

股東可扣抵稅額減半對股利政策之影響

王蘭芬·張仲岳·楊麗菊*

(收稿日期：105 年 06 月 07 日；第一次修正：105 年 12 月 19 日；
接受刊登：106 年 01 月 06 日)

摘要

2014 年 5 月 16 日所得稅法修正案立法院三讀通過，並自 2015 年 1 月 1 日開始實施兩稅合一制下股東可扣抵稅額減半，並增列所得稅累進稅率最高到 45%，因此造成未來稅負增加。本研究實證結果發現：2013 年盈餘分配(股東可扣抵稅額能全額扣抵的最後一年，實際發放時點在 2014 年)的每股總股利(TD)與每股現金股利(CD)，顯著高於 2012 年之盈餘分配(實際發放時點在 2013 年)，而每股股票股利(SD)雖有略減，但未達顯著水準。若進一步將樣本分成 2014 年股東會召開日在修法通過前與後兩組，發現股東會召開日在修法前之公司，2013 年盈餘分配的每股總股利(TD)反而較 2012 年盈餘分配的每股總股利(TD)略有減少，每股現金股利(CD)則略增，但都未達顯著水準，顯示因為尚未通過所得稅法修法，其股利發放較不受修法影響。股東會召開日在修法後之公司，2013 年盈餘分配的每股總股利(TD)與每股現金股利(CD)則顯著比 2012 年盈餘分配高。至於每股股票股利(SD)不論股東會召開日在修法前或後都有略減，但均未達顯著水準。

本研究的結論可以說明我國企業會考慮投資人的租稅壓力，並以股東財富最大化為考量，來制定股利政策，尤其在總股利與現金股利部分。

關鍵詞彙：股東可扣抵稅額，減半，股利政策，現金股利，股票股利

壹·緒論

我國在 1998 年以前，營利事業之盈餘除課徵營利事業所得稅外，其稅後盈餘分配予個人時，需再課徵綜合所得稅。重複課稅的問題，成為發展資本市場的不利因素，力主「兩稅合一」的研究蔚為風潮。「兩稅合一」制度主張把對法人課徵的「營利事業所得稅」，和對自然人課徵的「綜合所得稅」合一，目的在於消除股利所得在「公司階段」與「個人股東階段」重複課徵兩次所得稅的現象。經由准許將「公司階段」公司所繳納之所得稅，在分配股利予股東時，就股利中所含的公司所得稅，得全部或部分扣抵「股東階段」之個人所得稅，如此可消除重複課稅。

* 作者簡介：王蘭芬，臺北大學會計學系副教授，apple@gm.ntpu.edu.tw；張仲岳，臺北大學會計學系教授；楊麗菊，泰藝電子股份有限公司財會部協理。

1998 年 1 月 1 日，我國終於通過開始實施所得稅「兩稅合一」制，使得公司在將稅後盈餘配發股利予自然人股東時，得以「完全設算扣抵法」將公司階段所繳納的營利事業所得稅額，全部扣抵股東階段的綜合所得稅。實施「兩稅合一」的結果實證發現，公司的股利政策確實受到影響(汪瑞芝、陳明進，2004；李俊男，2007；洪榮華等，2006；馬孝璿，1999；黃智群，2002；黃瑞靜等，2001)。到了 2010 年為讓我國在亞洲國家的招商競爭中更具優勢，並有效降低所有企業的租稅負擔，改善過去高科技業者與中小企業及傳統產業租稅負擔不一致的情形，5 月底立法院三讀通過所得稅法部分條文修正案，自 2010 年起企業的營所稅率由 25% 降為 17%，公司可以享受到減稅的好處，但相對可扣抵稅額比率跟著降低，實證發現公司的股利政策確實也受到影響(陳正芳，2013；鄧佳文，2012)。

「兩稅合一」之目的，在於促進投資以帶動經濟成長，其本質為對投資所得的租稅優惠。惟經研究及實證分析，對我國投資並無顯著影響，反而發現高所得者受益較多，擴大所得分配差距，造成所得分配愈不公平(羅光達等，2014)。並且在稅率降低(至 17%)的同時未能有效擴大稅基，使得政府稅收損失擴大，造成財政赤字問題日益嚴重。為籌措財源支應施政需求、維護國家財政健全，及改善所得分配、縮小貧富差距等重大公益，財政部參考國際稅制改革趨勢並衡酌我國經濟財政狀況，修正現行兩稅合一設算扣抵制度。「所得稅法」部分條文修正案於 2014 年 5 月 16 日經立法院三讀通過，並於 2014 年 6 月 4 日經總統公布。主要修正內容包括修正兩稅合一「完全設算扣抵制」為「部分設算扣抵制」、修正綜合所得稅稅率結構及相關配套措施，以達量能課稅及適度縮小貧富差距目標。其中有關股東獲配股利或盈餘之可扣抵稅額計算等盈餘分配事項，自 2015 年 1 月 1 日施行；換言之，2014 年盈餘在 2015 年分配時就須適用新制，股東獲配股利總額所含可扣抵稅額由全額扣抵改為減半扣抵，同時增加綜合所得淨額超過一千萬元者課 45% 之累進稅率。此次所得稅法之修正，對營利事業及個人之未來稅負影響甚大，尤其是公司的大股東，稅負增加甚多。

本研究認為公司會對 2013 年的盈餘分配(股東可扣抵稅額可以全額扣抵的最後一年，發放時點在 2014 年)加碼分配股利予股東，讓股東能夠享有可扣抵稅額全額扣抵的效益。因此本研究擬探討，在確定通過新修正之可扣抵稅額減半制度下，企業是否會利用最後一次可全額扣抵的機會提高發放股利給股東，而使公司 2013 年的盈餘分配政策(發放時點在 2014 年)與前一年(2012 年)

之盈餘分配政策(發放時點在 2013 年)產生顯著差異? 現金股利及股票股利的發放是否會產生不同的變化?

本研究採用多元迴歸分析, 以公司每股總股利(TD)、每股現金股利(CD)及每股股票股利(SD)為應變數。全額扣抵最後一年(YEAR)及 YEAR 與 EPS 交乘項(YEAR*EPS)為主要研究變數, 以檢視可全額扣抵的最後一年(2013 年)盈餘分配, 在股利發放水準(level)或每股盈餘的股利發放傾向(slope)是否與前一年(2012 年)盈餘分配的股利發放有所不同, 並對公司相關特性之變數(如獲利能力(EPS)、股東可扣抵稅額比率(ITC)等)加以控制。實證結果發現: 2013 年盈餘分配的每股總股利(TD)與每股現金股利(CD)顯著高於 2012 年盈餘分配的每股總股利與每股現金股利, 而每股股票股利(SD)部分, 雖較 2012 年略減, 與本研究預期方向一致, 但未達顯著水準。

本文後續結構如下: 第貳節探討股利政策及兩稅合一之相關文獻。第參節研究方法, 從建立研究假說、定義研究模型、變數衡量, 到資料來源及樣本選取。第肆節實證結果, 包含樣本敘述統計量、相關係數、多元迴歸分析及敏感性分析之結果。最後第五節則為結論。

貳·文獻探討

一、股利政策

關於公司股利政策的理論和假說有很多, 主要包括下列六種: (一) 股利政策無關論 (Modigliani & Miller, 1958), (二) 顧客效果理論 (Miller & Modigliani, 1961), (三) 一鳥在手理論 (Gordon, 1963; Lintner, 1956), (四) 稅負偏好理論 (Farrar & Selwyn, 1967), (五) 代理理論 (Jensen & Meckling, 1976), (六) 信號發射理論 (Miller & Rock, 1985)。其中與稅負有關的有顧客效果理論 (Clientele Effect Theory) 與稅負偏好理論 (Tax Preference Theory)。

Miller & Modigliani (1961) 所提出顧客效果理論認為公司設定的股利政策會吸引特定的投資人, 前來購買該公司股票。例如低所得或喜歡當期收入的投資人, 偏好支付高股利公司的股票; 高所得或不須靠當期收入過活的投資人, 偏好支付低股利公司的股票, 企業會吸引股利收入偏好程度和企業股利發放模式一致的投資人。所以企業在決定股利政策時, 除了考慮股利金額高低外, 也會考慮股利政策前後一致性, 以避免流失原有股東, 臺灣地區的資本市場也證實存在顧客效果理論(Chang & Huang, 2009)。兩稅合一以後, 將使公司

