

# 现金股利的税收成本实证研究

罗乐<sup>1</sup>

(1. 上海财经大学 会计学院 上海 200439)

**摘要:** 本文采用事件研究法定量分析了我国现金股利的所得税成本。2005年6月13日现金股利的个人所得税减按50%征收,那么现金红利个人所得税税率的下降,将会如何影响股票的市场价值呢?本文以2004年和2005年均发放股利的公司为样本,以股利宣告日为事件,分析现金股利的税收成本对股价的影响。研究表明,股利税收成本节约的价值相关性有显著提高;而且股权资本成本越低的公司,现金股利的税收效应越显著。现金股利的税收成本为当前市场价值的2%以上。

**关键词:** 现金股利; 价值相关性; 税收成本

## 一、引言

本文研究了我国资本市场中现金股利的所得税成本。在公司财务理论中,现金红利个人所得税成本是影响公司现金股利政策及市场价值相关性的一个重要因素。现金红利所得征税也是我国资本市场中的热点问题之一。2004年“国九条”发布后,证监会、上交所一直在做关于取消股息和红利所得税的研究。证监会副主席范福春也指出,中国的税收政策与资本市场的发展要求不相匹配是投资者不敢做长期投资的原因。2009年,全国人大代表、湖北证监局局长黄有根在两会上提出建议,要求尽快取消股息红利个人所得税。那么,现金股利的个人所得税成本(简称:红利税)究竟有多大,改变或者取消现金红利所得税,会如何影响投资者的定价决策,就成为一个重要的实证问题。

2005年6月13日,财政部、国家税务总局发布《关于股息红利个人所得税有关政策的通知》(以下简称《通知》),规定对个人投资者从上市公司取得的股息红利所得,暂减按按50%计入个人应纳税所得,即现金股利的个人所得税税率从20%下降到10%。这为研究现金股利的所得税成本提供了良好的契机。在其他条件不变的情况下,红利税税率的下降,直接增加了投资者的财富,在预期的红利税税率不变的情况下,股票价值也随之增加。另一方面,现实的红利税税率的下降对公司价值的影响,还受到股权资本成本的影响。股权资本成本越低,现金红利税负下降对股价的影响越大。

本文选取2004-2005年均发放现金股利的上市公司作为样本,采用事件研究法,考查了2005年度股利宣告日的市场超额报酬。研究表明,减少现金红利税率,将显著提高股票市场价值,平均的影响为流通股市场价格的2.7%。按照样本公司的平均流通股价值50亿元为基础,现金红利所得税减半征收的市场价值为1.37亿元。而且,样本公司的股权资本成本越低,红利税负变化对股价的影响越显著,与理论分析是一致的。

股利税对公司价值和权益资本成本的影响一直是国外学者争论的问题之一。Litzenberger和Ramaswamy(1982)利用税后资本资产定价模型,发现股利政策有明显的税收效应。Lewellen, Stanley和Lease(1978)的研究则发现边际税率越高的个人投资者,越偏好投资股利收益率较低的股票。Brennan(1970)指出由于资本利得享受优惠税率,所

以高股利的公司必然伴随高期望税前必要报酬率。同时,King (1977), Auerbach (1979), and Bradford (1981)认为股息税应该资本化, 盈余最终应以应税股利发放, 故股利税应该反映在公司的价值之上, 而不仅仅是支付当期股利。其他的一些文献则通过税制改革的外生事件来考查税收变化对于股利政策及公司价值的影响(如 Raj Chetty and Emmanuel Saez 2006<sup>1</sup>; Brown, Jeffrey R.; Liang, Nellie and Weisbenner, Scott 2004; Chetty, Raj and Saez, Emmanuel 2006; Auerbach and Hassett, 2007; 和 Lightner et al. 2007<sup>2</sup>)。另有一些文献则认为税收在公司资源配置决策中处于次要地位 (Brav et al. 2005; Jagannathan et al. 2000; Lightner 2007)。

国内关于股利政策的价值相关性也有相应的研究, 但结论不一致。有些人认为上市公司宣告红利发放并没有显著地增加市场价值。(如陈浪南、姚正春(2000)<sup>3</sup>; 俞乔和程滢(2001); 何涛、陈晓(2002); 熊伟、胡俊娣(2003)<sup>4</sup>)。而有些人认为现金红利对公司的价值确实有影响(如魏刚(1998); 张水泉和韩德宗(1997); 陈晓、陈小悦和倪凡(1998)<sup>5</sup>)。但这些影响主要是用信号理论或代理理论来解释。而从税收角度考查公司的股利政策对公司价值的影响, 国内研究极少。与以往的研究文献相比, 本文首次从税收角度探讨了现金股利的价值相关性, 定量分析了现金红利所得税对公司价值的影响。本文的研究结果表明, 由于个人红利税收的存在, 只有当现金股利所传递的公司价值信号或者所节约的自由现金流量价值超过税收成本的情况下, 才会显著地增加市场价值。

