

Natural-Persons Controlling, Asymmetric Taxation and Cash Dividend Decision of China's Listed Companies

Zhuo'er Ren

School of Economics, Fudan University, Shanghai
Email: zeren16@fudan.edu.cn

Received: Jun. 14th, 2019; accepted: Jun. 28th, 2019; published: Jul. 9th, 2019

Abstract

This paper empirically tested the impact of different dividend tax policies on the cash dividend distribution and major shareholders' behavior of selling shares of listed companies controlled by natural persons and non-natural persons in the case of taxation asymmetry of natural capital gains and cash dividends in China's A-share market. The study found that: 1) Under the influence of asymmetric taxation costs, companies controlled by natural persons have no significant tendency to distributing cash dividends, and non-natural person holding companies have a significant tendency to pay dividends. 2) The major shareholders of listed companies controlled by natural persons are more inclined to sell their shares, and the major shareholders of listed companies controlled by non-natural persons are less likely to sell their shares. 3) The differentiated personal income tax policy positively affects the relationship between the shareholding ratio of natural persons and the distribution level of their cash dividends significantly. However, in comparison, the policy in 2015 of eliminating the personal income tax for who hold shares for more than one year has a weaker effect than the guiding policy of 2012, in which the personal income tax rate is only reduced to 5%.

Keywords

Natural-Persons Controlling, Cash Dividend, Asymmetric Taxation, Selling Shares

自然人控股、非对称税收和上市公司 现金分红决策

任卓尔

复旦大学经济学院, 上海
Email: zeren16@fudan.edu.cn

收稿日期：2019年6月14日；录用日期：2019年6月28日；发布日期：2019年7月9日

摘要

本文实证检验了在我国A股市场中自然人资本利得和现金股利税收成本非对称的情况下，不同股利税政策对自然人控股与非自然人控股的上市公司现金股利决策和减持行为的影响。研究发现：1) 受非对称税收成本的影响，自然人控股的公司没有显著的现金分红倾向，非自然人控股公司有显著现金分红倾向。2) 自然人控股的上市公司重要股东有更高的减持水平，非自然人控股的上市公司重要股东减持较少。3) 差别化个人所得税政策显著正向影响了自然人持股比例与其现金股利分配水平的关系。但相比而言，为持股一年以上的自然人股东减免了分红的个人所得税的2015年政策反而比2012年个人所得税率仅降至5%的引导性政策具有更弱的促进分红的效果。

关键词

自然人控股，现金股利，差别化个人所得税政策，减持

Copyright © 2019 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

公平合理的税收制度架构有助于引导一国股票市场的健康发展。随着我国A股市场的发展，股市的相关税收制度也不断得以完善。但目前，我国对自然人投资者来自股市的资本利得免税，股利收入则按照持股期限长短缴纳不同的股利税，导致了A股市场税收政策的非对称性。这种非对称税收政策导致了自然人投资者获取股利和资本利得的税收成本差异，而这一差异是否会影响到自然人控股的上市公司的现金分红决策？

近年来，我国上市公司的现金股利支付率一直偏低。为了鼓励长期投资，抑制短期炒作，关于自然人投资者的股利税政策几经调整，在不同阶段对自然人投资者实施了不同程度的现金股利税减免。2005年6月，财税[2005]102号文件规定，对个人投资者的股息红利所得按10%的税率征收所得税。2012年11月16日，财税[2012]85号文件规定，按持股时间实施差别化的股利税政策：持股一个月之内税率20%，1个月至1年之内为10%，1年以上为5%；2015年9月出台的《关于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》进一步免除了持股期超过一年的自然人投资者的股利税，使长期持股的自然人取得股利和资本利得的税收成本达到均衡。这一系列的股利税政策调整是否达到了鼓励上市公司，尤其是自然人控股的上市公司进行现金分红的目的？

以上问题都非常值得通过实证研究去寻找答案。对于第一个问题的回答有助于理解为什么政府不断号召现金分红，而有些上市公司却总是一毛不拔的制度根源。对于第二个问题的回答有助于检验股利税政策不断改革后的效果。

2013年和2015年两次股利税政策的调整给本文的研究提供了政策影响比较的自然实验。本文在股利政策理论的基础上，使用实证分析方法来检验非对称税收和差别股利税的调整对于自然人控股的上市公司现金分红决策的影响，并探讨实证结果背后的理论意义和股市税收政策的改进空间。相比以往的研

究,本文的贡献体现在:全面深入地实证分析我国 A 股相关税收制度调整对自然人控股股东行为的影响,从中理解我国 A 股上市公司现金股利政策背后的税收制度根源,为政府的股市税收政策的制定和调整提供了理论支持。与以往文献侧重于从公司特征角度研究股利政策不同,本文尝试从股权性质的视角研究公司的分红行为,深化了人们对公司股权结构、现金股利决策与税收政策之间关系的认识。

