

doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2023.04.011

第一大股东干预分红就是“掏空”吗?^①

贾凡胜^{1,2}, 李广众^{3,4,5*}

(1. 中国海洋大学管理学院, 青岛 266100; 2. 中国企业营运资金管理研究中心, 青岛 266100;
3. 中山大学商学院, 深圳 518107; 4. 中山大学管理学院, 广州 510275;
5. 中山大学高级金融研究院, 广州 510275)

摘要:以中国A股民营企业为样本,以《关于实施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》(财税2012[85]号文件)的实施为契机,考察股利税税率降低后公司自然人第一大股东是否利用分红“掏空”公司。研究发现:股利税税率降低后,自然人第一大股东持股比例越高,公司现金分红提升的可能性越大;但从投资者角度来看,自然人第一大股东干预分红的行为并不损害公司价值。还发现,股利税税率降低后,自然人第一大股东获得分红有助于降低公司“资金占用”水平,并且股利税税率降低对自然人第一大股东分红动机的激励作用仅在公司治理较好时显著。

关键词:差别化股利税;第一大股东分红动机;“掏空”行为;公司治理

中图分类号: F275.4 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2023)04-0209-18

0 引言

企业家是经济活动的重要主体。改革开放以来,企业家为积累社会财富,创造就业岗位,促进经济社会发展,增强综合国力做出了重要贡献^②。习近平总书记在2014年亚太经合组织工商领导人峰会上强调“全面深化改革,就要激发市场蕴藏的活力。市场活力来自于人,特别是来自于企业家,来自于企业家精神”。然而,长期以来,由于法律体系等正式制度的不健全,我国资本市场中存在着严重的“第二类代理问题”^[1-3],以至于在部分民营企业中作为自然人第一大股东的企业家也饱受诟病^[4]。在一些媒体报导中,大股东似乎带有某种原罪,无论对上市公司做什么

都存在“掏空”公司的嫌疑,甚至是作为投资者获得投资回报的最基本方式的现金分红也被认为是大股东“掏空”公司的工具而备受争议^③。这种环境显然不利于企业家精神的发挥和弘扬^[4]。

现有文献研究表明,大股东通过合法或非法的手段“掏空”公司、侵占中小股东利益的现象在全球范围内普遍存在^[5]。对此,“自由现金流”假说强调,现金分红能够降低大股东控制的资源,进而限制大股东进行资金侵占和转移等“掏空”行为^[6-8]。在我国资本市场发展初期,上市公司普遍存在“一股独大”且“股权分置”的特征,大股东的股票往往不能在公开市场进行交易。作为补偿,大股东首次认购股票可以享受80%~85%

① 收稿日期:2019-03-10;修订日期:2020-12-05。

基金项目:国家社会科学基金资助重大项目(21&ZD143)。

通讯作者:李广众(1976—),男,福建武平人,博士,教授,博士生导师。Email:liguangzhong@mail.sysu.edu.cn

② 详见2017年9月5日公布的《中共中央国务院关于营造企业家健康成长环境弘扬优秀企业家精神更好发挥企业家作用的意见》,http://www.gov.cn/zhengce/2017-09/25/content_5227473.htm。

③ 例如:“六大手法:看控股股东如何掏空新三板公司”,https://www.sohu.com/a/166514816_136912;别眼红这位“分红王”!它正在被大股东“掏空”,http://stock.eastmoney.com/news/1885_20170331725762088.html;“争议华宝股份巨额分红存掏空公司之嫌?”,http://finance.sina.com.cn/zt_d/hbhf/等。

的折扣^[9],这使得面对同等水平的现金分红,大股东和投资者所实现的报酬率并不相等^[10, 11].因此,众多学者认为现金分红不仅不能限制大股东资金侵占等自利行为,反而是大股东进行“资源转移”的手段^[11-20],文献将此总结为“股利侵占”假说.

围绕“股利侵占”假说,众多学者对诸如持股比例、两权分离等大股东控股特征与公司现金分红水平的相关性展开了研究^[13-15, 17, 18-20].研究发现公司分红与大股东特征相关,但并未就现金分红是否损害了公司价值提供充分的、直接的实证证据.例如,Chen等^[11]重点分析了大股东IPO或再融资时获得股票的折价率与随后分红水平的关系,研究发现大股东所获得股票折价越大,公司随后进行分红的可能性越大,同时分红的市场反应较差.因此本研究提出大股东分红存在“股利侵占”.张路等^[19]发现大股东持股比例越高,超募资金补充流动性(转为可自由支配资金)程度对现金分红水平的正向影响越强.同时随着大股东持股比例的上升,分红事件市场反应的负向影响也越强.因此张路等^[20]提出大股东会利用现金分红侵占中小投资者利益.需要注意的是,公司再融资后进行分红导致的公司价值损失可能反映的是投资者对公司融资决策失误的惩罚,而超募资金用以补充流动性再进行分红并不是普遍现象^④,是否能够反映大股东干预分红就是“股利侵占”值得商榷.同时,现有研究并未区分大股东是法人大股东还是自然人大股东,而法人大股东与自然人大股东存在着本质差异,以现有证据认知自然人第一大股东行为可能有失偏颇.因此,需要更翔实的证据判断自然人第一大股东干预现

金分红是否属于“掏空”行为.

本文尝试以财政部、国家税务总局和证监会于2012年11月16日联合颁布的《关于实施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》(财税2012[85]号文件,简称《通知》)为自然实验,以中国A股民营上市公司为样本,通过股利税税率降低后公司的分红决策及其市场反应来考察自然人第一大股东是否有动机通过现金分红“掏空”公司.《通知》规定个人从公开市场或转让市场获得的股票,自2013年1月1日起将根据投资者持股期限差别化征收股利税,持股期限低于1个月的投资者股利税税率为20%,持股期限1个月至1年之间的为10%,而持股期限超过1年的为5%.根据《通知》对个人从公开市场或转让市场获得股票的解释^⑤,自然人第一大股东适用于该政策.而由于自然人第一大股东持股期限普遍超过1年,政策实施后,其股利税税率将从10%降至5%^[22]^⑥,进行分红的税收成本降低.理论上,如果现金分红是自然人第一大股东“掏空”公司的手段,分红成本降低后,其通过分红“掏空”公司的可能性会显著提升,进而损害公司价值.因此,《通知》的实施为检验自然人第一大股东干预分红是否属于“掏空”行为提供了契机.

研究发现,在股利税税率降低年份,自然人第一大股东持股比例越高,公司提升现金分红的可能性越大,而在其他年份二者之间无显著关系.这表明在《通知》实施后,自然人第一大股东会根据自身利益干预分红.进一步研究发现,投资者并不认为自然人第一大股东因股利税降低而

④ 例如,在2010年113家创业板上市公司超募资金568.09亿元,只有7家进行现金分红,占比6.2%;详情见新浪财经报道:“手握500多亿元超募资金,113家公司中报分红仅7例.”<http://business.sohu.com/20100901/n274618390.shtml>;

⑤ 《通知》特别规定,文件中所称个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票包括:(一)通过证券交易所集中交易系统或大宗交易系统取得的股票;(二)通过协议转让取得的股票;(三)因司法扣划取得的股票;(四)因依法继承或家庭财产分割取得的股票;(五)通过收购取得的股票;(六)权证行权取得的股票;(七)使用可转换公司债券转换的股票;(八)取得发行的股票、配股、股份股利及公积金转增股本;(九)持有从代办股份转让系统转到主板市场(或中小板市场、创业板市场)的股票;(十)上市公司合并,个人持有的被合并公司股票转换的合并后公司股票;(十一)上市公司分立,个人持有的被分立公司股票转换的分立后公司股票;(十二)其他从公开发行和转让市场取得的股票.文件中所称转让股票包括下列情形:(一)通过证券交易所集中交易系统或大宗交易系统转让股票;(二)协议转让股票;(三)持有的股票被司法扣划;(四)因依法继承、捐赠或家庭财产分割让渡股票所有权;(五)用股票接受要约收购;(六)行使现金选择权将股票转让给提供现金选择权的第三方;(七)用股票认购或申购交易型开放式指数基金(ETF)份额;(八)其他具有转让实质的情形.其中,自然人大股东股份为取得发行的股票,并且是个人持有,因此适用于该政策.

⑥ 中国社会科学院公司治理研究中心主任鲁桐和特约研究员党印(2013)指出“在差别化红利税政策下,大股东是最大的受益者.大股东持股时间显然长于1年,红利税由之前的10%降为5%,无疑获得了税收优惠.”

