税金的价值效应、价格效应与现金流量效应分析

胡启亮

（沈阳职业技术学院 沈阳 110045）

【摘要】本文探讨以资本市场为基础的财务经济学意义上的税金价值效应与价格效应，并在资本结构理论与实证会计理论的基础上延伸分析了应计制会计下反映产品的市场交易关系与契约关系的税金的现金流量效应。

【关键词】资本结构理论 实证会计理论 价值效应 价格效应

一、资本结构理论与实证会计理论变迁的逻辑边界：所得税假定

20世纪60年代的会计经验研究认为，除非会计变动具有税收含义，否则不具有任何价格效应。威廉·H.比弗（1973）在《FASB的目标应该是什么》一文中指出，会计政策的选择并不会影响所得税实际支付，如果披露的信息足够多以使投资者能够提炼会计政策的转换信息，会计政策则不会影响证券的市场价格。这种基于有效市场假说、预测会计政策变化不会引起股票价格变化的理论为“无效应假说”，其与资本结构无关论（莫迪利亚尼、米勒，1958）是相似的。资本结构无关论大大影响了早期实证会计研究者对会计方法变动是否伴随股票价格变化的预测结果，在资本资产定价模型中，资本结构与会计方法都只是形式而已，没有价格效应。

如果存在税收效应，资本结构会影响现金流量与公司价值。莫迪利亚尼和米勒（1963）证实，存在公司税情况下，如果利息支付是免税的、股利支付是不免税的，资本结构会影响公司的现金流量。这是资本结构相关论。在这种情况下，实证会计理论也发生了变迁。威廉·H.比弗（1981）认为，因类似税收目的的变更引起的用于财务呈报的会计方法变更将会影响税后现金流量，会计方法的选择是一个信号，信号的解释和传递具有信息价值。瓦茨和齐默尔曼（1986）在评价无效应假说时指出，一些会计变动会影响公司税（所得税），从而影响现金流量与公司价值。20世纪70年代开始的对会计方法变动与税收效应的经验检验和基于有效缔约理论的三大假设，都开拓了会计变动与会计方法选择的实证研究领域，资本结构理论与实证会计理论以所得税作为研究假定，使其成为理论变迁的逻辑边界。我们可以看出，资本结构理论注重阐述税金与公司价值的关系，本文将其定义为“税金的价值效应”；实证会计理论虽然承认税金的价值效应，但理论上更强调税金与股票价格的关系，本文将其定义为“税金的价格效应”。

二、税金的价值效应与价格效应

1. 税金的价值效应。莫迪利亚尼和米勒（1963）认为，完美市场加入所得税之后，公司的负债愈多，利息费用愈多，利息费用就可以节税，公司的价值就会增加。此理论的重大命题之

时期，而第二次的资产价格下跌发生在物价水平较稳定的时期，因此第二次的资产的名义价格跌幅更大，经济衰退更严重。所以，即使在经济增长、物价较稳定的形势下，央行也要时刻对资产价格泡沫保持警惕。

3. 对金融机构的不良债权问题提高警惕。平成经济危机使我们懂得，对不良债权问题处理的延误使得危机后本来就不堪重负的财政雪上加霜，银行“惜贷”现象随处可见，日本经济的发展被延误了整整10年。可见，对不良债权的监控不容小视。同时，在经济危机来临时，以央行为主的有关机构也应该谨慎对待新出现的金融衍生品，以免给经济的后期发展埋下隐患。

