

产权性质、税收成本与 上市公司股利政策*

孙刚^{1,3}, 朱凯^{1,2}, 陶李¹

(1. 上海财经大学会计学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学会计与财务研究院, 上海 200433; 3. 宁波工程学院经济与管理学院, 浙江宁波 315211)

摘要: 文章研究了上市公司控股股东的税收成本差异对上市公司股利政策的影响。作为股利政策的决策者, 控股股东须权衡股利政策的成本和收益, 其中税收成本是影响股利政策的重要因素之一。不同性质的控股股东对税收成本的关注程度存在显著差异: 由于税利分离程度较高, 民营控股股东对现金股利的税收成本更为敏感, 尤其是在自然人直接控股的上市公司。研究发现, 自然人控股公司最不偏好采用现金股利的分配方式以规避税收成本, 而国有控股公司更倾向于发放较高的现金股利。实证结果支持了文章的假说, 即不同产权所隐含的税收成本差异是影响上市公司股利政策的重要因素。

关键词: 产权性质; 税收成本; 股利政策

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2012)04-0134-11

一、引言

自 Miller 和 Modigliani(1961)以来, 税收成本在公司股利政策中的作用一直是理论研究和政策讨论的重要内容。在股利税收成本不菲的情形下, 上市公司为何仍选择支付股利给投资者, 目前仍然是理论研究的焦点。

作为新兴的资本市场, 我国上市公司股权相对集中, 无论是中小投资者还是机构投资者, 相对较低的持股比例使得决策影响力较弱, 难以对控股股东形成有效制衡。黄娟娟等(2007)研究认为, 上市公司股利政策主要是为了迎合大股东的的需求, 而广大中小股东的利益常被忽视。高额的现金股利甚至成为

收稿日期: 2012-01-12

基金项目: 国家自然科学基金面上项目资助(70972060); 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(07JJD630006)

作者简介: 孙刚(1977—), 男, 河北沧州人, 宁波工程学院经济与管理学院讲师, 上海财经大学会计学院博士生;

朱凯(1974—), 男, 江苏南京人, 上海财经大学会计与财务研究院研究员, 会计学院副教授, 博士生导师;

陶李(1989—), 男, 江苏泰州人, 上海财经大学会计学院研究生。

大股东利益转移的方式(La Porta等,2000;陈信元等,2003)。但是公司毕竟以现金股利的形式回吐出更多的自由现金流,降低了公司的代理成本,从而有助于增加公司价值(Jensen,1986;谢军,2006)。作为控股股东,也必须考虑其获得现金股利的税收成本。Morck等(2005)指出,20世纪30年代以来,美国税法对公司间股利支付的双重课税降低了公司采用金字塔结构的动机,导致了美国公司组织结构的变化。Desai等(2007)、曾亚敏等(2008)均发现,税收降低了控股股东的控制权私利价值。

与已有研究不同,本文以控股股东的税收特征为基础,探讨了控股股东现金红利税收成本差异对上市公司股利政策决策的影响,提供了证据证实,税收成本是影响控股股东公司股利分配决策的重要因素。

