

營所稅稅率調降與產業創新條例實施對公司股利政策之影響

曾子耘*

逢甲大學

摘要

我國的租稅環境在 2010 年起了相當大的變化，一方面以「產業創新條例」接續「促進產業升級條例」，刪除多項租稅優惠，另一方面則調降營所稅稅率，此次稅改，可說是我國稅制改革中另一重要的里程碑。本次稅改，再次拉大公司稅稅率與個人稅稅率的差距，引發企業不配息的疑慮，因此，檢驗本次租稅制度改變對公司股利政策之影響有其必要性，本研究結果將能增加對我國本次租稅改革成效之了解，並補充關於租稅與公司股利政策關連之相關文獻。本研究實證結果顯示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率下降，其中又以大股東持股率較低的公司較為顯著。

關鍵詞：產業創新條例、營利事業所得稅稅率、個人稅稅率、股利政策

* 通訊作者：

聯絡地址：40724 台中市西屯區文華路 100 號 逢甲大學財稅學系副教授
電話：04-24517250 ext 4321 傳真：04-35072120
Email : tytseng@fcu.edu.tw



Influences of Reduction of Corporate Income Tax Rate and Implementation of Industrial Innovation Act on Firms' Dividend Policy

Tseng Tzu Yun
Feng Chia University

Abstract

In 2010, Taiwan made a big change in her tax environment. The government releases the Industrial Innovation Act and cuts the corporate tax rate. Enterprises face a whole new tax environment. It is no doubt that this tax reform is the most influential institutional change in Taiwan in recent years. This tax reform expands the gap between corporate tax rate and personal tax rate. It may induce the motivation to avoid the tax for the blockholders by not paying dividends. Hence, it is necessary to investigate whether the tax environment change impacts firms' dividend policy. The results of this study will increase the understandings about the effectiveness of this tax reform and supplement the literature regarding the relationship between tax and corporate dividend policy. The empirical results of this study show that after the change of the tax environment, the company's total dividend payout rate decreased. Companies with a lower blockholder ratio are more significant.

Keywords: Industrial Innovation Act, Corporate Tax Rate, Personal Tax Rate Dividend Policy



壹、研究動機與目的

我國主要的租稅優惠，是由 1960 年 9 月實施的獎勵投資條例開始，隨著時間的演變，我國勞力密集產業逐漸喪失比較利益之競爭優勢，使得產品競爭力逐漸下滑。因此，當獎勵投資條例於 1990 年底實施屆滿時，繼而代之的促進產業升級條例，是以產業升級為主要導向，以帶動我國產業結構之改變。1990 年開始施行的促進產業升級條例，在 1990 年代後，成為我國政府介入產業發展的重要手段，但根據財政部的資料，促進產業升級條例的租稅優惠導致嚴重的稅收損失，此外，其獎勵發展的產業，著重於科技業，因此，也引發不少爭議，對其成效及公平性，褒貶不一。促進產業升級條例正式於 2009 年底落日，有些人主張應該趁著促進產業升級條例的落日，終結對於產業的租稅優惠；但亦有人認為，為維持產業競爭力，產業輔導政策應該延續。

政府採取折衷方法，以產業創新條例接續，輔以調降營利事業所得稅名目稅率至 17%。降低公司所得稅稅率，長期間有助於吸引資金，促進經濟成長，進而使公司所得稅稅收增加，但短期間甚或中期，難免對稅收有所影響，故政府須設法提高支出運用效率與提高間接稅稅收，以彌補可能的稅收損失。故新制定之產業創新條例大幅度限縮各項租稅優惠，政府希望縮減租稅優惠及降低稅率減少企業租稅規避誘因以達到擴大稅基的效果。事實上，OECD 國家自 1980 年代起，競相調降公司所得稅稅率，特別是 2008 年金融風暴後，世界各國紛紛採取調降稅率的措施，調降之政策效益包括：提高稅制競爭力、吸引國內外企業投資、減少公司租稅規避活動、提高國外盈餘匯回國內投資之願意等（黃建興與林俊儒，2009）。

促進產業升級條例落日，改以產業創新條例接續，並調降營利事業所得稅名目稅率，對企業而言，面臨全新的租稅環境。世界上採取兩稅合一的國家，公司稅稅率與個人稅稅率的差距不大，我國實施兩稅合一制度後，營利事業所得稅最高稅率為 25%，與綜合所得稅最高稅率 40% 相較，仍有 15% 的差距，營利事業藉由保留盈餘以規避股東稅負之誘因仍然存在，故我國兩稅合一實施輔以未分配盈餘加徵 10% 營所稅之規定，以減少盈餘保留不分配之動機。假設企業賺 100 元，在營所稅稅率為 25% 時，繳 25 元，剩 75 元，若盈餘保留不分配，被加徵 10% 的營所稅，即 7.5 元，合計 32.5 元，稅率為 32.5%，與個人稅最高稅率 40% 相較，個人稅稅率與公司稅稅率差距由 15% 變成 7.5%，還是可能有為高稅率的大股東節稅的可能。

本次稅改，營所稅稅率調降為 17%，並回溯到 2010 年 1 月 1 日起適用，又再次拉大了個人稅與公司稅的差距，引發企業不配息的疑慮。若公司趨向保留盈餘而不分配股利，將使得小股東的現金股利縮水，國庫減少稅收。公司股利政策不獨影響政府稅收也影響投資人，進入股市有人期望獲得資本利得，但也有不少投資人期望獲得股利，若為大股東節稅而減發股利，對廣大的投資人造成影響。這個疑慮轉化為本研究之動機，關於本次稅改對公司股利政策可能

的影響進行剖析，我國有關股利政策與租稅的文獻，大部分都在探討兩稅合一後的股利政策，關於本次稅改對公司股利政策影響之相關實證相對有限，本研究可填補這方面文獻之不足。以下臚列本研究之目的：

- (1) 檢驗本次租稅制度改變對公司股利政策之影響。
- (2) 探討本次租稅制度改變前、後，大股東持股率不同公司之股利政策的變化。

在說明本研究之研究動機與目的後，第二節就租稅與股利政策之相關理論進行回顧；第三節說明研究設計，包括研究假說及研究模型與變數定義；第四節則描述研究樣本；第五節為研究結果與討論；第六節為本文結論與研究意涵。