提升现金分红会损害公司价值；同时，自然人第一大股东获得更多分红会显著降低公司资金被占用水平。以上结果说明，自然人第一大股东干预分红可能是其获得投资回报的正常途径，并非为了“掏空”公司。最后，发现股利税税率降低对自然人第一大股东分红动机的激励作用仅在公司治理较好时显著。这意味着相比于股利税，公司治理机制是影响自然人第一大股东分红动机的更深层次因素。

本文的贡献在于以下3个方面：

第一，为现金分红与自然人第一大股东“掏空”行为间的关系提供了来自自然实验的证据。研究证实自然人第一大股东根据自身利益干预现金分红并不是“掏空”公司，而是通过现金分红获取合理的投资回报。现实中，自然人第一大股东在中国遭受着众多质疑^[4]，甚至现金分红都被认为是大股东“掏空”公司的工具，这严重不利于企业家的成长和企业家精神的发挥。但就目前而言，“股利侵占”假说在实证方面尚未取得有力证据，同时也未对法人大股东和自然人第一大股东进行区分，难以为认识和理解自然人第一大股东行为提供有力依据。研究证实自然人第一大股东干预现金分红并非“掏空”公司，为认识和理解现金分红和自然人第一大股东行为提供了实证依据。

第二，股利税调整是各国政策制定者规范公司股利政策的常用手段^[23]。现有文献对其经济后果的研究多以美国股利税调整为研究对象展开分析。由于中美资本市场发展水平和税收结构的差异，其相关研究结论未必适用于我国。在国内研究方面，王国俊和王跃堂^[24]检验了差别化股利税政策对现金分红宣告效应的影响；刘行等^[25]发现差别化股利税对公司资本结构有显著影响；Li等^[26]发现上市公司会因中小股东税收成本而改变股利政策。由于现有研究较少关注股利税调整对大股东行为的影响，因此从自然人第一大股东视角考察差别化股利税政策对公司分红决策的影响不仅有助于更好地检验自然人第一大股东干预分红是否属于“掏空”行为，同时也丰富了股利税调整实际影响的文献，有助于更好地了解我国实施股利税改革的经济后果。

第三，现有国外文献围绕股利税收成本与公司治理对现金分红的相对重要性这一问题进行了

一些讨论。例如，Jacob和Michaely^[23]利用瑞典非上市企业首次对此进行了考察，研究发现当代理问题和股东间冲突加剧时，股利税税率对现金分红的影响显著减弱。由于制度差异，其结论可能难以直接运用到我国资本市场。本文聚焦到我国资本市场进行考察，为此问题提供了来自新兴市场的证据。研究证实，相比于税收成本，公司治理机制是影响我国上市公司现金分红的更深层次因素。相比于降低股利税而言，促进上市公司现金分红的关键在于完善公司治理机制，如果不首先完善公司治理机制，诸如降税之类的促分红政策可能很难达到预期效果。这一发现对有效促进上市公司现金分红以及规范上市公司股利政策等问题具有重要现实意义。

1 文献回顾、理论分析与研究假设

1.1 文献回顾

现金分红是上市公司回报投资者的重要方式，也是公司治理的核心问题^[6, 27-31]。委托代理理论认为现金分红是缓解两类代理问题（第一类代理问题和第二类代理问题）的重要手段。理论上，在股权分散的情况下公司资源主要由经理人控制，通过现金分红能够限制经理人在职消费、过度投资等行为^[29, 32]，而在股权集中的情况下，公司资源由大股东控制，通过现金分红能够限制大股东进行资金侵占、转移等行为^[6-8]。在我国，现金分红对于经理人自利行为的限制作用得到普遍认可^[27, 33-35]，但关于现金分红与大股东自利行为关系仍存在争议。

部分学者认为，现金分红是公司的利益共享行为，通过现金分红能够限制大股东通过资源转移等方式获得私人利益^[31, 36, 37]。但也有部分学者提出，由于“一股独大”、股权分置等独特制度环境，我国上市公司的大股东与中小股东不仅在投资成本、权利、投资目标与信息等方面存在重大差异，大股东获得分红的潜在回报率显著高于中小股东，这使得现金分红很可能成为大股东进行“资源转移”的手段^[11, 12, 14-16, 18, 19, 38-40]。Chen等^[11]进一步指出，即使在非股权分置的情形下，由于大股东一般以折价的方式获得股票，使得面

对同等水平的现金分红,大股东和投资者所实现的报酬率并不相等,因此大股东仍有动机以现金分红的方式侵占中小股东利益。

当前的研究主要采用以下3种方式论证现金分红是否是大股东“掏空”公司的手段。第一,案例分析。陈信元等^[12]以佛山照明为例研究发现,高额现金股利并没有提升公司价值。蒋东升^[41]以宇通客车2006年分红为例,分析认为现金分红是控股股东在转移公司资金,但蒋东升^[37]又以用友软件为例进行的研究则认为其高分红并不是“掏空”行为。第二,通过考察公司股权结构与现金分红之间的关系进行证实。唐跃军和谢仍明^[15]研究发现公司非流通股比例越高,现金分红比例越高,因此现金分红是大股东“掏空”公司的工具。雷光勇和刘慧龙^[16]认为,相对于其他资源转移方式,以现金分红的方式进行“掏空”更隐蔽,因此随着市场化程度的提升,公司现金分红水平有所提高。邓建平和曾勇^[13]研究发现,控股股东现金流权越高,越倾向于分红,并且非理性分红的可能性也越大,以此认为家族控制的上市公司股利政策并非为解决自由现金流问题,而是与自身利益最大化有关。刘孟晖^[42]通过考察不同控制模式下的公司分红行为发现,股权集中公司往往进行高额分红,据此认为现金股利成为控股人转移资金、“圈钱”的工具。Liu等^[20]发现随着大股东持股比例减少,企业现金分红也有所降低,并且与非流通股比例变化无关。Zhao等^[21]以股权分置改革为背景,研究发现大股东参与股权分置改革的公司的现金分红显著提升。第三,通过研究企业完成融资之后大股东持股与现金分红的关系进行证实。例如,Chen等^[11]通过研究IPO或增发后的股利行为发现,大股东所获得股票折价率越大,公司随后进行分红的可能性越大,并且此时进行分红的市场反应较差。赵玉芳等^[19]发现有大股东参与的定向增发在增发后更倾向于进行现金分红。张路等^[19]等发现大股东持股比例越高,超募资金补充流动性(转为可自由支配资金)程度对现金分红水平的正向影响越强,对分红事件市场反应的负向影响也越强。

需要注意的是,上述研究忽略了要求投资回报是大股东作为投资者的合理诉求,对于分红事件市场反应的一些竞争性假说也缺乏相应的论

证。例如,Chen等^[11]和张路等^[19]发现市场对公司募资后分红具有负向反应,并据此提出募资后分红行为有损公司价值。然而,市场的这一负向反应也可能是因为募资后进行分红释放出公司融资决策失误的信号,并不一定说明了分红对公司价值具有不利影响,更不能反映大股东干预分红是在“掏空”公司。同时,现有研究也未区分法人大股东和自然人第一大股东,而二者之间存在着本质差别。自然人第一大股东是独立决策的企业家,而法人大股东是集团公司,二者决策机制以及与公司内、外部的利益关系存在本质区别。未作区分的整体行为去理解和认识自然人第一大股东干预分红的决策及其经济后果,进而得出自然人第一大股东干预分红的行为是在“掏空”上市公司的推断可能是不恰当的。

1.2 理论分析与研究假设

与Berl和Means^[43]及Jensen和Meckling^[44]等提出的理论假设不同,在大多数国家,公司普遍存在着一个或多个持股比例较高的大股东^[6,45]。大股东在公司治理中的作用被广泛关注,尤其是在投资者法律保护不完善的国家。文献普遍认为大股东将利用其投票权对公司的经营和治理产生影响^[6]。例如,Shleifer和Vishny^[46]强调股权集中于大股东是投资者在投资者保护机制不健全情形下采取的防御机制。在股权集中的情况下,大股东有足够的动机搜集信息并监督管理层,同时出于对现金流的索取权,大股东更容易达成共识,进而采取集体行动。然而,股权集中往往使得公司落入第一大股东的控制,导致这些公司的实际经营和决策并不是由经理人掌控,而是由控股股东掌控^[6,46]。在我国,民营上市公司往往是由企业家把公司从小公司经营成为大公司,具有一定规模和盈利能力后取得上市。上市后公司的创始人通常成为公司第一大股东,并拥有公司的相对或绝对控制权,承担了相当大部分的企业经理人职能。借助于对公司的控制权,大股东可以轻易地根据自身利益需求对上市公司实施各种掏空性或支持性的行为^[47]。

作为上市公司重要的财务决策之一,股利政策与大股东的利益息息相关。现有文献一致认为大股东有能力也有动机根据自身利益干预公司现金分红,但在大股东对现金分红的偏好方面尚未

达成共识^[7, 31, 36]. 理论上, 公司现金分红水平是发放股利的边际收益和边际成本权衡的结果^[29]. 大股东的股利偏好同样必须权衡获得股利的边际收益和边际成本^[31]. 股利税是投资者获得现金分红所需付出的重要成本^[48-51], 对大股东股利偏好有显著影响^[52, 53]. Holmen 等^[52]发现大股东的股利偏好会根据其股利税税率而调整, 大股东的实际税率越高公司现金分红水平越低. Martin 和 Michaely^[53]发现股利税税率降低对大股东股利偏好的激励作用在个人所得税税率较低时更加显著.