本文的其余部分安排如下:第二部分是文献回顾、税收制度背景和研究假说,第三部分是数据来源和研究设计,第四部分是实证检验结果和分析,最后是总结和研究意义。

二、文献回顾、税收制度背景和研究假说

(一)文献回顾

Graham(2003)指出,虽然边际投资者的税率是影响公司股利政策的关键因素,但是如何衡量公司之间的边际税率差异成为研究中的难点。考察股东之间的股利税负差异对股利政策的影响,就成为一个替代的研究方法。尽管大量的研究就税收成本对公司股利政策的作用达成了一致共识,但是对不同类型投资者的股利税收成本影响的差异以及在多大程度上左右公司股利政策,目前的实证证据并不一致。Perez-Gonzalez(2003)发现,当大股东的现金股利税低于资本利得税时,公司的股利水平显著提高。Barclay等(2009)则发现,尽管大股东具有规避股利税收的偏好,但是并没有显著影响公司现金股利政策。Miller等(1961)认为,投资者的税收偏好会影响公司采用现金股利或股票回购的股利分配方式。Grullon等(2002)、Dittmar等(2002)考察了公司股票股利与现金股利的替代关系。虽然投资者要承担股票回购(或股票股利)相关的资本利得税,但是在资本利得税低于现金股利税的情况下,两种分配方式的税收成本差异会显著影响包括控股股东在内的投资者对股利政策的选择。此外,如果投资者可以通过某种交易策略规避现金红利税收成本,那么股利税收成本就不会影响公司的股利政策(Miller等,1978;Allen等,2003)。

Morck等(2005)指出,在美国,一方面,在金字塔组织结构中公司间的现金股利支付使得控股股东要承担股利所得税的“层层盘剥”,因而过重的股利税收成本使金字塔组织结构逐渐消失;另一方面,金字塔结构也使通过关联交易避税的活动更为隐蔽。另外,从代理理论角度看,金字塔结构为控股股东通过关联交易转移利益,从而侵占中小股东财富提供了土壤。黄娟娟等(2007)

认为,上市公司股利政策主要是为了迎合大股东的需求,而广大中小股东的利益经常被忽视。La Porta等(2000)、陈信元等(2003)也指出,高额的现金股利可能成为大股东利益转移的重要形式。Chen等(2009)则为“股利掏空说”提供了一个解释。

但是,与机构投资者和中小股东不同,公司控股股东的任何重大股权交易行为都会受到资本市场乃至证券监管机构的密切关注,从而约束了控股股东通过交易规避现金红利税收成本的可能性。即使控股股东可以通过交易规避现金红利税收成本,但信息披露的要求会造成股票价格的剧烈波动,同时也会受到证券监管机构的关注,甚至有可能被投资者指控为内幕交易。因此,控股股东必须权衡现金分红的税收成本和潜在的相关成本,从而确定适合自身利益最大化的股利分配政策。

(二) 税收制度背景

按照《个人所得税法》规定,个人投资股票所获得的股息、红利所得应按照20%税率缴纳个人所得税。2005年6月,《关于股息红利个人所得税有关政策的通知》(财税[2005]102号)中将税率调整为10%。股票转让收益则从1994年起就暂免征收个人所得税。在我国上市公司中,居民企业之间的利润分配属于企业所得税缴纳行为,受《企业所得税法》的规范。在“税不重征”的指导思想下,《企业所得税法》要求,当居民企业与上市公司适用所得税税率存在差异时,居民企业只需要补交现金红利的所得税差额。但是,这个原则性的规定几经变迁,国税发[2000]118号文规定,收到股权投资收益(分红)优先补亏,仍有利润的,按税率差补税。国税发[2002]56号文规定,补亏时分红并不还原计算所得以弥补亏损。2008年新《企业所得税法》及其实施条例则规定,居民企业连续持有其他居民企业公开发行的股票超过12个月,其获取的股息、红利等权益性投资收益免税。而且,居民企业直接投资于其他非居民企业获得的股息、红利等权益性投资收益,不必再按税差补税。这就意味着2008年以后,无论居民企业与上市公司之间是否存在税率差异,居民企业分得的现金红利都不需要补税,但前提是居民企业与上市公司之间不存在有失公允的关联交易。这实际上有条件地降低了居民企业的现金红利税收成本,促使上市公司提高现金红利分配规模。因此,一方面,企业所得税采用综合计税办法,与其他收益合并纳税,居民企业有能力规避这部分分红税负;另一方面,2008年的企业所得税改革直接取消了按税差补税的规定。

(三) 研究假说的提出

在我国股票市场中,国有控股的上市公司一直是资本市场的主体。尽管控股股东的形式存在很大差别,例如中央国资委和地方国资委、国有控股企业法人等,但是,作为国有控股上市公司的最终控制人,各级政府同时也是公司所得税和个人所得税的收缴者。因此,作为最终控制人的各级政府,不仅可以