貳、租稅與股利政策之相關理論

股利政策為公司理財領域之重要一環，不僅攸關投資者之權益，盈餘之發放或予以保留，也間接與公司內部之投資決策、資金成本、資本結構等互為關聯影響。股利政策之相關理論大致可分為六種，即 MM 股利無關理論、一鳥在手理論、顧客效果理論、股利訊息理論、稅率差異理論以及代理成本理論等。在本節中，主要介紹與稅有關的股利相關理論，即股利的顧客效果假說 (Clientele Effect Hypothesis) 與稅率差異理論 (Tax Differential Theory)，分別由 Miller and Modigliani (1961) 及 Farrar and Selwyn (1967) 所提出。

Miller and Modigliani (1961) 認為在現實不完美的資本市場下，投資人所獲得之股利必須繳稅，且稅率因人而異，過高的現金股利收入對高稅率的人不利，因此投資人可能會對發放不同金額股利的股票有不同偏好，這就是所謂的「股利顧客效果」。造成股利顧客效果的原因牽涉到投資人的個人喜好，並無法作一全面性的驗證，然而稅負的考量乃是最重要的因素。

關於稅對股利政策影響之實證研究基本上可分為兩個領域：由於股利的稅率大於資本利得之稅率，藉由探討是否個人稅率高的投資人偏好低股利收益率的股票來驗證股利之顧客效果，如 Pettit (1977) 以 1964 年至 1970 年間 914 位投資人的資料進行研究，結果顯示投資人愈年輕、所得愈高以及資本利得稅與所得稅間的稅率差距愈大，其所投資股票的股利殖利率愈低，因此支持顧客效果之存在。然而，Lewellen, Stanley, Lease and Schlarbaum (1978) 利用與 Pettit (1977) 相同資料來源的樣本，以股利收益率為應變數，不同的投資人特徵為自變數，進行多元迴歸分析，雖然稅率變數與股利收益率呈統計上顯著的負相關，但因結果指出當投資人之邊際稅率增加 10% 時，只造成 0.1% 股利收益率之下降，故顧客效果僅獲得薄弱的支持。另外，尚有不少國外研究探討股東對於現金股利及股票購回之偏好，Michaely and Vila (1995) , Perez - Gonzalez (2003) 均指出，因為現金股利所課稅率高於資本利得稅，因而導致美國股票購回的成長；Auerbach, Burman and Siegel (2000) 發現公司經理人會

偏好使用股票購回。美國在 2003 年調降稅率後，使用現金股利的公司增加，減稅後的幾年，許多公司減少使用股票購回的方式，顯然，稅負對於支付政策上有顯著之影響（Brown, Liang and Weisbenner 2007）。另一個領域則透過股股票除息日之股價反應來探討股利稅對於股票市場價值的影響。Elton and Gruber (1970) 發現高稅率的股東較偏好股利發放較少的股票，而低稅率的股東則較偏好股利發放較多的股票，證實了除息日前後的投資人買賣股票行為確實受租稅負擔所影響，因此其發現可視為驗證了顧客效果假說，即投資人會依據其所喜好的股利政策進行投資。

Farrar and Selwyn (1967) 提出稅率差異理論，該理論以部分均衡分析法，在投資人追求最大稅後淨利之下，將公司稅與個人稅列入考慮範圍，其主張如果股利的稅率比資本利得稅率高時，則投資人可能希望公司少支付股利，而將較多的盈餘保留下來做為再投資之用。根據該理論，在股利所得之稅率比資本利得稅率高的情況下，公司只有採取低股利支付率的政策時，才有可能使股票價值上升。然而，Miller and Scholes (1978, 1982) 則認為股利所得中很大一部分可透過避稅的方法而將股利的稅負加以規避，因此若個人或機構投資人可以成功地減少租稅負擔，那麼，稅對股利政策的影響將會很小。

Hubbard and Michaely (1997) 檢測美國 1986 年稅法改制（股利稅率改變）是否造成股東對於現金股利相對於股票股利有較高的評價；其實證結果發現在 1985 年至 1986 年間，在公司支付等值的股利下，收到現金股利的股票其股票價值較收到股票股利者為高，與租稅效果假說一致。但在 1987 年至 1989 年間卻與稅率改變前（1982 年至 1984 年）相同，其現金股利並無較高的股票價值，與租稅效果假說相違。作者認為稅制改變對於現金股利或是股票股利的影響僅在稅制改變短期間有股價變動，當期間拉長便無影響了。

許文欣（2009）探討 2003 年美國新公布「就業及成長減稅調和法案」對公司股利政策之影響，其研究結果發現 2003 年之美國減稅法案，確實有增加公司發放股利之誘因。由上述美國的經驗可知，稅改的確會影響支付政策。

國內研究租稅制度改變對股利政策之影響，集中在探討 1998 年的兩稅合一制後的股利政策（盧育仕，2000、黃瑞靜、徐守德與廖四郎，2001、汪瑞芝與陳明進，2004、洪榮華、曾子耘與林聖傑，2006）。

盧育仕（2000）探討兩稅合一實施後上市公司是否會多發放現金股利及盈餘配股，其證實了稅額扣抵比率與現金股利及盈餘配股的發放有顯著的正相關，稅額扣抵比率愈高的公司，為了使股東獲得更多扣抵個人綜合所得稅的權利，因而股利發放率會愈高。黃瑞靜等（2001）探討兩稅合一制對公司價值及股利政策的影響，作者採用最適動態資本結構模型，其模擬結果顯示：兩稅合一前，股利支付率愈低，則其公司價值愈高，但兩稅合一後則相反，股利支付率愈高，其公司價值愈高。汪瑞芝與陳明進（2004）的實證結果發現，兩稅合

一後，現金股利發放率較實施前增加，但原因可能是受平衡股利政策推行的影響；而盈餘配股發放率減少，可能是受到平衡股利政策推行及股票股利緩課取消的影響。洪榮華等（2006）探討股東稅負壓力不同的公司，兩稅合一後其股利政策的調整是否有所不同，實證結果顯示，股東稅負壓力最大的公司群組，兩稅合一實施後，其股利政策的調整是最明顯的，這隱含了公司在制定股利政策時會考量其股東的稅負壓力。上述結果顯示，股東稅負的考量乃是股利政策的影響因素之一。