階段所繳的營利事業所得稅，在分配給股東時可抵減個人綜合所得稅，消除重複課稅的情形。但在兩稅合一修改新制下，個人綜合所得稅因可扣抵稅額減半並增加最高 45% 的累進稅率，在公司股利分配時會造成股東租稅的負擔。依顧客效果理論而言，公司會考慮投資人的利益，並以股東財富最大化為考量，來制定股利政策。

另外 Farrar & Selwyn(1967) 提出的稅負偏好理論認為在股利所得稅率比資本利得稅率高的前提下，企業只有採低股利支付率之政策，否則投資人將自動提高支付股利公司的投資報酬率（股息殖利率）以彌補其應納稅額之影響，才有可能使股東價值達到最大。因此，不同股利政策會吸引不同稅率導向的投資人，亦即低所得之投資人會較偏好現金股利，而高所得之投資人會較偏好資本利得。此外，Ayers *et al.* (2002)、Dhaliwal *et al.* (2003)、Poterba & Summers (1984) 發現：政府如果改變股利的稅制，會影響投資人對於股利的評價，造成發放高股利的公司，由於投資人須負擔較高的個人所得稅，因此產生股利稅負的懲罰效果，亦即股利發放愈多，其股價報酬會愈低的現象。

然而，Miller & Scholes(1978) 則認為股利所得中很大一部分可透過避稅的方法，將股利稅負加以規避，因此若個人或機構投資人可以成功地減少租稅負擔，則稅負對股利政策的影響將很小。我國目前對資本所得稅（即證券交易所稅）停徵，1998 年開始實施兩稅合一，在公司階段繳納的營利事業所得稅產生股東可扣抵稅額，隨股利分配給股東時可抵減個人綜合所得稅，對未分配盈餘則加徵 10% 營利事業所得稅。2014 年通過的兩稅合一修改新制，將股東可扣抵稅額減半，對股東的稅負產生重大的變革，依據稅負偏好理論，勢必會對公司股利政策造成重大之影響。

影響股利政策的因素還有很多，Fama & Blahnik(1968) 發現美國企業的股利政策會受到經常性每股盈餘變動之影響，同時亦受到企業對未來每股盈餘預期之影響。Healy & Palepu(1988) 則針對首次發放股利的公司進行實證研究，發現公司首次發放股利的時點大都和公司稅後盈餘大幅上升的時點相當一致。這些公司在首次發放股利後的四年期間，稅後盈餘成長率平均值高達 164%，顯示公司會藉由發放現金股利釋放出「未來盈餘將持續成長」的訊息。Benartzi *et al.*(1997) 也發現不少公司預期未來每股稅後盈餘將高於過去長期平均值時，就會增加當年度股利發放水準。

Lloyd *et al.*(1985) 指出公司規模會影響公司的股利政策，規模較大的公司相對而言較容易在資本市場籌措資金，因此對內部資金的依賴度較低，所以會

支付較高的股利。Crutchley & Hansen(1989)認為，由於大公司外部融資的發行成本因規模經濟而降低，所以規模愈大的公司會以增加負債、支付愈多股利，來控制代理成本。Smith & Watts (1992)，實證指出規模較大的公司，因為其承擔風險的能力比小規模公司強，採用外部融資的成本也會較低，所以現金股利發放率會比規模小的公司還高。相反的，小規模公司會運用內部融資，減少現金股利發放，改分配股票股利，以避免外部融資時的高資金成本，這與 Myers & Majluf(1984)提出的「融資順位理論」相符合。

Deshmukh(2005)採用資產的市價對帳面價值比來衡量成長機會，而以總資產衡量公司規模，將樣本公司依獲利能力和成長機會的中位數分成四群，實證結果發現，獲利能力較強的公司，會發放較多股利；低獲利能力且低成長機會的公司比其它類型的公司支付更少的股利，以此推論財務危機較大的公司會採取低股利政策。

企業支付股利對股東有利，但對於債權人卻是不利的。Smith & Warner (1979)和 Kalay (1982)都指出為了降低公司因支付過多股利而引起的負債代理問題，許多負債契約會訂定股利發放的限制條款。除了負債契約的限制外，當公司面臨財務危機時，債權人實際與潛在的負債代理成本大幅提高，為了改善與債權人的關係，以及解決公司現金流量不足問題，即使負債契約沒有限制股利支付，經理人也會主動減少股利(DeAngelo & DeAngelo, 1990)。Jensen *et al.*(1992)發現，負債比率愈高的公司，股利發放率越低。

Rozeff(1982)以代理理論來解釋最佳股利政策的存在。他認為在不考慮稅負的情況下，公司應盡量配發股利，迫使經營管理者必須向外融資，如此一來可以使公司內部經營實況暴露在外部投資人的監督下，以減少主理人的代理成本。但相對的，公司投資需求的資金成本也會隨著外部融資的增加而提高，所以公司的股利政策就必須在外部融資資金成本與代理成本間做一權衡，最適股利發放率為代理成本與交易成本之和最低。而根據 Rozeff (1982)的實證研究顯示：參與公司經營管理的內部股東持股比例越高，代理成本就越低，而股利的發放率也偏低，即股利發放率與內部股東持股率呈現負相關，外部股東數目與股利發放率呈正相關。顯示股權分散時，小股東無法有效率監督經理人，導致較嚴重之權益代理問題。為了降低權益代理問題，股東數目較多的公司，其股東會透過要求多發股利，迫使公司外部融資，並因而引進更多的外部監督。

二、兩稅合一與股利政策

我國自 1998 年正式實施兩稅合一制之後，學術界即開始實證探討其對我國上市櫃公司股利政策之影響。馬孝璿(1999)，以「兩稅合一」實施之前一年與之後一年為樣本期間，研究股利及股價的相對變動關係，實證結果發現 1998 年度股利發放率及股利額度，皆較 1997 年明顯增加，所以稅制改變會影響公司的股利政策，當稅負減輕時，稅負對股利政策的影響力相對降低。黃瑞靜等(2001)，探討以管理者追求股東財富極大化為目標，擴充 Goldstein *et al.*(2001) 的最適動態資本結構模型，以了解兩稅合一對公司價值、股利政策及資本結構之影響。研究證實兩稅合一實施後，股利支付率會提高，且股利支付率愈高，公司價值愈高。黃智群(2002) 實證結果發現，不論兩稅合一實施前或實施後，傳統產業與高科技產業的股利政策是不同的。在兩稅合一制實施之後，現金股利支付率與總股利支付率有顯著的增加，但盈餘轉增資股票股利支付率卻有顯著的下降。至於可扣抵稅額比率，則與股利支付率呈正向關係。汪瑞芝、陳明進(2004)實證結果顯示，兩稅合一制實施後，現金股利發放率較實施前增加，但原因可能是受到健全股利政策推行的影響。而股票股利發放率則較實施前減少，可能是受到股票股利緩課取消的影響。在控制其他解釋變數後，可扣抵稅額比率與總股利發放率呈正相關，且可扣抵稅額比率愈高者，其總股利發放率、現金股利發放率及股票股利發放率皆較兩稅合一制實施前高。孫梅瑞、陳憲民(2005)探討台灣上市公司股利政策及其趨勢與公司特性的關係，發現公司獲利率愈高、公司規模愈大、負債比率愈低，愈傾向發放股利。洪榮華等(2006)，研究結果顯示，兩稅合一後，現金股利支付率顯著增加而股票股利支付率則顯著減少；而且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，顯示公司的股利政策會考量股東稅負壓力。李俊男(2007)則發現 1.兩稅合一實施期間與現金股利發放率間具有顯著的正向關聯性。2.股東可扣抵稅率與現金股利發放率亦具有顯著的正向關聯性。3.公司獲利能力與公司規模，與發放現金股利皆有正向關聯性。4.台灣電子業則是傾向降低現金股利發放水準。

汪瑞芝、陳明進(2007)探討在兩稅合一制度下，股東可扣抵稅額可降低重複課稅，也降低為股東舉債的節稅利益，而未分配盈餘加徵 10%所得稅，舉債將有租稅利益。實證結果發現，上市公司可扣抵稅額比率愈高者，其負債權益比率愈低；而未分配盈餘比率愈高者，其負債權益比率愈高。

