



以对立统一观 透视投融资行为的税负平衡点

浙江工业大学经贸管理学院 祝锡萍 朱惠芹

【摘要】 本文从分析投融资行为的对立统一关系着手,运用定性分析和定量分析的方法,提出了投融资行为税负平衡点的基本理论,并从宏观层面上对当前我国经济生活中的投融资行为进行收益—成本平衡分析,指出政府应当合理运用税收和利率两大经济杠杆,在确保国家税收收入的前提下保持税收政策和利率政策的相互协调。

【关键词】 投融资行为 对立统一 税负平衡点

投融资行为是投资行为和融资行为的融合,这种融合是矛盾的统一,而矛盾体现在两者行为目标取向的对立:投资以获得最大(尽可能高)的收益率为目的,而融资却以尽可能降低资金成本为目的。这对矛盾使得投资的收益率和融资的成本率最终达到某种平衡。

一、投融资行为的对立统一关系

(一)行为过程的对立统一关系

投资有对外投资和对内投资之分,对外投资(也称间接投资)是指企业将资金投放到本企业以外的经济主体,以获取投资收益的经济行为,如股权投资、债权投资等,这是企业资本经营的方式。而对内投资(直接投资)是企业将资金直接投入到以扩大本企业生产经营能力为目的的项目和资产上,以获得经营收益的经济行为,这是产品经营的方式。

同样,融资也有外部融资和内部融资之分。外部融资是企业采用一定的方式从企业外部的金融市场筹集资金的行为,如向金融机构取得贷款,通过发行债券、股票从资本市场获得资金,这是企业获得资金的主要形式。内部融资是指企业通过自身经营活动中的收益留存而实现的融资;企业向内部职工集资和同一集团公司内部的各成员企业之间的融资也可以认为是内部融资。

从不同投融资主体看,对外投资和外部融资存在密切关

收筹划咨询费用的支付,企业进行纳税筹划往往要向专业的咨询机构如会计师事务所或律师事务所等中介机构支付咨询费用等。

综上所述,我们可以得出以下结论:①税收因素只是纳税筹划过程中的一个重要影响因素,但不是惟一因素。我们既要考虑税收成本因素又要考虑非税收成本因素,如所有者与管理者间的代理成本、企业的管理控制成本及政治成本等因素,从而做出筹划决策。②我们既要考虑显性税收因素,又要考虑隐性税收因素,即以获得较低的税前收益率的形式向税收当局纳税。③在投资者进行纳税筹划的过程中,税负最小化原则可能会起到误导的作用。我们要综合考虑所有经营成本,在纳税筹划过程中以税负最小化为目标有时会导致意想不到的高额的非税收成本。④现代企业组织是一组契约的集合,即企业

系。有外部融资需求,才有对外投资的机会。例如,有公司需要在资本市场融资,才有股票或债券的发行,投资者才有机会购买股票、债券。而投资又使融资成为可能,因为如果没有投资方的积极参与,股票或债券的发行便会失败。因此,从投融资的不同主体看,外部融资决定了对外投资;有外部融资需求,才有对外投资的可能。这是不同主体投融资行为的对立统一关系,如图1所示:

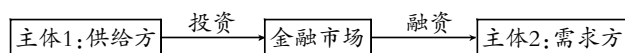


图1 不同主体投融资行为的辩证关系

从同一主体看,投融资行为也相互影响、相互依存。当一个经济主体具有投资欲望时,其必然也伴随着某种融资行为。例如,企业要进行固定资产投资,首先必须筹集资金。在这里,投资决定了融资,即投资引起资金的需求,从而产生融资行为;而融资一定是为投资服务的。这是同一主体投融资行为的对立统一关系。资金的筹集可以采用各种方式,如外部发行证券;而发行证券又会引发外部另一主体的投资行为。图2是同一主体投融资行为辩证关系的简单描述:

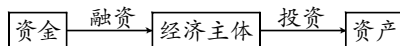


图2 同一主体投融资行为的辩证关系

与各相关利益方以正式或非正式的契约关系联系在一起。我们不仅要关注企业与政府税收当局的契约关系,而且要关注企业与所有契约方的关系,例如与股东、债权人、政府监管部门、供应商、客户、雇员等相关利益者的关系,在综合评价企业与各方关系的基础上选择能使各方利益均衡的动态纳税筹划方法。⑤鼓励纳税筹划研究方法的创新。我国学者对企业纳税筹划的研究方法多采用规范的研究方法,而西方学者的实证研究思路为我们更好地研究和解决现实的微观税收问题提供了独特的研究视角。

主要参考文献

- ① 高德德.现代公司理论.北京:北京大学出版社,2000
- ② 科斯,哈特,斯蒂格利茨.契约经济学.北京:经济科学出版社,1999

(二)现金流量的对立统一

企业投融资行为的结果都会产生经济主体现金流量的变化,它们在产生现金流量的过程中体现了对立统一的思想。投资行为是现金流出在先,完成投资通过生产经营活动收回现金,产生现金流入。流入量一般大于流出量,其差额便是投资收益;如果流入量小于流出量,其差额便是投资损失。这个过程可用图3来解释。图中“现金流量平衡线”是一条倾斜角为45°的直线,这条直线上每一个点的现金流入量等于现金流出量。“投资现金流量线”通常在“现金流量平衡线”的下方,表明投资活动产生的现金流入量大于现金流出量,它与“现金流量平衡线”的差异表示投资活动形成的收益。

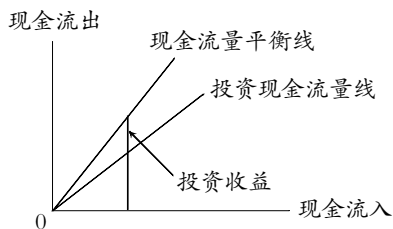


图3 投资活动现金流量图

融资行为现金流量的变化与投资行为正好相反。它先产生现金流入,再发生现金流出,流出量大于流入量的差额便是资金成本。通常一项融资活动所涉及的期限相当长,例如,融资主体向金融机构取得一笔分期付款、到期还本的长期借款,借款时产生现金流入,在整个借款期限内会产生现金流出(分期支付利息),最后还本时发生最大的现金流出。融资活动的现金流量可用图4表示:

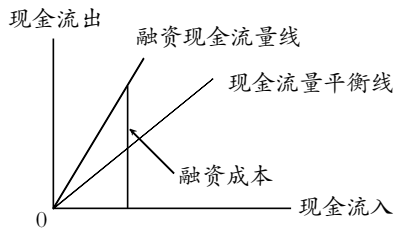


图4 融资活动现金流量图

图4中,“融资现金流量线”通常在“现金流量平衡线”的上方,表明融资活动产生的现金流出量大于其现金流入量;它与“现金流量平衡线”的差异表示融资活动形成的资金成本。

二、投融资行为收益与成本的平衡点:税负平衡点

对投融资主体来说,投资是资金的需求和使用,融资是资金的供给和取得。两种力量决定着资金的价格,这个价格是投资的收益率,也是融资的成本率。投资以获得最大(尽可能高)的收益率为目的,而融资却以尽可能降低资金成本为目的,这是对立的,但又是统一的,在一定的条件下,投资收益与融资成本会达到平衡。下面我们分两种情况对投融资行为的收益率和成本率做进一步的数量描述。

(一)同一主体投融资行为的收益(率)与成本(率)的关系

对同一主体而言,投资活动与融资活动也是相辅相成的,但它们是两种不同的理财活动。例如,企业通过借款取得资金,它们是筹资行为;然后将资金用于引进新的生产线,这是投资行为。这两种活动尽管属于不同的理财活动,但它们

是同一主体的行为,且存在因果关系。同一主体的投资收益和融资成本相抵后的结果就是该主体最终的净收益(或净损失)。

1.投资方程式。投资方程式是指反映投资活动现金流入和流出及投资收益(率)之间相互关系的等式。用公式表示如下:

$$\sum I_t / (1+R)^t = \sum CFI_t / (1+R)^t \quad (1)$$

上式中: I_t 表示投资活动各期的投资额; CFI_t 表示投资活动各期的现金回收额(包括到期收回的残值); R 表示投资活动的收益率,即内含报酬率。(1)式表明:尽管主体在整个投资活动中产生的现金流入和流出在总量上是不相等的,但在一定的贴现率(内含报酬率)下,两者的现值能达到平衡。