近年來與本文較為相近的研究，如：林靖傑與李文智（2016）探討調降營所稅率後，是否造成公司為規避股東個人綜合所得稅，減少發放股利，而保留公司盈餘。研究結果顯示，不論以總股利發放率、盈餘配股發放率、或現金股利發放率衡量，公司於調降營所稅率後皆顯著減少股利發放率。此外，作者進一步發現，股利發放穩定的公司，其總股利發放率不因是否調降營所稅率而有所不同，但盈餘配股與現金股利具替代效果。本研究與之不同之處，在於探討營所稅稅率調降與產業創新條例實施後，個人綜合所得稅稅率與公司營利事業所得稅稅率，兩者間之差距擴大，是否對大股東持股率不同公司之股利政策，產生顯著影響。

參、研究設計

一、研究假說

謝明樹（1999）探討政府因應不同經濟環境及政策目的所實施之租稅制度是否會影響我國公司股利支付決策，其研究結果顯示，政府在不同期間實施不同的租稅制度會使得公司股利決策產生變動。本次稅改，營利事業所得稅稅率調降為 17%，這意味著公司有較多資金可供使用，加上未分配盈餘加徵 10% 的規定仍然存在的情況下，公司可能會多發放股利；但本次稅改，租稅優惠限縮為研究發展支出投資抵減乙項（產業創新條例第十條），公司若投資非研發項目，則不能享有過去在促進產業升級條例下之各項優惠，企業租稅減免的優惠將會減少，抵銷了公司有較多資金可供使用的好處，有可能排擠掉股利之發放。

我國採兩稅合一的機制，目前之資本利得所得（即證券交易所得）仍屬停徵階段，亦即稅率為 0%；而股利收入於個人階段則須併計於個人之綜合所得並以 5%~40% 之稅率予以核課。立法院於 2014 年 5 月 16 日通過所得稅法修正案，自 2015 年 1 月 1 日起，本國個人股東以獲配股利總額所含可扣抵稅額之「半數」抵減其綜合所得稅。同時也將個人綜合所得稅新增所得淨額超過一千萬者適用 45% 的邊際稅率，透過此「財政健全方案」，期能減少稅收的流失並符合社會對所得分配不均的改革要求。但因此項調整，不在本研究期間之內，故本文仍然以個人最高稅率 40% 來說明。



世界上實施兩稅合一的國家，個人和企業的所得稅率都很接近，如：芬蘭和挪威，個人稅與公司稅，兩稅稅率相等；馬來西亞個人稅高於公司稅 1%。因此，我國於實施兩稅合一制之初，為避免改制之衝擊過大，以未分配盈餘加徵 10% 之方式替代營利事業所得稅調高，縮小其與綜合所得稅最高邊際稅率之差距，降低公司保留過多盈餘的誘因。但本次稅改，調降企業營所稅稅率至 17%，而個人稅最高稅率為 40%，更加拉大了個人稅和企業稅間之差距，在個人稅高、企業稅低的情形下，可能使得企業選擇以保留盈餘不分配來達到大股東個人稅負降低的效果。

假設若公司稅前賺 100 元，營所稅 17% 時，公司所得稅為 17 元，假設不分配，應課未分配盈餘稅 8.3 元（暫不考慮提法定公積等之影響），故在經常性不分配情形下，該 100 元之營利所得，股東僅負擔 25.3 元之稅負。若分配股東而不繳未分配盈餘稅，則股東將申報 100 元之股利所得，在股東適用綜所稅稅率為 40% 之情形下，綜所稅負為 40 元，故尚需補 23 元之綜所稅。由於不分配與分配間之稅負將有 14.7 元之差距，比原來 7.5 元之差距擴大，故調降營所稅稅率會引發企業不配息之原因即在於此。表 1 列示了營所稅稅率調整前後，保留盈餘不分配與分配間稅負差距之比較。兩稅稅率差距過大（綜合所得稅稅率過高，而營利事業所得稅稅率過低），易扭曲企業在股利、盈餘上之分配政策外，也可能造成賺取薪資所得的受雇者轉換身份為自我雇用（self-employer）的營利事業，以規避稅負（財政部，2017）。

表 1 保留盈餘不分配與分配間之稅負差距

	營所稅稅率調整前	營所稅稅率調整後
營所稅稅率	25%	17%
營所稅	$100 \times 25\% = 25$	$100 \times 17\% = 17$
保留盈餘稅率 10%	$(100-25) \times 10\% = 7.5$	$(100-17) \times 10\% = 8.3$
合計	32.5	25.3
個人最高稅率 40%	40	40
保留盈餘不分配與分配間 之稅負差距	7.5	14.7

註：我國在 104 年，增加了綜合所得稅新的最高稅率層級（稅率達 45%），不在研究期間之內，故本文以個人最高稅率 40% 來說明。若以最高稅率 45% 來計算，則保留盈餘不分配與分配間之稅負差距將擴大至 19.7%。

根據財政資訊中心統計，以 2006 年為例，全國申報的股利所得金額為 5,873 億，應納稅額 847 億，占全部個人綜合所得稅收 2,767 億中的 30.6%，比重很高。其中，所得淨額在 372 萬以上、適用稅率 40% 的高所得者級距中，股利所得稅占全部稅額的 55.27%，薪資所得稅才占 30%，所以如果企業保留盈餘不分配，繳 40% 級距的高所得者受惠最大。Perez – Gonzalez

(2003)指出公司的大股東可能因為稅負偏好而改變公司的股利政策。Barclay, Holderness and Sheehan (2009)的研究發現，存在大股東的公司有 68% 不支付現金股利，以規避大股東之稅負。公司的大股東雖然無法扮演 CEO 的角色，可是他們往往是公司的董事或是具有一定的影響力，這些人理所當然有稅負偏好，希望自己可以在支付政策上有稅負優惠，而其中的某些人也具有真正可以干涉支付政策的權力。根據證交所統計，2008 年上市上櫃公司發放現金股利高達 1 兆元，營所稅稅率調降至 17%，可能將引誘企業保留盈餘不分配股利，使得小股東的股利縮水。

由以上說明，本次稅改營利事業所得稅稅率調降為 17%，可能有利公司多發放股利；但本次稅改，產業創新條例刪除五年免稅與限縮投資抵減之相關租稅優惠措施，僅保留投資於「研發支出」乙項，租稅獎勵大幅減少會使資本的使用成本上升，有可能削弱企業投資的誘因，對企業投資意願造成不利的影響外，故抵銷了營利事業所得稅稅率調降為 17%，公司有較多資金可供使用的好處，因此也可能排擠掉股利之發放。營所稅稅率調降與產業創新條例實施，兩者對股利政策有相反作用，故本研究提出以下假說：

