

# 税收与资本结构研究综述<sup>\*</sup>

李霞

**摘要:** 税收作为国家经济调节的重要手段,一直是学术界研究资本结构时不可忽视的重要因素。经过长期的发展,资本结构理论逐渐形成了一个以税收与资本结构之间关系为研究对象的专门研究领域,该领域大量的理论与经验研究都是围绕税收如何影响资本结构以及影响程度来进行的。

**关键词:** 公司所得税 个人所得税 资本结构

## 一、引言

从理论上讲,资本结构是指公司以债务资本和权益资本为代表的融资方式组合比例,资本结构的选择是公司财务的重要决策之一。但是 Modigliani 和 Miller (1958) 提出的资本结构与公司价值无关的结论,并不符合公司实际的融资行为。Modigliani 和 Miller (1963) 正式将公司所得税引入资本结构的研究领域,标志着透过税收视角分析资本结构的开始。近五十年的不断探讨使得学术界在税收与资本结构关系的研究上成果斐然。总体而言,税收与资本结构关系的研究大致可以 20 世纪 90 年代为界分为两个阶段:前一个阶段侧重理论研究,而后一个阶段侧重经验研究。本文对相关文献的梳理也将沿着该领域的研究发展轨迹进行。

本文论述的文献基本上是以美国税收制度为背景,因此,笔者首先对美国与公司资本结构有关的税制做一个轮廓上的描述:对公司收入征收公司所得税,税率为  $c$ , 债务利息作为与生产经营活动相关的费用,可在税前扣除;股息红利来自于公司的税后留存盈利,不能在税前扣除,投资者的债务利息、股息红利和资本利得都是应税收入,应对之征收个人所得税,税率分别为  $p$ 、 $d$  和  $g$ , 权益收入的税率(股利和资本利得的综合税率)为  $e$ 。可见,与资本结构紧密联系的税种主要是所得税。结合资本结构的基本概念(债务资本与权益资本的组)与相关税制,它为本文提供了组织税收与资本结构文献的两种思路:融资方式与所得税的税种。因此,笔者对理论研究与经验研究的综述也将分别遵循这两种思路来进行。

## 二、税收与资本结构的理论研究

考虑到融资方式更有利于理论文献的组织,笔者将分别从税收与债务融资、税收与权益融资两个方面的关系着手对相关理论研究进行综合论述。值得注意的是,资本结构理论的探讨主要是从债务融资的角度出发。

### (一) 税收与债务融资的理论

税收与债务融资理论的发展轨迹为:无税 引入公司所得税 引入破产成本和代理成本 引入个人所得税 引入非债务税盾。

#### 1. MM理论(无税)

Modigliani 和 Miller (以下简称 MM) 的《资本成本、公司财务与投资理论》(1958) 是资本结构理论具有开创性的经典之作。它提出三个命题:

命题 I: 假设资本市场是完美的,且不存在税收,则无论是债务融资还是权益融资,对公司而言并无任何差异,即公司价值由债务价值和权益价值构成,其总的价值并不受二者比例的影响——任何公司的市场价值都是独立于资本结构之外的。

\* 李霞,厦门大学经济学院财政系,邮政编码:361005,电子信箱:seasonlee@yahoo.cn。

命题 II: 当命题 I 成立时, 每股股票的期望收益率等于同类风险等级的每股纯股票流的资本化率加上与其财务风险相关的贴水, 即权益资本成本是公司债务与权益资本比率的线性递增函数, 当公司提高债务权益率时, 权益风险上升, 权益资本的期望收益率也上升。由于风险较高, 权益资本成本也相应较高, 这就抵消了债务资本所带来的收益, 因此, 不管公司的资本结构如何, 它的加权平均资本成本是保持不变的。

命题 III: 任何情况下, 公司投资决策的选择点都是纯股票流的资本化率, 完全不受用于融资的证券类型的影响。

根据以上三个命题, MM 得出“资本结构无关论”。但是 MM 理论忽视了实际存在的交易成本、破产成本、代理成本, 并假定投资者可按无风险利率借款, 且市场参与人的信息是对称的, 所以它的结论与实际观察到的公司融资行为相去甚远。