为了使我国上市公司股利分配政策更趋合理及证券市场更加健康地发展, 财政部、国家税务总局和证监会于2012年11月16日联合颁布了《关于实施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》. 《通知》规定, 自2013年1月1日起, 个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票, 持股期限在1个月以内的, 股利税税率由10%升至20%, 持股期限介于1个月到1年以下的, 股利税税率保持不变, 为10%, 持股期限1年以上的, 股利税税率由10%降至5%. 当公司大股东为自然人时, 大股东的股利税税率将遵照这一规定实施; 鉴于大股东持股期限通常超过1年, 《通知》的实施将大幅降低自然人第一大股东的股利税税率^[22]. 因此, 在其他条件不变的情况下, 自然人第一大股东获得现金分红所需付出的税收成本降低, 股利偏好将有所提升. 当自然人第一大股东有能力干预公司股利政策时, 随着个人股利税税率的降低, 自然人第一大股东将因自身股利偏好的提升而促使上市公司增加现金分红, 具体表现为自然人第一大股东持股比例越高, 现金分红提升的可能性越大. 由此, 提出假设1:

假设1 在股利税税率降低年份, 自然人第一大股东持股比例越高, 公司提升现金分红水平的可能性越高.

股权集中能够提升大股东监督管理层的动机和能力, 确保投资者获得合理的投资回报, 但同时也存在着股权过度集中, 公司完全被大股东控制的风险^[6]. 在公司被大股东控制的情况下, 大股东会凭借其优势控制权通过合法或非法的手段从上市公司转移资源、“掏空”公司^[5], 这得到了

众多学者的证实^[1, 47, 54, 55]. 虽然 La Portal 等^[7]和 Faccio 等^[8]强调现金分红能够减少大股东控制的现金流, 进而抑制大股东“掏空”公司的行为, 但在我国, 由于存在严重的“第二类代理问题”, 现金分红常常被认为是大股东进行“资源转移”的手段^[12-18]. 陆正飞等^[17]指出相比于其他转移资金的方式, 现金分红是自主财务决策, 其决定权实际上由董事会掌握, 只要不违反相关法律和公司章程, 即便是对公司价值产生不利影响, 监管机构也很难干预. 如果现金分红是自然人第一大股东“掏空”公司的手段, 那么《通知》实施后, 降低了自然人第一大股东股利税税率, 意味着自然人第一大股东通过分红“掏空”公司所需付出的成本降低, 由此其通过分红“掏空”公司的可能性也将随之上升. 换言之, 自然人第一大股东的股利税税率降低后其干预分红行为是在转移公司资金的可能性更大.

如果假设1得证, 意味着自然人第一大股东会根据自身利益提升现金分红, 因此具有“掏空”公司的嫌疑. 根据理性经济人假设和有效市场理论, 投资者能够在《通知》颁布期间对此类行为有所预期, 进而反应在公司股价上. Brown 等^[56]和贾凡胜等^[58]的研究为此提供了支持, 发现投资者能够预期到股利税税率降低引发的内部人干预分红行为, 并将这一行为对公司价值的影响反应到政策颁布期间的股价上. 如果自然人第一大股东根据自身利益干预分红属于“掏空”行为, 那么这将损害公司价值, 并且自然人第一大股东干预越强, 对公司价值的损害也越大. 因此, 如果自然人第一大股东干预分红是“掏空”行为, 那么在《通知》颁布期间, 公司自然人第一大股东持股比例越高, 公司股票的累计超额收益率越低. 同理, 如果自然人第一大股东干预分红的行为属于正常的利益诉求, 那么这对公司价值将不会产生影响, 那么在《通知》颁布期间, 公司的累计超额收益率可能不会因自然人第一大股东持股比例的不同而产生差异. 由此, 提出假设2:

假设2 如果自然人第一大股东干预分红属于“掏空”行为, 《通知》颁布期间自然人第一大股东持股比例越高, 公司累计超额收益率越低.

2 研究设计

2.1 数据说明

本文样本为2009年—2014年中国A股民营上市公司,数据主要来自于CSMAR数据库,包括财务数据、股票收益率数据和市场收益率数据,其中,2009年—2012年股利税税率未发生变化,为政策实施之前;2013年《通知》实施,股利税税率发生变化,为政策实施年份.除2009年—2012年外,以2014年为对照组进行了稳健性检验,相对于2013年,2014年的股利税税率没有发生变化,理论上大股东对现金分红的偏好相对于2013年也未发生变化,因此自然人第一大股东不会进一步要求公司提升分红^⑦.样本选择方面,由于国有企业的最大股东为政府或政府控制的法人,而《通知》仅适用于自然人最大股东,因此选择民营企业为样本;由于金融行业财务数据较特殊,因此剔除金融行业公司;由于被交易所特殊标记的公司连年亏损或存在其他特殊情况,因此剔除被特殊标记的公司.为避免金融危机对股利政策的影响,选择2009年之后的数据为样本.最后所得样本为2501个,其中2010年—2013年观测量为1656个,2014年观测量为845个^⑧,为避免极端值带来的影响,对所有连续变量进行了1%和99%水平的缩尾处理.

2.2 模型与变量

主要以《通知》为自然实验考察自然人第一大股东是否以现金分红“掏空”公司,而研究这一问题既需要考察自然人第一大股东是否会根据自身利益干预分红,以确定其是否具有通过现金分红进行“掏空”的嫌疑,也需要考察其是否影响公司价值,以确定自然人第一大股东根据自身利益而干预分红的行为是否属于“掏空”.因此,分两步展开研究.

首先,参考Brown等^[56]的研究建立如下Probit模型以年份进行分组回归考察自然人第一

大股东是否因股利税降低而提升公司现金分红水平

$$DivChg = \alpha_0 + \alpha_1 Ntperson + \alpha_i Control + \varepsilon \quad (1)$$

式中 $DivChg$ 为被解释变量,是现金分红水平是否增加的哑变量,如果相比于上1期有所增加则取1,否则取0.现金分红水平为现金分红总额除以净利润.由于被解释变量是当期相比于上1期是否增加的哑变量,即对现金分红水平进行一阶差分后判定是否增加,因此被解释变量相当于一阶差分,用以衡量公司现金分红水平提升的可能性,而回归分别以股利税税率调整年份和股利税税率没有调整年份的样本分组进行,然后对比自然人第一大股东持股比例($NPpro$)的系数差异来判断自然人第一大股东是否有动机因自身股利税税率降低而干预现金分红,因此本研究方法相当于基于自然实验的双重差分法^[56].由于正常情况下自然人第一大股东对公司控制权影响最大,因此主要考察他的影响.以分组回归展开研究的原因在于股利税税率调整是系统性事件,股利税税率调整后公司其他特征与股利政策的相关程度也会发生改变,以分组回归能够在考虑公司其他特征对股利政策的影响发生变化的前提下观测自然人第一大股东分红动机因股利税税率调整而产生的变化^[56].

其次,参考Brown等^[56]的研究建立如下模型考察自然人第一大股东干预分红行为是否会损害公司价值

$$Car = \beta_0 + \beta_1 Ntperson + \beta_i Control + \theta \quad (2)$$

式中 Car 为公司在《通知》颁布期间事件窗内的累计超额收益率,以CAPM模型估计得到.参考贾凡胜等^[57]的研究,事件日定为《通知》颁布日期2012年11月16日,事件窗口选择事件日的前后5个交易日,估计窗口选择前160个交易日至前11个交易日.为了降低其他事件对研究结论

⑦ 本文未采用2015年及之后年份数据的原因在于2015年9月股利税再次发生调整,由于未在年初或年末,而上市公司股利政策制定月份并不统一,股利税调整对公司现金分红的影响会因股利政策制定时点而存在差异,因此未涉及2015年及之后的样本.

⑧ 由于本文主要以上市公司分红水平的变化考察大股东干预分红的动机,即被解释变量为当期与上1期的变化量,因此本文仅涉及2009年的现金分红数据(作为2010年现金分红是否增加的对比基准),而未涉及2009年其他财务数据;2014年为稳健性检验样本,未在描述性统计中使用.