H1：在其他條件不變下，營所稅稅率調降與產業創新條例實施，會影響公司的股利政策。

由上述說明可知，大股東對股利政策具有影響力，故大股東持股率不同的公司，其股利政策可能會有所不同，本研究設立以下待驗證假說：

H2-1：本次稅改前，大股東持股率不同公司之股利政策不同。

H2-2：本次稅改後，大股東持股率不同公司之股利政策不同。

H2-3：本次稅改對大股東持股率不同公司之股利政策的影響不同。

二、研究模型與變數定義

本研究第一個研究目的為探討產業創新條例上路與營所稅稅率調降對股利政策之影響，實證模型如方程式 (1) 所示：

$$div_{i,t} = c + \alpha_1 taxdummy_t + \alpha_2 profit_{i,t} + \alpha_3 growth_{i,t} + \alpha_4 size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

i 代表公司，*t* 代表年度，*c* 為截距項，*ε_{i,t}* 為殘差項。*Div* 為股利支付率，*taxdummy* 為租稅制度改變之虛擬變數，*profit* 為獲利性，*growth* 為未來成長性，*size* 為公司規模。若 *taxdummy* 的係數顯著為正，表示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率上升；若 *taxdummy* 的係數顯著為負，表示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率下降。茲將上述模型中變數之操作性定義列示於下：

(1) 股利支付率 (*div*)：

$$\text{股利支付率} (div) = (\text{每股現金股利} + \text{每股盈餘轉增資股票股利}) / \text{每}$$

股盈餘。

- (2) 租稅制度改變虛擬變數 (*taxdummy*)：產業創新條例上路與營所稅稅率調降前設為 0，之後設為 1。
- (3) 獲利性 (*profit*)：Fama 與 French (2001) 對發放股利之公司做深入之討論，試圖找出發放股利公司其特徵與類型，其發現獲利能力大小會影響公司股利發放之決策。同樣的，Jensen, Solberg and Zorn (1992), Chen 與 Steiner (1999) 均認為，獲利性較高的公司會有較高的股利支付率。本研究參考 Jensen et al. (1992), Crutchley et al. (1999) 之研究，將資產報酬率做為獲利性指標，將其定義如下：獲利性 = [本期淨利 + 利息費用 (1 - 稅率)] / 平均資產總額。
- (4) 未來成長 (*growth*)：Myers 與 Majluf (1984) 為探討公司股利發放之因素，發表了剩餘股利假說 (Residual Dividend Theory)，提到投資機會較多的公司，較不會發放股利。Rozeff (1982), Alli, Khan and Ramirez (1993), Crutchley et al. (1999) 均指出，成長率高的公司有較多投資機會，因而需要較多的資金，故股利支付率較低。Smith and Watts (1992) 認為成長機會高的公司，較有資訊不對稱的問題存在，因此，依據融資順位理論，成長率較高的公司資訊不對稱問題較嚴重，故應該採較低的股利支付率。但若由訊息理論來解釋股利與成長之關連，則認為成長率較高的公司資訊不對稱的問題較嚴重，因此應該採較高的股利支付率，以傳遞好消息給外部投資人。Fama and French (2001) 的研究亦指出投資機會大小會影響公司股利發放之決策。本研究將 Tobin's Q 做為成長之衡量指標。根據定義，Tobin's Q 等於資產的市值除以資產的重置成本，然而，資產的重置成本衡量不易，因此，本研究以市值對帳面值的比率替代 Tobin's Q，做為公司未來成長機會的代理變數，此種方式，廣為先前文獻所採用 (Kaplan and Zingales 1997 ; Cleary 1999 ; Charlton, Lancaster and Stevens 2002)。
- (5) 公司規模 (*size*)：Alli et al. (1993) 認為，規模較大的公司對於風險之承擔能力高於規模較小的公司，故較容易從資本市場中取得資金，相對的較不需要依賴內部產生的資金，因此規模較大的公司可能會多發放股利。Crutchley and Hansen (1989) 及 Adedeji (1998) 均發現，公司規模越大，所發放的股利亦越高。Fama and French (2001) 亦發現公司規模大小會影響公司股利發放的決策。本研究並參考 Adedeji (1998), Chen and Steiner (1999) 之研究，將公司規模定義為 \ln (資產總額)。

本研究第二個目的在於探討產業創新條例上路與營所稅稅率調降前、後，大股東持股比率不同公司的股利政策是否有所不同？以及探討大股東持股比率較高與低兩群組，稅改前、後股利政策之變化是否相同。實證模型如方程式



(2) 所示：

$$div_{i,t} = c + \alpha_1 hblockholder_{i,t} + \alpha_2 hblockholder_{i,t} \times taxdummy_t + \alpha_3 lblockholder_{i,t} + \alpha_4 lblockholder_{i,t} \times taxdummy_t + \alpha_5 profit_{i,t} + \alpha_6 growth_{i,t} + \alpha_7 size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，*hblockholder* 表示大股東持股率較高之公司，*lblockholder* 表示大股東持股率較低之公司，大股東持股率之定義為：百分之十以上大股東持股數/年底流通在外股數，並將樣本按大股東持股率 2007 ~ 2011 平均數由小至大排列。

由於具有百分之十以上大股東持股的公司較少，故以沒有百分之十以上大股東持股的公司為大股東持股率較低之公司群組（*lblockholder* 群組）；具有百分之十以上大股東持股的公司為大股東持股率較高之公司群組（*hblockholder* 群組）。*hblockholder* 群組的平均數為 12.02%，標準差為 12.88；*lblockholder* 群組的平均數為 0，標準差為 0，兩群平均數差異達到 1% 的顯著水準（*t* 值為 49.42）。其餘變數同方程式（1）。

針對方程式（2），本研究將進行三項係數之 Wald test 檢定，一、檢定稅改前，大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利支付率之差異，即檢定 *hblockholder* 的係數 (α_1) 與 *lblockholder* 之係數 (α_3) 是否相等，以檢定假說二之一；二、檢定稅改後，大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利支付率之差異，即檢定 *hblockholder* 與 *hblockholder* \times *taxdummy* 的係數和 ($\alpha_1 + \alpha_2$) 與 *lblockholder* 與 *lblockholder* \times *taxdummy* 之係數和 ($\alpha_3 + \alpha_4$) 是否相等，以檢定假說二之二；三、檢定大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司在本次稅改前、後，其股利支付率變化差異之比較，即檢定 *hblockholder* \times *taxdummy* 的係數 (α_2) 與 *lblockholder* \times *taxdummy* 之係數 (α_4) 是否相等，以檢定假說二之三，即檢定本次稅改對大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利政策之影響是否具有顯著差異。