2. 文献回顾与研究假设

2.1. 文献回顾

国外有关上市公司股利政策的研究非常全面深入。表 1 总结了国外股利政策研究的经典理论。

Table 1. The classical theory of dividend policy research abroad

表 1. 国外股利政策研究的经典理论

理论	研究结论	参考文献
股利信号传递理论	管理层通过股利政策向投资者传递公司经营情况和盈利能力的信息,投资者通过不同的股利政策判断公司是否有投资价值	Lintner, 1956 [1]
委托代理理论下股利与代理成本之间的关系	发放高现金股利可以抑制经营者滥用股东现金,缓解经营者与股东之间的代理问题,也让股东将债权人的财富转移给股东	Jensen 和 Meckling, 1976 [2]、Easterbrook, 1984 [3]
	投资者的税收偏好会影响公司的股利分配方式	Miller 和 Modigliani, 1961 [4]
股利税成本会影响上市公司的股利政策	若股利税率大于资本利得税率,税后资本利得必大于税后股利所得,股东偏好资本利得甚于股利所得。为使资金成本降到最低,公司价值最大,应采取低股利政策	Farrar 和 Selwyn, 1967 [5]
	股利税提高了资本成本,对公司投资、股利支付和整个经济有负效应。从长期看,股利税的降低可以刺激公司的投资和分红	Harberger, 1966 [6]、Poterba 等, 1985 [7]
股利税对上市公司股利政策无影响	不管在当下还是未来,股利分配需要缴纳的税相同。所以股利税不影响公司的投资决策,也不影响股利的支付	King, 1977 [8]、Auerbach, 1979 [9]
	大股东虽具有规避股利税收的偏好,但股利税并没有显著影响公司的股利政策	Barclay 等, 2009 [10]

国内学者对上市公司的现金股利决策和税收对上市公司分红行为的影响也进行了大量研究。我国近年来对上市公司现金股利决策的研究现状见表 2。

Table 2. Research status of influencing factors of cash dividend decision-making in china's listed companies

表 2. 我国上市公司现金股利决策的影响因素研究现状

影响因素	研究结论	参考文献
控股股东	所有权和控制权分离程度越高,股利分配倾向和分配力度越低	王化成等, 2007 [12]
	控股股东持股比例与国有控股上市公司现金股利分配显著正相关,与民营上市公司现金股利分配显著负相关	魏玮和周晓博, 2014 [13]
控股股东、经济波动	第一大股东持股比例越高,公司越愿意支付股利,尤其是现金股利;在经济下降期,公司不再愿意支付现金股利	王茜和张鸣, 2009 [14]
大股东减持	现金股利与大股东减持之间存在一定替代关系,在股权集中度高和股权制衡度低的公司中,现金股利的替代效应明显减弱	周传丽和庄凯捷, 2019 [15]
股利所得税	股利所得税不影响上市公司是否发放现金股利,但会降低上市公司的现金股利支付力度; 2005 年和 2013 年股利所得税改革起到了鼓励上市公司发放股利的作用	杨默如和黄婷婷, 2018 [16]
	股利所得税减免在短期内会引起上市公司现金股利支付增加,长期之中会出现效应递减	李增福等, 2010 [17]
产权性质、税收成本	民营控股股东对现金股利的税收成本更为敏感,自然人直接控股的上市公司倾向于不采用现金股利的分配方式,以规避税收成本,国有控股上市公司更倾向于现金股利的分配方式	孙刚等, 2012 [18]
	自然人控股的民营上市公司在 2013 年以前最不偏好现金股利,2013 年以后由于现金红利税新政的实施,这种倾向消失	邓鸣茂, 2015 [19]

综上,近年来,越来越多的国内学者关注税收政策对上市公司分红行为的影响。然而,有关自然人控股上市公司现金分红决策税收影响的研究较少。本文将在现有文献的基础上,对该问题作进一步的研究。

2.2. 理论基础

Farrar 和 Selwyn 在 1967 年提出所得税率差异理论,认为如果现金股利税率比资本利得税率高,资本利得收入将为投资者减少更多税收负担。在税差理论模型中, \tilde{Y} 为投资者的潜在个人收入, \tilde{X} 为公司的每股盈利, r 为市场利率, D_c, D_p 分别为公司和个人的每股债务, T_g, T_p 分别为资本利得和现金股利税率。

假定无公司税,且个人所得税税率大于资本所得税率,考虑以下三种不同的财务决策情况:

假设所有公司盈利都被作为现金股利发放给股东,此时投资者需要缴纳现金股利税。个人投资者的潜在收入为:

$$\tilde{Y} = (\tilde{X} - rD_c)(1 - T_p) - rD_p(1 - T_p) \quad (1)$$

假设所有公司盈利即刻被转换为投资者的资本利得(如公司对股东进行股票回购)。个人投资者的潜在收入为:

$$\tilde{Y} = (\tilde{X} - rD_c)(1 - T_g) - rD_p(1 - T_p) \quad (2)$$

假设所有公司盈利被转化为未实现的资本利得(即不发放现金股利,股东在未来时刻 τ 在股票市场卖出股票),此时投资者潜在收入的现值为:

$$\tilde{Y} = (\tilde{X} - rD_c) \left(1 - \frac{T_g}{1 + \rho^\tau} \right) - rD_p(1 - T_p) \quad (3)$$