本文其余部分安排如下, 第二部分是制度背景与理论分析, 第三部分是研究设计, 第四部分是实证检验, 第五部分是结论。

## 二、制度背景及理论分析

### (一) 制度背景

现金股利作为股东的投资回报的重要方式, 一直为投资者和监管部门所重视。为了抑制上市公司不分红的行为, 证监会多次出台规定, 将现金分红作为股权融资的前提条件。例如 2001 年的《上市公司新股发行管理办法》中规定, 上市公司申请再融资, 如其最近三年未有分红派息, 且董事会对于不分配的理由未作出合理解释的, 担任主承销商的证券公司应当对此重点关注并在尽职调查报告中予以说明。2006 年的《上市公司证券发行管理办法》规定, 上市公司发行新股须符合“最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 20%”。2009 年 7 月, 国资委下发《关于印发〈关于规范上市公司国有股东行为的若干意见〉的通知》, 则进一步鼓励上市公司分配现金股利, 要求国有控股的上市公司通过现金分红在内的多种分配方式回报投资者。

但是, 在税法上, 个人投资者的现金红利所得和股票转让所得(资本利得)的所得税规定是不一样的。1994 年实行《个人所得税税法》明确规定, 个人在利息、股息方面的所得以及转让有价证券, 股权所得在利息、股息方面的收入均须征税。现金股利按个人所得的

<sup>1</sup> Raj Chetty and Emmanuel Saez 美国股利税收改革(股利税率从最高 35%下降为 15%)的影响。它考查了三方面的问题 (a) 美国股利的上升是减税造成的还是其他的原因? (b) 减税是否会导致股利代替股票回购或者总支付的增加? (c) 减税是否会导致投资资金在公司之间更有效的配置?

<sup>2</sup> Auerbach and Hassett (2007)结果表明 2003 年美国国会公布税收条例(JGTRRA)后, 不发放股利的公司比发股利的公司的累计超额收益更大。而 Lightner et al. (2007)没有发现这个结果。

<sup>3</sup>陈浪南、姚正春(2000) 考察发放股利与不发股利, 以及不同类型股利市场反应的差异。其研究结果表明, 送股、配股可导致正的超额收益, 但其现金股利不具有信息效应。

<sup>4</sup>熊伟、胡俊娣(2003) 分析得出, 现金股利在公告期间并不能给公司的股东带来超额收益。

<sup>5</sup>魏刚(1998)发现分红公司的超额收益高于不分红公司的超额收益, 现金股利的超额收益低于股票股利的超额收益。张水泉和韩德宗(1997)认为在整个考察期及空头市场中, 现金股利超额收益高, 送股次之, 配股最小;而在多头市场正好相反。陈晓、陈小悦和倪凡(1998)认为现金股利、股票股利和混合股利公告都可导致正的超额收益, 股票股利和混合股利的公告效应显著高于现金股利的公告效应。

20%征收，股票股利按股票面值的 20%征收。而股票转让则暂不增收个人所得税，并多次重申。现金股利和资本利得的所得税成本差异，必然会影响股东对现金股利政策的评价。在不考虑信号作用和代理问题的情况下，个人所得税的存在会降低现金股利对股东价值的增加程度。在这种情况下，股东必然会更加偏好资本利得，而不是现金股利。证监会副主席范福春认为，由此导致的税收政策与资本市场的发展要求不相匹配，是投资者不敢做长期投资的重要原因之一。

由此产生的问题是，现金红利的所得税对股东价值的影响究竟有多大？降低现金红利的所得税成本，会在多大程度上增加股东价值？显然这是一个重要的实证问题。2005 年 6 月 13 日，财政部、国家税务总局发布了《关于股息红利个人所得税有关政策的通知》（财税[2005]102 号），其中规定：对个人投资者从上市公司取得的股息红利所得，暂减按 50% 计入个人应纳税所得额，依照现行税法规定计征个人所得税。这实质上是减少了现金红利的个人所得税成本。将现金红利税从 20% 降低到 10%，这无疑直接增加了股东财富，但是这一影响的强度究竟有多大呢？红利税减半征收这一外生事件恰好为本文研究现金红利的个人所得税成本提供了难得的机会。