在營利事業所得稅稅率調降為 17% 之後，鄧佳文(2012)及陳正芳(2013) 開始探討此稅率之調降對公司股利政策的影響。實證結果顯示公司之總股利發放及現金股利發放均顯著減少，但股票股利發放增加，股利一減一增互為消長，

表面上似在降低股東少分配股利的損失感，實質則減輕了股東的租稅負擔。顯示公司在決定股利政策時，考量了股東的租稅壓力。

參·研究方法

一、研究假說

根據股利政策理論中與稅負有關的顧客效果理論與稅負偏好理論，說明了稅制對股利政策的影響(Farrar & Selwyn, 1967; Miller & Modigliani, 1961; Miller & Scholes, 1978)。在我國從 1998 年 1 月 1 日開始採行「完全設算扣抵法」的兩稅合一制之後，發現稅負減輕了，股利發放率及股利額度皆明顯增加(汪瑞芝、陳明進，2004; 李俊男，2007; 洪榮華等，2006; 馬孝璿，1999; 黃智群，2002; 黃瑞靜等，2002)。到了 2010 年，企業的營所稅率降為 17%，公司雖可以享受到減稅的好處，但公司分配給股東的可扣抵稅額比率上限，將自 33.33% ($\$25/\75) 下降至 20.48% ($\$17/\83)，公司不分配盈餘的總稅負只剩 25.3% ($17\% + 83\% \times \text{未分配盈餘加徵 } 10\%$)，與大股東獲得股利要課 40% 相比，盈餘不分配留在公司節稅效果更大，所以不分配盈餘對大股東節稅有利，相關研究也證實公司之總股利發放率及現金股利發放率均顯著減少(陳正芳，2013; 鄧佳文，2012)。

最後，2014 年 5 月 16 日立法院三讀通過「所得稅法」部分條文修正案，其中兩稅合一「完全設算扣抵制」改為「部分設算扣抵制」，即股東獲配股利總額所含可扣抵稅額由全額改為減半扣抵，同時增加綜合所得淨額超過一千萬元者課 45% 之累進稅率。有關股東獲配股利或盈餘可扣抵稅額之計算等盈餘分配事項，自 2015 年 1 月 1 日開始施行，亦即 2014 年盈餘在 2015 年分配時就須適用新制。此次所得稅法之修正，對營利事業及個人之未來稅負影響甚大，尤其是公司的大股東，稅負增加甚多。本研究認為公司會對 2013 年盈餘分配時(股利所含之可扣抵稅額可以全額扣抵的最後一年)，加碼分配股利與股東，讓股東獲得可扣抵稅額全額扣抵的最大利益。據此，本研究提出下列假說：

假說一：其他情況不變下，企業在 2013 年盈餘分配時，會提高每股總股利(TD)。

股利依其發放型式可分為現金股利及股票股利，由於我國現行所得稅法對現金股利與股票股利規定不同，故股東依其所得股利型式不同，承擔之租稅效果也不同。過去的文獻也發現現金股利與股票股利之發放有顯著不同(汪瑞芝、陳明進，2004; 洪榮華等，2006; 陳正芳，2013; 黃智群，2002; 鄧佳文，

2012)。股東取得之股利如為現金股利¹，全額都要視為營利所得併入股東個人綜合所得計稅；取得之股利如為股票股利，則僅面額十元部分需按營利所得性質合併個人綜合所得繳稅，超過面額以上部分，在取得年度可免列入綜所稅，受到可扣抵稅額減半的影響相對來得小。既然發放股票股利相對於現金股利，在使用股東可扣抵稅額的抵稅效果較弱，實質考慮股東的租稅負擔下，本研究進一步將股利按現金股利及股票股利分別加以探討，並提出下列不同之假說：

假說二：其他情況不變下，企業在 2013 年盈餘分配時，會提高每股現金股利 (CD)。

假說三：其他情況不變下，企業在 2013 年盈餘分配時，會減少每股股票股利 (SD)。

二、研究模型

本研究的實證資料為 panel data 形態，使用結合時間序列及橫斷面的多元迴歸分析，以控制樣本公司特質效果，來檢測股東可扣抵稅額減半對企業股利政策的影響。在研究迴歸實證模式中，以樣本公司每股總股利(TD)、每股現金股利(CD)及每股股票股利(SD)為應變數。並以全額扣抵最後一年(YEAR)及 YEAR 與 EPS 交乘項(YEAR*EPS)為主要研究變數，以檢視最後一年可全額扣抵的年度(2013 年盈餘分配，發放時點在 2014 年)，不論是在股利發放水準(level)或每股盈餘的股利發放傾向(slope)是否與前一年(2012 年)盈餘分配的股利發放有所不同。並根據以前文獻，找出獲利能力(EPS)、股東可扣抵稅額比率(ITC)、負債比率(DEBT)、市價淨值比(PB)、公司規模(SIZE)、大股東持股比例(BLOCKS)、產業別(IND)、未分配盈餘(URE)、自由現金流量(FREECASH)等公司特性加以控制後分析。

實證模型如下：

1. 依據假說一，探討其他情況不變下，企業會在 2013 年盈餘分配時，提高每股總股利(TD)，故發展迴歸式如下：

$$\begin{aligned} TD_{it} = & \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 YEAR_{it} \times EPS_{it} + \beta_3 EPS_{it} + \beta_4 ITC_{it} \\ & + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 PB_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 BLOCKS_{it} + \beta_9 IND_{it} \\ & + \beta_{10} URE_{it} + \beta_{11} FREECASH_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1) \end{aligned}$$

2. 依據假說二，探討其他情況不變下，企業會在 2013 年盈餘分配時，提高每股現金股利(CD)，故發展迴歸式如下：

¹清算股利(如來自資本公積配息、減資)則無須納入綜合所得稅。

$$\begin{aligned}
 CD_{it} = & \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 YEAR_{it} \times EPS_{it} + \beta_3 EPS_{it} + \beta_4 ITC_{it} \\
 & + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 PB_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 BLOCKS_{it} + \beta_9 IND_{it} \\
 & + \beta_{10} URE_{it} + \beta_{11} FREECASH_{it} + \varepsilon_i \dots\dots\dots(2)
 \end{aligned}$$

3. 依據假說三，探討其他情況不變下，企業會在 2013 年盈餘分配時，減少每股股票股利(SD)，故發展迴歸式如下：

$$\begin{aligned}
 SD_{it} = & \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 YEAR_{it} \times EPS_{it} + \beta_3 EPS_{it} + \beta_4 ITC_{it} \\
 & + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 PB_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 BLOCKS_{it} + \beta_9 IND_{it} \\
 & + \beta_{10} URE_{it} + \beta_{11} FREECASH_{it} + \varepsilon_i \dots\dots\dots(3)
 \end{aligned}$$

第 1 式到第 3 式中，下標 i 表示公司別；下標 t 係年度別，分別是企業可行使股東可扣抵稅額全額扣抵最後第二年(2012 年盈餘分配)及企業可行使股東可扣抵稅額全額扣抵最後一年(2013 年盈餘分配)之資料；β 表示各項變數之迴歸係數；ε 則為殘差項。

三、變數之定義與衡量

為檢定本研究之假說，以下就本研究迴歸實證模式中之應變數、研究變數與控制變數之定義以及衡量方式加以說明。

(一)應變數

公司股利政策的代理變數，過去文獻常採用的衡量方式，包括有股利支付率(Jensen *et al.*, 1992; Lloyd *et al.*, 1985; Rozeff, 1982)、股利收益率(Crutchley and Hansen, 1989; Deshmukh, 2005; Holder *et al.*, 1998) 和股利支付數(陳正芳, 2013; 王蘭芬等, 2015)。本研究係探討確定稅制修正前，最後一年(2013 年)與前一年(2012 年)盈餘分配政策之影響，故以每股股利之金額來衡量公司的盈餘分配政策，衡量方式如下：

- 1.每股總股利(TD)=(現金股利+盈餘轉增資股票股利)/年底普通股流通在外股數
- 2.每股現金股利(CD)=現金股利/年底普通股流通在外股數
- 3.每股股票股利(SD)=盈餘轉增資股票股利/年底普通股流通在外股數