## 2. 修正的 MM 理论(引入公司所得税)

MM 定理的假设过于严苛, 其证明和推导过程中并没有考虑复杂的现实因素, 所以其结论在实践中遇到了严峻的挑战。为了进一步完善 MM 定理, Modigliani 和 Miller (1963) 将公司所得税引入原有分析模型, 对“无关性定理”进行了修正, 指出公司的价值并不是独立于它的债务比率。假设  $p = e = 0$ , 由于公司的债务利息  $r_d D$  可以在税前扣除, 公司每期应纳的所得税会减少  $c r_d D$ ,  $c r_d D$  就是负债带来的税收收益, 即税盾。若税盾与债务两者风险相同, 可以用债务资本成本  $r_d$  作为贴现率, 假设负债额  $D$  和债务资本成本  $r_d$  保持不变, 则未来各期的税盾为一常数, 从而构成了一个固定的年金, 这时杠杆公司价值可以表示为:

$$V_L = V_U + c r_d D / r_d = V_U + c D \quad (1)$$

这里的  $c D$  是债务税盾的现值。(1) 式有两层意思: 债务的边际收益  $c$  一般设为正数, 则杠杆公司价值  $V_L$  比无杠杆公司价值  $V_U$  要高, 说明公司负债越多其价值越高, 当公司负债达到 100% 时, 公司的价值最大。即有债务的权益资本是财务杠杆的增函数, 它等于无债务权益资本成本加上负债风险溢价, 风险溢价由财务杠杆与公司所得税决定。但由于利息可在税前扣除, 而股息支付只能在税后进行, 就使得权益资本的税后收入要比无税 MM 命题中的要低。因此, 当存在公司税时, 加权平均资本成本 WACC 随着财务杠杆的增加而下降, 这也意味着公司的价值并不独立于公司资本结构之外。

可见, Modigliani 和 Miller 得出与原 MM 定理完全相反的结论: 引入公司所得税后, 公司的最优资本结构是 100% 债务融资。但现实生活中公司并不会尽可能多地用债务融资, 所以这个结论仍不符合实际情况。

## 3. 权衡理论(引入破产成本和代理成本)

修正的 MM 理论只考虑了债务税盾的正面影响, 却忽略了债务比率增加后财务风险也相应加大的事实, 所以自从 MM 后, 学者们通过放宽 MM (1958) 较为严格的假设来发展模型, 并将债务成本考虑在内。早期模型对公司负债得到的税收收益和其产生的成本进行权衡, 文献提及的第一个成本是破产成本。Robichek 和 Myers (1966) 提出了通过破产成本和债务融资税收收益之间的权衡来构建最优资本结构的权衡理论。Kraus 和 Litzenberger (1973) 构造了一个“状态 - 偏好”框架, 用来权衡公司的破产成本和债务所带来的税收收益, 以获得债务水平少于 100% 的最优资本结构。Scott (1976) 用连续变量构造了相同的框架, 经验结果显示破产成本并不能抵消债务的税收收益。若不考虑成本的类型, 权衡含义基本上与 MM (1963) 中的相类似: 公司所得税税率的增加会刺激公司进行债务融资的积极性; 公司价值随着债务利用率的增加而增加, 并在边际成本等于边际收益时达到最大。这时, 加权平均资本成本 WACC 将呈现先减后增的“U”型变化趋势。使资本成本最小的负债额, 就是使公司价值最大化的负债水平。

虽然权衡理论和现实比较接近, 并曾成为现代资本结构理论的主流学派, 其内容从破产成本扩展到财务拮据成本, 债务税收收益也扩展到非债务税收收益, 但它只是局限于破产成本与税收收益的框架内, 而且 1986 年的美国税制改革取消了投资减免税及税收补贴等非债务税收收益, 个人税负就转移到原来享受减免所得税的公司上, 这些实际情况使得权衡理论的主要理论基础受到了挑战。

## 4. Miller 均衡模型(引入个人所得税)

Miller (1977) 以美国 1986 年税改以前的税法为背景, 通过引入个人所得税因子, 对在没有破产成本和代理成本的情况下, 个人所得税能抵消“100% 债务”所带来的税收收益的观点进行了讨论 (Farrar 和 Selwyn 早在 1967 年在这一方向已迈出了第一步), 并推导出了公司所得税和个人所得税影响公司价值的公式, 即 Miller 均衡模型。

美国 1986 年以前的税法规定, 投资者的债券利息收入和股息红利收入都要按级交纳个人所得税, 而且股息红利收入的税率低于债券利息收入的税率, 因此, 在其他条件相同的情况下 (包括同等风险), 投资者会