式(1)(2)(3)展示了公司三种不同股利政策对个人投资者收入的影响。在公司盈利、公司和个人债务、收益率 ρ 、时间范围 τ 都为正,且资本利得税率小于现金股利税率 $T_g < T_p$ 的情况下,则

$$(1 - T_p) < (1 - T_g) < \left(1 - \frac{T_g}{1 + \rho^\tau} \right) \quad (4)$$

在这种情况下,公司支付现金股利增加了投资者的税赋负担,减少了个人潜在收入。因此,根据中国的实际情况,自然人股东在现金股利税率大于资本利得税率的情况下,其控股的上市公司的理性选择是低股利支付或不支付;当自然人股东面临的股利税率与资本利得税率差距减少时,自然人控股的上市公司支付的现金股利可能有所增加。

2.3. 研究假设

基于我国资本市场中个人所得税收成本的非对称性,与非自然人相比,自然人投资者面临的现金股利税率大于资本利得税税率。故相较于自然人股东占据主要地位的上市公司,非自然人股东占据主要地位的公司更倾向于发放较多的现金股利。中国上市公司中的非自然人股东可大致分为各级政府机构和居民企业两类。孙刚等(2012)指出,各级政府机构不仅可以获得上市公司分配的现金股利,还可以获得所得税收入。上市公司现金分红比例越高,国有控股股东的整体利益就越大,其更倾向于分配较高水平的现金股利。对于民营企业而言,根据2008年的《新企业所得税法》,控股公司从上市公司获得的现金股利可以作为免税收入,这免除了民营企业股东在上市公司股利分配中的税收成本。与此相反,自然人股东在公司分红时则需要缴纳个人所得税,面临着较高的税收成本。因此,我们提出假设1。

假设1:在其他条件相同的情况下,自然人控股公司没有显著的现金分红倾向,非自然人控股公司有显著的现金分红倾向。

自然人控股的上市公司在分红税收成本较高时，更倾向于减持手中的股票获取资本利得，而非积极地进行现金分红。再加上我国股市中投机交易起主导作用(李海奇等, 2017 [20]), 自然人股东机会主义较强, 为快速盈利和解决自身的资金流动性问题, 可能会通过频繁而大量的减持股票避税和获得收入。而非自然人控股股东获得现金股利没有额外的税收负担, 同时为保证自身的控股权, 更倾向于支付现金股利, 而非过多减持。因此, 提出假设 2:

假设 2a: 上市公司非自然人控股与减持水平负相关。

假设 2b: 上市公司自然人控股与减持水平正相关。

差别化个人所得税政策的颁布是一个渐进的过程。在 2012 年以前, 政策尚未颁布, 自然人投资者需缴纳的现金股利个人所得税税率为 10%, 而减持套现不分红获取的资本利得税率为零。此时, 自然人投资者面临最大的税收成本不对称, 自然人控股的上市公司会最不愿进行现金分红。2012 年~2014 年为政策实施的第一阶段, 自然人持股一年以上的股利税从 2005 年开始的 10%降至 5%。自然人投资者的税收成本不对称性有所下降, 但税收成本仍高于不分红套现所获的资本利得, 现金分红仍要付出一定的成本。2015 年~2017 年为政策的第二个阶段, 持股一年以上的股利税进一步降为 0, 减税力度加大, 使自然人投资者长期持股的股利和资本利得的税收成本达成均衡。对自然人控股股东而言, 现金分红和非现金分红成本基本无差异。对此, 我们提出如下假设:

假设 3a: 差别化个人所得税政策实施后, 自然人持股比例越高, 其现金股利分配水平越高。

假设 3b: 差别化个人所得税政策在第二阶段更有效地提高了自然人持股比例较高公司的现金股利分配水平。

3. 研究设计

3.1. 数据来源和样本选择

本研究以所有 A 股 2010 年 12 月 31 日及以前上市的企业 2010~2017 年的数据为样本, 并剔除以下公司: 1) 金融行业类上市公司; 2) 财务数据缺失的上市公司; 3) 被 S、ST、PT 的上市公司; 4) 年末亏损和净资产为负的上市公司; 5) 上市未满三年的公司, 保证其大股东持有的原始股票可以自由交易。

为控制异常值, 所有变量均在上下 1%和 99%分位数处做极值截尾(Winsorize)处理。上市公司的市场、财务数据、减持数据来自 Wind 资讯。

3.2. 变量选取与描述性统计

表 3 给出了本次研究中主要变量的定义。具体来说, 研究中使用的因变量为现金股利支付率(dr)和重要股东减持股票市值(desp)。为研究差别化个人所得税政策对自然人与非自然人控股公司派现与减持的影响, 我们界定前五大股东中自然人持股累计超 50%的公司为自然人控股公司, 设置虚拟变量 np; 前五大股东中非自然人持股累计超过 50%的公司为非自然人控股公司, 以虚拟变量 nnp 代表, 将它们作为解释变量。