其中 2013 年股利係指依 2013 年盈餘分配，於 2014 年發放之股利；而 2012 年股利係指依 2012 年盈餘分配，於 2013 年發放之股利。

(二)研究變數

- 1.全額扣抵最後一年(YEAR)：

虛擬變數，股東可扣抵稅額可全額扣抵最後第二年(2012 年盈餘分配)，設定為 0；最後一年(2013 年盈餘分配)，設定為 1。這個變數主要檢視這兩年股利政策發放水準(level)的差異。

2. YEAR 與 EPS 交乘項 (YEAR*EPS)：

透過檢視這二年每股盈餘股利發放傾向(slope)之差異，以了解稅制變動與 EPS 之交互作用對公司股利政策的影響。

(三)控制變數

1、獲利能力(EPS)：

當公司獲利能力好時，就會有充裕的內部資金可以使用，公司獲利能力越好，內部資金也就越多，就越有能力發放股利回饋股東，所以公司獲利能力與股利發放呈正相關(李俊男，2007；孫梅瑞、陳憲民，2005；Deshmukh, 2005；Fama & French, 2001；Mitton, 2004)。本研究以每股盈餘(EPS)作為公司獲利能力的替代指標²。

2、股東可扣抵稅額比率(ITC)：

所得稅法第六十六條之六規定，應以股利或盈餘分配日，其股東可扣抵稅額帳戶餘額，占其帳載累積未分配盈餘帳戶餘額之比例，作為稅額扣抵比率；但當此比率超過稅額扣抵比率上限者，以稅額扣抵比率上限為準。個人股東不論配現金股利或股票股利，可扣抵稅額皆併同股利分配，作為股東申報個人綜合所得稅應納稅額之抵減。因此可扣抵稅額比率越高的公司，為最大化股東利益，有誘因會發放愈多股利(汪瑞芝、陳明進，2004；李俊男，2007；黃智群，2002)。本研究預期股東可扣抵稅額比率³與股利發放，呈正相關。

3、負債比率(DEBT)：

Rozeff(1982)指出公司融資負債比率與股利支付率呈負相關，負債比率愈高，顯示公司資金可能不足，導致無法隨意發放現金股利或股票股利，即使有盈餘的年度，也必須考量利息支出的影響而加以保留。因此，負債比率越低的公司，會發放較大的股利(孫梅瑞、陳憲民，2005)。本研究以年底總負債佔總資產的比率來衡量公司負債比率，預期為負相關。

²各控制變數之衡量，以 2013 年盈餘分配(股東可扣抵稅額能全額扣抵的最後一年，實際發放時點在 2014 年)為例，係以 2013 年年底的資料做為變數衡量，以 2013 年的市價淨值比(PB)變數為例，係以 2013 年年底的股價除以 2013 年年底的淨值做為衡量。同樣的，2012 年的市價淨值比(PB)變數為例，係以 2012 年年底的股價除以 2012 年年底的淨值做為衡量。

³各公司實際的股東可扣抵稅額比率須待盈餘分配日才能確定，實證上要取得實際年度的股東扣抵稅額比率有其困難度，故本研究採用期末資產負債表日所揭露的股東可扣抵稅額比率，做為投資人預期的可扣抵稅額比率。

4、市價淨值比(PB)：

Deshmukh(2005)研究發現，低獲利能力且低成長機會的公司比其它類型的公司支付更少的股利，以此推論財務危機較大的公司會採取低股利政策。當公司高成長性及高獲利能力，通常投資人會給予較高的股價溢價，公司也比較有能力支付股利。本研究以公司年底股票市價除以帳面價值的市價淨值比作為公司成長性的代理變數，檢驗公司的成長性。

5、公司規模(SIZE)：

規模大的公司比規模小的公司承擔風險的能力較強，其外部融資的成本因經濟規模會較低，所以現金股利的發放會比規模小的公司還高，相反的，小公司通常則會傾向採股票股利政策，運用內部融資來避免較高的融資成本(李俊男，2007；孫梅瑞、陳憲民，2005；Crutchley & Hansen, 1989；Smith & Watts, 1992)。本研究以年底總資產金額取其自然對數來衡量公司規模，且預期其與每股總股利(TD)、每股現金股利(CD)呈正相關，而與每股股票股利(SD)呈負相關。

6、大股東持股比率(BLOCKS)：

Rozeff(1982)的實證研究發現：參與公司經營管理的內部股東持股比例愈高，代理成本就愈低，而股利的發放率也偏低，即股利發放率與內部股東持股率成反比。大股東持股比率低，代理成本就高，公司應盡量配股，迫使管理者向外融資，以減少代理成本。Wang & Guo(2011)也證實中國2005年調降股利稅之前，公司個人股東持股數越多，股利發放率越低，因此，本研究以前10大股東的持股比率為大股東持股比率的代理變數，檢驗大股東持股比率對公司股利政策的影響，預期呈負相關。

7、產業別(IND)：

Adedeji(1998)主張股利政策具有產業效應，亦即公司在制定股利政策時，會參考同業其他公司之股利政策。國內研究也都發現高科技電子業與其他產業的股利政策有顯著不同(李俊男，2007；陳正芳，2013；黃智群，2002；黃瑞靜等，2001)。本研究依據台灣證券交易所對上市上櫃公司產業分類碼分類，加入產業虛擬變數來控制產業間之差異，其中電子業IND設為1，而非電子業IND設為0。

8、未分配盈餘(URE)：

依我國公司法第232條第二項規定：「公司無盈餘時，不得分派股息及紅利。」因此，公司發放股利的多寡自然會受到未分配盈餘的限制。換言之，未

分配盈餘是公司發放股利的重要條件，然而即使公司有未分配盈餘，不代表一定會發放股利(例如現金不足或未來有重大的資本支出計劃)。因此本研究以年底未分配盈餘除以總資產予以平減，來衡量未分配盈餘，預期未分配盈餘比率愈高之公司，考慮股東利益最大化，愈有動機分配高股利予股東。

9、自由現金流量(FREECASH)：

根據Jensen(1986)所提出之「自由現金流量假說」，認為公司偏好將現金優先投資對公司有利之投資活動(淨現值為正)，剩餘之盈餘才以現金股利之方式分派予股東。在公司現金流量的組成要素中，以來自營業活動之現金流量，為決定股利發放程度最重要的來源。因此本研究以〔來自營業活動之現金流量－購置不動產廠房設備(含預付)+處分不動產廠房設備(含預付)〕除以年底總資產作為平減，來衡量資金之充裕性。在假定其他情況不變的情況下，本研究預期資金較充裕的公司會發放較高的每股總股利(TD)及每股現金股利(CD)，而資金較不充裕的公司會發放較多的每股股票股利(SD)。

表一 研究變數彙整表

	變數名稱	定義
應變數	TD	每股總股利
	CD	每股現金股利
	SD	每股股票股利
研究變數	YEAR	全額扣抵最後一年 虛擬變數，可扣抵稅額股東可全額扣抵最後一年 (2013 年盈餘分配，發放時點在 2014 年)為 1 可扣抵稅額股東可全額扣抵最後第二年 (2012 年盈餘分配，發放時點在 2013 年)為 0
	YEAR*EPS	YEAR 與 EPS 交乘項
控制變數	EPS	獲利能力 每股盈餘
	ITC	股東可扣抵稅額比率 (年底股東可扣抵稅額帳戶餘額/帳載累積未分配盈餘帳戶餘額) x 100
	DEBT	負債比率 (年底總負債/年底總資產) x 100
	PB	市價淨值比 年底每股市價/年底每股淨值
	SIZE	公司規模 年底資產總額(取自然對數)
	BLOCKS	大股東持股比率 前十大股東持股比率 x 100
	IND	產業別 虛擬變數，電子產業為 1，非電子產業為 0
	URE	未分配盈餘 (年底未分配盈餘/年底資產總額) x 100
	FREECASH	自由現金流量 [(來自營運之現金流量－購置不動產廠房設備(含預付)+處分不動產廠房設備(含預付))/年底總資產] x 100

四、資料來源與樣本選擇

由於兩稅合一新制之股東可扣抵稅額減半是從2015年1月1日起開始實施，為避免2014年的盈餘分派其股東可扣抵稅額減半而造成多繳稅款，故企業可能會選在2013年盈餘分派時多分配股利，故本研究以2013年盈餘分配及前一年2012年盈餘分配為樣本期間⁴，研究樣本則取自台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)之上市上櫃公司。本研究之篩選過程如下：