按照持股比例获得上市公司分配的现金红利,还可以获得与现金红利有关的所得税。因此,现金红利相关的税收并没有增加国有控股股东的成本,现金红利税收成本的高低并不会改变国有控股股东对上市公司股利支付的偏好。

但是,在我国现行的税收征管体制下,上市公司分配给个人投资者和基金投资者的红利所得,其个人所得税均由上市公司代扣代缴给税务部门。上市公司现金分红比例越高,政府获得的现金红利税收越多,国有控股股东的整体利益就越大。这里的整体利益是指税前现金分红总额,包括现金分红和现金分红税收两者之和。这表明,国有控股股东能够获得全部的现金分红,而不受现金分红税收的影响。因此,国有控股上市公司更倾向于分配较高水平的现金红利。

在民营控股上市公司中,其最终控制人都是自然人,是个人所得税的纳税人,要为其现金红利和投资收益承担纳税义务。但是,由于组织结构所隐含的适用税法差异,不同类型的民营控股股东需要承担的现金红利税收成本并不完全相同。在个人直接控股的上市公司中,个人控股股东和自然人一样,在公司分红时需要缴纳个人所得税,并由公司代扣代缴。在2006年股权分置改革以前,个人控股股东持有的股票是非流通股,很难通过股票交易的方式以规避股利税收成本。即使在股权分置改革以后,个人控股股东的股票交易行为也备受资本市场的关注,如《中华人民共和国证券法》等法律不允许内部人短线交易,同时设置了内部人禁止买卖的锁定期。我国《公司法》、《证券法》和2007年中国证监会颁布的《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股票及其变动管理规则》,将监控对象锁定在上市公司的“董事、监事、高管和持股超过5%的大股东”。这无疑增加了其旨在通过交易规避股利税收成本的难度。为了降低股利分配相关的税收成本,在必须发放股利的情况下个人直接控股的上市公司更倾向于降低现金红利的支付水平。

在民营法人机构控股的上市公司中,由于最终控制人并不直接持有上市公司股票,只有在控股公司分配现金红利的情况下,最终控制人才需要缴纳个人所得税。最终控制人可以通过影响控股公司的现金红利发放决策降低股利分配的税收成本以及延缓股利税收的缴纳时间,而且控股公司从上市公司所获得的现金股利收益是适用《企业所得税》的。2008年新《企业所得税法》则明确规定,在控股公司和上市公司之间不存在有失公允的关联交易的情况下,控股公司从上市公司获得的现金股利可以作为免税收入。这样就降低了最终控制人在上市公司股利分配中的税收成本。与个人直接控股的上市公司相比,民营企业法人控股股东更倾向于发放较多的现金红利。由此,本文提出如下研究假说。

假说1:与民营控股公司相比,国有控股上市公司更倾向于发放较高水平的现金红利。

假说 2:与民营企业法人控股的公司相比,自然人控股的上市公司更倾向于发放较低水平的现金红利。

三、样本选择与研究设计

(一)数据来源和样本选择

本文以 2004—2010 年所有 A 股上市企业为样本,并删除了以下样本:(1)金融行业类上市公司;(2)财务数据缺失的上市公司;(3)被 ST、PT 的上市公司;(4)存在中期现金分红的上市公司;(5)年末亏损和净资产为负的上市公司。总观测数为 7 155 个。为了控制异常值,所有回归模型变量均在上下 1%和 99%分位数处做了极值截尾(Winsorize)处理。机构投资者持股数据取自 Wind 金融资讯数据库,最终控制人现金流权比例取自深圳国泰安公司 CSMAR 数据库,最终控制人性质数据取自 CSMAR 和色诺芬经济金融数据库,其他财务数据则来自 CSMAR 数据库。