肆、研究樣本

本研究以 2009 年底促進產業升級條例落日及營所稅稅率調降後的租稅環境變化為基準，探討本次稅改對股利政策之影響。故以稅改前、後之期間（2007 年到 2011 年）做為本研究之樣本期間。研究對象為台灣證券交易所之上上市公司。變數資料來源取自於台灣經濟新報資料庫，其中大股東持股的資料來自於 TEJ company，其餘變數來自於 TEJ finance。經對照兩個資料庫並刪除資料不全的樣本後，共選取 705 家之上市公司做為研究樣本。



伍、研究結果與討論

一、敘述統計分析

表 2 列示了大股東持股比率高、低群組各研究變數在稅改前、後的平均數，以初步檢視其在稅改前、後之變化。

表 2 顯示，在稅改前的期間，大股東持股率較高的群組，其股利支付率低於大股東持股率較低的群組，但兩者差異未達到 10% 的顯著水準；由此數據可知，在稅改前，我國企業股利政策的制定有為大股東規避個人稅負的現象，但不顯著。在稅改後的期間，大股東持股率較高的群組，相較於大股東持股率較低的群組而言，其股利支付率仍然低於大股東持股率較低的群組，但未達到 10% 的顯著水準；此意味在本次稅改之後，我國企業在制定股利政策時，還是存在為大股東規避個人稅負的現象，但不顯著。

若再由股利的型態來看，表 2 顯示，在稅改前的期間，大股東持股率較高的群組，相較於大股東持股率較低的群組而言，其現金股利支付率較低；在股票股利支付率上，大股東持股率較高的群組，相較於大股東持股率較低的群組而言，其股票股利支付率較高。在稅改後的期間，大股東持股率較高的群組，相較於大股東持股率較低的群組而言，其現金股利支付率較低，兩者差異達到 1% 的顯著水準；大股東持股率較高的群組，相較於大股東持股率較低的群組而言，其股票股利支付率較高，兩者差異達到 5% 的顯著水準。



表 2 大股東持股比率高、低群組平均數之比較

變數	稅改前期間			稅改後期間		
	大股東 持股比 率較高 之群組	大股東 持股比 率較低 之群組	群組差異 (t 值)	大股東 持股比 率較高 之群組	大股東 持股比 率較低 之群組	群組差異 (t 值)
股利支付率 (div)	0.5013	0.6353	-0.1340 (-1.007)	0.5343	0.5992	-0.0628 (-1.591)
現金股利支 付率 (cashdiv)	0.3881	0.5385	-0.1503 (-1.132)	0.4113	0.5219	-0.1103*** (-2.932)
股票股利支 付率 (stockdiv)	0.1131	0.0968	0.0163 (1.244)	0.1230	0.0755	0.0475** (2.241)
獲利性 (profit)	0.0288	0.0482	-0.0194 (-0.273)	0.0404	0.0521	-0.0117* (-1.797)
未來成長 (growth)	1.3510	1.3633	0.0123*** (-3.999)	1.3861	1.3303	0.0558 (1.291)
公司規模 (size)	15.6214	15.9513	-0.3299*** (-3.238)	15.7082	16.0799	-0.3717*** (-3.313)

註：***、**、*表示分別達到 1%、5% 及 10% 之顯著水準。

由稅負的觀點，我國現行所得稅法對於現金股利係全額列入個人營利所得中，對於盈餘配股僅按面額（10 元）課稅，將來股東若將股票出售，出售價格超過面額部分屬於證券交易所得停徵，因此股東所配發的盈餘配股將產生隱含利益（鄧佳文，2012），公司有增加發放盈餘配股的誘因。

不論在稅改前或是稅改後，大股東持股率較高的群組，相較於大股東持股率較低的群組而言，均維持較低的現金股利支付率與較高的股票股利支付率，此顯示，大股東持股率較高的群組，公司有增加發放盈餘配股以為大股東規避稅負的誘因。

在獲利性及公司規模上，稅改後兩群組均上升；在未來成長方面，大股東

持股比率較高之群組，在稅改後的期間增加，而大股東持股比率較低之群組，在稅改後的期間則是減少。

二、實證結果

1. 全體樣本

表 3 為全體樣本方程式 (1) 的實證結果，目的在於探討本次租稅制度改變對公司股利政策之影響。Panel A 為普通最小平方法 (OLS) 的實證結果，而 Panel B 為 panel data with fixed effect model，控制公司效果後的實證結果。

表 3 實證結果 - 全體樣本

Panel A: OLS		Panel B: Panel data with fixed effect		
Variables	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic
c	0.1465	2.94***	0.9262	12.59***
taxdummy	-0.0175	-1.96**	-0.0030	-1.74*
profit	1.7094	30.51***	0.0295	2.57**
growth	-0.0171	-2.72***	-0.0171	-4.92***
size	0.023	7.66***	-0.0193	-4.19***
A-R ²	0.26		0.97	

註：1. 應變數：股利支付率 (div)；自變數：租稅制度改變虛擬變數 (taxdummy)；獲利性 (profit)；未來成長 (growth)；公司規模 (size)。

2. ***、**、*表示分別達到 1%、5% 及 10% 之顯著水準。

3. c 為截距項。

4. Panel B 中公司效果未顯示於表內。

在 Panel A 中，taxdummy 的係數為負，表示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率下降，並達到 5% 的顯著水準，故假說一獲得實證。在 Panel B 中，taxdummy 的係數為負，表示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率下降，並達到 10% 的顯著水準，與普通最小平方法的結果相同。本研究實證結果顯示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率下降，與林靖傑與李文智 (2016) 的研究結果一致。

本次稅改，營利事業所得稅稅率調降為 17%，這使得公司有較多資金可供使用，加上未分配盈餘加徵 10% 的規定仍然存在的情況下，公司可能會多發放股利；但本次稅改，租稅優惠限縮為研究發展支出投資抵減乙項，公司若投資非研發項目，則不能享有過去在促進產業升級條例下之各項優惠，企業租稅減免的優惠將會減少，抵銷了公司有較多資金可供使用的好處，有可能排擠掉股利之發放。實證結果顯示稅改後公司總股利發放率減少，可能是刪除租稅優惠之影響大於調降營利事業所得稅稅率之影響所致。另一方面，本次稅改後，