的影响，剔除以下公司：估计窗口期间停牌超过1个月的公司；事件窗内停牌的公司；可能存在IPO效应的公司(2011年12月31日后上市的公司)；《通知》颁布前后5天有重大事项公告的公司。最终使用公司样本为598家民营上市公司。

需要特别说明的是，《通知》规定根据持股期限差别化征收股利税的适用范围为个人在公开市场或转让市场取得的股票，并对公开市场和转让市场进行了详细说明(详见脚注④)。当公司第一大股东为自然人时，第一大股东获得股利适用的税率按本政策执行；此外，第一大股东持股包括原始股等协议授权的股份，限售期内属于非流通股的股份，根据《通知》规定按照10%的税率征收股利税；而超过限售期后则属于取得上市的股票，根据《通知》规定按照持股期限差别化征收股

利税。研究中第一大股东为非流通股的公司有5家，仅有1家为自然人股东，并且仅在2010年为非流通股，意味着样本中所有自然人第一大股东均适用差别化股利税政策^⑨。

控制变量方面，借鉴以往研究^[29, 57, 59]，主要控制了公司现金水平(*Cash*)，资产负债率(*Lev*)，资产回报率(*Roa*)，公司规模(*Size*)，账面市值比(*Bm*)，机构持股比例(*Institutional*)，公司上年股票收益率(*Yret*)，过去两年的股价波动率(*Retvar*)，公司上市年限(*Firmage*)，独立董事占董事会成员比例(*Outrat*)，董事会规模(*Bsize*)和董事长与总经理是否兼任(*Concurrent*)。此外，为避免行业差异和宏观因素引起的分红差异，还控制了行业以及年份。主要变量的具体构造和说明见表1。

表1 变量说明

Table 1 Variable declaration

变量	变量说明
<i>DivChg</i>	现金分红水平是否增加：如果相对于上期增加，则取1，否则取0；其中分红水平 = 现金分红总额/净利润，下文所涉及现金分红水平，如无特殊说明均按此计算所得
<i>NPpro</i>	自然人第一大股东持股比例：自然人第一大股东持股数量占总股本的比例，如果第一大股东为法人，则该比例赋值为0
<i>NPDum</i>	第一大股东是否为自然人哑变量：如果公司第一大股东是自然人则取1，为法人则取0
<i>Cash</i>	公司现金：现金及现金等价物的期末余额/总资产
<i>Lev</i>	资产负债比：总负债/总资产
<i>Roa</i>	资产回报率：净利润/总资产
<i>Size</i>	公司规模：总资产的自然对数
<i>Bm</i>	账面市值比：账面价值/市值
<i>Lagret</i>	股票年收益率：上期股票年收益率
<i>Volatility</i>	股价波动率：过去两年上市公司股票月收益率的方差
<i>Firmage</i>	公司年龄：ln(当年年份 - 上市年份 + 1)
<i>Bsize</i>	董事会总人数的自然对数
<i>Concurrent</i>	董事长与总经理是否兼任：兼任取1，否则取0
<i>Exeshrprop</i>	高管持股比例：高管持股总量/总股本
<i>Top10</i>	前10大股东持股比例：前10大股东持股总量/总股本

注：由于《通知》规定“上市公司派发股息红利，股权登记日在2013年1月1日之后的股息红利所得按照本通知的规定执行”，因此按股权登记日所在年份计算本年度现金分红。

表2为主要变量的描述性统计，其中分红增加与否哑变量(*DivChg*)的均值为0.371，表明平均而言有37.1%的公司在样本期内提升了现金分红水平；自然人第一大股东持股比例(*NPpro*)的均值为0.053，最大值为0.575，最小值为0，

标准差为0.118，表明样本间有足够差异。是否为自然人第一大股东哑变量(*NPDum*)的均值为0.201，说明第一大股东为自然人的样本占比为20.1%，并非绝对少数。其余变量也无异常，不再赘述。

⑨ 东软载波(300183)第一大股东崔健在2010年持有公司31.68%的股份为非流通股，样本期间其他年份为流通股份。

表2 主要变量描述性统计

Table 2 Descriptive statistics of major variables

变量	平均值	50%分位数	最小值	25%分位数	75%分位数	最大值	标准差	观测数
<i>DivChg</i>	0.371	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	0.483	1 656
<i>NPpro</i>	0.053	0.000	0.000	0.000	0.000	0.575	0.118	1 656
<i>NPDum</i>	0.201	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	0.401	1 656
<i>Cash</i>	0.165	0.132	0.006	0.077	0.223	0.732	0.125	1 656
<i>Lev</i>	0.475	0.474	0.033	0.316	0.611	1.099	0.215	1 656
<i>Roa</i>	0.054	0.046	-0.166	0.019	0.086	0.252	0.069	1 656
<i>Size</i>	21.465	21.444	18.951	20.762	22.131	24.319	1.088	1 656
<i>Bm</i>	0.486	0.466	0.081	0.307	0.643	1.007	0.226	1 656
<i>Lagret</i>	0.183	-0.163	-0.773	-0.419	0.561	3.170	0.878	1 656
<i>Volatility</i>	1.689	0.705	0.000	0.120	2.066	13.493	2.559	1 656
<i>Firmage</i>	2.249	2.303	1.386	1.792	2.708	3.135	0.515	1 656
<i>Bsize</i>	2.245	2.303	1.792	2.197	2.303	2.639	0.166	1 656
<i>Concurrent</i>	0.261	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	0.440	1 656
<i>Exeshrprop</i>	0.035	0.000	0.000	0.000	0.008	0.638	0.093	1 656
<i>Top10</i>	0.505	0.504	0.190	0.387	0.608	0.872	0.153	1 656

表3报告了样本间分组均值检验.结果显示,2010年—2012年间第一大股东为法人的公司与第一大股东为自然人的公司提升分红的占比分别为31.29%和36.56%,二者相差5.27个百分点,组间 t 检验显示,该差异在统计意义上不具显著性.2013年第一大股东为法人的公司与第一大股东为自然人的公司提升分红的占比分别为43.23%和53.42%,二者相差10.19个百分点,在5%水平显著.相比于2010年—2012年,2013年法人大股东公司和自然人第一大股东公

司提升现金分红的公司占比分别提高11.94个百分点和16.87个百分点,均在1%水平显著,表明无论第一大股东为法人还是自然人,上市公司分红动机均有显著提高.进一步地,双重差分分析表明,《通知》实施后大股东为自然人的公司现金分红动机提升程度相对更高,高出4.93个百分点,虽然不显著(可能是未考虑行业和公司其他特征差异导致的),但也能够为自然人第一大股东有动机根据自身利益提升现金分红提供了初步证据.

表3 第一大股东身份不同的公司现金分红增加可能性

Table 3 Statistics for the possibility of increasing cash dividends in legal-person and natural-person largest shareholder companies

年份	法人大股东公司(%)	自然人第一大股东公司(%)	差值(%)	t
2010—2012	31.29 (866)	36.56 (186)	-5.27	-1.36
2013	43.23 (458)	53.42 (146)	-10.19	-2.16**
差值	-11.94	-16.87	4.93	
t 值	-4.32***	-3.11***	-1.21	

注:括弧内数值为观测数;**和***分别代表在5%和1%水平上显著.

3 回归结果与分析

3.1 差别化股利税与大股东分红动机

为进一步检验假设1,分别以未经历股利税税率调整年份(2010年—2012年)的样本和经历

股利税税率调整年份(2013年)的样本对模型(1)进行分组回归,并在此基础上对主要解释变量($NPpro$)的回归系数差异考察股利税税率调整对自然人第一大股东分红动机的影响,结果如表4第1列~第2列所示.结果显示,在股利税税率未进行调整的年份(2010年—2012年),自然

人第一大股东持股比例 ($NPpro$) 的系数为 -0.433 , 不显著, 而在股利税税率降低的年份 (2013 年), 自然人第一大股东持股比例的系数为 1.312 , 在 5% 水平显著. 上述结果意味着, 在股利税税率未发生改变的年份, 自然人第一大股东无动机提升现金分红, 此时自然人第一大股东持股比例与公司分红增加与否无显著关系; 在股利税税率降低年份, 自然人第一大股东会因股利

税税率降低而干预公司分红, 并且自然人第一大股东持股比例越高, 现金分红提升的可能性越大. 两组回归中自然人第一大股东持股比例 ($NPpro$) 的系数存在显著差异, 表明股利税税率降低显著提升了自然人第一大股东的分红动机, 验证了假设 1. 此外, 除 Probit 回归外, 还以最小二乘法 (OLS) 进行了回归, 结果相似, 说明本文的结论是稳健的, 并不是方法选择所致.