(二)研究设计

考虑到不同控股股东性质的公司对股利税收成本的敏感度存在差异,本文采用回归模型(1)检验控股股东性质、股权集中度与上市公司现金股利政策的关系,对于国有控股企业,Prvt 定义为 0,否则定义为 1。谢军(2006)等的一系列研究均表明,第一大股东具有发放现金股利的显著动机,能够迫使公司吐出更多的自由现金流。即股权越集中,现金股利支付水平越高,反之亦然。基于此,本文着重考察交乘项 Prvt×CFR 的系数符号和显著性水平。本文预期该交乘项的系数应显著为负,即较之国有控股企业,在民营控股企业中,以控股股东现金流权表示的股权集中度与现金股利支付水平的正相关关系会有所弱化。进一步,本文通过 Probit 回归模型(2)检验以控股股东现金流权衡量的股权集中度与上市公司现金股利支付意愿是否存在显著的正相关关系。本文预期,较之国有控股企业,上述正相关关系在民营控股企业中均应更为弱化。

$$\begin{aligned} \text{Diveps}_{it}(\text{Divps}_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Prvt}_{it} + \alpha_2 \text{CFR}_{it} + \alpha_3 \text{Prvt}_{it} \times \text{CFR}_{it} + \alpha_4 \text{Total}_{it} \\ & + \alpha_5 \text{Roa}_{it} + \alpha_6 \text{Cash}_{it} + \alpha_7 \text{Capx}_{it} + \alpha_8 \text{Bm}_{it} + \alpha_9 \text{Lev}_{it} \\ & + \alpha_{10} \text{Mv}_{it} + \alpha_{11} \text{Liquid}_{it} + \text{Year_dum} + \text{Industry_dum} \\ & + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Ln} \frac{\text{Pr}(\text{Cashdiv_dum})}{1 - \text{Pr}(\text{Cashdiv_dum})} = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{Prvt}_{it} + \gamma_2 \text{CFR}_{it} + \gamma_3 \text{Prvt}_{it} \times \text{CFR}_{it} \\ & + \gamma_4 \text{Total}_{it} + \gamma_5 \text{Roa}_{it} + \gamma_6 \text{Cash}_{it} + \gamma_7 \text{Capx}_{it} \\ & + \gamma_8 \text{Bm}_{it} + \gamma_9 \text{Lev}_{it} + \gamma_{10} \text{Mv}_{it} + \gamma_{11} \text{Liquid}_{it} \\ & + \text{Year_dum} + \text{Industry_dum} + \xi_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

在上述回归模型中,本文采用股利支付率作为被解释变量,其中作为分子

的股利为公司宣告发放的年度每股税前现金股利,但公司年度现金股利分配是以年报为基础的,通常是在下一年度宣告发放。例如,2011年公司宣告发放的年度现金股利是对2010年度盈利的分配,解释变量均为2010年末的财务数据。作为敏感性测试,本文还同时采用每股股利作为因变量。

此外,本文还单独将民营控股企业作为研究对象,考察自然人控股和民营企业法人控股这两类民营企业在现金股利支付水平和意愿的差异。同时,本文还进一步探讨在上述两类企业中,以控股股东的现金流权表示的股权集中度与上市公司现金股利支付水平的正相关关系是否存在系统性差异。之所以将民营控股企业单独列出,是因为民营控股企业和国有控股企业在税收敏感度方面具有本质差异。对于国有控股企业而言,上市公司股利和股利税收均属于政府所有,支付的股利税收实际上是从政府的左口袋放入了右口袋。而民营控股企业中,民营企业法人和自然人控股企业的股利支付水平存在的显著差异就只能从税收成本的角度予以解释。因此,本文预期,较之民营企业法人控股企业,自然人控股企业的控股股东现金流权与现金股利支付水平的正相关关系显著弱化。所有变量的定义见表1。