## （二）理论分析

由于个人所得税的存在，投资者按照税后的现金红利决定个人消费。个人所得税税率的变化，将直接影响投资者可支配的消费收入，从而影响其对公司价值的预期。因此，在个人所得税税率发生变化的情况下，公司现金股利政策变化对投资者的影响就包括两个部分：

（1）税收效应，假定在现金红利发放不变的情况下，现金股利所得税税率变化对投资者价值的影响，表示为  $\Delta D_1$ ；（2）非税效应，即提出税收效应后，现金股利变化对投资者的影响，表示为  $\Delta D_2$ 。

假定投资者采用固定股利增长率模型来确定股票价格，那么在个人所得税税率变化的情况下，税收效应和非税效应对股票价值的影响可以表示如下：

$$\Delta P = \frac{\Delta D}{r - g} \quad (1)$$

由上可知， $\Delta D = \Delta D_1 + \Delta D_2$ ，故假设  $t_1$  期的税率为  $t_1$ ， $t_2$  期的税率为  $t_2$ ，税率变化  $\Delta t = t_2 - t_1$

$$\Delta P = \frac{\Delta D}{r - g} = \frac{\Delta D_1 + \Delta D_2}{r - g} = \frac{-\Delta t * D_1 + (D_2 - D_1) * (1 - t_2)}{r - g} \quad \text{当 } D_2 \geq D_1 \quad (2)$$

$$\Delta P = \frac{\Delta D}{r - g} = \frac{\Delta D_1 + \Delta D_2}{r - g} = \frac{-\Delta t * D_2 - (D_1 - D_2) * t_1}{r - g} \quad \text{当 } D_1 > D_2 \quad (3)$$

$$\text{所以，当 } D_2 \geq D_1 \text{ 时，} \frac{\partial \Delta P}{\partial \Delta t} = \frac{-D_1}{r - g} \quad (4)$$

$$\text{当 } D_1 > D_2 \text{ 时，} \frac{\partial \Delta P}{\partial \Delta t} = \frac{-D_2}{r - g} \quad (5)$$

其中  $r$  为公司的股权资本成本， $g$  表示公司的增长率。若税率增加，即  $t_1 < t_2$  时， $\Delta t > 0$ ，故由（4）（5）知，红利的个人所得税税率的增加将导致公司的价格下降，即减少公司的市场价值。反之，若税率降低，即  $t_1 > t_2$  时， $\Delta t < 0$ ，故由（4）（5）知，红利的个人所得税税率的降低将导致公司价格增加，即增加公司的市场价值。由此，提出本文的假说 1 如下：

假说 1：红利税税率下降后，现金股利税收效应的价值相关性显著增加。

在公式（1）中，除了股利变化之外，股权资本成本也是影响股价变化的决定因素之一。那么，股权资本成本的差异，是否会影响个人所得税税率调整后现金股利税收效应的价值相关性呢？公式（4）和公式（5）分别对股权资本成本求导，则

$$\text{故当 } D_2 \geq D_1 \text{ 时, } \frac{\partial^2 \Delta P}{\partial \Delta t \partial r} = \frac{D_1}{(r - D_2 g)^2} > 0 \quad (6)$$

$$\text{当 } D_1 > D_2 \text{ 时, } \frac{\partial^2 \Delta P}{\partial \Delta t \partial r} = \frac{D_2}{(r - g)^2} > 0 \quad (7)$$

由公式 (6) 和公式 (7) 可知, 公司的股权资本成本越高, 所得税税率降低导致的现金股利税收效应的价值相关性越低。由此提出本文的研究假说 2。

假说 2: 公司股权资本成本越高, 现金股利税收效应的价值相关性越低。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择

本文选取 2004—2005 均发放现金股利的上市公司为样本<sup>6</sup>。在样本选取过程中, 剔除了以下样本公司: (1) 相关数据缺漏不全的公司; (2) 股票非连续交易数据的公司; (3) 金融、保险类公司。(4) 2004 年或之后上市的公司。最后确定的公司样本为 455 家

本文所有数据来源于万得数据库 (www.wind.com.cn) 和色诺芬数据库 (www.ccerdata.com) 及上市公司年报。为了控制极端值的可能影响, 本文对所有连续变量均分年度按上下 1% 分位数进行修饰 (winsorize), 即高于 99% 分位数的样本按 99% 分位数取值; 低于 1% 分位数的样本按 1% 分位数取值。