期望从债务上得到比权益更多的税前回报,即公司必须提高债券的利率来吸引投资者投资债券。对公司而言,债券利率的提高增加了公司的利息支出,当债券发行到一定规模,债券利息的开支等于公司债务融资税收收益时,债务市场便达到了均衡,这时总量对应的债券利率就是均衡利率,它决定了市场的最优债务比率。可见,这个债务比率是受公司所得税和个人所得税的共同影响,它随公司所得税税率上升而上升,随个人所得税税率上升而下降。Miller的分析用公式可以表示为:

$$V_L = V_U + [(1 - p) - (1 - c)(1 - e)]r_d D / (1 - p) \quad r_d = V_U + [1 - (1 - c)(1 - e) / (1 - p)] D \quad (2)$$

当投资者应纳的个人利息所得税税率  $p$  比公司所得税税率  $c$  与个人权益所得税税率  $e$  高,那么债务的净税收收益就会为零甚至为负数;当不存在公司所得税和个人所得税时( $c = p = e = 0$ ),则 $[1 - (1 - c)(1 - e) / (1 - p)]$ 为零, $V_L = V_U$ ,这是原来标准的无税MM模型;当存在公司所得税,但不存在个人所得税时( $p = e = 0$ 或 $p = c$ ),公式(2)就简化为公式(1);当公式(2)中税收收益为正,则可在权衡理论中引入成本,则公司举债动力和公司价值会按 $[1 - (1 - c)(1 - e) / (1 - p)]$ 增长,并且特定公司存在最优债务比率,公式(2)括号中的表达式说明了个人所得税抵消公司举债动力的程度。应当注意的是,Miller模型是以美国1986年前的税法为基础的,其结论还需要进一步论证。

### 5. Miller模型的扩展(引入非债务税盾)

Deangelo和Masulis(1980,以下称DM)扩展了Miller(1977)的模型,融合公司所得税、个人所得税和非债务税盾,构建了一个最优资本结构模型。非债务税盾(NDTS)是指除了债务利息之外的其他费用,如折旧、投资税收抵免和税务亏损递延。在这篇文献中,DM聚焦债务的边际税收收益(用 $c(\cdot)$ 表示),并认为 $c(\cdot)$ 不是一个常数,它随着法定税率的变化而有所不同; $c(\cdot)$ 是关于非债务税盾的减函数,非债务税盾挤出了利息的税收收益。由此得出:在其他条件都相同的情况下,非债务税盾和(或)已存在的债务利息扣除降低了公司举债的税收激励,即非债务税盾是限制债务融资的一个重要因素。

### (二) 税收与权益融资的理论

基于权益所得由股利所得与资本利得组成,则税收与权益融资理论也分为股利所得税与资本利得税两个方面。

#### 1. 股利所得税

为了分析税收对权益融资的效应,一些学者早已就股利政策的变动对公司价值的影响进行了研究。传统观念认为公司价值和股利支付率存在正相关性,公司可以通过提高股利支付率来增加其价值(Graham and Dodd,1951)。Brennan(1970)支持该结论,他认为股利所得税一般要高于资本利得税,因此股利支付率高的公司,其投资者会要求相应高的回报率来弥补其应缴的高股利所得税。Poterba和Summers(1984)也指出,在其他条件不变的情况下,股利支付率高的公司,当其股利所得税税率下降时,则资本成本降低,这时投资者会相应加大对公司的投资力度,公司价值自然会上升。

然而,Miller和Modigliani(1961)持与传统观相反的观点:在一个无税和无交易成本的完美世界里,现金支付的增加实际上抵偿了为维持必要的投资规模而需要融集的新资本所带来的效应,即股利给股东带来的价值等于新资本的融入而稀释了的每股价值,因此股利支付政策对股价没有任何影响。即便在引入股利所得税与资本利得税后,Miller(1977)仍提出“股利税无关论”,他认为免税和低所得的投资者偏好股利支付率高的股票,而应税率高的投资者偏好股利支付率低的股票。换言之,免税的投资者才是支付股利公司的股价决定者,即股利所得税并不会抑制股价。Modigliani(1982)却论证了股利的支付会降低公司市场价值,这意味着公司的价值很可能会随着股利支付率的下降而增加。

Auerbach(1979)阐述了由于公司资本被低估,所以尽管股利所得税税率很高,但公司仍会分配股利;而且股利所得税税率的上升会增强经济的资本密集度。Bradford(1981)也提出作为“双重征税”的股利所得税不会影响公司的融资决策。