1. 由於金融業、保險業及票券業性質特殊，故予以排除；
2. 本研究排除第一上市公司：由於第一上市公司係指外國發行人(公司)所發行之股票首次經證券交易所同意上市買賣時，其股票未在海外證券市場掛牌交易者或在海外所發行之股票下市再來台上市，其行業特性與其它產業不同，故此類產業排除在本研究樣本外；
3. 本研究排除第二上市公司：由於第二上市公司係指股票已在經核定之國外證券市場掛牌交易，並經證券交易所同意上市買賣之外國發行人(公司)並且在國內現行已有發行台灣存託憑證(TDR)，其行業特性與其它產業不同，故此類產業排除在本研究樣本外；
4. 本研究在探討兩稅合一新制下股東可扣抵稅額減半實施前後之變化，於研究期間內上市或上櫃之公司，予以排除；
5. 本研究在探討兩稅合一新制下對股利政策之影響，研究期間內未發放任何股利、當期盈餘為負值的公司，予以排除；
6. 股票股利只包括盈餘轉增資；
7. 所有控制樣本特性，於台灣經濟新報社資料庫(TEJ)可得完整資料者。

本研究之研究期間為2012-2013兩年之盈餘分配及相關財務資料，自台灣經濟新報社資料庫(TEJ)中初步獲取一般產業上市上櫃公司共1,567家，2年共3,134筆資料。扣除特殊行業、第一上市公司、第二上市公司、上市上櫃時間

⁴由於我國營利事業所得稅的稅率自2010年起，由25%降為17%，所以2010年的盈餘分配產生結構性改變(structural changes)，例如陳正芳(2013)發現因為這個稅率的調降，使得股東可扣抵稅額下降，造成2010年總股利分配及現金股利分配均較2009年顯著減少，但股票股利分配則增加。而本研究係探討2014年所得稅法通過對股東可扣抵稅額減半並提高累進稅率的稅制變動，企業是否會在股東可扣抵稅額尚未減半的最後一年(2013年盈餘分配)是否會增加總股利及現金股利分配。因此，比照以前的研究(陳正芳，2013)，只考慮2013年(可扣抵稅額減半最後一年)與前一年2012年的盈餘分配，以方便比較股利發放水準(level)及發放傾向(slope)是否有所不同，因此研究樣本並不納入2010年及2011年的資料。作者感謝評審提供寶貴的意見。

在2012年之後而未擁有2年完整資料者、未發放任何股利、當期盈餘為負值及樣本期間內台灣經濟新報社資料庫有遺漏不完全者，本研究篩選出2年共1,590筆樣本數資料。最後，為避免極端值之影響，本研究刪除任何一年其每股總股利(TD)、每股現金股利(CD)、每股股票股利(SD)及每股盈餘(EPS)超過其平均數5個標準差以上的樣本公司，共30個極端值，總樣本數剩下1,560筆。

表二列示本研究樣本之產業分布狀況，係依據台灣證券交易所上市上櫃公司產業分類碼所列示。本研究樣本公司之分布情形，由該表可得知電子業計有816筆，所佔比率(52.30%)；而非電子業有744筆(所佔比率47.70%)，顯示本研究電子業及非電子業之樣本分布平均。

表二 樣本產業分布表

產業代碼	產業別	全樣本數	比率
11	水泥工業	16	1.03%
12	食品工業	34	2.18%
13	塑膠工業	44	2.82%
14	紡織工業	68	4.36%
15	電機機械	110	7.05%
16	電器電纜	10	0.64%
17	玻璃陶瓷	138	8.85%
19	造紙工業	6	0.38%
20	鋼鐵工業	52	3.33%
21	橡膠工業	18	1.15%
22	汽車工業	10	0.64%
23	電子業	816	52.31%
25	建材營造	78	5.00%
26	航運	34	2.18%
27	觀光	32	2.05%
29	貿易百貨	30	1.92%
99	其他	64	4.10%
	合計	1560	100.00%

肆·實證結果

一、敘述性統計及相關係數分析

表三的Panel A列示本研究全部樣本(排除極端值之後)之各項敘述性統計，應變數中的每股總股利(TD)的平均數為\$2.0706，每股現金股利(CD)的平均數為\$1.9397，每股股票股利(SD)只有\$0.1308，顯示我國上市櫃公司以發放現金股利為主，大約佔全部股利的93%。控制變數中的每股盈餘(EPS)平均數為\$2.8566，平均的股東可扣抵稅額比率(ITC)為15.8243%、負債比率(DEBT)為39.2152%、市價淨值比(PB)為1.8081。取自然對數之後的平均公司規模(SIZE)

為15.5428，若將其還原可得到樣本之平均資產總額約為\$56億。大股東平均持股比率(BLOCKS)為20.9314%；虛擬變數電子業(IND)的平均數為0.5230，顯示電子業的樣本數高達52.30%；未分配盈餘(URE)的平均比率為12.4352%；自由現金流量(FREECASH)的平均比率則為5.3568%。

表三的Panel B及Panel C分別列示2014年股東會召開日在修法之前(N=30)及之後(N=1530)兩組樣本的敘述性統計。經比較之後可看出：股東會召開日較早的公司，其每股盈餘(平均數為\$3.7993)明顯高於股東會召開日較晚的公司(平均數只有\$2.8381)，其發放的股利(不論是每股總股利、現金股利及股票股利)也都比股東會召開日較晚的公司為高。

表三 樣本敘述性統計

Panel A: 全部樣本(N=1560)							
變數	平均數	標準差	最小值	Q1	中位數	Q3	最大值
TD	2.0706	1.8700	0.0500	0.8150	1.5000	2.6700	13.6700
CD	1.9397	1.8654	0.0000	0.7000	1.4050	2.5000	13.6700
SD	0.1308	0.3463	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	3.0000
YEAR	0.5000	0.5002	0.0000	0.0000	0.5000	1.0000	1.0000
YEAR*EPS	1.4763	2.4278	0.0000	0.0000	0.0050	2.1550	20.3600
EPS	2.8566	2.6716	0.0100	1.0500	2.1100	3.7950	22.2400
ITC	15.8243	7.8353	0.0200	10.3550	16.5550	20.7100	45.9100
DEBT	39.2152	16.4685	3.9505	26.7836	38.6121	51.0880	96.8707
PB	1.8081	1.3383	0.4200	1.0200	1.4150	2.1300	13.7000
SIZE	15.5428	1.3971	12.4403	14.5562	15.3502	16.2539	21.5616
BLOCKS	20.9314	11.1273	0.1600	12.8700	19.0250	26.9000	68.7700
IND	0.5230	0.4997	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
URE	12.4721	8.4922	0.1001	5.9328	10.8232	17.2261	54.9750
FREECASH	5.3568	9.1884	-60.5030	0.8074	5.4825	10.4769	44.8960

Panel B：2014 年股東會開會日期在修法(含)之前(N=30)

變數	平均數	標準差	最小值	Q1	中位數	Q3	最大值
TD	2.8960	3.1378	0.5000	1.2000	1.7000	3.0750	13.6700
CD	2.7303	3.2196	0.1500	0.7500	1.6700	3.0000	13.6700
SD	0.1657	0.3070	0.0000	0.0000	0.0000	0.2250	1.1200
YEAR	0.5000	0.5085	0.0000	0.0000	0.5000	1.0000	1.0000
YEAR*EPS	2.0920	3.1970	0.0000	0.0000	0.3950	2.6875	13.6400
EPS	3.7993	3.4653	0.3000	1.7025	2.4600	5.1775	13.9200
ITC	15.7867	7.6469	0.0600	14.2275	19.0500	20.4800	26.6700
DEBT	38.5296	17.5459	6.4578	23.6423	43.1702	51.1765	63.4080
PB	2.4423	1.6827	1.0400	1.3925	1.9550	2.6700	7.4800
SIZE	14.9592	0.9881	13.3571	14.3057	14.6711	15.8772	16.4068
BLOCKS	18.7387	9.9386	3.7500	11.1500	17.6350	22.4350	45.0100
IND	0.4667	0.5074	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
URE	10.1000	5.6640	1.9000	5.8800	8.7100	15.1900	20.7500
FREECASH	5.3200	6.8200	-7.9200	0.5500	5.9400	10.7700	21.3600

