



SHUIZHI GAIGE SHUIFU YIZHIXING YU
ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI GULI

ZHENGCE YANJIU

税制改革、税负异质性与 中国上市公司股利政策研究

孙 刚 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社



CB09.201209

税制改革、税负异质性与 中国上市公司股利政策研究

孙 刚 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

税制改革、税负异质性与中国上市公司股利政策研究 /
孙刚著. —杭州:浙江大学出版社, 2013. 3
ISBN 978-7-308-11052-5

I. ①税… II. ①孙… III. ①税制改革—研究—中国
②上市公司—股利政策—研究—中国 IV. ①F812.422
②F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 014362 号

税制改革、税负异质性与中国上市公司股利政策研究

孙 刚 著

丛书策划 吴伟伟 weiweiwu@zju.edu.cn
责任编辑
封面设计 春天书装
出版发行 浙江大学出版社
(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)
(网址: <http://www.zjupress.com>)
排 版 浙江时代出版服务有限公司
印 刷 杭州日报报业集团盛元印务有限公司
开 本 710mm×1000mm 1/16
印 张 12.5
字 数 202 千
版 印 次 2013 年 3 月第 1 版 2013 年 3 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-308-11052-5
定 价 35.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571)88925591

前 言

从 2001 年至 2012 年的 10 余年间,中国证监会先后颁布了一系列重要文件,将上市企业再融资与是否具有稳定现金分红历史联系了起来,使得上市企业逐渐重视投资者的现金分红回报。对于政府而言,1994 年以来一直存在着的“为企业承担成本,却从未获得过半分红利”是一直困扰政府的重大问题。2007 年 9 月,国务院颁布了《国务院关于试行国有资本经营预算的意见》(国发〔2007〕26 号),开始收取国企分红。2010 年 12 月,财政部颁布了《关于完善中央国有资本经营预算有关事项的通知》对国有资本收益收缴的方案做了明确。

可见,现金股利是投资者收益的重要来源,同时也是全体国民分享国企改革成果的重要方式。但是上市企业发放现金红利,会直接提高投资者的税收成本,从而影响投资者对现金股利的偏好。而且,不同类型投资者面临的现金红利税负差异和税收敏感度并不完全相同。因此,相同的上市企业股利政策,对不同的投资者而言税后收益并不完全相同。投资者之间的税负差异会如何影响上市企业股利政策?这在国内以往的文献中尚未得到深入的探讨。本研究借鉴国内外现有研究成果,并结合税制变迁的制度背景,系统考察了投资者税负异质性对上市企业股利决策作用机理,具有重要的现实意义。从理论角度,作为财政收入的重要来源,税收不仅影响国民经济的发展,而且是影响企业财务决策的重要因素之一。在现代企业财务研究领域,许多理论和实证模型均表明税收是影响企业财务决策的重要因素,特别是在企业股利决策方面。

证监会颁布的将企业再融资与其分红历史联系起来的一系列政策

并没有得到市场的积极反应,换言之,证监会的分红管制政策存在“监管悖论”。本书首次系统性检验了红利税收成本在上市企业现金分红决策的价值相关性,认为现金股利的税收成本是导致分红“监管悖论”的重要原因。研究发现,2005年6月13日,伴随现金分红所需缴纳的个人所得税税率下降,现金分红企业的股票收益率显著提高,说明现金分红的个人所得税是影响股票定价的重要因素。在此基础上,还检验了现金分红监管政策的有效性。2008年10月9日,证监会要求上市企业将现金分红比例提高到30%,不分红企业的股票却表现出更高的超额收益率。研究表明,由于税收成本的存在,单方面改变现金分红的监管政策未必是符合投资者利益的。因此,充分认识监管政策所面临的各种制度环境,才能够确保监管政策符合资本市场发展的需要。

进一步,本书从机构投资者和企业内部人两类重要的企业利益相关者角度,考察了它们的股利税负异质性与上市企业股利政策的关系。研究发现,基金承担较高的股利税收成本,基金持股与股利收益率显著负相关;而社保基金的股利税收成本最低,社保基金持股与股利收益率显著正相关;非基金的企业类机构投资者所获股利虽需缴纳企业所得税,但避税成本较低,因此非基金机构持股与股利收益率显著正相关,但显著的正相关关系主要体现在新的《企业所得税法》实施后。总体而言,机构投资者整体的股利税收成本越低,上市企业股利收益率越高。股利税收成本是影响我国机构投资者持股决策的重要因素。