#### 2. 资本利得税

Green和Hollifield(2003)尝试通过分析权益的个人所得税效应,来说明MM模型中夸大了的债务融资税收收益。首先,公司可以用股票回购和股利两种方式来分派现金,通过比较这两类方式下公司应纳税额的现值,他们发现相对股利而言,股票回购可以递延资本利得,从而使资本成本降低了0.8%。他们接着对权益(回购)的个人所得税优势、债务的公司所得税优势和破产成本进行评估,来检验债务融资对公司价值的影响程度。Green和Hollifield发现虽然权益的个人所得税劣势不足以完全抵消完美信息下债务的公司所得税优

势,但却足够大到将不确定性下内部资本结构进行合理化。

### 三、税收与资本结构的经验研究

关于税收与资本结构的经验研究文献,笔者将从所得税的税种出发,分别通过公司所得税与债务权益决策、个人所得税与债务权益决策两个部分进行综合论述。

#### (一) 公司所得税与债务权益决策

公司所得税与债务权益决策的关系,具体体现在两方面:公司所得税税率与非债务税盾。

##### 1. 公司所得税税率

(1) 横截面数据。美国 1986 年的税制改革很大程度上降低了公司所得的税率,意味着公司对债务使用量的减少。相关文献大体上是用有效税率与边际税率来代理公司所得的税率:有效税率。Givoly 等人(1992)发现高税率公司在税改以后大幅度减少债务。应注意的是,1986 年税改后,尽管个人所得税税率下降的幅度比公司所得税税率下降的幅度大,但是它并没有被直接纳入模型中。在这篇文献中,Givoly 等人运用横截面数据,通过有效税率对债务的变化进行回归分析,结果表明它们存在显著的负相关性,这意味着当债务融资的税收收益下降时,高税率公司的债务比率比低税率公司的债务比率下降得快。Grant 和 Roman(2007)对澳大利亚税改中公司有效税率的变动进行了检验。他们通过杠杆等公司特征因素对有效税率进行回归,发现杠杆与有效税率呈显著负相关。边际税率。MacKie-Mason(1990)采用滞后的边际税率来解释现期的融资决策,发现债券发行量与税率之间成正相关的关系。Shevlin(1987,1990)采用模拟的方法获取关于净营业损失前转和后转的动态特征。之后,Graham(1996a)扩展了模拟方法,证明了模拟公司边际税率与债务比率的变化呈正相关。他把特定公司的边际公司税率计算为今天的额外收入在现期和预期将来应纳税额的现值,以直接获取净营业损失、投资税收抵免和替代性最低税负的影响。Graham 分析 10240 家公司 1980-1992 年的年度数据后,得出结论:利息的税前可扣除,使得高 MTR 公司比低 MTR 公司有更高的积极性发行债券。类似文献如 Graham 等(1998)、Graham(1999)、Graham 和 Mills(2007)。

(2) 时间序列证据。上述的经验证据运用横截面数据已确认了高税率公司比低税率公司更多地使用债务。税收影响力也存在于时间序列中,如当一个公司在刚成立时的税率很低,那么它在成长过程中会随着税率的提高而加大债务的使用。但到 2007 年底,还没有很突出的文献能证明在时间序列数据中税收的影响力。Graham(1999)采用面板数据验证了税收状况的截面变化影响了债务的使用,但他无法证明税收状况的时间序列变化会影响债务的使用。他提出通过研究新成立公司的资本结构决策,以避免过去融资决策的长期持续影响。Baker 和 Wurgler(2002)证明了每股市场价值/每股账面价值和债务/权益会持续影响公司的债务比率长达 10 年以上。Lemmon 等(2006)也证明了即使税收状况发生了变化,公司也会保留最初的债务比率长达数十年之久。Pittman 和 Klassen(2001)检验了首次公开募股后几年的资本结构。他们将每年的截面数据进行回归,发现税收对前几年的债务使用存在一个正的影响,但这个正相关随着公司的成长而变小,并导致重新融资交易成本的提高。此外,Pittman 和 Klassen 还发现随着时间的推移,公司会使用相对多的非债务税盾。虽然这些文献把债务政策与公司的年限相联接,但是它们都没有找到有关公司会随着时间推移和税率变化而改变资本结构的时间序列方面的证据。