表 4 减征股利税与自然人第一大股东分红动机检验结果

Table 4 Test results of dividend tax reduction on natural-person largest shareholder' dividend motivation

变量	Probit		OLS	
	2010 年—2012 年	2013 年	2010 年—2012 年	2013 年
	1	2	3	4
$NPpro$	-0.433 (-0.83)	1.312^{**} (2.25)	-0.165 (-0.91)	0.468^{**} (2.28)
$Cash$	0.214 (0.52)	-0.548 (-1.11)	0.089 (0.68)	-0.167 (-1.04)
Lev	-1.084^{***} (-4.18)	-0.505 (-1.45)	-0.242^{***} (-3.99)	-0.123 (-1.16)
Roa	2.194^{***} (3.04)	3.747^{***} (3.34)	0.525^{***} (2.93)	1.123^{***} (3.29)
$Size$	0.289^{***} (4.83)	0.298^{***} (3.83)	0.081^{***} (4.24)	0.099^{***} (3.81)
Bm	0.370 (1.12)	0.836^{**} (2.21)	0.025 (0.23)	0.241^* (1.81)
$Lagret$	-0.018 (-0.22)	-0.587^{**} (-2.52)	-0.008 (-0.30)	-0.197^{***} (-2.65)
$Volatility$	0.014 (0.83)	0.144^{**} (2.03)	0.005 (0.84)	0.043^{**} (2.03)
$Firmage$	-0.438^{***} (-3.92)	-0.082 (-0.61)	-0.134^{***} (-3.69)	-0.016 (-0.32)
$Bsize$	0.808^{***} (2.64)	0.264 (0.78)	0.235^{***} (2.67)	0.101 (0.85)
$Concurrent$	0.046 (0.42)	-0.140 (-1.03)	0.019 (0.56)	-0.041 (-0.86)
$Exeshrprop$	0.008 (0.01)	-0.342 (-0.48)	-0.026 (-0.10)	-0.133 (-0.51)
$Top10$	0.543 (1.61)	-0.210 (-0.52)	0.173^* (1.68)	-0.053 (-0.38)
常数项	-7.775^{***} (-6.04)	-7.722^{***} (-4.66)	-1.719^{***} (-4.21)	-2.138^{***} (-3.88)
$Industry$	控制	控制	控制	控制
$Year$	控制	-	控制	-
观测数	1 052	604	1 052	604
伪/调整 R^2	0.119	0.119	0.114	0.103

注: 括号内为经 White 异方差调整的 z 值或 t 值; ***, ** 和 * 分别代表在 1%, 5% 和 10% 水平上显著.

3.2 稳健性检验

为验证结论的稳健性, 进行了一系列的稳健性回归, 结果如表 5 所示. 第 1 列和第 2 列是更换被解释变量进行检验所得结果. 由于本部分主

要考察自然人第一大股东是否有干预公司提升分红的可能性, 因此主要以现金分红增加与否哑变量为被解释变量. 为保证结论稳健性, 以现金分红水平的变化量为被解释变量进行了回归. 结果

显示,在股利税税率未调整的年份,自然人第一大股东持股比例与现金分红水平变化无关,而在股利税税率降低年份,自然人第一大股东持股比例与现金分红水平正相关,变化显著.以2013年样本和2010年—2012年样本回归所得结果中的自然人第一大股东持股比例系数存在显著差异,意味着股利税税率降低后,自然人第一大股东有显著动机提升现金分红水平,表明本文结论是稳健的.

表5第3列~第4列是更换自然人第一大股东衡量方式进行回归所得结果.由于差别化股利税政策仅适用于自然人股东,前文主要以自然人第一大股东的持股比例进行考察,为保证结论稳健性,进一步将自然人第一大股东持股比例更改为哑变量,即第一大股东是否为自然人(*NP-Dum*)为主要解释变量进行了回归,所得结论与

前文一致,表明本文结论是稳健的.此外,还以前3大股东中自然人持股比例(*NPpro3*)为主要解释变量进行了检验,得到了一致结论,限于篇幅未报告.表5第5列~第6列是运用倾向得分匹配法在0.001半径范围内1:1匹配所得样本进行稳健性检验所得结果,所得结论与前文一致,表明结果并非样本偏差所致.第7列是以2014年为对照组进行的稳健性检验结果,由于2014年自然人第一大股东股利税税率未发生变化,因此其没有动机要求公司进一步提升分红,理论上应该表现为自然人第一大股东持股比例与被解释变量公司现金分红是否提升(今年分红水平相比于上1年是否提升)哑变量不显著相关.第7列的结果显示,在股利税未发生变化的2014年,自然人第一大股东持股比例与公司是否提升分红不相关,表明本文结果是由于股利税变化引起的.

表5 稳健性检验

Table 5 Robust tests

变量	更换被解释变量		更换自然人第一大股东度量		PSM 样本回归		更换对照组
	2010年—2012年	2013年	2010年—2012年	2013年	2010年—2012年	2013年	2014年
	1	2	3	4	5	6	7
<i>NPpro</i>	0.084 (0.62)	0.334** (2.35)			0.653 (0.82)	2.909*** (3.37)	0.005 (0.01)
<i>NPDum</i>			-0.082 (-0.57)	0.454** (2.54)			
常数项	0.199 (0.67)	-0.218 (-0.45)	-7.842*** (-6.11)	-7.932*** (-4.74)	-9.785*** (-4.22)	-7.847*** (-2.86)	-2.666* (-1.84)
<i>CVs</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	-	控制	-	控制	-	-
观测数	1 052	604	1 052	604	431	256	845
伪/调整 R^2	0.004	0.005	0.137	0.137	0.111	0.111	0.042

注:括号内为经 White 异方差调整的 z 值或 t 值;***、**和* 分别代表在 1%、5% 和 10% 水平上显著.

3.3 大股东干预分红是“掏空”吗?

前文证实,股利税税率降低后自然人第一大股东有动机根据自身利益干预分红,存在通过现金分红“掏空”公司的嫌疑,下面进一步检验自然人第一大股东干预分红是否属于“掏空”行为.根据有效市场假说理论,在《通知》颁布时,投资者能够预测到大股东行为并反映在政策颁布期间的股价上^[57, 58].如果《通知》实施后自然人第一大股东根据自身利益干预分红的行为是“掏空”公

司,那么这会对公司价值造成负面影响,投资者会在《通知》颁布期间对此做出反应并卖出相应公司的股票.反映在公司股价上,这将表现为在《通知》颁布期间公司自然人第一大股东持股比例升高,公司股票的累计超额收益率降低.相反,如果自然人第一大股东根据自身利益干预分红的行为并非“掏空”,不会损害公司价值,则公司自然人第一大股东持股比例对公司股票的累计超额收益率则没有显著影响.据此,借鉴贾凡胜等^[58]

的研究分别选取(-5,5)和(0,5)为事件窗口,对《通知》颁布期间投资者对自然人第一大股东持股比例不同的公司的市场反应进行了回归分析^⑩,结果如表6第1列和第2列所示。结果显示,事件窗期间的超额累计收益率与自然人第一大股东持股比例不相关,表明投资者认为自然人第一大股东根据自身利益干预分红并不损害公司价值,意味着自然人第一大股东干预分红并非“掏空”公司。

由于事件研究法所得结果可能受窗口选择影

响,为减少这一影响,以(-2,2)和(-10,10)为事件窗口进行了稳健性检验,结果显示政策颁布期间的累计超额收益率并不因自然人第一大股东持股比例而有显著差异,表明本文结论是稳健的,结果如表6第3列和第4列所示。表6第5列和第6列以第一大股东是否为自然人(*NPDum*)为主要解释变量进行了稳健性检验,结论不变。第7列和第8列是运用倾向得分匹配法在0.001半径内1:1配对所得样本进行回归得到的结果,与前文结论一致,表明本文结论并非样本偏差所致。

表6 自然人第一大股东持股比例与《通知》颁布期间公司股票超额累计收益率(*Car*)

Table 6 Shareholding ratio of the largest shareholder of the natural person and the excess cumulative return rate of the company's stock during the period of promulgation of the Notice (*Car*)

变量	主检验		稳健性检验					
			更换被解释变量		更换解释变量		PSM 样本检验	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	(-5,5)	(0,5)	(2,2)	(-10,10)	(0,5)	(0,5)	(-5,5)	(0,5)
<i>NPpro</i>	0.020 (0.61)	0.010 (0.44)	-0.010 (-0.47)	0.034 (0.77)			-0.014 (-0.43)	0.004 (0.15)
<i>NPDum</i>					0.005 (0.69)	0.003 (0.65)		
常数项	-0.019 (-0.30)	0.056 (1.28)	-0.091** (-2.14)	-0.233** (-2.53)	-0.020 (-0.31)	0.054 (1.24)	-0.105 (-0.98)	0.008 (0.11)
<i>CVs</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	598	598	598	598	598	598	258	258
调整 <i>R</i> ²	0.096	0.072	0.071	0.116	0.136	0.114	0.268	0.220