本书还首次利用机构投资持股的季度持股数据,系统性检验了机构投资者的股利税收成本差异与除息日溢价和交易量变化之间的关系。分别以2005年6月13日下调现金股利个人所得税和2008年1月1日新的《企业所得税法》颁布两种重要税制改革为研究事件,研究发现,机构投资者加权平均股利税后成本越高,上市企业除息日溢价越高。随着2005年股利个税的下调,较之不存在基金持股的企业,存在基金持股的股票,除息日交易量在除息日显著减少。在2008年新的《企业所得税法》取消了非基金机构按税差补税的规定,非基金机构在2008年之后名义所得税税率降至零,非基金机构更倾向于持有股票获取股利。研究显示,较不存在非基金机构持股的企业,存在非基金机构持股的股票,上市企业除息日超额交易量在2008年以后显著减少。本研究证实除息日溢价

和交易行为都受到了税收因素的影响,从而为股利政策的动态税收顾客效应提供了证据。

与外部投资者不同,高管和控股股东等内部人是企业股利政策的最重要制定者。内部人具有和其他外部机构和广大中小股东所不同的持股动机、交易管制以及股利税负待遇,因此,考察内部人持股对企业股利政策决定是否受股息红利税收成本的影响则显得尤为重要。本研究发现,控股股东持股比例越高,现金分红比例越高,而股票股利支付比例越低,而高管持股比例越高的企业,现金分红比例越低,股票股利支付比例越高,上述关系均随着股利税收成本的增加或者现金股利和股票股利税基的拉大而有所增强。并且,由于控股股东的股利税收成本和避税能力不同,不同性质的控股股东持股与现金分红比例也表现出系统差异。进而,本书还考察高管薪酬结构对企业股利支付水平和支付形式的影响。研究发现,在高管薪酬结构中,高管持股比例越高,企业越倾向于较少地采用现金股利的分配方式;而高管现金薪酬比例越高,企业越倾向于较多地采用现金股利的分配方式。考虑我国是实施股息红利税的古典税制国家,随着高管现金薪酬比例的增加,其所承担的现金薪酬个人所得税与股息红利税的税差逐步拉大,高管越发倾向于更多地采用现金股利的分配方式。

结合我国股息红利税制变迁和现金分红监管的特殊制度背景,本书系统研究了税收成本与上市企业股利政策的关系,证实现金股利税收成本是影响外部投资者构造投资组合以及内部人决定股利政策的重要影响因素,对从税收角度认识机构投资者稳定市场功能以及税收治理作用提供了可资借鉴的证据。本书的理论意义在于:国内关于税制改革对上市企业股利决策影响的理论研究鲜见,而逻辑严密、方法严谨的实证研究更是十分匮乏。目前仅有少量研究集中于资本结构决策,本研究将这一研究拓展到股利决策领域,对建立与我国资本市场发展相匹配的激励相容的利润分配税收体制具有重要的理论借鉴意义,这些研究成果也必将丰富我国财务和税收理论研究文献。从现实意义角度,税收不仅影响政府财政收支,还会影响微观经济主体——企业的行为,从而间接地影响资本市场的健康发展和资本配置效率。伴随税制改革,研究企业股利决策行为以及中小投资者的股利价值相关性,对市场监管者、投资者以及政府税务当局洞察税制改革的经济后果同样具有现实意义。

目 录

第一章 导 言	(1)
第一节 研究目的与选题依据	(1)
第二节 税收与股利政策研究文献回顾与述评	(5)
第三节 研究方法与创新点	(17)
第四节 研究内容与结构安排	(20)
第二章 税收成本、现金分红管制与股利的价值相关性	(24)
第一节 引言	(24)
第二节 理论分析、制度背景与研究假说	(26)
第三节 样本选择与研究设计	(30)
第四节 实证检验结果与分析	(33)
第五节 小结	(50)
第三章 机构投资者、税负异质性与现金股利偏好	(51)
第一节 引言	(51)
第二节 理论分析与研究假说的提出	(53)
第三节 数据来源与研究设计	(58)
第四节 实证检验结果与分析	(63)
第五节 稳健性检验：其他一些复合因素的考量	(76)
第六节 小结	(90)