无论是从横截面还是从时间序列方面对公司所得税税率进行量化,以上文献大都采用的是 Compustat 的数据。近年来,部分学者尝试用纳税申报单的数据来进行相关分析。Gordon 和 Young(2001)运用 SOI 中所有公司的所得纳税申报单数据,来估计公司所得税税率的变化对不同规模公司债务政策的影响,检验结果表明,税收对债务水平的影响具有统计显著性。Matheson(2006)合并 1036 家公司的 SOI 与 Compustat 数据进行检验,其结果显示边际税率与公司债务水平呈负相关,但滞后边际税率与债务变化呈正相关。Graham 和 Mills(2007)根据上市公司 1998-2000 年纳税申报单数据对公司边际税率进行模拟,也发现用纳税申报单数据模拟的边际税率与财务报表的债务比率呈显著正相关。

##### 2. 非债务税盾

正如 DeAngelo 和 Masulis(1980)所论证,除了利息,非债务税盾也可以在公司所得税上获得税收收益。很多经验研究都尝试着分析利息与非债务税盾的替代作用。其中有部分研究发现了非债务税盾的替代作用,如 MacKie-Mason(1990)、Givoly 等(1992)、Fama 和 French(2002)以及 Michele 等(2005)。然而,Bradley 等(1984)通过对非债务税盾(用折旧加上投资税收抵免来衡量)、研究开发支出、EBITDA 未计利息、税项、折旧及摊销前的利润)的时间序列波动性和行业虚拟变量进行特定公司债务价值比率的回归,发现债务与非债务

税盾呈正相关。

因为非债务税盾与收益性和投资呈正相关,所以如果有收益的公司(高税率)通过举债进行大量投资,就会导致债务与非债务税盾呈正相关,进而覆盖了利息与非债务税盾之间的税收替代作用(DotanandRavid, 1985; DammonandSenbet, 1988)。另一个观点是非债务税盾只会影响公司边际税率的范围内进而对债务决策产生影响,而且只有对适度收益的公司,非债务税盾才可能充分影响边际税率,进而影响债务政策。MacKie-Mason (1990)、Dhaliwal等(1992)通过研究 NDTs和用以识别公司接近“税收枯竭”的变量之间的相互作用来陈述以上观点。这两篇文献发现,存在税收枯竭的公司非债务税盾很高时,就会用别的方法来取代借债。但是,由于“税收枯竭”的定义是非正式的,所以即使这些文献发现 NDTs变量和债务的使用之间呈负相关,这个结论也并不理想。此外,Graham(1996a)证明了 NDTs变量对于判断税收影响的力度很小,而折旧与投资税收抵免对边际税率的影响也是微乎其微的。

值得一提的是,以上文献既没有对“特定公司税收状况的变化会影响债务政策”提供时间序列方面的证据,也没有考虑到税收系数的统计意义,而且大多数文献忽略了个人所得税。

## (二) 个人所得税与债务权益决策

### 1. 量化个人所得税影响

Gordon和 MacKie-Mason (1990)假设  $e$  是个人股利所得税与资本利得税的加权,即  $e = (\text{股利支付率})_d + (1 - \text{股利支付率})_g$ 。他们估计在 1986 年税改后,债务税收收益在扣除个人所得税后呈上升趋势。Miller(1977)曾暗示债务的总供给是由公司所得税与个人所得税共同决定的,Gordon和 MacKie-Mason 证明了公司的总债务比率在税改后只是轻微提高。

利息所得税通常比股利所得税高,因此,投资债券者会比投资股票者要求更高的风险收益率,这是公司举债的一种“税收惩罚”。Graham(1999)为衡量个人所得税的“税收惩罚”,用  $c - [p - (1 - c) e]$  来计算债务的净税收收益,其中  $[p - (1 - c) e]$  就代表个人所得税的“税收惩罚”。运用特定公司 1973-1994 年的数据来检验命题,Graham发现实际上每年净收益最大的公司,年债务额也是最高。他还确定了公司所得税(个人所得税税收惩罚)与债务使用之间呈正(负)相关。与之相反,Dhaliwal等(2005)证明了利息的税前可扣除降低了资本成本,但他们并未找到能证明个人所得税影响资本成本的证据。