注:括号内为经 White 异方差调整的 *z* 值或 *t* 值; ** 代表在 5% 水平上显著。

此外,还以 2015 年 9 月 7 日再次颁布的降税政策《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》(财税[2015]101 号)作为外生冲击进行了稳健性检验。该《通知》规定“个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票,持股期限超过 1 年的,股息红利所得暂免征收个人所得税”。因此对 2015 年 9 月股利税再次发生调整后自然人第一大股东持股比例对现金分红变化的影响以及《通知》颁布期内的市场反应的研究有助于验证本文研究结论的稳健性。分析发现 2015 年股利税税率降低后,自然人第一大股东有动机要求公司提升分红水平,同时政策颁

布期间公司的累计超额收益率与自然人第一大股东持股比例不相关,表明本文的结论是稳健的(限于版面,未报告)。

4 进一步检验

4.1 自然人第一大股东分红动机对“掏空”行为的影响

大股东控制权收益分为共享利益和私人利益^[60],其中股利属于典型的共享利益,而大股东直接占用上市公司的资金则是重要的私人利益。在公司收益水平不变的情况下,二者之间存在一

^⑩ 样本为中国 A 股民营上市企业,所使用数据包括个股日收益率数据和所在分市场收益率数据,详细处理方式与样本选取规则与贾凡胜等^[58]相同。

定的此消彼长关系^[32]. 在自然人第一大股东股利税率降低的情况下, 如果自然人第一大股东干预现金分红的目的不在于“掏空”公司, 那么自然人第一大股东自身占用资金的动机将有所降低, 同时监督其他大股东占用资金的动机会有所提高, 最终表现为现金分红上降低了对大股东的“掏空”程度. 鉴于此, 借鉴叶康涛等^[61]的研究, 采用其他应收账款的年度增量除以总资产来衡量大股东“掏空”程度, 建立如下模型进行回归, 结果如表 7 所示.

表 7 中第 1 列是以股利税未调整年份 (2010 年—2012 年) 为样本回归所得结果, 交互项 ($DivChg \times NPpro$) 的系数为 0.003, 不显著. 第 2 列是以股利税调整年份 (2013 年) 为样本回归所得结果, 交互项的系数为 -0.024, 在 5% 水平显著, 比股利税未调整年份样本回归的系数小 0.027 (在 5% 水平显著). 这表明股利税税率降低后, 在公司增加现金分红的情况下, 自然人第一大股东持股比例越高, 公司的资金占用水平越低, 意味着股利税税率降低后, 当公司的现金分红水平因自然人第一大股东股利税降低而增加时, 公司的被“掏空”程度降低. 这一结果从另一个侧面反映自然人第一大股东干预分红并非出于“掏空”公司的目的.

表 7 自然人第一大股东干预下的分红与“掏空”

Table 7 Natural-person largest shareholder, dividend increasing and tunneling

变量	掏空	
	2010 年—2012 年	2013 年
	1	2
<i>DivChg</i>	0.002 (1.28)	0.003* (1.88)
<i>NPpro</i>	0.011 (1.35)	0.007 (0.70)
<i>DivChg</i> × <i>NPpro</i>	0.003 (0.21)	-0.024** (-2.44)
常数项	-0.013 (-0.55)	-0.029 (-0.89)
<i>CVs</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
<i>Year</i>	控制	—
观测数	1 052	604
调整 R^2	0.029	0.033

注: 括号内为经 White 异方差调整的 z 值或 t 值; ** 和 * 分别代表在 5% 和 10% 水平上显著.

4.2 股利税、公司治理与大股东分红动机

股利的税收成本被认为是阻碍公司分红的重要因素, 因此减免股利税是监管层促进现金分红的重要手段, 但部分学者发现, 从长期来看, 降低股利税似乎并未显著提升现金分红水平^[24], 这为如何促进上市公司分红带来了新的挑战. 考虑到公司治理是影响公司股利政策的另一重要因素^[7, 61], 有必要从公司治理机制的角度探讨股利税相关政策失效的原因, 进而厘清股利税和公司治理影响股东股利偏好的相对重要性. 这对于如何规范股利政策具有积极的借鉴意义. 鉴于此, 下面重点考察不同公司治理机制下股利税对大股东分红动机的影响. 对于公司治理机制的考察方面, 主要参考现有研究选取机构持股比例和董事会召开次数衡量公司治理^[62-65], 并以相应指标的中位数为临界点把样本分为公司治理水平较高组和公司治理水平较低组进行了回归分析. 选择上述两个指标的原因在于: 机构投资者并不征收股利税, 此次降税对其利益并没有直接影响, 而股利税税率变化对董事会召开次数的影响也可以忽略, 以上述指标衡量公司治理机制能够相对更好地避免股利税降低可能既影响公司治理也影响股利政策所产生的内生性问题.

表 8 第 1 列和第 2 列是以机构持股比例衡量公司治理分组回归所得结果, 结果显示自然人第一大股东因股利税税率降低而提升分红的动机仅在机构持股比例较高时显著, 其系数为 2.402, 在 1% 水平显著, 比对机构持股比例较低组回归所得系数大 2.127, 说明在公司治理较好时, 股利税降低后自然人第一大股东有显著动机提升分红, 而在公司治理较差时则没有, 意味着相比于股利税, 公司治理机制是影响自然人第一大股东分红偏好的更深层次因素, 在公司治理机制不完善时, 即使降低股利税, 也很难激励自然人第一大股东要求公司进行现金分红. 表 8 第 3 列和第 4 列是以董事会召开次数衡量公司治理进行分组回归所得结果, 自然人第一大股东因股利税降低而要求分红的现象也是仅在公司治理较好时出现. 这一结果的政策含义在于, 在降低股利税的同时, 监管层更应该关注上市公司的治理问题, 完善上市公司治理机制能够增强降低股利税税率的效果.

表8 公司治理对自然人第一大股东分红动机的影响

Table 8 Influence of corporate governance on natural-person largest shareholder' dividend motivation

变量	机构持股比例		董事会召开次数	
	高	低	高	低
	1	2	3	4
<i>NPpro</i>	2.402 *** (2.82)	0.275 (0.34)	3.277 *** (3.49)	0.156 (0.19)
常数项	-11.164 *** (-4.77)	-2.987 (-1.10)	-9.619 *** (-3.44)	-7.288 *** (-3.14)
<i>CVs</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
观测数	351	247	238	360
伪 R^2	0.120	0.120	0.120	0.120

注：括号内为经 White 异方差调整的 z 值或 t 值；*** 代表在 1% 水平上显著。

5 结束语

本文主要以中国 A 股民营企业为样本,以《关于实施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》(财税 2012[85]号)的实施为自然实验,考察公司自然人第一大股东是否有动机因自身股利税税率降低而干预分红,并探讨其干预分红是否是“掏空”公司的行为。研究发现,股利税税率降低后自然人第一大股东持股比例越高,公司提升现金分红的可能性越大,表明自然人第一大股东有动机根据自身利益干预分红;但进一步研究发现自然人第一大股东根据自身利益干预分红并未损害公司价值,意味着其干预分红可能并非“掏空”公司,而是正常的利益诉求;同时,股利税税率降低后,在分红提升的情况下,自然人第一大股东持股比例越高,公司资金被大股东占用的水平越低,表明在分红成本降低的情况下,自然人第一大股东能够发挥降低公司被“掏空”程度的作用,为其干预分红并非“掏空”公司提供了进一步证据。最后,研究还发现自然人第一大股东因股利税税率降低而提升分红的动机仅在公

司治理水平较高的情况下显著,表明相比于股利税,公司治理机制是影响其要求分红的更深层次因素。

本研究对于认识企业家行为、培育企业家精神和规范我国资本市场具有借鉴意义。首先,在我国上市公司是中国优质企业的代表,其自然人第一大股东通常在公司中承担着企业家职能,对公司的发展壮大具有至关重要的作用^[4]。在当前阶段,对于自然人第一大股东的行为不应过度解读,更不应该以原罪推论的方式认知,尤其是诸如现金分红之类的企业自主行为,政府不应进行行政干预。其次,应当进一步降低股利税,逐步试点征收资本利得税。现实中股利税长期存在双重征税的争议,在不征收资本利得税的情形下,较高的股利税导致投资者并不关心企业现金分红,这不利于培养能够积极参与公司决策的价值投资者,也不利于自然人第一大股东发挥监督职能,因此可以考虑进一步降低股利税、逐步试点征收资本利得税。最后,进一步加强股市监管力度、提高监管水平、建立良好的制度环境、加大对侵害股东利益行为的处罚,营造资本市场信任环境和适合企业家成长的市场环境。