第四章 税制改革、机构投资者持股与除息日交易行为	(92)
第一节 引言	(92)
第二节 理论分析与制度背景	(93)
第三节 数据选择与研究设计	(95)
第四节 实证检验结果与分析	(99)
第五节 小结	(106)
第五章 税收成本、内部人持股与股利政策	(108)
第一节 引言	(108)
第二节 理论基础、制度分析与研究假说	(110)
第三节 样本选择与研究设计	(115)
第四节 实证检验结果与分析	(119)
第五节 产权性质、薪酬管制与股利政策：基于税收成本的分析	(144)
第六节 稳健性测试	(150)
第七节 小结	(151)
第六章 研究结论、启示与研究局限性	(152)
第一节 研究结论	(152)
第二节 研究启示	(154)
第三节 研究局限与后续研究	(157)
附 录	(159)
参考文献	(180)
后 记	(189)

第一章 导 言

第一节 研究目的与选题依据

作为财政收入的重要来源,税收不仅影响国民经济的发展,而且是影响企业财务决策的重要因素之一。在现代企业财务研究领域中,许多理论和实证模型均表明税收是影响企业财务决策的重要因素,特别是在企业股利决策方面。与国外研究相比较,我国对股利决策的税收成本研究未给予足够重视。股利决策是上市企业利润分配和投资者获取收益的重要财务行为,历来受到投资者、研究人员和证券监管部门的重视。

证券监管部门从 2001 年颁布了一系列的上市企业股利监管政策,将股利作为企业未来再融资的重要前提条件。但研究显示,投资者对颁布的股利监管政策并未给出积极的反应。从 2001 年至 2012 年的 10 多年间,中国证监会先后颁布了《上市公司新股发行管理办法》《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》《上市公司证券发行管理办法》《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》等系列重要文件,将上市企业再融资与是否具有稳定现金分红历史联系了起来,使得上市企业逐渐重视投资者的现金分红回报。

我国《个人所得税法》规定:普通投资者从上市企业获得的股利要缴纳10%的个人所得税。^① 投资者对股利的市场反应自然是权衡了税收成本和代理成本节约之后的结果。并且,较之个人投资者高昂的股利个税成本,居民企业投资者却享受着较优惠的股利税收待遇。考虑到我国上市企业控股股东多为居民企业,这种将控股股东和中小投资者利益截然对立起来的税收制度安排是否会导致上市企业为了迎合控股股东而做出损害中小投资者利益的股利决策?结合国内外现有研究成果,系统检验税制改革对上市企业股利决策的作用机理,是十分必要和迫切的。

在我国现有的企业所得税法、个人所得税法和证券交易法律下,不同税收地位的机构投资者持股对上市企业股利政策的影响是不同的。红利和股票转让所得(资本利得)是投资者投资股票获得收益的两种方式。由于机构投资者性质不同,机构投资者所获收益适用的税法也不完全相同。在我国的资本市场中,机构投资者可分为:基金、券商、券商理财、QFII、保险公司、社保基金、企业年金、信托公司、财务公司和其他等十类。其中,除了基金以外的其他机构投资者,其收益都是适用于《企业所得税法》,和个人投资者面临的税负并不完全相同。

其中基金持股在机构投资者中所占的比例最高,23%以上的机构持股掌握在基金公司手中。在税法上,基金的红利所得和资本利得与个人投资者完全相同。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。^② 财政部