Table 3. Definition of main variables

表 3. 主要变量定义

符号	变量名称	变量定义
dr	现金股利支付率	年度累计单位分红/每股收益
desp	重要股东减持股票市值	年度重要股东二级市场交易中减持股票总市值的自然对数
np	自然人控股公司	前五大股东中自然人持股累计超过 50%的公司取 1, 否则取 0
nnp	非自然人控股公司	前五大股东中非自然人持股累计超过 50%的公司取 1, 否则取 0

Continued

np5	自然人股东持股比例	前五大股东中自然人股东累计持股比例
pol	政策有无	股市税收政策调整窗口, 分类变量; 当公司会计年度处于 2012 年及以后时取 1, 否则取 0
pol1	差别化个人所得税政策 政策第一阶段	当公司会计年度处于 2012~2014 年时取 1, 否则取 0
pol2	政策第二阶段	当公司会计年度处于 2015~2017 年时取 1, 否则取 0
size	公司规模	流通 A 股市值的自然对数
roa	总资产净利率	净利润/期末总资产, 代表公司盈利能力
grth	成长性	权益账面价值/权益市场价值
cash	现金及其等价物	现金等价物/总资产, 代表上市公司的流动性
lev	资产负债率	总负债/总资产, 代表上市公司偿债能力
pe	市盈率	股价/年度每股盈余(倍), 代表公司股票投资价值
pea	年度 A 股平均市盈率	2010~2017 每年 12 个月 A 股平均市盈率的加权平均数(倍)
rp	过去 12 个月的股价波动幅度	(年最高价 - 年最低价)/年均价
pipe	定向增发	虚拟变量, 如果上市公司实施了定向增发则等于 1, 否则等于 0
reps	每股留存收益	留存收益/股份数
year	所处财务年份	2010~2017 年度的虚拟变量
ind	所处行业	虚拟变量, 按照《上市公司指引》分类标准, 剔除金融股, 制造业按照行业代码前两位设置, 共计 77 个行业

表 4 报告了主要变量的描述性统计。现金股利支付率(dr)的均值为 0.232, 表明在样本期间, A 股上市公司的总现金分红占到其收益的 23.2%, 达到了一定的派现水平。标准差为 0.2884, 说明各公司间现金分红程度差异较大; 前五大股东中自然人持股累计超过 50%的公司占总体的 1%, 前五大股东中非自然人持股累计超过 50%的公司约占总体的 43%。可以看出, 我国 A 股市场中非自然人集中控股的公司占多数, 而自然人集中控股的公司仅占极少数。

Table 4. Descriptive statistics of major variables
表 4. 主要变量的描述性统计

符号	变量名称	Mean	Sd	Min	Max	N
dr	现金股利支付率	0.2320	0.2884	0.0000	1.7094	10760
desp	重要股东减持股票市值	2.0842	3.7856	0.0000	14.2336	10760
np	自然人控股公司	0.0100	0.0997	0.0000	1.0000	10760
nnp	非自然人控股公司	0.4311	0.4953	0.0000	1.0000	10760
np5	自然人股东持股比例	3.6831	9.1258	0.0000	49.8100	10760
size	公司规模	22.6181	0.9796	20.7789	25.4320	10760
roa	总资产净利率	0.0368	0.0571	-0.1691	0.2283	10760
grth	成长性	0.4307	0.2820	0.0036	1.3786	10760
cash	现金及其等价物	0.1635	0.1145	0.0097	0.5763	10760
lev	资产负债率	0.5113	0.2048	0.0777	0.9787	10760
pe	市盈率	53.0010	260.7199	-1137.3330	1614.2480	10760

Continued

pea	年度 A 股平均市盈率	17.0038	5.4571	11.3200	28.3121	10760
rp	过去 12 个月的股价波动幅度	0.6968	0.2963	0.2641	1.8046	10760
pipe	定向增发	0.1406	0.3476	0.0000	1.0000	10760
reps	每股留存收益	1.3902	1.7752	0.0000	1.7094	10760