主要参考文献

1. 王春雷.通货紧缩时期的财政与货币政策.大连：东北财经大学出版社，2004

2. 张季风.挣脱萧条：1990-2006年的日本经济.北京：社会科学文献出版社，2006

3. 何志成.遏制通胀期待全球携手.瞭望，2008；1

4. 余芳东.当前全球居民消费价格水平变动状况、原因及未来走势.统计研究，2008；1

5. 卜壮志. 从美国次贷危机看我国商业银行房贷风险管理.经济纵横，2007；10

6. 甄炳禧.透视美国次贷危机及对我国的启示.经济与管理研究，2007；11

7. 朱孟楠，杨林.中日银行不良债权成因比较分析.日本学刊，2006；1

8. 刘宪法.“日本陷阱”与当前中国宏观经济现实.经济研究，1999；8

9. 吴文旭.近年来日本经济政策浅析.日本学刊，1999；2

10. 杨哲英.90年代以来日本政府的经济政策效应. 财经问题研究，1999；9

一是:举债情况下的公司价值等于相同风险等级、不举债情况下的公司价值加上税盾效应。用公式可以表示为:

$V_L=V_U+T_CD$

其中:V_L 为举债情况下的公司价值;V_U 为不举债情况下的公司价值;T_CD 为所得税税率与负债总额的乘积,代表税盾效应。

实际的节税过程用公式表示为:

应交所得税=调整后的利润总额(应税所得)×所得税税率

以上公式也可以表示为:

$IT=(EBIT-I)\times T_C=EBIT\times T_C-I\times T_C$

MM 理论假定 EBIT、T_C 为既定变量,I 越大则"$I\times T_C$"越大,公司价值越大。利息费用不仅能抵减报告利润,而且实质性地减少现金流量。受举债能力与风险影响,若 I 为既定变量或者存在上限,则 EBIT、T_C 的变动会影响公司价值。研究显示,EBIT、T_C 的变动反映了影响公司价值的节税能力。纳税筹划的焦点之一是现金流量(盖地,2006),在理想状况下,虽然降低 EBIT、T_C 有可能改变报告利润,但同时也存在实质性地增加现金流量的可能,进而不会误导资本市场的价值预期。根据斯科尔斯(1992)、盖地(2006)等的研究,从纳税筹划的角度看,改变按照计税基础编制的财务报告与边际税率是可能的,将有效进行纳税筹划与符合公司财务目标的税收负担最小化作为公司价值的解释变量体现了现代财务理论中的税金效应观点。

2. *税金的价格效应*。早期会计经验研究关注有效市场假说与机械效应假设之间的矛盾,主要检验会计方法的变化能否干扰资本市场以及会计盈利与股票价格的关联关系。我们需要引入资本资产定价模型来检验会计盈利与股票价格之间的关系。如何传递预期现金流量与预期报酬这两个变量的信息?瓦茨和齐默尔曼(1986)认为,从实证角度看,预期盈利可以与现金流量联系起来,会计盈利能够传递当前现金流量及预期现金流量的信息。资本资产定价模型不含税金因素,正如瓦茨和齐默尔曼(1986)指出的,基于有效市场假说与资本资产定价模型,税收效应还不足以证明股票价格伴随着会计变动而发生变化。虽然包括瓦茨和齐默尔曼在内的研究者一致认为影响税收的会计变动会影响公司价值,但他们似乎无意构建税金模型。早期的检验分为三类,即检验所有的会计变动、检验不影响税收的会计变动、检验影响税收的会计变动。鲍尔(1972)检验了所有的会计变动,认为即使是影响税收的会计变动公布时,股票价格也不会发生波动;卡普兰和罗尔(1972)检验了不影响税收的会计变动,认为市场不受会计变动的干扰;布朗(1980)、莱克斯(1982)检验了影响税收的会计变动,得出价格效应结论;拜多、林达夫(1982)也对影响税收的会计变动进行检验,得出无价格效应结论。瓦茨、齐默尔曼基于有效缔约理论的会计选择研究则超越了所得税假定,其研究目的是要证实即使不存在税金效应,管理人员的会计选择也会引起股票价格的变化。他们的检验结果表明,强制性会计变动(会计准则的变化)与股票价格变化显著相关,自发性会计变动不具有价格效应。