表1 变量定义

变量属性	变量名称	变量定义
因变量	每股现金股利(Divps) 现金股利支付率(Diveps) 是否发放现金股利(Cashdiv_dum)	现金股利总额/发行在外的普通股加权平均股数 每股现金股利/每股盈余 当支付现金股利时,Cashdiv_dum为1,否则为0
解释变量	控股股东的现金流权(CFR) 最终控股股东性质(Prvt) 机构投资者持股(Total)	实际控制人与上市公司股权关系链条每层持股比例相乘或者实际控制人与上市公司每条股权关系链每层持有比例相乘之总和 实际控制人为国有企业或政府、事业等机构的,Prvt定义为0,否则定义为1 (机构投资者所持流通A股-QFII所持流通A股)/流通A股总股数
控制变量	现金及其等价物(Cash) 资本支出(Capx) 资产收益率(Roa) 资产负债率(Lev) 企业成长性(Bm) 企业规模(Mv) 流通股比例(Liquid) 所处行业(Industry_dum) 所处年度(Year_dum)	货币资金/总资产 (购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额-处置子公司及其他营业单位收到的现金净额)/期末总资产 净利润/期末总资产 总负债/总资产 权益账面价值/权益市场价值 期初流通A股市值的自然对数 流通A股股数/总股本 行业虚拟变量,行业依据《中国上市公司分类指引》的分类标准,共20个行业虚拟变量,其中制造业公司观测值按照行业代码的前两位设置 2004-2010年度虚拟变量

四、实证检验结果和分析

(一)描述性统计分析

表2报告了样本中主要变量的描述性统计。样本公司平均每股现金股利和现金股利支付率分别约为7.6%和22.5%，中位数分别为4%和13.9%。控股股东现金流权的均值和中位数分别为31.6%和29.7%。可见，在中国上市公司中股权高度集中在第一大股东手中。机构投资者平均所持流通A股占流通A股比例为24.4%，机构投资者日益成为资本市场中有分量的参与者，影响着公司的财务决策。

表2 主要变量的描述性统计

变量	观察值	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
Divps	7 155	0.076	0.040	0.000	0.400	0.102
Diveps	7 155	0.225	0.139	0.000	0.824	0.259
CFR	7 155	0.316	0.297	0.065	0.634	0.168
Total	7 155	0.244	0.178	0.000	0.711	0.229
Roa	7 155	0.046	0.035	0.001	0.202	0.040
Cash	7 155	0.159	0.134	0.009	0.536	0.109
Capx	7 155	0.057	0.040	-0.086	0.282	0.064
Bm	7 155	0.449	0.382	0.056	1.311	0.283
Lev	7 155	0.493	0.506	0.078	0.863	0.177
Mv	7 155	14.928	14.809	12.999	18.133	1.094
Liquid	7 155	0.588	0.535	0.250	1.000	0.243

(二)多元回归分析

表3报告了不同控股股东性质的公司，以控股股东现金流权比例度量的股权集中度与现金股利支付力度之间的关系。在控制了其他公司特征变量后，变量Prvt与是否支付现金股利、每股现金股利和现金股利支付率这三个衡量现金股利支付意愿和支付水平指标的回归系数均在1%水平上显著负相关(见表3中第(1)列、第(3)列和第(5)列)。这表明较之“税利不分”的国有控股企业，民营企业对股利税收成本更为敏感，因此民营企业更倾向于少发放和不发放现金股利，这与股利税收成本假说是基本一致的。第(2)列、第(4)列和第(6)列进一步列示了控股权性质、股权集中度与公司股利政策的交互效应，我们重点关注交乘项Prvt×CFR的系数符号和显著性水平。

表3中第(2)列、第(4)列和第(6)列的回归结果显示，Prvt×CFR的系数分别为-0.598、-0.049和-0.055，且分别在5%、1%和10%水平上显著为负。这说明，较之国有控股企业，民营控股企业现金流权比例与现金股利支付意愿和支付水平的正相关关系显著弱化，上述发现总体上支持了本文的研究假说1。

