std_roa            | -0.301***<br>(-3.63) | -0.286**<br>(-2.35)  | -0.296***<br>(-3.58) | -0.281**<br>(-2.35)  |
| Constant           | 0.120***<br>(4.51)   | 0.123**<br>(2.55)    | 0.137***<br>(5.10)   | 0.140***<br>(2.89)   |
| sic                | 控制                   |                      | 控制                   |                      |
| Yrdum              | 控制                   |                      | 控制                   |                      |
| 观测值                | 4 504                | 4 504                | 4 504                | 4 504                |
| Adj.R <sup>2</sup> | 0.19                 | 0.18                 | 0.19                 | 0.18                 |

注:括号内为 t 值,\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平。

从第 1 列混合回归结果看,Private 的回归系数为 0.052,统计显著性水平为 1%,表明与利税合一的中央国企相比,利税分离的民营企业负债率显著提高;Local 的回归系数为 0.028,统计显著性水平为 1%,表明与利税合一的中央国企相比,存在一定程度利税分离的地方国企,显著增加了其有息负债率。此外,Private 和 Local 的回归系数之间存在显著差异(F 检验结果在 1% 的显著性水平拒绝了原假说),说明地方国企的负债率显著低于民营企业。这些结果支持了假说 1,即利税分离程度越高,债务融资的净税盾价值越大,公司越倾向于债务融资。第 2 列聚类分析回归结果与此类似,不再赘述。

表 4 的第 3 列和第 4 列则采用了混合回归和 Peterson(2009)的聚类分析方法对假说 2 进行检验。结果表明,Local×High 的回归系数均显著为正,即随着所得税税率的上升,地方国企显著提高债务融资;Private×High 回归系数在混合回归模型里显著为正,在 Peterson(2009)的聚类分析中仍然为正,但不显著。我们认为,回归结果基本上支持本文的假说 2。与第 1 列和第 2 列的结果相同,Private 和 Local 的系数均显著为正,且 Private 的回归系数显著高于 Local 的回归系数。

在控制变量中,盈利能力(Mroa)越强,负债率越低,支持了 Myers 和 Majluf(1984)的优序融资理论假说。公司成长性(Mgrow)越高,负债率越低,表明公司更愿意将高成长性所带来的收益留给股东,而不是和债权人分享。固

定资产比例(Mfix)越高,负债率越高,说明固定资产在债务融资中的作用主要表现为资产抵押价值,而不是折旧所代表的非债务税盾。第一大股东持股比例(First)越高,负债率越低,表明在集中控股的情况下,控股股东不需要通过债务融资方式来制约公司的代理成本。经营风险(Std\_roa)的系数显著为负,支持了经营风险和财务风险替代假说。

本文以资产负债率为解释变量进行稳健性检验,结果没有影响文章的结论。

## 五、结 论

本文以我国分税制财政体制为制度背景,探讨了控股股东利税分离特征对公司股权融资偏好的影响。国有控股上市公司是我国股票市场的主体,政府是国有控股上市公司的最终控制人,可以获得股权投资价值;同时,政府作为社会活动的管理者,可以征收公司所得税。这样,国有控股股东的总价值包括公司的股权价值和所得税。而且,现有的国有资产考核体系也进一步强化了国有控股公司的利税总额最大化目标。另一方面,我国现行的所得税分税制财政体制,使中央国企和地方国企的控股股东利税分离程度不尽相同。

本文的理论分析和实证检验结果都表明:利税分离程度高的民营控股公司负债率最高,利税分离程度最低的中央国企负债率最低,地方国企负债率居于两者之间,而且随着公司所得税税率的提高,民营企业和地方国企债务融资水平显著上升。

本文研究结果具有重要的政策含义:当以利税总额作为国有资产经营业绩的核心考核指标时,国有控股上市公司会表现出明显的股权融资偏好;而所得税分税制财政体制则在一定程度上约束了地方政府控股上市公司的股权融资偏好。因此,在控股权性质不变的情况下,强化以股票市场价值最大化为基础的业绩评价体系,将有助于缓解国有控股上市公司股权融资偏好倾向。

本文的局限性在于将所有地方政府控股的上市公司归为一类进行分析。虽然地方政府控股的上市公司存在一定程度的利税分离,但是,在不同层级的地方政府中,企业所得税与上级政府、中央政府的分享存在不同程度的差异。由于样本和数据来源的限制,我们没有将地方政府控股的上市公司按照其最终控制人所属的政府级别进行再分组,详细讨论其利税分离差异对公司股权融资的影响。这也是我们未来研究的方向之一。