瓦茨、齐默尔曼指出了其他人的检验方法存在的问题:一是选择偏见问题,他们的研究没有控制并发性未预期盈利;二是样本集群问题。笔者认为,税金的价格效应的实证研究的局限性源于理论构建的关键因素的不合理,这主要表现为以下几个方面:

(1)市场预期的自发性会计变动不合理。影响预期未来现金流量的因素很多,使得盈利水平与股票价格水平之间的关系难以被察觉,因而自鲍尔和布朗(1968)之后,研究者集中研究盈利变化信息公布时的盈利变化与股票价格变动之间的关系,其逻辑依据是未预期盈利产生非正常报酬。瓦茨和齐默尔曼(1986)认为,由于存在市场预期,自发性会计变动的税收效应早已融入股票价格,从而发生会计变动时并不一定会发生股票价格变动;根据投资决策与消费决策的分离定理,股东预期消费效用最大化意味着经营者力图使公司价值最大化,确定与不确定环境下的公司价值模型隐含着公司所有的经营努力(包括节税努力)。盖地(2006)的研究则暗示,进行改变现金流量的纳税筹划时所使用的会计处理技术与基于会计处理合规前提的经营细节安排具有商业秘密属性,有不被预测的可能。

(2)会计政策运用范围的狭窄与节税定义的狭隘。威廉·H.比弗(1973)认为会计政策之所以不对所得税产生影响,是因为税务部门有专门的计算方法,不依赖账簿记录。盖地等(2006)的研究则显示,纳税筹划不局限于所得税,运用于纳税筹划的会计政策是广义的、涉及不同层次,纳税筹划方法更多地体现经营细节的安排与会计处理技术的协同,而不是单纯改变必须公开披露的会计方法。经验表明,作为公共知识的单纯变更会计方法的显性筹划不具有效益性。

(3)研究模型的缺乏与成本问题。实证研究中没有建立税金与股票价格关系的检验模型,而是将税金价格效应检验置于会计盈利与股票价格关系中。由于节税能力内化于公司众多经营细节与财务活动里,其产生的现金流量难以从其他现金流量中分离,再加上纳税筹划方法及细节的隐性与非披露性,从而导致研究变量的获取、模型的构建等的成本过高。

3. *结论*。资本结构相关论与会计变动实证研究共同表述了一个命题,即税金的价值效应——影响现金流量的税金与公司价值相关,节税必将增加公司价值。瓦茨、齐默尔曼的实证研究之所以超越所得税假定,是因为他们认为税金的价值效应是一个无需验证的命题。实证会计也检验了一个命题,即税金的价格效应——税金变化与非正常报酬的关系。实证检验偏向将税金的影响解释为"被市场预期",检验的结果也暗示税金的价格效应是一个模糊的结论。税金的价值效应无疑强于税金的价格效应,检验命题的成立与否对非检验命题的成立与否和理论价值并不产生任何影响。

三、应计制会计下税金的现金流量效应

资本结构理论和实证会计理论注重税金对公司价值产生"外部因素"的影响,而税金同样也会产生"内部因素"效应。佩顿、利特尔顿对配比概念的讨论体现了应计制会计的优越性。

即使从经济收益计量观转向决策有用信息观，美国财务会计准则委员会(1978)依然认为以净收益披露为主的应计制会计优于现金流量会计，应计制会计可以提供比当前现金流量信息更具表现力的未来现金流量和股利支付能力的信息。然而，对市场交易中产生的税金的确认和计量明显不能体现应计制会计的思想。盖地(2005)研究认为，收付实现制反映了税务会计的重要原则——现金流动原则，应用于税务会计的是“修正的应计制”。应计制会计报告的是基于权责发生制的假设性现金流量，而税金则是确定性现金流量(董盈厚，2007)，税金是刚性的现金流量，同应计制会计的柔性现金流量形成对照。税金特殊的现金流量属性形成了税金与基于交易的应计制会计收益(收入、净收益)的交错，这种交错在增值税与企业所得税中又反映了对交易及契约的制约。