Panel C：2014 年股東會開會日期在修法之後(N=1530)

變數	平均數	標準差	最小值	Q1	中位數	Q3	最大值
TD	2.0544	1.8313	0.0500	0.8000	1.5000	2.6000	13.3000
CD	1.9243	1.8273	0.0000	0.7000	1.4000	2.5000	13.3000
SD	0.1301	0.3471	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	3.0000
YEAR	0.5000	0.5002	0.0000	0.0000	0.5000	1.0000	1.0000
YEAR*EPS	1.4615	2.4100	0.0000	0.0000	0.0050	2.1300	20.3600
EPS	2.8381	2.6518	0.0100	1.0500	2.0800	3.7900	22.2400
ITC	15.8250	7.8414	0.0200	10.3300	16.5450	20.7800	45.9100
DEBT	39.2287	16.4526	3.9505	26.7888	38.5490	51.0830	96.8707
PB	1.7956	1.3423	0.4200	1.0100	1.4100	2.1100	13.7000
SIZE	15.5542	1.4018	12.4403	14.5729	15.3626	16.2672	21.5616
BLOCKS	20.9744	11.1480	0.1600	12.9000	19.1300	26.9100	68.7700
IND	0.5242	0.4996	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
URE	12.4915	8.5205	0.1001	5.9399	10.8699	17.2858	54.9753
FREECASH	5.3574	9.2305	-60.5040	0.8335	5.4738	10.4713	44.8960

1.兩稅合一新制於 2014 年 5 月 16 日立法院三讀通過。

2.各變數定義請參照表一。

表四列示全部樣本的Pearson相關係數，可看出本研究的應變數：每股總股利(TD)與每股現金股利(CD)，均與主要研究變數YEAR(兩年度股利發放水準差異)及YEAR*EPS(兩年度股利發放傾向差異)有顯著的正向關係，顯示本研究假說一及假說二似有獲得支持。另外，每股總股利(TD)與每股現金股利(CD)與許多控制變數間的相關係數，亦與假設方向一致。例如與每股盈餘(EPS)、市價淨值比(PB)、公司規模(SIZE)、大股東持股比率(BLOCKS)、未分配盈餘(URE)及自由現金流量(FREECASH)均為顯著正向關係，也與負債比率(DEBT)呈現負向的顯著關係。

至於另一應變數每股股票股利(SD)，則與研究變數YEAR及YEAR*EPS則未呈現顯著的負向關係，顯示本研究假說三並未獲得支持。但每股股票股利(SD)與許多控制變數間的相關係數，則與假設方向一致。例如與每股盈餘(EPS)、市價淨值比(PB)、大股東持股比率(BLOCKS)均有顯著正向關係，也與公司規模(SIZE)及自由現金流量(FREECASH)呈現負向的顯著關係。由於Pearson相關係數只考量兩兩變數之間的關係，並未同時考量其他許多變數的影響，故本研究繼續進行多元迴歸分析，並以其結果做為本研究的研究結論。

表四 Pearson 相關係數(N=1560)

	CD	SD	YEAR	YEAR*EPS	EPS	ITC	DEBT	PB	SIZE	BLOCKS	IND	URE	FREECASH
TD	0.983***	0.097***	0.067**	0.561***	0.898***	-0.023	-0.044**	0.599***	0.057***	0.088***	0.089***	0.482***	0.261***
CD		-0.088***	0.068***	0.554***	0.8851**	-0.014	-0.052**	0.575***	0.069***	0.076***	0.106***	0.479***	0.273***
SD			-0.001	0.042*	0.097***	-0.052**	0.042	0.130***	-0.065**	0.063**	-0.093***	0.027	-0.059**
YEAR				0.608***	0.034	-0.079***	-0.022	0.104***	0.031	0.007	0.000	0.017	-0.024
YEAR*EPS					0.594***	-0.074***	-0.008	0.409***	0.095***	0.050*	0.047*	0.319***	0.102***
EPS						-0.074***	0.014	0.531***	0.124***	0.098***	0.081***	0.559***	0.223***
ITC							-0.031	0.041	-0.193***	-0.023	-0.093***	-0.023	-0.039
DEBT								-0.034	0.434***	0.083***	-0.103***	-0.382***	-0.294***
PB									-0.107***	0.142***	-0.069*	0.249***	0.181***
SIZE										0.029	-0.076***	-0.036	-0.129***
BLOCKS											-0.183***	0.051*	-0.018
IND												0.107***	0.095***
URE													0.276***

1.各變數定義請參照表一。

2.*表示在 0.1 的檢定水準顯著，**表示在 0.05 的檢定水準顯著，***表示在 0.01 的檢定水準顯著。

二、多元迴歸分析

(一) 每股總股利(TD)之發放(假說一)

本研究主要係在探討兩稅合一新制下，自2014年盈餘分配時開始實施股東可扣抵稅額減半，企業為使股東能享有可扣抵稅額全額扣抵的效益，是否會在最後一次可全額扣抵的年度(2013年盈餘分配時)改變其股利政策。本研究假說一即主張，在其他情況不變下，企業會在2013年盈餘分配時，提高每股總股利(TD)。此外，因兩稅合一新制是在2014年5月16日立法院三讀通過，而且馬上實施並沒有緩衝期，由於我國立法院在立法過程常有極大的不確定性，所得稅法修正案未必會如財政部所提出的版本如期通過，因此在2014年5月16日(含)之前召開股東會的企業，未必會提前反應，以充分利用最後一次可扣抵稅額全額扣抵的機會。但是在修法通過以後召開股東會的企業，因為所得稅法修正案已經正式通過，2013年盈餘分配股利之可扣抵稅額(發放時點在2014年)只剩最後一次機會可以全額扣抵，因此企業應會提高該年度的每股總股利。本研究先對全體樣本進行多元迴歸分析，再將樣本區分為2014年股東會召開日在修法之前及之後兩組，分別進行分析，並比較兩者是否有所不同。以下就各種情況進行實證分析：

1. 全部樣本

由表五的Panel A可看出，全部樣本迴歸式F值為712.97，達1%之顯著水準，且調整後 R^2 為83.40%，顯示此一迴歸模式具有高度的解釋能力。本研究最主要的控制變數：每股盈餘(EPS)迴歸係數為0.5841，達1%顯著水準，亦代表樣本公司每股盈餘每提高\$1，每股總股利會增加\$0.5841。至於本研究假說一所要檢定的兩個研究變數，YEAR(迴歸係數為 β_1)及YEAR*EPS(迴歸係數為 β_2)則係用來分別比較最後一年可全額扣抵的年度(2013年盈餘分配)，在股利發放水準(level)或每股盈餘的股利發放傾向(slope)是否與2012年盈餘分配的股利發放有所不同。本研究採用Chow F test，同時檢定 $\beta_1=0$ 且 $\beta_2=0$ ，從表五的Panel B可得知該檢定的F值為2.97，達10%顯著水準，顯示2013年(全額扣抵最後一年)與2012年盈餘分配在股利發放水準或每股盈餘股利發放傾向略有顯著差異。

表五 假說一：多元迴歸分析及 F 檢定(TD)

Panel A: 多元迴歸分析

$$TD_{it} = \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 YEAR_{it} \times EPS_{it} + \beta_3 EPS_{it} + \beta_4 ITC_{it} + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 PB_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 BLOCKS_{it} + \beta_9 IND_{it} + \beta_{10} URE_{it} + \beta_{11} FREECASH_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