---

\* 本文得到上海市浦江人才计划项目和上海财经大学“211”重点项目的资助。感谢匿名审稿人的修改意见和建议,感谢香港中文大学范博宏教授、上海财经大学陈信元教授、曾庆生博士、北京大学吴联生教授、美国华教授、罗炜博士、上海立信会计学院万华林博士,以及新兴市场公司财务与治理国际研讨会参加者为本文提出的宝贵意见。当然,论文的所有错误和遗漏均由作者承担。

注释:

- ①Huang 和 Song(2006)发现平均税率与资本结构之间不存在显著的相关关系;肖泽忠、邹宏(2008)发现税率与负债之间存在显著的负向关系;吴联生、岳衡(2006)发现税率对资本结构具有显著的正向影响;张春(2008)则发现国有控股公司中,税率对资本结构存在显著的正向影响,而在非国有控股公司中,两者关系并不显著。

参考文献:

- [1]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[J].经济学家,2000,(5):59—66.
- [2]黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析[J].经济研究,2001,(11):12—20.
- [3]李朝霞.影响中国上市公司融资结构的主要因素分析[J].数量经济与技术经济研究,2003,(10):5—12.
- [4]陆正飞.我国企业资本结构与融资行为:回顾、评述与展望——纪念我国会计与改革开放30周年[J].财会通讯,2008,(10):6—10.
- [5]陆正飞,叶康涛.中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于股权资本成本低么? [J].经济研究,2004,(4):50—59.
- [6]孙铮,刘凤委,李增泉.市场化程度、政府干预与企业债务期限结构[J].经济研究,2005,(5):53—63.
- [7]田利辉.国有产权,预算软约束和上市公司杠杆治理[J].管理世界,2005,(7):123—147.
- [8]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):111—118.
- [9]肖泽忠,邹宏.中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好[J].经济研究,2008,(6):119—134.
- [10]阎达五,耿建新,刘文鹏.我国上市公司配股融资行为的实证研究[J].会计研究,2001,(9):21—27.
- [11]张春.公司金融学[M].北京:中国人民大学出版社,2008.
- [12]DeAngelo H, Masulis R W. Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation[J]. Journal of Finance, 1980, 35: 453—464.
- [13]Huang G, Song F M. The determinants of capital structure: Evidence from China[J]. China Economic Review, 2006, 17:14—36.
- [14]Friend I, Lang L H P. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure[J]. Journal of Finance, 1988, 43: 271—281.
- [15]Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76: 323—329.
- [16]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, (3): 305—360.
- [17]Kornai J. The concept of the soft budget constraint syndrome in economic theory[J]. Journal of Comparative Economics, 1998, 26: 11—17.
- [18]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance, 1999, 54: 471—517.

- [19]Miller M H. Debt and taxes[J]. Journal of Finance, 1977, 32: 261—275.
- [20]Modigliani F, Miller M H. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction[J]. American Economic Review, 1963, 53: 433—443.
- [21]Myers S, Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13: 187—221.
- [22]Peterson M. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22: 435—480.
- [23]Shleifer A, Vishny R W. Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach [J]. Journal of Finance, 1992, 47: 1343—1366.
- [24]Titman S, Wessels R. The determinants of capital structure choice[J]. Journal of Finance, 1988, 43: 1—19.

## Nature of Controlling Interest, Tax Shield of Debts and Equity Financing Preference in China

ZHU Kai<sup>1</sup>, YU Wei-feng<sup>2</sup>

(1. *Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200434, China*; 2. *School of Accounting and Finance, The Hong Kong Polytechnic University, Hong Kong, China*)

**Abstract:** This paper investigates the institutional factors of equity financing preference of listed companies under tax sharing system in China. A higher share of corporate income tax enjoyed by the controlling shareholders whose objective is to maximize the sum of corporate profits and taxes will result in a lower net tax shield of debt financing and a higher level of equity financing. And the lower level of the separation between profits and taxes of shareholders will lead to companies' preference for equity financing. The empirical results show that the private listed companies have the highest debt ratios, and listed companies controlled by the central government have the lowest debt ratios while listed companies controlled by local governments have the moderate debt ratios. With the higher income tax rate, private listed companies and listed companies controlled by local governments are more apt to select debt financing.

**Key words:** nature of controlling interest; tax shield of debt financing; equity financing preference

(责任编辑 金 澜)