2.融资方程式。融资方程式是指反映融资活动现金流入和流出及融资成本(率)之间相互关系的等式。用公式表示如下:

$$\sum F_t / (1+K)^t = \sum CFO_t / (1+K)^t \quad (2)$$

上式中: F_t 表示融资活动各期的筹资额; CFO_t 表示融资活动各期的现金流出额; K 表示筹资活动的成本率,即内含成本率。(2)式表明:尽管主体在整个融资活动中产生的现金流入和流出在总量上是不相等的,但在一定的贴现率(内含报酬率)下,两者的现值能达到平衡。

3.净收益方程式。如果将同一主体某一投资行为及与其相联系的融资行为看成一个整体的经济行为,这种行为的净收益率 P (负数为净损失率)可以表示为该投资行为的内含报酬率和融资行为的内含成本率的差。即:

$$P = R - K \quad (3)$$

如果投资行为的内含报酬率 R 大于融资行为的内含成本率 K ,其差额表示该主体在整个投融资活动中获得了净收益;反之则表明发生净损失。

(二)同一投融资行为中不同主体的收益(率)与成本(率)的关系

前面我们已经分析了同一主体投融资行为收益与成本的对立统一关系。现在我们来分析同一投融资行为过程中不同主体的投资收益(率)和融资成本(率)之间的关系。我们分两种情形加以阐述:

1.不存在交易费用和税收的情形。一项经济行为对于某一主体来说是投资行为,其行为目的是获得投资收益;而对于另一主体而言却是融资行为,其目的是筹集资金,但它必须为此付出代价(资金成本)。在不考虑交易费用和税收因素的前提下,投资方的投资收益率与融资方的资金成本率是一致的,用统一的公式表示如下:

$$\sum A_t / (1+E)^t = \sum B_t / (1+E)^t \quad (4)$$

上式中: A_t 表示投资方各期的投资额,也就是融资方各期的筹资额; B_t 表示投资方各期收回的现金流量,也可以表示融资方各期付出的资金成本(如股利、利息)及还本金额; E 表示投资方获得的投资收益率,也就是融资方筹资的资金成本率。

(4)式表明,在任何一项投融资行为中,投资方获得的投资收益率与融资方承担的资金成本率在 E 值的任何水平都是平衡的。这是因为,投资方在经济行为中发生的现金流出量恒等于融资方取得的现金流入量;而融资方在经济行为中付出的资金成本恒等于投资方获得的投资收益。例如,发行债券和购买债券的经济行为中,如果不存在交易费用和税收因素,那么,购买者为取得债券而付出的买价等于发行者获得的筹资

额; 发行者各期支付的利息就是购买者各期取得的利息收益; 债券到期时发行者偿付的债券本金就是购买者收回的投资额。很显然, 在债券平价发行时, 债券的票面利率既是发行人的资金成本率, 也是投资者的投资收益率。我们把使投资行为的收益率与其对应的融资行为的成本率相等的名义收益率(名义成本率)称为收益—成本平衡点, 也称税负平衡点。税负平衡点的意义在于: 当投融资行为的名义收益率(名义成本率)达到该水平时, 政府在投融资行为中既没有直接利益, 也没有直接损失。前面的分析表明, 在没有交易费用和税收负担(或抵税作用)的条件下, 投融资行为的收益—成本平衡点有无数个, 即任何水平的名义收益率(成本率)都会使投融资行为的收益和成本达到平衡。

2. 存在交易费用和税收的情形。投融资双方收益率和成本率的上述关系是在一定的假设前提下得出的, 即假设投融资行为不存在交易费用, 也不存在征税行为和抵税作用。而实际上经济主体在从事投融资活动中必须支付一定数额的交易费用, 这类交易费用包括双方均应承担的手续费、佣金以及费用性质的税金(如购买证券应支付的印花税)。同时, 投资方在获得投资收益时必须按规定缴纳流转税(如利息收益应缴纳的营业税)和所得税(如投资者获得的利息和股利收益应计入应纳税所得额); 而融资方支付的某些资金成本(如利息)具有抵税作用, 它能减少其所得税税负。