增值税反映了两种重要的契约关系：一种是产品交易中上游企业与下游企业的购销契约关系，另一种是履行纳税义务时纳税人与国家的公契约关系。购销契约属于柔性契约，具有可协商性；纳税公契约属于刚性契约，具有不可协商性。依理性人假设，契约各方追求现金流量最大化：上游企业必须保证按约定收取货款与增值税税款，下游企业尽量延期支付货款与增值税税款，征税人则以强制性的惩罚措施来保证税款及时入库。

根据以上分析可以作增值税纳税人的一般理性排序：①履行义务的理性排序为“国家税款、上游企业税款和货款”；②保证权益的理性排序为“最小化纳税违约成本、下游企业税款和货款、对上游企业的违约成本”。

由此可见，根据契约的性质与现金流量最大化假设，如果交易结算采用信用方式(赊销、商业汇票)，对纳税人来说，收入的实际收取带有某种不确定性，而税金的支付则是确定的，这样就产生了现金流量的非对称——交易契约的软支付与纳税契约的硬支付。

我国的所得税会计采用资产负债表债务法，纳税人报告的“所得税费用”是应计制会计下的收入、费用配比的假设性现金流量，“应交所得税”为确定性现金流量，二者的差异为“递延所得税”，纳税人报告的所得税费用与实际支付的所得税的不一致导致现金流量的非对称——名义净收益与实际可支配净收益。

按现行的利润分配惯例，企业利润的分配顺序依次为法定盈余公积、优先股股利、任意盈余公积、普通股股利。

若利润总额为 p，暂时性差异为 d，所得税税率为 r，无其他调整事项，则：名义所得税 $nt=pr$，名义净收益 $nNp=p-nt=p-pr$；实际支付所得税 $at=(p\pm d)r$，实际可支配净收益 $aNp=p-(p\pm d)r$。很明显，由于净收益分配是以“$nNp=p-pr$”为基础，$nNp=p-pr$ 或者大于 $aNp=p-(p+d)r$，或者小于 $aNp=p-(p-d)r$，无论哪种情况都意味着不是按实际收益进行分配。假设契约条件为提取公积金后分配全部净收益，不存在未分配利润，则有两种情况：一种是 aNp 小于 $p-(p-d)r$，意味着以报告净收益为基础进行的契约分配数额少于实际现金流量，结果是：名义上不存在未分配利润，实际上却存在代表控制权的未分配利润。尽管同样代表控制权的公积金的名义分配权小于实际分配权，但最终受到侵害的是投资契约方实质上的剩余索取权。另一种是 aNp 大于 $p-(p+d)r$，意味着以实际支付能力无法完成以报告净收益为基础的契约分配，控制权与索取权均无法实现。如果契约条件为存在未分配利润，那么与不存在未分配利润时的效应是相同的。

威廉·H.比弗(1981)认为，财务呈报环境最显著的特征是投资者对未来现金流量的要求权。从分配程序及结果来看，所得税的现金流量效应对契约方剩余索取权与剩余控制权的影响是不言而喻的，这又与瓦茨和齐默尔曼的有效缔约的实证观点相似。

主要参考文献

1. 董盈厚.计量属性选择与所得税会计信息质量.财会月刊(理论)，2007；9

2. 威廉·H.比弗著.薛云奎等译.财务呈报：会计革命.大连：东北财经大学出版社，1999

3. 罗斯·L.瓦茨，杰罗尔德·L.齐默尔曼著.陈少华等译.实证会计理论.大连：东北财经大学出版社，1999

4. 盖地.税务筹划.北京：高等教育出版社，2006

5. 迈伦·斯科尔斯等著.张雁翎译.税收与企业战略.北京：中国劳动社会保障出版社，2004

6. 盖地.税务会计研究.北京：中国金融出版社，2005

7. 弗兰科·莫迪利亚尼著.林少宫，费剑平译.莫迪利亚尼文萃.北京：首都经济贸易大学出版社，2001