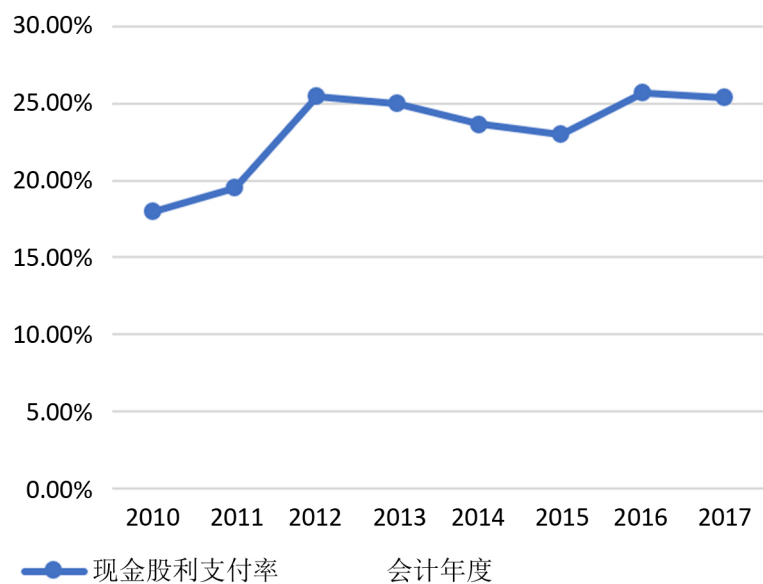


Figure 1. A-share market annual cash payment rate

图 1. A 股市场历年现金支付率

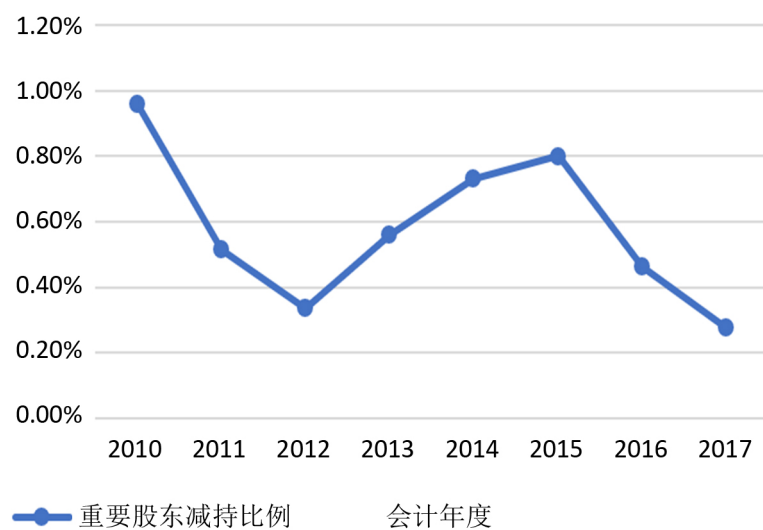


Figure 2. A-share market annual important shareholder reduction ratio

图 2. A 股市场历年重要股东减持比例

图 1 和图 2 分别统计了 2010~2017 年中国 A 股市场历年的现金股利支付率和自然人股东减持股票的比例。可以看出，中国证监会于 2012 年开始实施的上市公司股息差别化个人所得税政策使 2012 年起中国 A 股市场的派现水平显著提高。此后，2013~2015 年派现水平小幅下降。而在 2015 年政策实施后，资

本市场的总体派现又有所回升。综观图 1、图 2 初步推断, 差别化个人所得税政策总体而言改善了我国 A 股市场的派现水平和重要股东减持情况, 但不同政策阶段的影响不尽相同。接下来, 本文将通过实证分析来验证以上的初步推断和前面提出的假设。

3.3. 模型建构

由于许多公司不支付现金股利或未有重要股东减持股票, 两个被解释变量股利支付水平(dr)和重要股东减持股票市值($desp$)在零处是截止的, 此时普通最小二乘法会产生不一致的估计。为充分利用面板数据所包含的横截面和时间序列信息以及避免受限因变量 OLS 估计所带来的偏误, 本文采用 Tobit 模型进行回归分析。

$$\begin{aligned} \text{Tobit}(dr_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 polProxy_{i,t} + \beta_2 np_{i,t} + \beta_3 nnp_{i,t} + \beta_4 roa_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \beta_6 cash_{i,t} \\ & + \beta_7 grth_{i,t} + \beta_8 lev_{i,t} + \beta_9 pea_{i,t} + \beta_{10} pipe_{i,t} + \beta_{11} reps_{i,t} + YR + IND + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \text{Tobit}(desp_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 polProxy_{i,t} + \beta_2 np_{i,t} + \beta_3 nnp_{i,t} + \beta_4 roa_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \beta_6 cash_{i,t} + \beta_7 grth_{i,t} \\ & + \beta_8 lev_{i,t} + \beta_9 pea_{i,t} + \beta_{10} pipe_{i,t} + \beta_{11} reps_{i,t} + \beta_{12} rp_{i,t} + \beta_{13} pe_{i,t} + YR + IND + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

$$\begin{aligned} \text{Tobit}(dr_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 polProxy_{i,t} + \beta_2 np5_{i,t} \times polProxy_{i,t} + \beta_3 roa_{i,t} + \beta_4 size_{i,t} + \beta_5 cash_{i,t} \\ & + \beta_6 grth_{i,t} + \beta_7 lev_{i,t} + \beta_8 pea_{i,t} + \beta_9 pipe_{i,t} + \beta_{10} reps_{i,t} + YR + IND + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