① 我国现金股利的计税征收方式与其他国家是不同的。如美国、日本等国家和香港等地区是将红利收入计入个人收入总额中,年终统一计税征收,即采用的是综合纳税法。例如,美国就是实行典型的综合股利税制的国家,个人一年内无论是劳动所得还是资本利得,均汇总为当年的收入总额,对应相应的税率,按超额累进税率征收个人所得税。而我国目前个人所得税的计征是采用分类征收模式,其中个人所得按照薪金、个体经营所得、稿酬、劳务报酬以及利息、股息、红利所得五大类,按照不同的适用税率计征。目前,我国红利个税税率为10%,较之劳动所得的工资、薪金所得适用的3%至45%的累进税率而言,虽然较低,但税制的差异使得我国的个人投资者更难以规避红利个税成本。

② 在该项政策中,个人从上市公司获得股息红利按照10%税率征收,但取得的非上市公司的股息红利则仍按照20%计征。因此,这一政策仅适用从上市公司获得的分红。

和国家税务总局财税〔2002〕128号《关于开放式证券投资基金有关税收问题的通知》以及财税〔2004〕78号《关于证券投资基金税收政策的通知》等文件规定,基金从上市企业获取的股息、红利收入,要缴纳20%(2005年以后为10%)的个人所得税;资本利得则暂免征收个人所得税。因此,基金收益的税收地位与个人投资者完全相同,即现金红利所得税高于资本利得所得税。在其他条件相同的情况下,基金将更偏好资本利得。

此外,虽然投资者股权转让收益属于“财产转让所得”项目,目前是免税收入,但是投资者在证券交易过程中需要承担按实际交易金额计算的印花税,实际上也增加了股权转让过程中的税收成本。而且,股票的交易价格越高,投资者承担的单位印花税成本也越高。目前我国股票交易印花税税率为0.1%,从2001年以来,印花税税率经历的多次调整,从而影响了投资者红利收入和资本利得的相对税差,在其他条件相同的情况下,红利收入和资本利得的相对税差越大,基金所持有的上市企业股利收益率如何调整?

作为机构投资者的社会保障基金(简称社保基金),包括中央政府掌管的“全国社会保障基金”和地方政府掌管的“地方社保统筹基金”。全国社保基金由全国社会保障基金理事会全面负责管理,其投资范围包括银行存款、购买国债或是委托专业中介直接入市投资各类证券;地方社保基金的节余只能用于银行存款和购买国债,不得投资股票市场。而且,社保基金的投资收益在税收方面有特定的税收优惠。2002年,《关于全国社会保障基金有关税收政策问题的通知》(财税〔2002〕75号)规定,社保基金从证券市场中取得的收入,包括买卖证券投资基金、股票、债券的差价收入,证券投资基金红利收入,股票的股息、红利收入,债券的利息收入及其他收入,暂免征收企业所得税。2008年《关于全国社会保障基金有关企业所得税问题的通知》(财税〔2008〕136号)则进一步规定,社保基金的所有收入为不征税收入,即社保基金从上市企业获取的红利收入和资本利得都是免税的。因此,社保基金是否会对高股利收益率的股票表现出更强的偏好呢?

在我国上市企业中,居民企业之间的利润分配属于所得税缴纳行

为,受《企业所得税法》的规范。^①在“税不重征”的指导思想下,《企业所得税法》要求居民企业与上市企业适用所得税税率存在差异时,居民企业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,按照国税发〔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年的新《企业所得税法》及其实施条例规定,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的获得的股息、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企业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,这样就降低了居民企业的现金红利税收成本,促使其提高上市企业现金红利分配规模。因此,2008年新《企业所得税法》的颁布实际上降低了非机构投资者投资者的股息红利税收成本,这为检验非基金机构持股的动态股利税收顾客效应提供了机遇。

对于不同的股利形式,适用税率和计税基础存在差异。目前,上市企业股利支付主要采用两种方式:现金股利和送红股或者是两种股利形式兼而有之。虽然红利和红股的个人所得税税率均为10%(2005年6月之前为20%),但是两种股利方式的税基是不同的。现金股利的计税基础为实际股利金额,而红股的计税基础为股票面值即1元,从而降低了红股的单位税负。在其他条件相同的情况下,送红股的税收成本低于现金股利,那么投资者是否会对不同股利方式表现出不同的偏好?税制改革也动态地改变着机构投资者的红利收入和资本利得的相对税差,这为检验上市企业股利支付形式选择是否会随着股利税收成本的变化而调整