因此, 在计量投融资双方投资收益和资金成本时, 必须考虑投融资过程中双方承担的交易费用以及其引起的税金增加或抵减。在这种情况下, 投资方获得的投资收益率与融资方承担的资金成本率并不完全相等。

设投资方在经济行为中应支付的交易费用率(交易费用占投资额的比率)为 f_1 , 获得的投资收益应承担的税负比率(税金与投资收益的比率)为 t_1 ; 融资方在经济行为中应支付的交易费用率(交易费用占融资额的比率)为 f_2 , 发生的融资成本能抵减的税负比率(税金与资金成本的比率)为 t_2 。可以得到在考虑到交易费用和税收因素条件下投融资行为的收益率与成本率分别为:

$$\text{投资收益率: } R = (E - f_1)(1 - t_1) \quad (5)$$

$$\text{资金成本率: } K = (E + f_2)(1 - t_2) \quad (6)$$

进一步可以研究, 同一经济行为的投融资双方在怎样的条件下, 投资收益率与资金成本率能够达到一致。我们由(5)式和(6)式得到下列收益率与成本率的平衡方程式:

$$(E - f_1)(1 - t_1) = (E + f_2)(1 - t_2) \quad (7)$$

这种平衡意味着投融资行为对投融资双方整体而言没有净收益和净损失, 而政府和有关中介机构从中也一无所获; 实际上政府在其中发生了税收的流失, 因为中介机构总是要得到净收益的。进一步将(7)式化简后得到:

$$E(t_2 - t_1) = f_2(1 - t_2) + f_1(1 - t_1) \quad (8)$$

从(8)式我们可以做如下分析:

(1) 由于等式(8)的右边大于零, 所以要使该等式成立, 必须使 $t_2 > t_1$ 。即投资收益率与资金成本率达到平衡的首要条件是: 融资方发生的融资成本能抵减的税负比率大于投资方获得的投资收益应承担的税负比率。如果 $t_2 < t_1$, (8)式永远不会成立; 而如果 $t_2 = t_1$, 则(8)式成立的必要条件是 $t_2 = t_1 = 100\%$,

这意味着假如融资方发生的融资成本能抵减的税负比率与投资方获得的投资收益应承担的税负比率相等, 那么, 投资收益率与资金成本率达到平衡是不可能的, 除非投融资双方在该经济活动中所承担的税负比率和抵减的税负比率均为100%。

(2) 在 $t_2 > t_1$ 的条件下, 要使投资收益率与资金成本率达到平衡, 方程式(8)中的名义收益率 E 必须满足下列关系式:

$$E = E_0 = [f_2(1 - t_2) + f_1(1 - t_1)] / (t_2 - t_1) \quad (9)$$

E_0 为考虑交易费用和税收因素下的税负平衡点, 从(7)式和(9)式不难看出:

①当名义收益率(或成本率) $E = E_0$ 时, 方程式(7)成立, 这时:

$$R = K = (E_0 - f_1)(1 - t_1) = (E_0 + f_2)(1 - t_2) \quad (10)$$

该平衡点的意义在于: 当名义收益率达到该水平时, 投资方获得的投资收益率与融资方承担的资金成本率相等(注: 此时投资收益率和资金成本率相等, 但它们并不等于该名义收益率)。也就是说, 在此收益率水平下, 投融资行为对投融资双方整体而言没有净收益和净损失, 而政府和有关中介机构总体上说也没有从中得到直接的利益。

②当 $E > E_0$ 时, $R > K$ 。这说明当名义收益率大于该平衡点水平时, 投资方获得的投资收益率高于融资方承担的资金成本率。投融资行为对投融资双方整体而言存在净收益, 而该经济行为对政府来说是亏损的, 表现为税收的减少。

③当 $E < E_0$ 时, $R < K$ 。这说明当名义收益率小于该平衡点水平时, 投资方获得的投资收益率低于融资方承担的资金成本率。投融资行为对投融资双方整体而言是亏损的, 而对政府和中介机构来说, 该经济行为是有利可图的。