### 2. 股利所得税的效应

Black 和 Scholes(1974)通过分析 1926-1966 年在纽约证券交易所上市的普通股数据,认为股票收益与股利率并没有显著关系。因此,股利支付率的变化对公司股价的影响是无从考究的。同样地,Miller和 Scholes (1982)提出运用对股利率的短期衡量来寻求减缓长期资本利得中股利所承受的差分税负的方法是不合适的。当他们纠正了与权益相关的税收效应研究中的衡量方法后,发现股利与股价仍没有显著的关系。另外,Blume(1980)和 Keim(1985)得出一个非线性的 U 形模型,说明正相关性出现在零股利和高股利两类股票上。Naranjo等(1998)对 1963-1974 年普通股年度股利率进行分析,检验发现股票收益与股利率呈正相关。但是,他们声称股利率的影响力太大,以至于不能解释股利所得的税收惩罚。

Elton和 Gruber(1970)发现在除息日股价下跌,这意味着股利存在一个税收劣势。但 Eades等(1984)指出在股利无需交税的情况下,其结果也是一样,说明并不存在税收效应。Dann(1981)验证了股票回购的宣告对公司价值产生一个显著的正效应。他认为这个正效应并不是来自于税收的影响,而是由于股票回购是反映公司未来价值的信号。Hubbard和 Michaely(1997)对 1986 年美国税改(TRA)的影响进行调查,发现股价并不受税收变化的冲击,这与他们认为现金股利股价会因为税法的变动而上升的预期不一致。与之不同,Bell和 Jenkinson(2002)通过对 8837 起除息日事件的分析发现,在 1997 年英国税改后,对股利所得的评价发生了明显的变化,尤其是高股利率公司。

### 3. 税收资本化

税收资本化是后转嫁的一种特殊形式,是指纳税人在购买有价证券时,将以后应纳的税款在买价中预先扣除,以后名义上是买方在按期缴纳税款,实际上是由卖方负担。研究税收资本化的文献对个人所得税通过留存收益在股价中被资本化的问题进行了讨论。由于留存收益被认为是融资的一种方式,所以税收资本化会影响到与债务相关的税收收益。Harris和 Kemsley(1999)、Collins和 Kemsley(2000)以及一些相关文献假定所有收入最终都以应税的股利形式来支付,并论述了由于几乎所有的股利税收都从股价中扣除,所以当公司多支付一美元股利时,并不存在相应增加的个人所得税税收惩罚。鉴于利息的个人所得税税率高,而权益收入的个人所得税税率低,因此债务融资所导致的个人所得税税收惩罚就很大。

Harris 和 Kemsley(1999)对股价进行回归分析(其变量包括了留存收益)。他们推断出留存收益以股利税率(约为 47%)的形式被处罚(即税收惩罚)。Collins 和 Kemsley(2000)论述了投资者卖出股票时,股价已经扣除了股利税收,这表示股利支付不存在个人所得税的税收惩罚。实际上,这引发了“股利支付降低了将来应付的资本利得”的争论,即股利支付是税收有利的。另一个争论是关于股价扣除了将来收入中应缴的资本利得税的问题。假设不支付股利的公司打算在不久将来的某个时点分红,如果低税率的投资者是这个公司的主要所有者,那么当前投资者将来要面临的惟一应缴纳的税收是资本利得税。在此基础上,Lang 和 Shackelford(2000)认为以资本利得为主的公司,当资本利得税率下降时,它的股价会上升。Dai 等(2006)论证了 1997 年纳税人减税法案颁布后,资本化效应将会降低资本利得税税率。

#### 四、结论

税收与资本结构的理论研究从税收制度层面来分析公司的债务权益决策。MM(1963)论证了由于利息的税前可扣除,为公司的债务融资带来了税收收益即债务税盾,因此,获取该收益成为公司通过债务进行融资的主要动力。但是之后的研究表明,个人所得税的“税收惩罚”与非债务税盾的替代效应抵消了债务融资的部分税收收益,债务融资的同时又会导致财务困境成本的发生。因此,公司在对资本结构进行选择时,会在债务融资的税收收益与其产生的成本之间进行权衡,以确定其最优资本结构,实现加权平均资本成本最小、公司价值最大的目标。这意味着研究税收与资本结构关系的根本,是为了回答公司如何选择资本结构的问题。而基于理论框架上的经验分析,主要是通过通过对税收影响的量化,来考察公司所得税与个人所得税的具体影响力度,为衡量税收经济调节作用是否有效及确定公司最优资本结构提供经验方面的重要证据。可见,税收与资本结构之间的联系是十分密切的。