为检验假说2，即民营控股股东组织形式与股利政策的相关性，本文剔除了由国有控股的上市公司，以比较民营企业法人控股企业(person=0)和自然

表3 控股股东特征与现金股利支付

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Pr (Cashdiv_dum)	Pr (Cashdiv_dum)	Divps	Divps	Diveps	Diveps
Prvt	-0.150*** (-4.03)	0.010 (0.13)	-0.011*** (-5.13)	0.001 (0.28)	-0.039*** (-6.09)	-0.019 (-1.55)
CFR		0.322** (2.29)		0.016* (1.92)		0.071*** (2.76)
Prvt×CFR		-0.598** (-2.04)		-0.049*** (-2.84)		-0.055* (-1.68)
Total	1.199*** (10.00)	1.177*** (9.67)	0.106*** (15.03)	0.106*** (14.64)	0.159*** (8.44)	0.152*** (7.93)
Roa	10.528*** (14.73)	10.576*** (14.77)	1.053*** (24.95)	1.056*** (25.00)	0.198** (2.16)	0.202** (2.19)
Cash	1.210*** (6.77)	1.221*** (6.83)	0.078*** (7.07)	0.078*** (7.10)	0.212*** (6.98)	0.214*** (7.08)
Capx	2.663*** (8.59)	2.694*** (8.66)	0.053*** (3.06)	0.056*** (3.20)	0.226*** (4.60)	0.229*** (4.64)
Bm	1.165*** (13.77)	1.151*** (13.56)	0.056*** (13.69)	0.055*** (13.41)	0.141*** (9.37)	0.137*** (9.09)
Lev	-0.232** (-2.10)	-0.219** (-1.99)	0.005 (0.79)	0.006 (0.91)	-0.201*** (-10.34)	-0.197*** (-10.20)
Mv	0.321*** (12.28)	0.317*** (12.11)	0.016*** (11.06)	0.016*** (10.85)	0.032*** (8.05)	0.031*** (7.79)
Liquid	-0.391*** (-3.64)	-0.331*** (-2.85)	-0.048*** (-7.85)	-0.046*** (-6.98)	-0.124*** (-7.38)	-0.107*** (-5.81)
截距项	-5.288*** (-13.04)	-5.401*** (-13.14)	-0.223*** (-9.72)	-0.226*** (-9.77)	-0.093 (-1.41)	-0.116* (-1.75)
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F值			94.80	94.80	45.37	42.98
Prob>F			0.000	0.000	0.000	0.000
Adj. R ²			0.403	0.403	0.151	0.152
Wald χ^2	1 363.71	1 362.40				
Prob> χ^2	0.000	0.000				
Pseudo R ²	0.215	0.215				
N	7 155	7 155	7 155	7 155	7 155	7 155

注:括号内为T值(或Z值)。*、**和***分别表示 $p < 0.1$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.01$ 所有回归系数保留小数点后三位,且均四舍五入,下表同。

人控股企业(person=1)两类非国有控股上市公司的股利政策。这两类企业均为民营企业性质,与国有控股上市公司相比,在代理问题和信息环境方面具有一定的同质性。但是,这两类民营控股股东所获得的现金红利却适用于不同的所得税规定。适用税法的差异乃至避税的难易是否会影响不同类型民营控股股东对现金股利的偏好?

表4的第(1)列、第(3)列和第(5)列结果表明,变量Person的系数分别为-0.278、-0.044和-0.085,且在5%、1%、1%水平上通过统计显著性检验。可见,自然人控股企业的现金股利支付意愿和支付水平显著低于民营企业法人控股企业。交乘项Person×CFR的系数分别为-0.381,0.015和0.055,但均不显著。这说明控股股东现金流权比例与股利支付水平之间的相关关系并没有在这两类企业中表现出系统差异(见表4第(2)列、第(4)列和第(6)