變數	預期符號	全部樣本			2014 年 股東會召開日在修法(含)前			2014 年 股東會召開日在修法後		
		迴歸係數	t 值	VIF	迴歸係數	t 值	VIF	迴歸係數	t 值	VIF
截距項	?	-0.0701	-0.27	0.00	14.6102	1.93 *	0.00	-0.0524	-0.20	0.00
YEAR	+	0.1056	1.87 **	2.16	0.1520	0.31	2.81	0.1100	1.95 **	2.16
YEAR*EPS	+	-0.0040	-0.27	3.56	-0.0592	-0.60	4.36	-0.0053	-0.37	3.36
EPS	+	0.5841	45.25 ***	3.21	0.7589	7.54 ***	5.37	0.5748	44.15 ***	3.25
ITC	+	0.0090	3.52 ***	1.07	0.0285	1.07	1.85	0.0083	3.28 ***	1.08
DEBT	-	-0.0064	-4.26 ***	1.66	0.0623	2.39	9.24	-0.0061	-4.06 ***	1.66
PB	+	0.2217	12.32 ***	1.56	0.3540	1.95 **	4.14	0.2187	12.18 ***	1.55
SIZE	+	0.0114	0.70	1.38	-1.1808	-2.01	14.88	0.0097	0.60	1.37
BLOCKS	-	-0.0003	-0.18	1.07	0.0434	1.96	2.15	-0.0003	-0.17	1.07
IND	?	0.1198	2.97 ***	1.09	-1.8465	-3.25 ***	3.67	0.1389	3.46 ***	1.09
URE	+	-0.0119	-3.81	1.90	-0.0853	-2.25 **	2.04	-0.0097	-3.09	1.93
FREECASH	+	0.0093	4.07 ***	1.18	0.0582	1.74 **	2.29	0.0087	3.84 ***	1.18
Adj-R ²		0.8340			0.9332			0.8325		
F 值		712.97 ***			37.85 ***			692.02 ***		
樣本數		1560			30			1530		

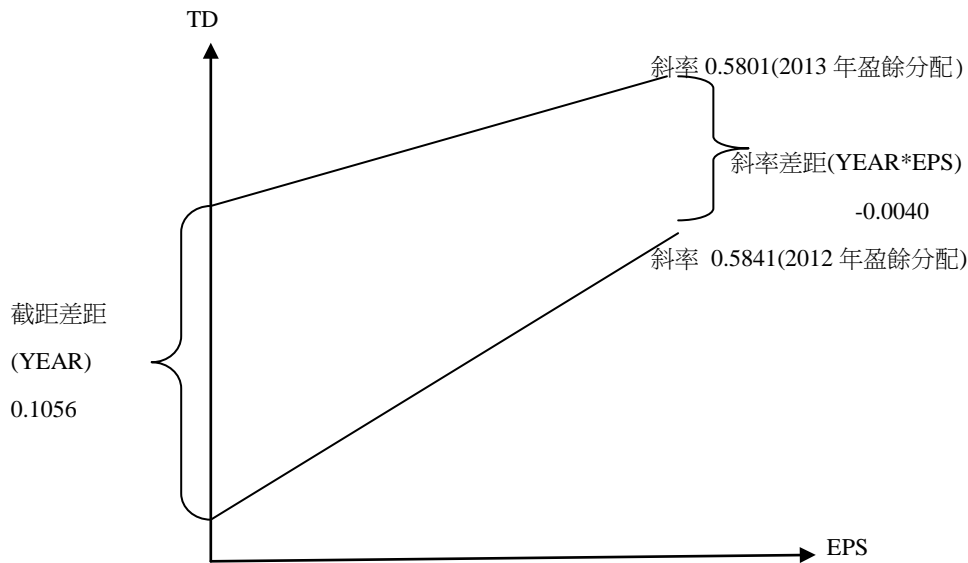
Panel B: F 檢定 (Chow 檢定)

	全部樣本	2014 年股東會召開日 在修法(含)前	2014 年股東會召開日 在修法後
檢定： $\beta_1=0$ 且 $\beta_2=0$	F 值 2.97*	0.21	3.07**
	自由度 (2,1548)	(2,18)	(2,1518)
檢定： $\beta_1+\beta_2 \times \text{EPS 平均數}=0$	估計值 \$0.0942	-\$0.0727	\$0.0950
	F 值 5.84**	0.05	5.98**
	自由度 (1,1548)	(1, 18)	(1, 1518)

1.變數定義如表一

2.*表示在 0.1 的檢定水準顯著，**表示在 0.05 的檢定水準顯著，***表示在 0.01 的檢定水準顯著。

所以，2012年與2013年須有不同的迴歸分析。就個別迴歸係數的檢定而言，YEAR的迴歸係數(β_1)為0.1056，達5%顯著水準(單尾檢定)，顯示2013年的盈餘分配水準平均比2012年提高了\$0.1056；但交乘項YEAR*EPS的迴歸係數(β_2)為-0.0040，顯示2013年的每股盈餘分配股利發放傾向比2012年減少了0.0040，但未達顯著水準。綜言之，在考量其他控制變數的影響下，樣本公司在2012及2013年盈餘分配的每股總股利發放情況，可分述如下(如圖一所示)：



圖一 2012 與 2013 年每股盈餘 EPS 與每股總股利 TD 發放之比較
(在考量控制變數之影響後)

$$2012 \text{ 年 : } TD = 0.5841 \times EPS \quad (4)$$

$$\begin{aligned} 2013 \text{ 年 : } TD &= 0.1056 - 0.0040 \times EPS + 0.5841 \times EPS \\ &= 0.1056 + 0.5801 \times (EPS) \end{aligned} \quad (5)$$

第5式減除第4式，可得2013年比2012年盈餘分配每股總股利增加(或減少)數，其中再將每股盈餘(EPS)以樣本平均數(\$2.8566)代入，可得：

$$\begin{aligned} \text{兩年 TD 的差距} &= 0.1056 - 0.0040 \times EPS = 0.1056 - 0.0040 \times (\$2.8566) \\ &= \text{平均增加 } \$0.0942 \end{aligned} \quad (6)$$

本研究利用F檢定去檢測：在控制所有解釋變數之後，這兩年每股總股利(TD)的差距是否顯著大於零。該檢定F值為5.84，達5%之顯著水準，顯示就全部樣本而言，2013年盈餘分配發放的每股總股利顯著大於2012年盈餘分

配的每股總股利，此一結果支持假說一。

至於其他達顯著水準之控制變數，股東可扣抵比率(ITC)較高、市價淨值比(PB)較高、自由現金流量(FREECASH)較高、電子業(IND)公司及負債比率(DEBT)較低的公司，發放的每股總股利會較高。另外，由於在表四相關係數分析中，有許多控制變數之間的相關性至少達0.05顯著水準，因此本研究亦進行VIF(variance inflation factor)分析，大致而言，共線情形並未發生。

2. 2014 年股東會召開日在修法(含)前之樣本

2014年立法院所得稅法修正案通過之前召開股東會的樣本公司，只有15家(兩年資料合計30筆)，樣本數不多。這些股東會召開較早的公司，其多元迴歸分析F值為37.85，達1%之顯著水準。主要控制變數EPS(每股盈餘)迴歸係數為0.7589，亦達1%之顯著水準。本研究假說一所要檢定的兩個研究變數，YEAR(迴歸係數為 $\beta_1=0.1520$)及YEAR*EPS(迴歸係數為 $\beta_2=-0.0592$)，雖然與全部樣本之迴歸係數估計結果方向相同，但是兩者均未達任何顯著水準。表五的Panel B的Chow F test結果，F值只有0.21，未達顯著水準，顯示2013年(全額扣抵最後一年)與2012年盈餘分配在股利發放水準及每股盈餘發放傾向並無顯著差異。另外，在控制其他控制變數之後，兩個年度的每股總股利(TD)之差距為-\$0.0727，顯示2013年盈餘分配的每股總股利發放反而較2012年略有減少，與假說一之預測方向不一致。看起來，因為尚未通過所得稅法修法，其股利發放較不受修法影響。至於其他達顯著水準之控制變數，市價淨值比(PB)較高、自由現金流量(FREECASH)較高、負債比率(DEBT)較低及非電子業(IND)的公司，會發放較高之每股總股利。

3. 2014 年股東會召開日在修法後之樣本

2014年立法院所得稅法修正案通過之後，召開股東會的公司其樣本數，高達1530筆。由於這些公司召開股東會決定股利政策時，已確定2013年盈餘分配的股利是能夠享受全額扣抵的最後一年，因此可能發放較高的股利。這些股東會較晚召開的公司，其多元迴歸分析F值為692.02，達1%之顯著水準，調整後R²為83.25%。主要控制變數EPS(每股盈餘)迴歸係數為0.5748，亦達1%之顯著水準。本研究假說一所要檢定的兩個研究變數，代表股利發放水準的YEAR，其迴歸係數為 $\beta_1=0.1100$ ，達5%顯著水準(單尾檢定)，而代表股利發放傾向的YEAR*EPS，其迴歸係數為 $\beta_2=-0.0053$ ，但未達顯著水準，與全部樣本之迴歸係數估計結果相同。Panel B的Chow F test結果，F值為3.07，達5%顯著水準，顯示2013年(全額扣抵最後一年)與2012年盈餘分配在