但是从目前关于税收与资本结构关系的文献来看,其研究尚停留在验证税收是否影响公司资本结构的阶段,至于影响的深度和广度,仍存在着继续探讨的空间。例如,对于特定公司税收状况的变动是否会影响到其债务政策,目前还缺乏时间序列的证据;非债务税盾是否能替代利息扣除还有待探究;对于公司所得税与个人所得税对债务总供求的影响仍需深入分析等。这些问题将成为探索税收与资本结构关系时的进一步研究方向。在此还应说明的是,本文并没有囊括所有关于税收与资本结构的文献,而且所涉及的文献也仅是分析国内公司资本结构,还未延伸至对跨国公司资本结构的探讨。

#### 参考文献:

1. Auerbach, A. J. ,1979. " Share Valuation and Corporate Equity Policy . " *Journal of Public Economics*, Vol. 11, pp. 291-305 .
2. Bell, L. and Jenkinson, T . ,2002. " New Evidence of the Impact of Dividend Taxation and on the Identity of the Marginal Investor . " *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1321-1346 .
3. Black, F. and Scholes, M . ,1974. " The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Price and Returns . " *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, pp. 1-22 .
4. Bradley, M. ; Jarrell, G. and Kim, E . H . ,1984. " On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence . " *Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 857-878 .
5. Collins, J. and Kemsley, D . ,2000. " Capital Gains and Dividend Capitalization in Firm Valuation: Evidence of Triple Taxation . " *Accounting Review*, Vol. 75, pp. 405-427 .
6. Dai, Z. ; Maydew, E. L. ; Shackelford D. A. and Zhang H . H . ,2006. " Capital Gains Taxes and Asset Prices: Capitalization or Lock-in? " Working Paper, University of North Carolina .
7. Fama, E. F. and French, K . R . ,1998. " Taxes, Financing Decisions, and Firm Value . " *Journal of Finance*, Vol. 53 (3) , pp. 819-843 .
8. Givoly, D. ; Hahn, C . ; Ofer, A. and Sarig, O . H . ,1992. " Taxes and Capital Structure: Evidence from Firms ' Response to the Tax Reform Act of 1986 . " *Review of Financial Studies*, Vol. 5, pp. 331-355 .
9. Gordon, R. H. and MacKie-Mason, J . K . ,1990. " Effects of the Tax Reform Act of 1986 on Corporate Financial Policy and Organizational Form " Cambridge: MIT Press.
10. Roger, Gordon H. and Young Lee, 2001 . " Do Taxes Affect Corporate Debt Policy? Evidence from U.S. Corporate Tax Return Data . " *Journal of Public Economics*, Vol. 82, pp. 195-224 .
11. Graham, J. R. and Mills Lillian F . ,2007. " Using Tax Return Data to Simulate Corporate Marginal Tax Rates . " Working Paper, Duke University
12. Graham, J. R. ,1996. " Debt and the Marginal Tax Rate . " *Journal of Financial Economics*, Vol . 41, pp. 41-74 .
13. Graham, J. R. ,1999. " Do Personal Taxes Affect Corporate Financing Decisions? " *Journal of Public Economics*, Vol. 73, pp. 147-185 .
14. Grant, Richardson and Roman, Lanis, 2007 . " Determinants of the Variability in Corporate Effective Tax Rates and Tax Reform: Evidence from Australia . " *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 26, pp. 689-704 .
15. Green, R. C. and Hollifield, B . ,2003. " The Personal-Tax Advantage of Equity . " *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, pp. 175-216.
16. Harris, T. and Kemsley, D . ,1999. " Dividend Taxation in Firm Valuation: New Evidence . " *Journal of Accounting Research*, Vol. 37,

pp.275-291 .