列)。表4结果表明,在民营控股企业中,以第一大股东现金流权衡量的股权集中程度并没有系统影响公司的现金股利支付意愿、支付水平。

表4 民营控股结构与现金股利支付

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Pr(cashdiv_dum)		divps		diveps	
Person	-0.278** (-2.45)	-0.194 (-0.91)	-0.044*** (-5.63)	-0.049** (-1.98)	-0.085*** (-4.33)	-0.098*** (-2.61)
CFR		0.119 (0.18)		-0.042 (-0.90)		-0.033 (-0.29)
Person×CFR		-0.381 (-0.52)		0.015 (0.30)		0.055 (0.44)
Total	1.195*** (5.65)	1.232*** (5.72)	0.109*** (8.53)	0.113*** (8.69)	0.166*** (5.02)	0.164*** (4.91)
Roa	9.073*** (8.95)	9.099*** (8.95)	0.715*** (11.42)	0.720*** (11.46)	0.012 (0.09)	0.011 (0.08)
Cash	1.328*** (4.33)	1.331*** (4.35)	0.092*** (4.89)	0.089*** (4.77)	0.245*** (4.91)	0.244*** (4.86)
Capx	2.773*** (5.31)	2.798*** (5.34)	0.078*** (2.60)	0.081*** (2.69)	0.232*** (2.84)	0.229*** (2.80)
Bm	1.082*** (6.67)	1.078*** (6.65)	0.046*** (5.91)	0.046*** (5.90)	0.101*** (3.90)	0.101*** (3.90)
Lev	0.072 (0.36)	0.082 (0.42)	-0.005 (-0.55)	-0.005 (-0.54)	-0.158*** (-5.45)	-0.159*** (-5.45)
Mv	0.347*** (7.28)	0.345*** (7.24)	0.013*** (4.57)	0.013*** (4.58)	0.022*** (3.09)	0.022*** (3.11)
Liquid	-0.273 (-1.44)	-0.337 (-1.65)	-0.042*** (-3.76)	-0.051*** (-4.09)	-0.103*** (-3.64)	-0.103*** (-3.23)
截距项	-5.721*** (-7.82)	-5.721*** (-7.59)	-0.129*** (-2.83)	-0.114** (-2.39)	0.042 (0.37)	0.051 (0.43)
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F值			27.32	26.12	28.99	27.45
Prob>F			0.000	0.000	0.000	0.000
Adj. R ²			0.353	0.354	0.165	0.165
Wald χ^2	529.52	529.71				
Prob> χ^2	0.000	0.000				
Pseudo R ²	0.235	0.235				
N	2 291	2 291	2 291	2 291	2 291	2 291

注:括号内为T值(或Z值)。

五、总结和研究意义

作为公司股利政策的决定者,控股股东是公司重要的内部人士,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。本文考察了控股股东税收成本和税收敏感度差异对公司股利政策的影响。与外部投资者不同,内部人的股票交易历来受到证券执法部门的严厉监管和限制,从而股利税收成本对内部人的影响要大于诸如机构投资者和普通个人投资者等外部投资者。

本文研究发现,控股股东等大股东持股比例越高,公司的现金股利支付力度越大,但两者之间的显著正相关关系随着控股股东税收成本的增强而有所减弱;不同性质的控股股东对税收成本的敏感度存在显著差异,由于税利分离程度较高,民营控股股东对现金股利的税收成本更为敏感,特别是自然人直接控股的上市公司。此外,自然人直接控股上市公司更倾向于不采用现金股利

的分配方式,以规避税收成本,而国有控股上市公司更倾向于现金股利的分配方式。上述发现证实,控股股东的现金股利税收成本差异是影响公司股利政策的重要因素,但股利税收成本的影响还受制于纳税人的避税能力和税收敏感度等因素。这些发现为更好地理解公司内部利益相关者行为与股利政策的关系提供了来自股利税收成本层面的新解释,从而深化了对上市公司股利支付动机的认识,也丰富了税收治理功能方面的文献。