^① 《企业所得税法》规定,我国居民企业投资获取的红利收入采用综合纳税法,即年终与企业其他所得合并后纳税,而个人投资者获取的红利是适用分类纳税法。所以,从规避红利税能力的角度看,居民企业规避掉这部分红利的税收成本更低。较之居民企业,我国个人投资者从上市公司分得的股息红利却采取的是单项征收,即我国是实行股息红利古典税制的国家。而美国、日本等国家和中国香港等地区是将股息红利收入计入个人收入总额里,年终统一计征,都是采取的综合税制。这使得我国的个人投资者要规避掉股息红利个人所得税成本是比较困难的。

提供了绝好的研究机会。

从现实意义角度而言,税收不仅影响政府财政收支,还会影响微观经济主体一企业的行为,从而间接地影响资本市场的健康发展和资本配置的效率。随着税制的改革,研究企业的股利决策行为以及中小投资者的股利价值相关性如何变化,这对市场监管者、投资者以及政府税务当局洞察税制改革的经济后果具有现实意义。本书的理论意义在于:税收制度作为重要的制度因素,国内关于税制改革对上市企业股利决策影响的理论研究鲜见,而逻辑严密、方法严谨的实证研究更是十分匮乏。目前仅有少量研究集中于资本结构决策,本研究将这一研究拓展到股利决策领域,对建立与资本市场发展相匹配的激励相容的利润分配税收体制具有重要的理论借鉴意义。这些研究成果也必将大大丰富我国财务和税收理论研究的文献。

第二节 税收与股利政策研究文献回顾与述评

一、税收成本、股利政策与企业价值

股利政策主要是指企业将资本返还给权益投资者的方式。一般而言,股利支付形式主要包括现金股利、股票股利和股票回购,原则上配股不属于利润分配,也就不应将其划入股利政策的范畴。现代股利政策的理论基础根植于美国两位诺贝尔经济学奖获得者 Merton Miller 和 Franco Modigliani 的“股利无关论”(MM 理论)。在该理论中,他们清楚地界定了在何种条件下企业的股利支付模式或者支付的方式是不会影响到企业价值的。MM 理论指出,在完美资本市场中(perfect capital market),不存在信息不对称以及企业的投资决策固定等前提下,企业股利政策与企业价值是无关的。但在实践中,股利政策在企业间似乎具有系统的差异,而这种差异也以一种可以预测的方式影响着企业价值。因此,此后的系列研究则从造成市场摩擦等种种不完美的情景出发考察对企业股利政策的影响,而股利税收成本则是其中一种重要的“市场摩擦”。

Miller 和 Modigliani(1961)指出,在完美的经济环境中,企业价值是由经营活动现金流量决定的,而不是由企业是否支付股利以及支付股利的形式选择所决定的。基于此,可以推断出两个原假设,股利政策不会影响企业价值,而税收成本也不会影响企业股利政策。Allen 和 Michaely(2001)研究进一步表明,即使企业的股利政策是有差异的,并且不同种类的投资者税负待遇也不同,但只要市场中的边际投资者是免税的,股利政策也可以与企业价值无关。反之,企业可以迫于股利的税收成本而将剩余收益通过股票股利或者股票回购等更节约税收成本的形式支付给投资者。但也有证据表明,企业财务高管更倾向于通过一些比较节税的股利支付形式支付给投资者多余的现金。Brav 等(2005)的一份调研报告也表明,企业高管是关注股利支付的税收成本的,尽管股利税收成本可能并不是最重要的一阶问题(first order)。现金股利分配方式所承担的税收成本要显著高于股票股利或者股票回购。因此,较之后两者,现金股利的市场定价应该显著为负。Brennan(1970),Auerbach 和 King(1983)考虑了企业所得税税率和个人所得税税率因素后,利用资本资产定价模型证实了这一论断。在其他情形相同的情况下,如果一家企业增加了其股利收益率,由于要为现金股利支付税收成本,为保持税后收益不变,则要提高股票的税前收益率才能实现。这种效应随着现金股利税率与资本利得税率的差距的拉大有所增强。