公司稅與個人稅稅率差距變大，也提供了誘因，使公司減少股利之發放。

2. 分群比較

表 4 Panel A 為方程式 (2) 的實證結果，探討本次稅改前、後，大股東持股比率不同公司的股利政策是否有所不同，以及本次稅改對大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利政策之影響是否具有顯著差異。

hblockholder 的係數 (α_1) 為 0.1394 (達 1% 之顯著水準)，*lblockholder* 之係數 (α_3) 為 0.1926 (達 1% 之顯著水準)，以 Wald Test 檢定 *hblockholder* 的係數 (α_1) 與 *lblockholder* 之係數 (α_3) 是否相等，結果達到 1% 的顯著水準，表示稅改前，大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利支付率有顯著之差異，稅改前大股東持股率較低的公司股利支付率顯著高於大股東持股率較高的公司，故假說二之一：本次稅改前，大股東持股率不同公司之股利政策不同，獲得實證之支持。此一研究結果表示，稅改前，大股東持股率較高的公司可能欲為大股東避稅而少發放股利。

hblockholder 與 *hblockholder* \times *taxdummy* 的係數和 ($\alpha_1 + \alpha_2$) 為 0.1352，*lblockholder* 與 *lblockholder* \times *taxdummy* 之係數和 ($\alpha_3 + \alpha_4$) 為 0.1731，以 Wald Test 檢定 *hblockholder* 與 *hblockholder* \times *taxdummy* 的係數和 ($\alpha_1 + \alpha_2$) 與 *lblockholder* 與 *lblockholder* \times *taxdummy* 之係數和 ($\alpha_3 + \alpha_4$) 是否相等，結果達到 5% 的顯著水準，表示稅改後，大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利支付率有顯著之差異，稅改後大股東持股率較高的公司股利支付率仍然顯著低於大股東持股率較低的公司，故假說二之二：本次稅改後，大股東持股率不同公司之股利政策不同，獲得實證之支持。此一研究結果顯示，大股東持股率較高的公司可能欲為大股東避稅而少發放股利的現象在稅改後仍然存在。

hblockholder \times *taxdummy* 的係數 (α_2) 為 -0.00422 (未達 10% 之顯著水準)，表示大股東持股率較高的公司本次稅改後，減少股利支付率，但不顯著；*lblockholder* \times *taxdummy* 之係數 (α_4) 為 -0.0195 (達到 10% 之顯著水準)，表示大股東持股率較低的公司本次稅改後，同樣也減少股利支付率。以上結果顯示本次租稅制度改變後，兩群組公司的股利支付率均下降，故假說一：本次租稅制度改變會使公司的股利發放減少，可獲得支持。

上述研究結果顯示本次稅改，拉大了個人稅和企業稅間之差距，確實有引發企業不配息的現象。另外，以 Wald Test 檢定 *hblockholder* \times *taxdummy* 的係數 (α_2) 與 *lblockholder* \times *taxdummy* 之係數 (α_4) 是否相等，結果未達到 10% 的顯著水準，表示大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司在本次稅改前、後，其股利支付率均減少，但兩者變化差異不顯著，此表示本次稅改對大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利政策之影響不具有顯著差異，故假說二之三：本次稅改對大股東持股率不同公司之股利

政策的影響不同，並未受到實證支持。大股東持股率較高的公司本次稅改後，減少股利支付率，但未達顯著水準，可能是因為本次稅改前，大股東持股率較高的公司其股利支付率已經較低，故本次稅改對大股東持股率較高的公司的影響並不顯著。大股東持股率較低的公司，在本次稅改後，減少股利支付率，且達到 10% 的顯著水準，這些公司雖然大股東較少，但因公司稅與個人稅之間的稅率差距加大，對這些大股東也不利，故大股東持股率較低的公司同樣也減少總股利之發放。

表 4 大股東持股比率較高之群組 VS 大股東持股比率較低之群組

Panel A：以持股百分之十以上做為大股東之定義			Panel B：以十大股東做為大股東之定義		
Variables	Coefficient	t-Statistic	Variables	Coefficient	t-Statistic
hblockholder	0.1394	2.68***	hbigten	0.1117	2.17**
hblockholder × taxdummy	-0.0042	-0.20	hbigten × taxdummy	0.0140	1.10
lblockholder	0.1926	3.77***	lbigten	0.1836	3.58***
lblockholder × taxdummy	-0.0195	-1.95*	lbigten × taxdummy	-0.0457	-3.61***
profit	1.7022	30.34***	profit	1.7328	31.08***
growth	-0.0155	-2.43**	growth	-0.0121	-1.92**
size	0.0207	6.68***	size	0.0223	7.24***
A-R ²	0.26		A-R ²	0.27	

註：1. 應變數：股利支付率 (alldiv)；自變數：租稅制度改變虛擬變數 (taxdummy)；大股東持股率較高之公司 (hblockholder)，大股東持股率較低之公司 (lblockholder)；獲利性 (profit)；未來成長 (growth)；公司規模 (size)；大股東持股率較高之公司 (hbigten)，大股東持股率較低之公司 (lbigten)。

2. ***、**、*表示分別達到 1%、5% 及 10% 之顯著水準。

三、穩健性測試

本研究以持股達百分之十以上做為大股東之定義，以此為標準的話，達到者相對而言較少，因此本研究另外以十大股東的持股比率做為大股東之定義，原方程式 (2) 中的 *hblockholder* 與 *lblockholder* 分別以 *hbigten* 及 *lbigten* 取代，*hbigten* 為大股東持股率較高的公司，而 *lbigten* 為大股東持股率較低的公司。*hbigten* 群組的平均數為 27.59%，標準差為 10.69；*lbigten* 群組的平均數為 12.07%，標準差為 5.73，兩群平均數差異達到 1% 的顯著水準 (t 值為 53.70)。

所得之研究結果列示於表 4 之 Panel B。*hbigten* 的係數 (α_1) 為 0.1117 (達到 5% 之顯著水準)，*lbigten* 之係數 (α_3) 為 0.1836 (達到 1% 之顯著水準)，以 Wald Test 檢定 *hbigten* 的係數 (α_1) 與 *lbigten* 之係數 (α_3) 是