其中, i 和 t 表示公司和年份, $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。 $polProxy_{i,t}$ 代表公司 i 在第 t 年面对的差别化个人所得税政策调整窗口的各类代理变量; $np_{i,t}$ 和 $nnp_{i,t}$ 分别代表公司 i 在第 t 年是否为自然人或非自然人控股; $np5_{i,t}$ 代表公司 i 第 t 年前五大股东中自然人持股比例。本文回归也加入年度与行业控制变量。因为篇幅原因, 后文检验结果中均未报告行业和年度变量的回归结果。

模型(5)用于考察不同性质的股权集中度对公司分红的影响, 即假设 1; 模型(6)用来检验控股股东不同性质对股东减持行为的影响, 即假设 2a 和 2b; 模型(7)考察差别化个人所得税政策对前五大股东自然人持股比例与其现金股利分配水平关系的影响, 即假设 3a 和 3b。

通过 pearson 相关系数检验, 各解释变量之间相关系数较低, 不存在严重多重共线性。

4. 实证结果与分析

4.1. 自然人控股对分红和减持行为的影响

4.1.1. 对现金分红的影响

表 5 的(1)~(2)列报告了自然人控股和政策等因素对现金股利支付率的影响。自然人或非自然人大股东集中控股比例在 50%以上时, 这种性质的股东在公司决策中起主导作用。作为公司重要的内部人士和公司股利政策的决定者, 控股股东的性质决定了其对股息红利税收成本的敏感度不同(孙刚等, 2012 [18])。回归结果显示, np 的系数并不显著, 而 nnp 的系数在 1%水平显著为正。表明自然人控股的公司没有显著的分红倾向, 非自然人控股公司有显著分红倾向。证实了本文的假设 1。

不管是政策有无(pol)还是不同政策期($pol1$, $pol2$)的回归系数都显著为正。这表明, 差别化个人所得税政策的出台使我国 A 股市场的总体派现水平逐渐增加, 且各个政策阶段都十分显著。上市公司为了迎合自然人股东的利益, 政策颁布后上市公司普遍提高了派现水平。

从控制变量上看, 资产收益率(roa)显著为正, 表明公司资产收益率越高, 派现越多。由于股利实质是将公司税后利润对投资者进行分配, 故盈利水平是公司决定是否支付股利的关键因素。负债率(lev)显著为负, 说明派现水平受到债务的约束。企业的负债比例越高, 违约风险越大, 需要保留更多现金以备偿还,

现金分红的可能性也较低。其次, 规模(size)和成长性(grth)显著为正, 一般来讲, 规模大、成长性低的公司增长空间与扩张冲动总体不如规模小、成长性高的公司。因此, 规模大、成长性低的公司倾向于将更多的收益以现金股利的形式发放出去。并且, 规模较大的企业面临的外部融资成本较低, 其保留内部现金的金额越小, 发放股利的可能性越高, 李增泉(2004)的研究表明我国上市公司规模与股利发放水平正相关。

4.1.2. 对重要股东减持的影响

表 5 中(3)~(4)列的模型以重要股东减持股票市值(desp)为被解释变量, 考察了自然人控股和政策等因素对重要股东减持的影响。在模型(3)中, 政策有无变量(pol)的回归系数显著为负, 表明政策确实起到了抑制 A 股市场上股东减持的作用。进一步考察政策的不同阶段对股东减持的影响(模型(4)), 我们发现政策第一阶段的代理变量(pol1)的回归系数皆显著为正, 而政策第二阶段(pol2)对减持行为的影响不显著。自然人控股的虚拟变量(np)在(3) (4)模型中的回归系数皆显著为正, 而非自然人控股的虚拟变量(nnp)的回归系数皆显著为负, 这揭示了对于不同性质的控股股东, 自然人控股股东倾向于通过减持获得收入并避税, 减持行为较多; 而非自然人控股股东为了保证相对稳定的控制权, 减持行为较少。这也符合我们的假设 2a 和 2b。

从控制变量来看, 股价波动幅度(rp)与减持市值显著正相关, 表明股价波幅越大, 股东减持金额越大, 这可能源于自然人股东买卖股票有较大的投机性动机。规模(size)越大, 减持金额越大。因为减持股票市值是一个绝对量, 一般来讲, 规模越大的公司市值越高, 大股东持有股票市值也相对较高, 故其减持金额较规模小公司的股东来说也相对较大。

Table 5. The influence of different attribute concentrations and policies on cash dividend payment rate and major shareholders' reduction

表 5. 不同性质股权集中度和政策对现金股利支付率和重要股东减持的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
被解释变量	dr	dr	desp	desp	dr	dr
pol	0.044** (2.45)		-1.358** (-2.26)		0.033* (1.84)	
pol1		0.077*** (2.94)		2.042** (2.27)		0.070*** (2.62)
pol2		0.056*** (2.90)		-0.159 (-0.25)		0.047** (2.42)
np	-0.064 (-1.31)	-0.064 (-1.33)	2.584** (2.04)	2.457* (1.94)		
nnp	0.035*** (3.05)	0.034*** (2.97)	-2.887*** (-8.67)	-2.958*** (-8.87)		
pol × np5					0.001** (2.12)	
pol1 × np5						0.002** (2.13)
pol2 × np5						0.001 (1.47)