另外,确实还有很多非税收因素也可能会导致现金股利支付的负面或者正面的市场定价。例如,支付股利可能导致企业不得不放弃正净现值的投资项目,市场会给出负面的市场反应;信号理论或者代理理论则预测,宣告支付现金股利具有信号作用,只有质量好的企业才能承担通过支付股利向市场传递企业是“好”企业的信号,因此这是个可置信的信号。另一个解释来自代理理论,该理论指出通过支付现金股利可以减少企业自由现金流量的代理成本。上述的信号理论和代理理论的均预测市场对企业支付现金股利将给予积极正面的市场反应(Allen and Michaely,2001)。

Black 和 Scholes(1974)利用市场模型,通过将股利收益率作为解释变量,考察股利政策与企业价值的关系。他们并没有发现股利收益率与企业价值存在显著关系。但 Litzenberger 和 Ramaswamy(1979)则发现

了上述股利收益率和企业价值之间存在显著的正相关关系。Kalay 和 Michaely(2000)则指出,这种正相关关系应该出现在截面长期收益率的样本中。这里的“截面”是指企业个体之间的股利支付差异,“长期收益”是指投资者持股时间足够长,以至于可以享受到资本利得的税负优惠待遇。他们指出,Litzenberger 和 Ramaswamy(1979)使用了月度股利收益率数据,这使得高股利收益率的企业会由于在某些月份没有支付股利而被定义成零股利支付企业而被低估。他们并未发现有关支持高股利收益率的企业获得市场税收溢价的证据。如果个人所得税会减少股利的价值,那么可以通过一个干净的研究设计分离这种税收效应,因此在这个研究设计中应观察到股利收益率与企业价值的负相关关系。

Fama 和 French(1998)考察了企业价值与股利收益率的关系,通过将企业价值变量作为因变量回归股利收益率和“零股利企业价值”变量。他们研究发现,股利收益率的系数为正数,但这可能是源于“零股利企业价值”变量计量偏差或者是非税收因素较之税收因素显得更为重要的缘故。例如,如果企业利用股利的信号作用传递“好”企业的信息,股利收益率与企业价值应呈显著正相关关系;或者,如果主要是免税的投资者对股利定价,那么将无法观测到股利收益率与企业价值的负相关关系。Fama 和 French 的研究可能是唯一一篇重要的利用企业价值直接对股利变量回归来分离股利的税收效应的文章(Graham,2003)。

二、税收成本与股利顾客效应

Blume、Crocket 和 Friend(1974),Pettit(1977),Chaplinsky 和 Seyhun(1987)用微弱的证据证明投资者会持有股利收益率与企业个人所得税税率负相关的股票。但 Lewellen 等(1978)并没有发现支持上述发现的证据。鉴于这些文章中关于税收、风险和财富效应的度量都较为粗糙,因此,他们的发现很难直接解释税收和股利溢价的关系。Auerbach 等(1983)研究认为,投资者的税收偏好可能导致按照股利收益率进行持股决策的投资者形成某种顾客效应。Scholz(1992)提供了最清洁研究设计,他利用 1983 年投资者自愿披露的消费者融资调研数据,该调研数据完整地披露了普通消费者的股票持有数据,该报告通过一种复杂方法衡量出投资者的关于股利和资本利得的相对税率,个人家庭财富和自我报

告的风险偏好。研究发现,投资者的股利收益率与其股利税收成本呈负相关关系,这与低税率投资者更加偏好股利的认识是基本一致的。

Strickland(1996)研究发现,互助基金和货币基金的经理更偏好于低股利收益率的投资组合,而免税的养老基金组织则没有此偏好。Dhaliwal、Erickson 和 Trezevant(1999)随着一家企业开始支付股利,该企业机构投资者持股比例增加了近 600 个基准百分点。但总体而言,上述研究均未提供强有力的证据,表明随着个人所得税税率的升高,投资者的股利偏好程度显著减弱,即这种投资者对股利的偏好会形成一种所谓的基于税收的静态顾客效应。