否相等，結果達到 1% 的顯著水準，表示稅改前，大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利支付率有顯著之差異，稅改前大股東持股率較低的公司股利支付率顯著高於大股東持股率較高的公司，故假說二之一：本次稅改前，大股東持股率不同公司之股利政策不同，獲得實證之支持。

hbigten 與 *hbigten × taxdummy* 的係數和 $(\alpha_1 + \alpha_2)$ 為 0.1257，*lbigten* 與 *lbigten × taxdummy* 之係數和 $(\alpha_3 + \alpha_4)$ 為 0.1379，以 Wald Test 檢定 *hbigten* 與 *hbigten × taxdummy* 的係數和 $(\alpha_1 + \alpha_2)$ 與 *lbigten* 與 *lbigten × taxdummy* 之係數和 $(\alpha_3 + \alpha_4)$ 是否相等，結果未達到 10% 的顯著水準，表示稅改後，大股東持股率較高的公司股利支付率仍然低於大股東持股率較低的公司，故大股東持股率較高的公司可能因為欲為大股東避稅而少發放股利的現象仍然存在，但並不顯著，故假說二之二：本次稅改後，大股東持股率不同公司之股利政策不同，雖與本文預期的方向一致，但未達到 10% 的顯著水準。

hbigten × taxdummy 的係數 (α_2) 為 0.0140（未達 10% 之顯著水準），表示大股東持股率較高的公司本次稅改後，增加股利支付率，但不顯著；*lbigten × taxdummy* 之係數 (α_4) 為 -0.0457（達到 1% 之顯著水準），表示大股東持股率較低的公司本次稅改後，減少股利支付率。由以上結果可知，本次租稅制度改變後，大股東持股率較高的公司，其股利支付率較不受到影響，而大股東持股率較低的公司，其股利支付率下降。另外，以 Wald Test 檢定 *hbigten × taxdummy* 的係數 (α_2) 與 *lbigten × taxdummy* 之係數 (α_4) 是否相等，結果達到 1% 的顯著水準，表示大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司在本次稅改前、後，其股利支付率兩者變化差異顯著，此表示本次稅改對大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利政策之影響具有顯著差異，故假說二之三：本次稅改對大股東持股率不同公司之股利政策的影響不同，受到實證支持。大股東持股率較高的公司本次稅改後，增加股利支付率，但未達顯著水準，可能是因為本次稅改前，大股東持股率較高的公司其股利支付率已經較低，故本次稅改對大股東持股率較高的公司的影響並不顯著。大股東持股率較低的公司，在本次稅改後，減少股利支付率，且達到 1% 的顯著水準，這些公司雖然大股東較少，但因公司稅與個人稅之間的稅率差距加大，對這些大股東也不利，故大股東持股率較低的公司減少總股利之發放。

綜合上述之結果，若大股東改用十大股東做為操作性定義時，所得結果，與以持股達百分之十以上做為大股東定義時的結果相比，假說二之一（本次稅改前，大股東持股率不同公司之股利政策不同）一致，假說二之二（本次稅改後，大股東持股率不同公司之股利政策不同）方向一致，但並不顯著，假說二之三（本次稅改對大股東持股率不同公司之股利政策的影響不同），則由不顯著變成有顯著之差異。



陸、結論與研究意涵

我國 2010 年進行稅制改革，以產業創新條例取代促進產業升級條例，另一方面則調降營所稅稅率，本文擬探討本次租稅制度改變對公司股利政策之影響。其次，將樣本按大股東持股率分群，探討本次租稅制度改變前、後，大股東持股率不同之公司其股利政策是否不同，以及稅改前、後，兩群體股利政策的變化是否有所差異。

一、研究結論

本研究實證結果顯示本次租稅制度改變後，公司的股利支付率下降。本次稅改，營利事業所得稅稅率調降，公司有較多資金可供使用，但本次稅改，租稅優惠限縮為研究發展支出投資抵減乙項，公司若投資非研發項目，則不能享有過去在促進產業升級條例下之各項優惠，企業租稅減免的優惠將會減少，抵銷了公司有較多資金可供使用的好處，有可能排擠掉股利之發放，因此，實證結果顯示稅改後公司股利發放減少，可能是刪除租稅優惠之影響大於調降營利事業所得稅稅率之影響所致。另外，稅改之後，保留盈餘不分配與分配間之稅負差距擴大，也是股利少發的可能原因之一。

稅改前，大股東持股率較高的公司股利支付率顯著低於大股東持股率較低的公司，這表示稅改前企業選擇保留盈餘不分配以為大股東規避個人稅負的現象是存在的。

本次稅改後，大股東持股率較高的公司股利支付率仍然顯著低於大股東持股率較低的公司，因此，稅改後，我國企業選擇保留盈餘不分配以為大股東規避個人稅負的現象仍然還是存在。

本次稅改後，不論是大股東持股率較高的公司或是大股東持股率較低的公司均減少股利支付率，其中，大股東持股率較高的公司未達 10% 的顯著水準，可能是因為本次稅改前，大股東持股率較高的公司其股利支付率已經較低，故本次稅改對大股東持股率較高的公司之影響並不顯著；本次稅改對大股東持股率較低的公司的影響則達到 5% 的顯著水準，這些公司雖然大股東較少，但因公司稅與個人稅之間的稅率差距加大，對這些大股東也不利，故大股東持股率較低的公司同樣也減少總股利之發放。綜合而言，本研究發現本次稅改後，保留盈餘不分配與分配間之稅負差距擴大，的確有誘發股利少分配的現象，其中又以大股東持股率較低的公司較為顯著。

大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司在本次稅改後，股利支付率均減少，但兩者變化差異不顯著，這表示本次稅改對大股東持股率較高的公司和大股東持股率較低的公司股利政策之影響不具有顯著差異，故假說二之三：本次稅改對大股東持股率不同公司之股利政策的影響不同，並未受到實證支持。但當大股東的定義改為十大股東之後，兩者差異則為顯著。

二、研究意涵

本文以我國 2010 年的租稅環境調整為背景，以產業創新條例接續促進產業升級條例，刪除多項租稅優惠，另一方面則調降營所稅稅率，本次稅改，再次拉大公司稅稅率與個人稅稅率的差距，本文研究結果顯示，稅改後，公司的股利支付率下降。在營所稅率與綜所稅率差距擴大下，因為保留其盈餘不分配所負擔的稅負成本減低，公司確有減少發放股利，以規避個人股東高額稅負的情況。本文研究結果與國內外稅制改革研究相同，說明了稅制變動確實影響股利發放決策。