#### (二) 基本模型和指标说明

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 chgtax + \alpha_2 chgdiv + \alpha_3 chgeps + \alpha_4 size + \varepsilon \quad (1)$$

回归模型 (1) 中的各个变量定义见表 1

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	CAR	以日收益率为基础的, 股利公告日前后 n 天的累积超额收益 (n 取 3、5、10)
解释变量	Chgtax	05 年个人所得税率减少所带来的投资者税收节约即 $\Delta D_1$
	Chgdiv	相对于 04 年 05 年由于股利变化导致的投资者个人所得的变化即 $\Delta D_2$
	Chgeps	每股净利润变化, 当期的每股净利润-上一期的每股净利润, 其中 eps=净利润/总股本
	Size	表示公司规模, 用 log (公司流通股价值) 衡量

在回归模型 (1) 将全样本进行回归, 检验现金股利税收效应对投资者定价的影响。即检验在控制了每股净利润的变化和公司规模后, 2005 年所得税率降低后, 现金股利的税收效应 (chgtax) 是否会显著增加股利宣告日的股票累积超额收益 (CAR)。根据上述的理论分析, 我们预期 chgtax 系数为正。

研究假说 2 认为, 股权资本成本的增加, 将削弱现金股利税收效应的价值相关性。由于难以直接衡量公司的股权资本成本, 我们采用资产负债率作为公司股权资本成本的替代。根

<sup>6</sup> 选取 2004-2005 年均发放现金股利的公司为样本, 是因为本文考虑的是税收成本节约对公司价值的影响, 如果公司不发放现金股利就不存在股利的税收成本节约, 故考查两年均发放现金股利的公司。

据 MM(1958, 1963), 股权资本成本与负债率之间正相关, 即负债率越高, 则公司的股权资本成本越高。因此可以用公司负债率近似替代股权资本成本。因此, 本文将样本公司按照 2005 年度的资产负债率水平, 按照中位数将样本分为两组, 即高负债组样本和低负债组样本。根据假说 2, 我们预期在高负债组公司中 chgtax 的回归系数将小于低负债组中 chgtax 的回归系数。

#### 四、实证结果及分析

##### 1、描述性统计

表 2 是对回归模型 (1) 中相关变量的描述性统计。CAR 的均值为 1.88%, 表明分红公司平均可获得 1.88% 的超额收益率。2005 年税改投资者股利税收节约 (即税收效应) 的平均值为 1.11%, 公司的股利水平变化 (即非税收效应) 平均为 1.1%。可以看出, 税收效应所增加的股东财富与公司非税收效应所增加的股东财富基本相同。每股净利润变化的均值为 -0.5%, 即 2004 年到 2005 年公司的每股净利润平均下降了 0.5%, 用流通股股本的对数衡量的公司的规模均值为 14690<sup>7</sup>。

表 2 变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
car	455	.0187503	.1094892	-.1900523	.3852261
chgtax	455	.0111491	.0101567	0	.065
chgdiv	455	.0109998	.0888028	-.52	.54
chgeps	455	-.005729	.1521927	-.5998306	.4124779
size	455	14.69957	1.171707	9.49552	18.20382

表 3 是回归模型 (1) 中变量的相关性检验结果, 其中上三角表示变量的 Spearman 相关系数, 下三角表示变量的 Pearson 相关系数, 可以看出, 因变量 Car 与 chgtax 的 Spearman 相关系数和 Pearson 相关系数分别为 0.1076 和 0.1120。公司规模 size 与累计超额收益 CAR 之间的 Spearman 和 Pearson 相关系数分别为 -0.1279 和 -0.0983 且均为负。每股净利润变化与累计超额报酬之间的 Spearman 和 Pearson 相关系数分别为 0.0939 和 0.0152 且均为正。这是因为 chgeps 代表的是公司的盈利能力, 盈利能力越强, 公司的市场价值越大。

表 3 变量的相关系数

Var.	car	chgtax	chgdiv	chgeps	size
car	1.0000	0.1076	0.0602	0.0939	-0.1279
chgtax	0.1120	1.0000	-0.1321	0.0098	0.0420
chgdiv	0.0415	-0.0080	1.0000	0.5158	0.0420
chgeps	0.0152	0.0279	0.4744	1.0000	-0.0504
size	-0.0983	0.0546	0.0381	-0.0736	1.0000