Continued

roa	0.867*** (8.42)	0.844*** (8.13)	-1.228 (-0.45)	-2.567 (-0.93)	0.861*** (8.36)	0.834*** (8.03)
size	0.039*** (5.45)	0.042*** (5.71)	0.622*** (3.01)	0.867*** (4.08)	0.044*** (6.32)	0.048*** (6.63)
cash	0.044 (0.95)	0.044 (0.97)	-0.820 (-0.61)	-0.851 (-0.64)	0.056 (1.22)	0.056 (1.22)
grth	0.263*** (12.85)	0.266*** (12.95)	-6.584*** (-9.89)	-6.358*** (-9.55)	0.272*** (13.31)	0.275*** (13.43)
lev	-0.273*** (-8.60)	-0.277*** (-8.71)	-0.733 (-0.88)	-1.076 (-1.29)	-0.260*** (-8.21)	-0.265*** (-8.36)
pea	-0.002 (-1.25)	0.001 (0.30)	0.038 (0.84)	0.258*** (4.11)	-0.002 (-1.46)	0.001 (0.29)
pipe	-0.003 (-0.31)	-0.003 (-0.30)	-0.943*** (-2.58)	-0.911** (-2.50)	-0.003 (-0.25)	-0.003 (-0.24)
reps	0.051*** (13.03)	0.051*** (13.05)	0.103 (0.88)	0.085 (0.73)	0.052*** (13.29)	0.052*** (13.23)
rp			4.611*** (10.83)	4.712*** (11.05)		
pe			-0.001 (-1.42)	-0.001 (-1.33)		
Year/ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-0.881*** (-5.94)	-1.017*** (-6.05)	-18.410*** (-4.32)	-29.284*** (-6.12)	-0.989*** (-6.81)	-1.146*** (-6.94)
sigma_u	0.251*** (36.61)	0.251*** (36.61)	4.868*** (24.87)	4.885*** (24.89)	0.251*** (36.60)	0.251*** (36.59)
sigma_e	0.312*** (106.24)	0.311*** (106.25)	9.141*** (61.74)	9.115*** (61.72)	0.312*** (106.24)	0.312*** (106.25)
N	10760	10760	10757	10757	10760	10760

回归系数差异的
卡方检验
卡方检验

股利支付率: pol1 vs. pol2: 3.9e+03***

注: 括号内为 z 值, ***, **, * 分别表示 1%、5%、10% 水平下显著(双尾)。

4.2. 自然人控股对分红和减持行为的影响差别化个人所得税政策 对自然人控股公司现金分红的影响

表 5 中(5)~(6)列的模型考察了在不同的自然人股东持股比例下差别化个人所得税政策对现金股利支付程度的影响。第(5)列为政策有无(pol)与 np5 交乘的回归模型。结果显示 pol × np5 的系数显著为正, 表

明差别化个人所得税政策促进前五大股东中自然人持股比例大的公司支付更多的现金股利，自然人持股比例越高，其现金股利分配水平越高，验证了假说 3a。pol 的回归系数显著为正，说明差别化个人所得税政策的实施与现金股利支付率正相关。第(6)列检验了政策不同阶段对自然人控股公司现金分红决策的影响。从回归结果看，差别化个人所得税政策的两阶段代理变量(pol1, pol2)与自然人持股比例(np5)交乘项的回归系数均显著为正。进一步地，我们发现 pol1 与自然人持股比例的交乘项的回归系数数值皆大于 pol2 与自然人持股比例的交乘项，而且上述回归系数差异的卡方检验在 1%水平上显著，说明政策第二阶段看似进一步减少了分红的个人所得税以更大刺激现金分红，但实质上却降低了派现水平。因此，本文的假设 3b 并没有得到实证支持。本文认为这一现象可能由于在政策第二阶段公司股利政策受到一些其它因素的影响，如 2015 年后金融去杠杆背景下的银行惜贷、GDP 增长放缓和 2017 年的定向增发新规等。由于经济波动对公司经营有着重要的影响，公司的财务行为可能会随着经济波动做出相应的调整和改变 (Zarnowitz, 1985; Mascarenhas 和 Aaker, 1989 [11])。在宏观经济和融资环境发生不利变化的时期，公司希望保留更多现金，减少了现金股利的发放。

5. 结论与启示

本文选择与广大自然人投资者利益更加一致、受差别化所得税政策影响最大、又能影响上市公司股利决策的自然人控股上市公司作为重点研究对象，研究它们的股利决策行为在不断调整的相关税收政策影响下的变化。对于自然人股东来说，其投资上市公司的收入来源于分红和资本利得两方面。如果这两方面的税收成本不对称，就会导致投资者对这两种获利方式不同的选择倾向。当自然人股东在上市公司处于控股地位时，上市公司在股利决策时会面临发放现金股利和不发放现金股利而在股市套现获取资本利得的权衡。