参 考 文 献:

- [1] Jiang G, Lee C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1–20.
- [2] 吴育辉, 吴世农. 股权集中、大股东掏空与管理层自利行为[J]. *管理科学学报*, 2011, 14(8): 34–44.
Wu Yuhui, Wu Shinong. Ownership concentration, tunneling, and managerial entrenchment[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2011, 14(8): 34–44. (in Chinese)
- [3] 许金花, 曾 燕, 李善民, 等. 反收购条款的作用机制——基于大股东掏空研究视角[J]. *管理科学学报*, 2018, 21(2): 37–47.
Xu Jinhua, Zeng Yan, Li Shanmin, et al. Mechanism of anti-takeover provisions: A perspective of controlling shareholder's tunneling[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2018, 21(2): 37–47. (in Chinese)
- [4] 张维迎. 理解公司: 产权、激励与治理[M]. 上海: 上海人民出版社, 2013.
Zhang Weiyong. *Understanding Companies: Property Rights, Incentives and Governance*[M]. Shanghai: Shanghai People's Publishing House, 2013. (in Chinese)
- [5] Johnson S, La Porta R, Lopez-De-Silanes F, et al. Tunneling[J]. *American Economic Review*, 2000, 2(90): 22–27.
- [6] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737–783.
- [7] 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): 1–33.
- [8] Faccio M, Larry H, Lang P, et al. Dividend and expropriation[J]. *American Economic Review*, 2001, 91(1): 54–78.
- [9] Chen Z W, Xiong P. Discounts on Illiquid Stocks: Evidence from China[R]. New Haven: Yale School of Management's Financial Research Network, 2001: 1–44.
- [10] 吕长江, 周县华. 公司治理结构与股利分配动机——基于代理成本和利益侵占的分析[J]. *南开管理评论*, 2005, 8(3): 9–17.
Lü Changjiang, Zhou Xianhua. Corporate governance and payout incentive-based on agency cost and tunneling[J]. *Nankai Business Review*, 2005, 8(3): 9–17. (in Chinese)
- [11] Chen D, Jian M, Xu M. Dividends for tunneling in a regulated economy: The case of China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2009, 17(2): 209–223.
- [12] 陈信元, 陈冬华, 时 序. 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, 151–154.
Chen Xinyuan, Chen Donghua, Shi Xu. Company management and cash dividends: A study based on the case of the Foshan illumination company[J]. *Management World*, 2003, (8): 118–126, 151–154. (in Chinese)
- [13] 邓建平, 曾 勇. 上市公司家族控制与股利决策研究[J]. *管理世界*, 2005, (7): 139–147.
Deng Jianping, Zeng Yong. Research on family control and dividend decision-making of listed companies[J]. *Management World*, 2005, (7): 139–147 (in Chinese)
- [14] 肖 珉. 自由现金流量、利益输送与现金股利[J]. *经济科学*, 2005, (2): 67–76.
Xiao Min. Freecash flow, benefit transfer and cash dividends[J]. *Economic Science*, 2005, (2): 67–76. (in Chinese)
- [15] 唐跃军, 谢仍明. 股份流动性、股权制衡机制与现金股利的隧道效应——来自 1999—2003 年中国上市公司的证据[J]. *中国工业经济*, 2006, (2): 120–128.
Tang Yuejun, Xie Rengming. Share liquidity, balance mechanism of shareholders and tunneling of cash dividend: Evidences from Chinese listed companies from 1999 to 2003[J]. *China Industrial Economy*, 2006, (2): 120–128. (in Chinese)

- [16]雷光勇,刘慧龙.市场化进程、最终控制人性质与现金股利行为:来自中国A股公司的经验证据[J].管理世界,2007,(7):120-128,172.
Lei Guangyong, Liu Huilong. The process of marketization, the nature of ultimate ownership, and cash dividends[J]. Management World, 2007, (7): 120-128, 172. (in Chinese)
- [17]陆正飞,王春飞,王鹏.激进股利政策的影响因素及其经济后果[J].金融研究,2010,(6):162-174.
Lu Zhengfei, Wang Chunfei, Wang Peng. The influence factors of radical dividend policy and its economic consequences [J]. Journal of Financial Research, 2010, (6): 162-174. (in Chinese)
- [18]赵玉芳,余志勇,夏新平,等.定向增发、现金分红与利益输送:来自我国上市公司的经验证据[J].金融研究,2011,(11):153-166.
Zhao Yufang, Yu Zhiyong, Xia Xinping, et al. Private placement, cash dividends and benefit transfer: Empirical evidence from listed companies in China[J]. Journal of Financial Research, 2011, (11): 153-166. (in Chinese)
- [19]张路,罗婷,岳衡.超募资金投向、股权结构与现金股利政策[J].金融研究,2015,(11):142-158.
Zhang Lu, Luo Ting, Yue Heng. IPO over funding, ownership structure and dividend policy[J]. Journal of Financial Research, 2015, (11): 142-158. (in Chinese)
- [20]Liu C, Uchida K, Yang Y. Controlling shareholder, split-share structure reform and cash dividend payments in China[J]. International Review of Economics and Finance, 2014, 29(1): 339-357.
- [21]Zhao Y, Xia X, Tang X, et al. Private placements, cash dividends and interests transfer: Empirical evidence from Chinese listed firms[J]. International Review of Economics and Finance, 2015, 36: 107-118.
- [22]鲁桐,党印.差异化红利税未来可从三方面加以改进[N].证券日报,2013-04-25(A03).
Lu Tong, Dang Yin. The Differential Dividend Tax can be Improved in Three Aspects in the Future[N]. Securities Daily, 2013-04-25(A03) (in Chinese)
- [23]Jacob M, Michaely R. Taxation and dividend policy: The muting effect of agency issues and shareholder conflicts[J]. Review of Financial Studies, 2017, 30(9): 3176-3222.
- [24]王国俊,王跃堂.红利税改革对现金分红宣告效应的影响研究[J].中国工业经济,2020,(11):137-155.
Wang Guojun, Wang Yuetang. The impact of dividend tax reform on cash dividend announcement effects[J]. China Industrial Economics, 2020, (11): 137-155. (in Chinese)
- [25]刘行,张艺,馨高,等.股利税与资本结构:中国的经验证据[J].会计研究,2015,(10):66-73,97.
Liu Xing, Zhang Yi, Xin Gao, et al. Dividend tax and capital structure: Evidence from China[J]. Accounting Research, 2015, (10): 66-73, 97. (in Chinese)
- [26]Li O, Liu H, Ni C, et al. Individual investors' dividend tax and corporate payout policies: Evidence from a reform that ties the dividend tax rate to share holding period[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2017, 52(3): 963-990.
- [27]董艳,李凤.管理层持股、股利政策与代理问题[J].经济学(季刊),2011,10(3):1015-1038.
Dong Yan, Li Feng. Managerial ownership, dividend policy and the agency problem[J]. China Economics Quarterly, 2011, 10(3): 1015-1038. (in Chinese)
- [28]张玮婷,王志强.地域因素如何影响公司股利政策——替代模型还是结果模型[J].经济研究,2015,50(5):76-88.
Zhang Weiting, Wang Zhiqiang. How geography influences dividend policy: "Substitute model" of "Outcome model"? [J]. Economic Research Journal, 2015, 50(5): 76-88. (in Chinese)
- [29]Rozeff M. Growth, Beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios[J]. Journal of Financial Research, 1982, 5(3): 249-259.
- [30]Easterbrook F. Twoagency cost explanations of dividends[J]. American Economic Review, 1984, 74(4): 650-659.
- [31]邓建平,曾勇,何佳.利益获取:股利共享还是资金独占[J].经济研究,2007,42(4):112-123.