##### 2、回归结果与分析

<sup>7</sup> 数据处理过程中 size 单位为千元, 故 size 的平均值为 14.69 千元, 即 14690 元。

表 4 是检验模型 (1) 的回归结果。为了控制事件期选择差异对结论的可能影响, 表中分别列示了 (-3, 3) (-5, 5)、(-10, 10) 三个不同事件期的回归结果, 其中第一, 三, 五列是不控制行业的回归结果, 第二, 四, 六列则是控制行业的回归结果。

表 4 假说一的回归结果

	CAR (-3, 3)	CAR (-3, 3)	CAR (-5, 5)	CAR (-5, 5)	CAR (-10, 10)	CAR (-10, 10)
chgtax	0.720* (1.70)	0.810* (1.90)	1.283** (2.55)	1.467*** (2.88)	2.051*** (3.10)	2.108*** (3.13)
chgdiv	0.030 (0.54)	0.028 (0.51)	0.071 (1.09)	0.066 (1.01)	0.130 (1.51)	0.130 (1.51)
chgeps	-0.013 (-0.39)	-0.000 (-0.0080)	-0.017 (-0.44)	-0.007 (-0.19)	-0.011 (-0.21)	-0.008 (-0.15)
size	-0.006 (-1.64)	-0.004 (-0.97)	-0.010** (-2.32)	-0.007 (-1.58)	-0.018*** (-3.13)	-0.014** (-2.33)
Constant	0.095* (1.80)	0.065 (1.05)	0.153** (2.37)	0.117 (1.51)	0.257*** (3.00)	0.210** (2.07)
行业	未控制	控制	未控制	控制	未控制	控制
样本量	455	455	455	455	455	455
Adj R2	0.00	0.05	0.02	0.06	0.04	0.06

注: 表中括号内的数字为 t 值, \*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

可以看到, 与我们的预期一致, 无论是否考虑行业因素的影响, chgtax 的回归系数均显著为正, 这是因为 2005 年个人所得税税率改革后, 投资者的税收成本下降, 个人财富增加, 他们认为此项改革是一个好消息, 并给出了正的评价。换言之, 股利具有税收效应。chgeps 是每股净利润变化, 代表公司的盈利水平。每股净利润变化越大, 公司的盈利能力越强。chgdiv 表示公司股利水平的变化。根据信号理论, 股利的变化能够传递公司未来的发展前景的信息。投资者更愿意相信发放现金股利的公司的发展前景是好的。所以, 当公司支付的股利水平上升时, 公司的股价会上升; 当公司支付的股利水平下降时, 公司的股价也会下降。同样, 代理成本说认为, 股利的支付能够有效地降低代理成本, 从而增加公司的价值。事实上, 模型 (1) 中, chgdiv 是为了控制代理理论和信号理论的作用, 在其他条件保持不变的情况下, 为我们更好的研究股利的税收成本理论提供了更加可靠的证据。研究结果表明, chgdiv 在三个事件期内均不显著。这主要是因为非首次发放股利时, 股利水平的变化所包含的公司内在价值的信息含量较少, 也即投资者对现金股利所传递的公司价值信息并不敏感。而 chgeps 均不显著则主要是因为 chgeps 所包含的公司盈利信息已经反应到 chgdiv 中。第三, 五和六列 size 的回归系数显著为负, 一个可能的原因是由于小规模的公司对股价的反应更灵敏。

表 5 假说二的回归结果

解释变量	CAR 高负债公司	CAR 低负债公司	F 值
chgtax	0.544 (0.62)	2.214*** (3.38)	6.50** (0.0115)
chgdiv	0.069 (0.79)	0.077 (0.74)	0.01 (0.9425)
chgeps	0.041 (0.75)	-0.050 (-0.86)	0.00 (1.000)
size	0.000 (0.056)	-0.012* (-1.83)	3.57* (0.0603)
Constant	-0.054 (-0.43)	0.210** (2.03)	6.51** (0.0115)
行业	控制	控制	
样本量	227	228	
AdjR2	0.02	0.08	
第一二列括号中为 t 值 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1, 第三列括号中为 p 值			

表 5 为控制行业后的分组回归结果。研究表明，高负债公司的 chgtax 系数与低负债公司的 chgtax 的系数有显著差异 (F=6.50, p-值=0.0115)，即公司的杠杆水平与股利税收效应的价值相关性负相关。这是由于低杠杆公司的股权资本成本较低，税率降低时，税收成本节约对股权资本成本较低的公司影响更大，即股权资本成本越低，现金股利的税收效应越显著。这与我们之前的理论分析一致。