本文的理论意义在于揭示了控股股东的股利税负差异是影响公司股利政策的重要因素。在股权相对集中的我国上市公司中,迎合外部的诸如机构投资者和少数普通投资者可能并非公司的首选,而满足公司大股东的利益需要、减少控股股东股利税收成本是影响公司股利政策的重要因素之一。在当前资本市场要求降低甚至取消现金股利税的情况下,政策制定者需要全面考虑现金股利税收成本的影响,通过合理改革现金红利的税收规定,提高上市公司和投资者利益的一致性,促进资本市场的良性发展。

* 本文还得到上海财经大学会计与财务研究院重点研究课题(11JJD790008)和上海财经大学研究生科研创新基金(CXJJ-2011-204)的资助。

参考文献:

- [1]谢军. 股利政策、第一大股东和公司成长性:自由现金流理论还是掏空理论[J], 会计研究, 2006, (4): 51—57.
- [2]黄娟娟, 沈艺峰. 上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要——来自中国上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2007, (8): 36—43.
- [3]曾亚敏, 张俊生. 税收征管能够发挥公司治理功用吗? [J]. 管理世界, 2009, (3): 143—151.
- [4]陈信元, 陈冬华, 时旭. 公司治理与现金股利: 基于佛山照明的案例研究[J]. 管理世界, 2003, (8): 118—126.
- [5]Allen F, Michaely R. Payout policy[EB/OL]. <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0121.pdf>, 2002.
- [6]Barclay M J, Holderness C G, Sheehan D P. Dividends and corporate shareholders[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(6): 2423—2455.
- [7]Desai M A, Dyck A, Zingales L. Theft and taxes [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84: 591—623.
- [8]Dittmar A, Dittmar R. Stock repurchase waves: An explanation of the trends in aggregate corporate payout policy[R]. Working Paper, University of Michigan, 2002.
- [9]Donghua Chen, Ming Jian, Ming Xu. Dividends for tunneling in a regulated economy: The case of China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2009, 17: 209—223.
- [10]Grullon G, Michaely R. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis [J]. Journal of Finance, 2002, 57(4): 1649—1684.
- [11]Graham J R. Tax and corporate finance: A review[J]. Review of Financial Studies, 2003, 16(4): 1075—1129.
- [12]Jensen M. Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers[J]. Ameri-

can Economic Review, 1986, 76: 323—339.

- [13] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Agency problems and dividend policies around the world[J]. Journal of Finance, 2000, 55: 1—33.
- [14] Morck R, Yeung B. Dividend taxation and corporate governance[J]. Journal of Economic Perspectives, 2005, 19(3): 163—180.
- [15] Miller M, Modigliani F. Dividend policy, growth and the valuation of shares[J]. Journal of Business, 1961, 34: 411—433.
- [16] Miller M, Scholes M. Dividends and taxes[J]. Journal of Financial Economics, 1978, 6: 333—364.
- [17] Perez-Gonzalez F. Large shareholders and dividends: Evidence from U. S. tax reform [R]. Working Paper, Columbia University, 2003.

Ownership Property, Taxation Costs and Dividend Policies of Listed Companies

SUN Gang^{1,3}, ZHU Kai^{1,2}, TAO Li¹

(1. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China; 2. Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China; 3. School of Economics and Management, Ningbo University of Technology, Ningbo 315211, China)

Abstract: This paper studies the effect of taxation cost difference of controlling shareholders on dividend policies of listed companies. As the decision makers of dividend policies, the controlling shareholders have to make a trade-off between costs and benefits concerning dividend policies which are significantly affected by taxation costs. Controlling shareholders with different ownership pay different attention to taxation costs; owing to higher degree of the separation of taxation from dividends, private controlling shareholders are more sensitive to the taxation costs of cash dividends, especially in listed companies directly controlled by natural persons. It finds that listed companies directly controlled by natural persons prefer cash dividends least in order to avoid taxation costs and state-owned companies most. The empirical results support the assumption, namely the taxation cost difference implied by different ownership is an important factor affecting the dividend policies of listed companies.

Key words: ownership property; taxation cost; dividend policy

(责任编辑 金 澜)