一些文献尝试将企业行为与投资者的税收特征联系起来。Perez-Gonzalez(2000)将企业第一大股东的性质划分为自然人和机构控股,前者的股利支付量要显著低于后者近 30%。他还发现,当税制改革提高或者降低股利相对于资本利得的税收成本时,个人投资者为第一大股东的企业随之减少(增加)了股利支付力度。Poterba 和 Summers(1985)利用 1950 年至 1983 年英国的数据,也发现了类似的股利支付行为。Lie 和 Lie(1999)也认为,投资者层面的税收会影响企业股利政策。他们发现,那些低股利支付的企业(假定高税率的投资者)采用“自我要约收购”的股票回购方式支付股利的频率要远高于采用现金股利的形式。Allen 和 Michaely(1995)指出,通过考察除权除息日交易量变动,可以检验静态顾客效应(除权除息日交易发生在具有相同税率且持有相同股利支付特征的投资者之间)和动态顾客效应(具有不同税率的投资者在除权除息日前相互交易而套利获益)。如果静态顾客效应成立,相互交易的投资者无法获取收益,则应无法观测到除权除息日的超额交易量;而如果动态顾客效应成立,因为投资者能够从相互交易中套利获益,则应观测到除权除息日的超额交易量。根据这一理解,Grundy(1985),Lakonishok 和 Vermaelen(1986),Michaely 和 Vila(1996)均发现除息日期间存在超额交易量,从而为动态股利顾客效应提供了支持性证据。

股利的税收顾客效应认为,高税率的投资者会偏好持有低股利支付率的企业,而低税率的投资者会偏好持有高股利支付率的企业。这样,即使企业间具有不同的股利支付率,但股利政策仍不会影响企业价值。进一步,即使部分投资者的现金股利税收成本高于(或低于)资本利得,

这些投资者则表现出更偏好于资本利得(或现金股利),从而形成相对的股利税收顾客效应,也可以实现所谓股利政策不影响企业价值的效应。Allen 和 Michaely(2001)将上述现象称为“静态股利税收顾客效应”。一旦具有不同税收待遇的投资者发现可以通过相互交易,那么这种“静态”顾客效应就演变成“动态”顾客效应了。这种动态股利税收效应会导致在某些特定的时刻(如除权除息日)企业股利顾客组成发生变化。例如,部分股利税负较重的投资者会选择在除息日前卖出股票,等股票除息后再买进,从而规避掉现金股利的税收成本。这种避税的交易行为通过会导致除息日前、后股票超额交易量的发生,同时导致除息日股价溢价接近于 1。

Elton 和 Gruber(1970)则发现,美国 20 世纪 60 年代的除息日溢价平均为 78%。较之资本利得,股利的市场定价平均要低 22%。并且,他们还发现,除息日溢价范围从最小的 70%(主要是股利收益率较低组的股票)至 118%(主要是股利收益率较高组的股票),这说明税率最高(最低)的投资者会购买股利收益率最低(最高)的股票,从中套利获益。Elton 和 Gruber(1970)的证据表明,投资者的个人所得税成本会通过股利支付和股利顾客效应影响股价。他们的发现进一步被 Barclay(1987)的研究证实,他们发现,引入个人所得税之前,除息日溢价平均接近于 1。

此外,其他一些除了税收以外的复合因素也可以用来解释除息日溢价现象。Kalay(1982)指出,在不存在交易成本和税收情形下,无税投资者之间的套利活动也会将除息日溢价推至 1。同时,该文也指出,高昂的交易成本使得普通的投资者无法真正成为边际投资定价者,但机构投资者却可以充当边际投资定价者的角色。换言之,交易成本和机构投资者均可能使得考察除息日溢价与税收成本这一关系的过程变得更为复杂。Michaely(1991)研究发现,在 1986 年(期间对于富人而言,资本利得税率要远低于股利税率)和 1987—1988 年(法定股利税率和资本利得税率几近相同)两个时期,除息日平均溢价几乎相等且均近似为 1。且在不同的股利收益率数量区间,这一关系也相对稳定。Michaely(1991)的证据与普通投资者税收成本决定股价的证据并不一致,他认为真正除息日溢价的可能是机构投资者。Bali 和 Hite(1998)认为,离散的股价也会导致与 Elton 和 Gruber 所描述的类似现象。虽然他们所提到的离散股价会造