(3) 在 $t_2 > t_1$ 的条件下, 如果 t_2 与 t_1 的差异越大, 税负平衡点越低, 说明投融资行为需要更低的名义收益率才能使政府从中获益。反之, 如果 t_2 与 t_1 的差异很小, 税负平衡点很高, 说明投融资行为的名义收益率在相当高的水平之内都会使政府从中获得好处。

(4) 当 $f_1 = f_2 = 0$ 时, 即不存在交易费用, (8)式不可能成立, 除非 $t_1 = t_2$; 而此时 E 的任何取值都会使(8)式成立。这说明假如没有交易费用, 而投融资双方的税负率存在差异, 那么投资收益率与资金成本率永远不能达到一致。但如果投融资双方的税负率没有差异, 那么投资方的收益赋税正好全部与融资方的税收抵减所抵消, 收益率和成本率在任何水平均能达到平衡。

三、税负平衡点的测算

根据前面阐述的投融资行为收益率和成本率的相互关系, 我们将结合我国目前经济生活的实际, 测算几种常见投融资行为的税负平衡点。

(一) 民间借贷融资的税负平衡点分析

民间借贷在任何时候都会存在于一国的经济生活中。民间借贷的主体可能都是自然人, 也可能一方是自然人(通常是资金的出借者), 另一方是法人。民间借贷一般不存在需要支付给第三方的交易费用, 个人(资金出借者)往往会逃避政府对其收益(即利息)的征税, 而融资方(企业法人)往往会将其支付的利息作为费用在税前列支。这是税收征管中的不对称现象, 即投资方获得的收益没有征税, 而融资方支付的资金成

本却作为费用抵减了税额。这时,投资方获得的投资收益率必定高于融资方承担的资金成本率,两者达到平衡是不可能的。因为,这时 $f_1=f_2=0$,且 $t_1=0$ 而 $t_2 \neq 0$,从公式(5)、(6)可以得出:投资收益率 $R=E$,而资金成本率 $K=E(1-t_2)$ 。只要 $t_2>0$,投资收益率大于资金成本率是必然的。这就是说,在此种情况下,税负平衡点不存在,政府的税收流失了,而最大的受益者是资金的出借者。

当然,民间借贷中依法纳税的仍属多数。按照目前利息收益20%的个人所得税税率和企业利息费用抵减33%的所得税测算(假如企业支付的利息可以全额在税前扣除),虽然利息费用抵税的幅度高于利息收益纳税的幅度(即 $t_2 > t_1$),但由于投融资过程中并没有交易费用($f_1=f_2=0$),其收益率和成本率仍然不可能达到平衡。这时投资收益率必然高于资金成本率,政府税收依然是净流出。

(二)债券投融资行为的税负平衡点测算

发行债券和债券投资是相辅相成的投融资行为,企业发行债券一般由金融机构承销,要支付一定比例的发行费用;发行人还要在规定的时间按设定的利率支付利息,利息作为费用可以在税前列支而抵减所得税。投资者(个人或法人)购买债券通常不支付交易费,或者交易费很小可以忽略不计。作为个人投资者,在债券投资中获得的利息收益应当按照20%的固定税率缴纳个人所得税;而法人投资者获得利息收益则并入其应纳税所得额缴纳所得税。我们分两种情况分析:

1.购买者为个人的情形。设企业发行的债券全部由个人投资者购买,发行费用占筹总额的比率为0.5%,投资者购买债券无交易费用,获得的利息收益依法交纳20%的个人所得税(由支付方代扣代缴),发行人支付的利息费用全额在企业所得税税前扣除,税率为33%。根据公式(9)求出税负平衡点为:

$$E_0 = [0.5\% \times (1 - 33\%) + 0 \times (1 - 20\%)] \div (33\% - 20\%) = 2.577\%$$

计算结果表明,债券名义利率约为2.577%时,购买方获得的收益率与发行方承担的成本率相等,均为2.062%。当债券的名义利率高于2.577%时,购买方获得的实际收益率高于发行方实际承担的资金成本率,这对政府是不利的;反之,当债券的名义利率低于2.577%时,购买方获得的实际收益率却低于发行方实际承担的资金成本率,这对政府是有利的。因此,从此意义上说,企业发行债券的名义利率越高,对政府越不利。