17. Hubbard, J. and Michaely, R. , 1997. " Do Investors Ignore Dividend Taxation? A Reexamination of the Citizen's Utilities Case . " *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, pp. 117-135 .
18. Kraus, A. and Litzenberger, R. H. , 1973. " A State-preference Model of Optimal Financial Leverage . " *Journal of Finance*, Vol. 28, pp. 911- 922.
19. Lemmon, M ; Roberts M . and Zender, J . , 2006. " Back to the Beginning: Persistence and the Cross-section of Corporate Capital Structure " Working Paper, Wharton.
20. MacKie-Mason, J . K . , 1990. " Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions? " *Journal of Finance*, Vol. 45 ( 5) , pp. 1471-1493 .
21. Matheson, T. , 2006. " The Effect of the Corporate Income Tax on Leverage in Public Corporations . " U.S. Department of Treasury Working Paper.
22. Miller, M. H. , 1977. " Debt and Taxes . " *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 261-275 .
23. Miller, M. H. and Scholes, M . , 1982. " Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence . " *Journal of Political Economy*, Vol. 90, pp. 1118-1141 .
24. Modigliani, F. and Miller, M . H. , 1958. " The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment . " *The American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-297 .
25. Modigliani, F. and Miller, M . H. , 1963. " Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction . " *The American Economic Review*, Vol. 53 ( 3) , pp. 433-443 .
26. Myers, S. C. , 1984. " The Capital Structure Puzzle . " *Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 575-592 .
27. Naranjo, A. ; Nimalendran, M. and Ryngaert, M . . 1998. " Stock Returns, Dividend Yields, and Taxes . " *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 2029-2057 .
28. Pittman, J. and Klassen, K . , 2001. " The Influence of Firm Maturation on Firms' Rate of Adjustment to Their Optimal Capital Structures " *Journal of the American Taxation Association*, Vol. 23, pp. 70-94 .
29. Shevlin, T. , 1990. " Estimating Corporate Marginal Tax Rates with Asymmetric Tax Treatment of Gains and Losses . " *The Journal of the American Taxation Association*, Vol. 12, pp. 51-67 .

(责任编辑:王红霞、杨丽艳)

(上接第 128 页)

#### 参考文献:

1. 李荣林:《国际贸易和直接投资的关系:文献综述》,载《世界经济》,2002(4)。
2. Aizenman, Joshua and Noy, Ilan, 2006. " FDI and Trade — Two-way Linkages? " *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 46 ( 4) , pp. 317-337.
3. Antràs, Pol and Helpman, Elhanan, 2004. " Global Sourcing. " *Journal of Political Economy*, Vol. 112 ( 3) , pp. 552- 580.
4. Brainard, S. Lael, 1993. " A Simple Theory of Multinational Corporations and Trade with a Trade-off between Proximity and Concentration. " NBER Working Paper, No. 4269.
5. Carpenter, Theresa, 2005. " Multinational, Intra-firm Trade and FDI: a Simple Model. " HEI Working Paper, No. 1, Graduate Institute of International Studies Geneva .
6. Choi, J. P. and Davidson, C . , 2004. " Strategic Second Sourcing by Multinationals . " *International Economic Review*, Vol. 45 ( 2) , pp. 579-600.
7. Ekholm, K.; Forslid, R. and Markusen, J. R., 2004. " Export-Platform Foreign Direct Investment. " IISD Discussion Paper, No. 50.
8. Head, Keith and Ries, John, 2003. " Heterogeneity and the FDI versus Export Decision of Japanese Manufacturers. " *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 17 ( 4) , pp. 448- 467.
9. Head, Keith and Ries, John, 2004. " Exporting and FDI as Alternative Strategies. " *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20 ( 3) , pp. 409-423.
10. Helpman, E. and Krugman, P. R., 1985. *Market Structure and Foreign Trade*. Cambridge, MA: MIT Press.
11. Helpman, E.; Melitz, M. and Yeaple, S., 2004. " Export versus FDI. " *American Economic Review*, Vol. 94, pp. 300-316.
12. Helpman, E., 1984. " A Simple Theory of Trade with Multinational Corporations. " *Journal of Political Economy*, Vol. 92, pp. 451-471.
13. Markusen, J. R. and Venables, A. J., 2000. " The Theory of Endowment, Intra-industry and Multinational Trade. " *Journal of International Economics*, Vol. 52, pp. 209-234.
14. Markusen, J. R. and Venables, A. J., 2007. " Interacting Factor Endowments and Trade Costs: a Multi-country, Multi-good Approach to Trade Theory. " under Revision for the *Journal of International Economics*.
15. Markusen, J. R., 1997. " Trade versus Investment Liberalization. " NBER Working Paper, No. 6231, October.
16. Arijit, Mukherjee, 2004. " Foreign Direct Investment and Export under Imperfectly Competitive Host-country Input Market. " No. 65, Royal Economic Society Annual Conference 2004 from Royal Economic Society.
17. Rob, R. and Vettas, N., 2003. " Foreign Direct Investment and Exports with Growing Demand. " *Review of Economic Studies*, Vol. 69, pp. 1-20.
18. Swenson, Deborah L., 2004. " Foreign Investment and the Mediation of Trade Flows. " *Review of International Economics*, Vol. 12 ( 4) , pp. 609- 629.

(责任编辑:陈永清)