- Deng Jianping, Zeng Yong, He Jia. To share or to monopolize profits? [J]. *Economic Research Journal*, 2007, 42(4): 112 – 123. (in Chinese)
- [32] Jensen M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. *American Economic Review*, 1986, 76(2): 323 – 329.
- [33] 廖理, 方芳. 管理层持股、股利政策与上市公司代理成本[J]. *统计研究*, 2004, 21(12): 27 – 30.
Liao Li, Fang Fang. Management shareholding, dividend policy and agency costs of listed companies[J]. *Statistic Research*, 2004, 21(12): 27 – 30. (in Chinese)
- [34] 魏明海, 柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资[J]. *管理世界*, 2007, (4): 88 – 95.
Wei Minghai, Liu Jianhua. State-owned enterprise dividends, governance factors and excessive investment[J]. *Management World*, 2007, (4): 88 – 95. (in Chinese)
- [35] 罗宏, 黄文华. 国企分红、在职消费与公司业绩[J]. *管理世界*, 2008, (9): 139 – 148.
Luo Hong, Huang Wenhua. State-owned enterprise dividends, on-the-job consumption and company performance[J]. *Management World*, 2008, (9): 139 – 148. (in Chinese)
- [36] 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, 136, 172.
Wang Huacheng, Li Chunling, Lu Chuang. A case study of the impact of controlling shareholders on the listed companies' cash dividend policies[J]. *Management World*, 2007, (1): 122 – 127, 136, 172. (in Chinese)
- [37] 蒋东生. 高分红真的是掏空上市公司的手段吗? ——基于用友软件的案例分析[J]. *管理世界*, 2010, (7): 177 – 179.
Jiang Dongsheng. Is “high dividend” really a means of short selling listed companies?: A case study based on UF software [J]. *Management World*, 2010, (7): 177 – 179. (in Chinese)
- [38] 蓝发钦. 中国上市公司股利分配特征的现代经济学诠释[J]. *管理世界*, 2001, (3): 154 – 158.
Lan Faqin. A modern economic interpretation of the dividend distribution characteristics of Chinese listed companies[J]. *Management World*, 2001, (3): 154 – 158. (in Chinese)
- [39] 原红旗. 中国上市公司股利政策分析[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2004.
Yuan Hongqi. *Analysis on the Dividend Policy of Listed Companies in China*[M]. Beijing: China Financial and Economic Publishing House, 2004. (in Chinese)
- [40] 马曙光, 黄志忠, 薛云奎. 股权分置、资金侵占与上市公司现金股利政策[J]. *会计研究*, 2005, (9): 44 – 50, 96.
Ma Shuguang, Huang Zhizhong, Xue Yunkui. Recourses predation under deferent controlling shareholder and cash dividend policy[J]. *Accounting Research*, 2005, (9): 44 – 50, 96. (in Chinese)
- [41] 蒋东生. 内部人控制与公司股利政策——基于宇通客车的案例分析[J]. *管理世界*, 2009, (4): 177 – 179.
Jiang Dongsheng. Insidercontrol and corporate dividend policy: A case study based on Yutong bus[J]. *Management World*, 2009, (4): 177 – 179. (in Chinese)
- [42] 刘孟晖. 内部人终极控制及其现金股利行为研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. *中国工业经济*, 2011, (12): 122 – 132.
Liu Menghui. Research on insiders ultimate control and its cash dividend behavior: Empirical evidence of Chinese listed companies[J]. *China Industrial Economics*, 2011, (12): 122 – 132. (in Chinese)
- [43] Berle A, Means G. *The Modern Corporation and Private Property*[M]. New York: Macmilan, 1932.
- [44] Jensen M C, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305 – 360.
- [45] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, et al. Corporate ownership around the world[J]. *Journal of Finance*, 1999, 52(3): 1131 – 1150.

- [46] Shleifer A, Vishny R. Large shareholders and corporate control[J]. *Journal of Political Economy*, 1986, 94(3): 461-488.
- [47] 郑国坚, 林东杰, 张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性: 来自大股东财务数据的证据[J]. *管理世界*, 2013, (5): 157-168.
Zheng Guojian, Lin Dongjie, Zhang Feida. Financial distress, shortage and corporate governance of major shareholders: Evidence from financial data of major shareholders[J]. *Management World*, 2013, (5): 157-168. (in Chinese)
- [48] Litzenger R, Ramaswamy K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 1979, 7(2): 163-195.
- [49] Chetty R, Saez E. Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120(3): 791-833.
- [50] Chetty R, Saez E. Dividend and corporate taxation in an agency model of the firm[J]. *American Economic Journal: Economic Policy*, 2010, 2(3): 1-31.
- [51] 张俊生, 曾亚敏. 国外股息税改革的理论基础与实践经验[J]. *证券市场导报*, 2008, (2): 65-72.
Zhang Junsheng, Zeng Yamin. The theoretical basis and practical experience of foreign dividend tax reform[J]. *Securities Market Herald*, 2008, (2): 65-72. (in Chinese)
- [52] Holmen M, Knopf J D, Peterson S. Inside shareholders' effective tax rates and dividends[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32(9): 1860-1869.
- [53] Martin J, Michaely R. Taxation and dividend policy: The muting effect of agency issues and shareholder conflicts[J]. *Review of Financial Studies*, Society for Financial Studies, 2017, 30(9): 3176-3222.
- [54] 姜国华, 岳衡. 大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究[J]. *管理世界*, 2005, (9): 119-126, 157, 171-172.
Jiang Guohua, Yue Heng. A study of the relationship between shareholders' diverting listed companies' capital and the stock returns of these companies[J]. *Management World*, 2005, (9): 119-126, 157, 171-172. (in Chinese)
- [55] 窦欢, 陆正飞. 股东控制、关联存款与现金持有价值[J]. *管理世界*, 2016, (5): 141-150, 167.
Dou Huan, Lu Zhengfei. Major shareholder control, associated deposits and cash holdings[J]. *Management World*, 2016, (5): 141-150, 167. (in Chinese)
- [56] Brown J, Liang N, Weisbenner S. Executive financial incentives and payout policy: Firm responses to the 2003 dividend tax cut[J]. *Journal of Finance*, 2007, 62(4): 1935-1965.
- [57] 贾凡胜, 吴昱, 廉柯赞. 股利税差别化、现金分红与代理问题: 基于财税[2012]85号文件的研究[J]. *南开管理评论*, 2016, 19(1): 142-154.
Jia Fansheng, Wu Yu, Lian Keyun. Differentiated dividend taxation, cash dividends and principal-agent problem: An empirical study based on the 85th fiscal taxation document[J]. *Nankai Business Review*, 2016, 19(1): 142-154. (in Chinese)
- [58] He J, Tian X, Yang H, et al. Asymmetric cost behavior and dividend policy[J]. *Journal of Accounting Research*, 2020, 58(4): 989-1021.
- [59] Grossman S, Hart O. Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation[J]. *Bell Journal of Economics*, 1988, 11(1): 42-69.
- [60] 叶康涛, 陆正飞, 张志华. 独立董事能否抑制大股东的掏空?[J]. *经济研究*, 2007, 42(4): 101-111.
Ye Kangtao, Lu Zhengfei, Zhang Zhihua. Can independent directors deter the tunneling of large shareholders? [J]. *Economic Research Journal*, 2007, 42(4): 101-111. (in Chinese)
- [61] Jensen G, Solberg D, Zorn T. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1992, 27(2): 247-263.

- [62] Klapper L, Love I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2004, 10(5): 703 - 728.
- [63] 曹春方, 周大伟, 吴澄澄. 信任环境、公司治理与民营上市公司投资 - 现金流敏感性[J]. *世界经济*, 2015, 38(5): 125 - 147.
- Cao Chunfang, Zhou Dawei, Wu Chengcheng. Trust environment, corporate governance and investment in private listed companies-cash flow sensitivity[J]. *The Journal of World Economy*, 2015, 38(5): 125 - 147. (in Chinese)
- [64] Jensen M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems[J]. *Journal of Finance*, 1993, 48(3): 831 - 880.
- [65] Cornett M, Marcus A, Tehranian H. Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(2): 357 - 373.

Is the largest shareholder's intervention in payout policy tunneling?

JIA Fan-sheng^{1, 2}, LI Guang-zhong^{3, 4, 5*}

1. School of Management, Ocean University of China, Qingdao 266100, China;
2. China Enterprise Working Capital Management Research Center, Qingdao 266100, China;
3. School of Business, Sun Yat-sen University, Shenzhen 518107, China;
4. Business School, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;
5. Advanced Institute of Finance, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China

Abstract: This paper takes private China A-share enterprises as a sample and the implementation of “Notice on issues related to the implementation of the listed company dividend policy of differentiated personal income tax” as an opportunity to examine whether largest shareholders have the incentive to intervene in the company's dividends based on their own interests and to answer whether cash dividends are the “tunneling” behavior of largest shareholders. This study finds that after reducing the dividend tax rate, the higher the shareholding ratio of the largest natural person shareholders, the larger the probability that firms will increase the company's cash dividends; however, the largest shareholders' intervention in dividends is not impairing the company's value but contributing to reduce the company's “capital occupation” level instead. Finally, this paper shows that the incentive effect of lower dividend tax rate on the shareholder's dividend incentive is only significant when the corporate governance is better.

Key words: differential dividend tax; largest shareholders' dividend incentive; tunneling; corporate governance