## 五、结论

2005 年 6 月 13 日，财政部、国家税务总局发布了《关于股息红利个人所得税有关政策的通知》，将股利的个人所得税减按 50%征收，即现金红利的个人所得税税率由 20%降为 10%。因此，这为本文研究现金红利所得税成本变化对价值相关性的影响提供了一个难得的契机。本文采用事件研究法，以 2004 年和 2005 年均发放现金股利的公司为样本，定量分析了红利税税率下降对股票收益的影响。红利税税率下降以后，股利的税收成本是否会影响投资者的定价决策以及股利的税收效应对市场的影响到底有多大？研究表明，红利税下降以后，股利的税收效应与公司的价值显著正相关，换言之，红利税下降后，股利的税收成本减少，将显著提高股票市场价值。而且，平均的影响为流通股市场价格的 2.7%。进一步研究发现，以资产负债率衡量的股权资本成本越低，现金股利税收效应的价值相关性越高。

## 参考文献

[1] Robert H. Litzenberger and Krishna Ramaswamy .The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects?[J]. The Journal of Finance, May, 1982,Vol. 37, pp. 429-443

- [ 2 ] Aharony and Swary ,1980 ,Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns :An empirical analysis ,Journal of Finance ,35 ,1 - 12.
- [ 3 ] 3 Asquith and Mullins ,1983 ,The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth ,Journal of Business 56 ,77 – 96
- [ 4 ] Chetty, Raj and Saez , Emmanuel. "Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut." Quarterly Journal of Economics, 2005, 120(3), pp. 791-833.
- [ 5 ] Brown, Jeffrey R.; Liang, Nellie and Weisbenner, Scott. "Executive Financial Incentives and Payout Policy: Firm Responses to the 2003 Dividend Tax Cut." National Bureau of Economic Research, Inc., NBER Working Pa-pers: No. 11002, 2004.
- [ 6 ] Chetty, Raj and Saez, Emmanuel. "An Agency Theory of Dividend Taxation." Unpublished Paper, 2006.
- [ 7 ] 饶育蕾, 马吉庆. 中小投资者对现金股利的心理反应的调查与分析. 中南大学学报(社会科学版). 2004年10月, 第10卷第5期.
- [ 8 ] 魏刚. 我国上市公司股利分配的实证研究[J]. 经济研究, 1998, (6) : 30 371.
- [ 9 ] 何涛, 陈晓. 现金股利能否提高企业市场价值的实证分析[J]. 金融研究, 2002, (8) : 26 381
- [ 10 ] 王志强. 税收影响我国上市公司股利政策的实证研究[J]. 税务研究, 2004, (7). pp. 28-31.
- [ 11 ] 俞乔, 程滢。我国公司红利政策与股市波动[J]. 经济研究, 2001, (4) : 32 42.
- [ 12 ] 姜渭清. 中国市场股利税与公司价值研究[J]。 红河学院学报, 2005年第6期。
- [ 13 ] 吕长江. 上市公司股利政策研究. 吉林大学博士学位论文, 1999
- [ 14 ] 吕长江、王克敏. 上市公司股利政策的实证分析. 经济研究, 1999.
- [ 15 ] 陈浪南, 姚正春. 我国股利政策信号传递作用的实证研究[J]. 金融研究, 2000年第10期.
- [ 16 ] 张水泉, 韩德宗, 1997, 上海股票市场股利与配股效应的实证研究, 预测, 1997年第3期, 28 - 33.
- [ 17 ] 陈晓, 陈小悦, 倪凡. 我国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究[J]. 经济科学, 1998年第5期.
- [ 18 ] 向锐, 李琪琦. 中国投资者股利偏好行为的实证分析. 长安大学学报(社会科学版) 2006年9月, 第8卷第3期.

## An Empirical Study of Tax Cost of Cash Dividend

LUO Le1

(1. School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200439, China)

**Abstract:** This paper analyzes the tax cost of cash dividend of China quantitatively using event study approach. Personal income tax rate of cash dividend have been decreased by 50% on June 13 2005, so how the decrease of personal tax rate influences the market value? This paper investigates the impact of



tax cost of cash dividend on stock price for a sample of Chinese listed firms which paid out the cash dividend both in 2004 and 2005 after the cash dividend announcement. The results suggest a significant improvement in the value relevance of tax savings of cash dividend. Furthermore, the higher cost of equity capital of firms, the greater of the tax effect of cash dividend. Tax cost of the cash dividend is more than 2% of current market value.

**Keywords:** cash dividend; value relevance; tax cost