2.购买者为法人的情形。如果债券的购买者为企业法人或必须缴纳企业所得税的其他法人,那么,债券投融资行为中的税负平衡点就要视购买方和发行方的税率高低而定。如果购买方的所得税税率高于或等于发行方的税率,则平衡点不存在;只有当购买方的所得税税率小于发行方的税率时,平衡点才会出现,而且二者的税率差异越大,平衡点越低。

在前面第1种情况的例子中,假设购买方是所得税税率为15%的企业,而发行方是税率为33%的企业,则税负平衡点为:

$$E_0 = [0.5\% \times (1 - 33\%) + 0 \times (1 - 15\%)] \div (33\% - 15\%) = 1.861\%$$

计算结果表明,由于购买方的税率降低,双方的税率差异增大,税负平衡点从2.577%降低为1.861%,这对政府更为不利。

3.股票投融资行为的税负平衡点测算。公司发行股票融

资(目前多为溢价发行),发行方支付的发行费用在溢价中扣除,不构成费用,也不存在抵税效应;同时发行人支付的股利属于公司税后利润分配,也不会减少所得税负担。而个人投资者购买股票分得的股利需要交纳20%的个人所得税,法人投资者取得的股利收益是否应交纳所得税应视其税率与被投资方税率的高低而定。所以,股票投融资行为的税负比率是: $t_1 \geq 0$ 而 $t_2=0$ 。由(5)和(6)知,投资收益率 $R=(E-f_1)(1-t_1)$,资金成本率 $K=E$ 。故必然有 $R < K$,税负平衡点不存在。因此,从税收因素考虑,股票投融资行为对投资者来说是损失的,而政府从投资者那边征收股利税,这部分税收并没有在发行人的纳税中抵减。

四、税负平衡点分析的几点启示

从上面的分析,我们得到以下启示:

第一,在现行的税收政策下,公司发行股票筹集资金对政府总是有利的。这是因为:首先,政府从股票交易中征收了印花税;其次,中介机构收取的手续费或佣金也是政府征税的对象,中介机构向交易双方收取的交易费用越多,政府的税收收入越多;最后,从发行市场的交易结果看,股票投融资行为中投资方获得的收益率必定小于融资方承担的资金成本率,这就意味着即使不考虑印花税和交易费用的税收因素,政府从股票发行中也会直接受益。

第二,公司负债筹资对政府是否有利取决于名义利率的高低和投融资双方的税率高低。在现行税收政策下,对于公司发行债券的融资行为,如果投资者为自然人,由于个人投资者获得的利息收益的税负比率(20%)低于发行人享受的抵税比率(33%),企业发行债券的名义利率越高,对政府越不利。根据前面的分析,这里存在一个税负平衡点,而该保本点目前在一个相对的低水平(约为2.577%),即政府的税负平衡点相当低。鉴于目前企业发行债券的平均利率远高于该保本点,可以说,目前公司发行债券融资对政府是不利的。

第三,政府应当合理使用税收和利率两大经济杠杆,使税收政策和利率政策处于协调状态。建议有目的地调整现行税收政策,使负债融资中的税负平衡点适当提高。同时,建议视实际情况取消或减少现存的企业所得税优惠政策。税收优惠政策的存在不仅直接减少税收收入,也使企业间负债融资的税负平衡点降低,这对政府是不利的。当然,国家宏观经济政策的调整会产生牵一发而动全身的效果,需要考虑各方面的利害关系,笔者在此所做的分析和提出的建议仅仅从投融资行为的收益——成本平衡关系来考虑,带有一定的片面性,仅供政府有关部门参考。

主要参考文献

- ① 罗纳德·麦金农. 经济发展中的货币与资本. 上海: 上海人民出版社, 1997
- ② 威廉·F. 夏普. 投资学. 北京: 中国人民大学出版社, 1998
- ③ 卢汉林. 试论投融资概念的理论创新与现实意义. 武汉大学学报(社科版), 2003; 4