本文的研究结论具有重要的启发意义。上市公司中的一些“铁公鸡”一定程度上是受当时税收制度影响的结果。而炒作股票价格，通过减持股票而获利符合自然人控股股东利益最大化的目标。虽然差别化个人所得税政策在一定程度上缓解了资本市场中自然人股东资本利得和现金股利税收成本的不对称性，改善了资本市场，尤其是自然人控股上市公司的分红状况，但鉴于中国股市波动性较大、炒作之风盛行的现状，反向的非对称税收政策可能会更有意义。即应该考虑对长期持有股票的分红收入免税，而对资本利得征税。

基金项目

该研究曾经接受“秦惠若与李政道中国大学生见习进修基金(英文为 Hui-Chun Chin and Tsung-Dao Lee Chinese Undergraduate Research Endowment (CURE))”的资助。

参考文献

- [1] Lintner, J. (1956) Distribution of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economics Review*, **46**, 1092-1131.
- [2] Jensen, M. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, **3**, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [3] Easterbrook, F.H. (1984) Two Agency-Cost Explanations of Dividend. *American Economic Review*, **74**, 650-659.
- [4] Miller, M.H. and Modigliani, F. (1961) Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, **34**, 411-433. <https://doi.org/10.1086/294442>
- [5] Farrar, D. and Selwyn, L. (1967) Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors. *National Tax Journal*, **19**, 444-454.
- [6] Harberger, A.C. (1966) Efficiency Effects of Taxes on Income from Capital. In: Krzyzaniak, M., Ed., *Effects of the Corporation Income Tax*, Wayne State University Press, Detroit, 107-117.

- [7] Poterba, J. and Summers, L. (1985) The Economic Effects of Dividend Taxation. In: Altman, E. and Subrahmanyam, M., Eds., *Recent Advances in Corporation Finance*, Dow Jones-Irwin, Homewood, 227-284.
<https://doi.org/10.3386/w1353>
- [8] King, M.A. (1977) *Public Policy and the Corporation*. Chapman and Hall, London.
- [9] Auerbach, A. (1979) Wealth Maximization and the Cost of Capital. *Quarterly Journal of Economics*, **93**, 433-446.
<https://doi.org/10.2307/1883167>
- [10] Barclay, M.J., Holderness, C.G. and Sheehan, D.P. (2009) Dividends and Corporate Shareholders. *Review of Financial Studies*, **22**, 2423-2455. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn060>
- [11] Mascarenhas, A., et al. (1989) Strategy over the Business Cycle. *Strategic Management Journal*, **10**, 199-210.
<https://doi.org/10.1002/smj.4250100302>
- [12] 王化成, 李春玲, 卢闯. 控股股东对上市公司现金股利政策影响的实证研究[J]. 管理世界, 2007(1): 122-127.
- [13] 魏玮, 周晓博. 资本结构、所有权性质与现金股利分配——基于上市公司面板数据的实证研究[J]. 上海经济研究, 2014(4): 67-76.
- [14] 王茜, 张鸣. 基于经济波动的控股股东与股利政策关系研究——来自中国证券市场的经验证据[J]. 财经研究, 2009, 35(12): 50-60.
- [15] 周传丽, 庄凯捷. 现金股利还是减持收益: 不同股权结构下的大股东选择[J]. 华南师范大学学报(社会科学版), 2019, 237(1): 82-90+191.
- [16] 杨默如, 黄婷婷. 我国上市公司现金股利政策个人所得税效应研究及其启示[J]. 东南学术, 2018, 268(6): 137-149.
- [17] 李增福, 徐媛. 税率调整对我国上市公司实际税收负担的影响[J]. 经济科学, 2010, 32(3): 27-38.
- [18] 孙刚, 朱凯, 陶李. 产权性质、税收成本与上市公司股利政策[J]. 财经研究, 2012(4): 134-144.
- [19] 邓鸣茂. 股权结构、税收差异与股利支付选择[J]. 证券市场导报, 2015(9): 41-48.
- [20] 李海奇, 刘敬, 黄彩云. 基于时变系数模型的中国股市投机动态行为研究[J]. 金融理论与实践, 2017(8): 81-86.

知网检索的两种方式:

1. 打开知网首页: <http://cnki.net/>, 点击页面中“外文资源总库 CNKI SCHOLAR”, 跳转至: <http://scholar.cnki.net/new>, 搜索框内直接输入文章标题, 即可查询;
或点击“高级检索”, 下拉列表框选择: [ISSN], 输入期刊 ISSN: 2161-0967, 即可查询。
2. 通过知网首页 <http://cnki.net/>顶部“旧版入口”进入知网旧版: <http://www.cnki.net/old/>, 左侧选择“国际文献总库”进入, 搜索框直接输入文章标题, 即可查询。

投稿请点击: <http://www.hanspub.org/Submission.aspx>

期刊邮箱: fin@hanspub.org