本文進一步發現本次稅改後，不論是大股東持股率較高的公司或是大股東持股率較低的公司均減少股利支付率，其中，大股東持股率較低的公司達到 5% 的顯著水準，這些公司雖然大股東較少，但因公司稅與個人稅之間的稅率差距加大，對這些公司的大股東也不利，故大股東持股率較低的公司同樣也減少總股利之發放。綜合而言，本研究發現本次稅改後，保留盈餘不分配與分配間之稅負差距擴大，的確有誘發股利少分配的現象，其中又以大股東持股率較低的公司較為顯著。

在我國目前股利併入個人綜合所得計算的情況下，個人稅稅率與公司稅稅率的差距擴大，會引發公司不分配股利。自 2015 年 1 月 1 日起，綜合所得稅的最高邊際稅率新增一級為 45%，使個人稅稅率與公司稅稅率的差距進一步擴大，故其所造成的扭曲將更形擴大，因此，更彰顯改革的必要，未來稅改應考量到公司稅與個人稅稅率差距所帶來的影響。如何縮減兩稅稅率差距，例如，將未分配盈餘需加徵營利事業所得稅的稅率提高、提高營利事業所得稅本稅的稅率以及考慮廢止綜合所得稅最高邊際稅率 45% 等，應是未來稅改可能的方向。



參考文獻

- 汪瑞芝與陳明進，2004，兩稅合一制前後上市公司股利發放之實證研究，管理學報，第 21 卷第 2 期：257-277。
- 林靖傑與李文智，2016，兩稅合一制下調降營利事業所得稅率與股利發放之研究，臺大管理論叢，第 26 卷第 3 期：35-62。
- 洪榮華、曾子耘與林聖傑，2006，從股東稅負壓力探討兩稅合一對股利政策之影響，輔仁管理評論，第 13 卷第 1 期：133-162。
- 財政部，2017，105 年度委託研究計畫「我國股利所得課稅及兩稅合一制度之檢討」（期中報告），研究單位：中華財政學會。
- 許文欣，2009，股利發放之決定因子—以美國市場為例，國立中央大學財務金融研究所碩士論文。
- 黃建興與林俊儒，2009，OECD 國家公司所得稅稅率發展趨勢與對我國之啟示，經濟研究，第 9 期：185-201。
- 黃瑞靜、徐守德與廖四郎，2001，兩稅合一對公司價值、股利政策與資本結構之影響—動態資本結構模型之應用與台灣產業的實證研究，管理評論，第 20 卷第 2 期：55-86。
- 鄧佳文，2012，營利事業所得稅調降對公司股利政策之影響，國立成功大學會計學系碩士論文。
- 盧育仕，2000，兩稅合一對我國上市公司股利政策影響之實證研究，逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文。
- 謝明樹，1999，我國租稅制度對公司股利政策之影響，淡江大學會計研究所碩士論文。
- Adedeji, A. 1998. Does the pecking order hypothesis explain the dividend payout ratios of firms in the UK ? *Journal of Business Finance and Accounting* (25) : 1127-1155.
- Alli, K. L., A. Q. Khan, and G. G. Ramirez. 1993. Determinants of corporate dividend policy : A factorial analysis. *The Financial Review* (28) : 523-546.
- Auerbach, A., L. E. Burman, and J. M. Siegel. 2000. Capital gains taxation and tax avoidance: New evidence from panel data. *Working Paper 6399, MA : Harvard University Press*.
- Barclay, M. J., C. G. Holderness, and D. P. Sheehan. 2009. Dividends and corporate shareholders. *Review of Financial Studies* (22) : 2423-2456.



- Brown, J. R., N. Liang, and S. Weisbenner. 2007. Executive financial incentives and payout policy: Firm responses to the 2003 dividend tax cut. *Journal of Finance* (62) : 1935-1965.
- Charlton, W. T., C. Lancaster and J. L. Stevens. 2002. Industry and liquidity effects in corporate investment and cash relationships. *Journal of Applied Business Research* 18 (1) : 131-142.
- Chen, C. R., T. L. Steiner. 1999. Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *The Financial Review* (34) : 119-136.
- Cleary, S. 1999. The relationship between firm investment and financial status. *Journal of Finance* 54 (2) : 673-692.
- Crutchley, C. E., R. S. Hansen. 1989. A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management* (18) : 36-46.
- Crutchley, C. E., M. R. H. Jensen, J. S. Jahera Jr., J. E. Raymond. 1999. Agency problems and the simultaneity of financial decision making the role of institutional ownership. *International Review of Financial Analysis* (8) : 177-197.
- Elton, E. J., and M. J. Gruber. 1970. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *Review of Economics and Statistics* (52) : 68-74.
- Fama, E. F., and, K. R. French. 2001. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* (60) : 3-43.
- Farrar, D., and L. Selwyn. 1967. Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Taxes Journal* (20) : 444-454.
- Hubbard, J., and R. Michaely. 1997. Do investors ignore dividend taxation? A reexamination of the citizens utilities case. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 (1) : 117-135
- Jensen, G. R., D. P. Solberg, and T. S. Zorn. 1992. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (27) : 247-263.
- Kaplan, S. N., and L. Zingales. 1997. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics* 112 (1) : 169-215.



- Lewellen, W. G., K. L. Stanley, R. C. Lease, and G. G. Schlarbaum. 1978. Some direct evidence on the dividend clientele phenomenon. *Journal of Finance* (33) : 1385-1399.
- Michaely, R., and J. L. Vila. 1995. Investors' heterogeneity, prices and volume around the ex-dividend day. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (30) : 171-198.
- Miller, M. H., and M. S. Scholes. 1978. Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics* (6) : 333-364.
- Miller, M. H., and M. S. Scholes. 1982. Dividends and taxes: Some empirical evidence. *Journal of Political Economy* (90) : 1118-1141.
- Miller, M. H., and F. Modigliani. 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business* (34) : 411-433.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13 (2) : 187-221.
- Perez-Gonzalez, F. 2003. Large shareholders and dividends: Evidence from U.S. tax reforms. *Working Paper, Columbia University*.
- Pettit, R. R. 1977. Taxes, transactions costs and the clientele effect of dividends. *Journal of Financial Economics* (5) : 419-436.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, beta and agency cost as determinants of payout ratios. *Journal of Financial Research* (5) : 249-259.
- Smith, C. W., and R. L. Watts. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* (32) : 263-292.