股利發放水準或每股盈餘股利發放傾向有顯著差異。另外，在控制其他控制變數的情況下：兩個年度的每股總股利(TD)之差距為\$0.0950，顯示2013年盈餘分配發放的每股總股利比2012年高，F檢定結果顯示這個差異達5%之顯著水準，此一結果支持假說一。至於其他控制變數之情形，則與全部樣本時之結果相同。

(二) 每股現金股利(CD)之發放(假說二)

本研究之假說二主張：企業會在2013年盈餘分配時，增加發放每股現金股利，讓股東享有可扣抵稅額全額扣抵的租稅利益。同樣除了探討全體樣本之現金股利發放情形之外，亦將樣本依其2014年股東會召開日期，分為修法通過之前及之後兩組樣本，分別進行迴歸分析。

表六 假說二:多元迴歸分析及 F 檢定(CD)

Panel A:多元迴歸分析

$$CD_{it} = \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 YEAR_{it} \times EPS_{it} + \beta_3 EPS_{it} + \beta_4 ITC_{it} + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 PB_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 BLOCKS_{it} + \beta_9 IND_{it} + \beta_{10} URE_{it} + \beta_{11} FREECASH_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

變數	預期符號	全部樣本			2014 年 股東會召開日在修法(含)前			2014 年 股東會召開日在修法後		
		迴歸係數	t 值	VIF	迴歸係數	t 值	VIF	迴歸係數	t 值	VIF
截距項	?	-0.6609	-2.36 **	0.00	12.5901	1.47	0.00	-0.6368	-2.29 **	0.00
YEAR	+	0.1101	1.79 **	2.16	0.2348	0.42	2.81	0.1147	1.88 **	2.16
YEAR*EPS	+	0.0007	0.04	3.56	-0.0532	-0.48	4.36	-0.0012	-0.08	3.36
EPS	+	0.5715	40.76 ***	3.21	0.7344	6.45 ***	5.37	0.5610	39.72 ***	3.25
ITC	+	0.0127	4.60 ***	1.07	0.0326	1.08	1.85	0.0120	4.35 ***	1.08
DEBT	-	-0.0077	-4.72 ***	1.66	0.0564	1.91	9.24	-0.0073	-4.45 ***	1.66
PB	+	0.1989	10.18 ***	1.56	0.4145	2.01 **	4.14	0.1954	10.03 ***	1.55
SIZE	+	0.0427	2.43 ***	1.38	-1.0353	-1.56	14.88	0.0403	2.32 **	1.37
BLOCKS	-	-0.0010	-0.49	1.07	0.0475	1.89	2.15	-0.0010	-0.50	1.07
IND	?	0.1844	4.22 ***	1.09	-1.9261	-2.99 **	3.67	0.2061	4.74 ***	1.09
URE	+	-0.0124	-3.65	1.90	-0.1155	-2.69	2.04	-0.0097	-2.86	1.93
FREECASH	+	0.0126	5.10 ***	1.18	0.0571	1.51	2.29	0.0120	4.91 ***	1.18
Adj-R ²		0.8038			0.9188			0.8035		
F 值		581.67 ***			30.84 ***			564.44 ***		
樣本數		1560			30			1530		

Panel B: F 檢定 (Chow 檢定)

	全部樣本	2014 年股東會召開日 在修法(含)前	2014 年股東會召開日 在修法後
檢定： $\beta_1=0$ 且 $\beta_2=0$	F 值 3.50**	0.12	3.50**
	自由度 (2,1548)	(2,18)	(2,1518)
檢定： $\beta_1+\beta_2 \times \text{EPS 平均數}=0$	估計值 \$0.1128	\$0.0325	\$0.1113
	F 值 7.01***	0.01	6.94***
	自由度 (1,1548)	(1, 18)	(1, 1518)

1.變數定義如表一

2.*表示在 0.1 的檢定水準顯著，**表示在 0.05 的檢定水準顯著，***表示在 0.01 的檢定水準顯著。

1. 全部樣本

從表六的Panel A可得知：全部樣本的多元迴歸分析F值為581.67，達1%之顯著水準，調整後 R^2 為80.38%。主要控制變數EPS(每股盈餘)迴歸係數為0.5715，亦達1%之顯著水準。本研究假說二所要檢定的兩個研究變數，代表股利發放水準的YEAR，其迴歸係數為 $\beta_1=0.1101$ ，達5%顯著水準(單尾檢定)，而代表股利發放傾向的YEAR*EPS，其迴歸係數為 $\beta_2=0.0007$ ，雖為正數但未達顯著水準。Panel B的Chow F test結果，F值為3.50，達5%顯著水準，顯示2013年(全額扣抵最後一年)與2012年盈餘分配在股利發放水準或每股盈餘股利發放傾向有顯著差異。另外，在控制其他控制變數的情況下：兩個年度的每股現金股利(CD)之差距為\$0.1128，顯示2013年盈餘分配發放的每股現金股利比2012年高，F檢定結果顯示這個差異達1%之顯著水準，顯示實證結果支持假說二，此一實證結果亦較假說一每股總股利之結果略佳。

至於其他達顯著水準之控制變數，股東可扣抵比率(ITC)較高、市價淨值比(PB)較高、公司規模較大(SIZE)、自由現金流量(FREECASH)較高、電子業(IND)公司及負債比率(DEBT)較低的公司，會發放較高之現金股利。

2. 2014年股東會召開日在修法(含)前之樣本

兩稅合一新制在2014年5月16日修法通過，因此股東會召開日在修法通過前與通過後的公司，其2013年盈餘分配的現金股利發放政策可能會有所不同，故本研究分別檢視之。股東會召開較早的少數公司，其多元迴歸分析F值為30.84，達1%之顯著水準。主要控制變數EPS(每股盈餘)迴歸係數為0.7344，亦達1%之顯著水準。本研究假說二所要檢定的兩個研究變數，YEAR(迴歸係數為 $\beta_1=0.2348$)與全部樣本之估計結果方向相同，而YEAR*EPS(迴歸係數為 $\beta_2=-0.0532$)，則與全部樣本之估計結果方向不同，但是兩者均未達任何顯著水準。表六的Panel B的Chow F test結果，F值只有0.12，未達顯著水準，顯示2013年(全額扣抵最後一年)與2012年盈餘分配，在股利發放水準及每股盈餘股利發放傾向並無顯著差異。另外，在控制其他控制變數的情況下：兩個年度的每股現金股利(CD)之差距為\$0.0325，顯示2013年盈餘分配的每股現金股利雖較2012年微幅增加，與假說二之預測方向一致，但未達顯著水準。至於其他達顯著水準之控制變數，只有市價淨值比(PB)較高的公司，以及非電子業(IND)的公司，會發放較高之現金股利。

3. 2014年股東會召開日在修法後之樣本

至於股東會較晚召開的公司，其多元迴歸分析F值為564.44，達1%之顯

著水準，調整後 R^2 值為80.35%。主要控制變數EPS(每股盈餘)迴歸係數為0.5610，達1%之顯著水準。本研究假說二所要檢定的兩個研究變數，代表股利發放水準的YEAR，其迴歸係數為 $\beta_1=0.1147$ ，達5%顯著水準(單尾檢定)，而代表股利發放傾向的YEAR*EPS，其迴歸係數為 $\beta_2=-0.0012$ ，但未達顯著水準。此一結果與全部樣本之迴歸係數估計結果稍有不同。Panel B的Chow F test結果，F值為3.50，達5%顯著水準，顯示2013年(全額扣抵最後一年)與2012年盈餘分配，在股利發放水準或每股盈餘股利發放傾向有顯著差異。另外，在控制其他控制變數的情況下：兩個年度的每股現金股利(CD)之差距為\$0.1113，顯示2013年盈餘分配的每股現金股利發放比2012年較高，F檢定結果顯示這個差異達1%之顯著水準，此一結果支持假說二。至於其他控制變數之情形，則與全部樣本時之結果相同。

(三) 每股股票股利(SD)之發放(假說三)

與前述假說一及假說二不同，因為股票股利在股東繳交個人綜合所得稅時，不論股票市價為何，一律只能以面額\$10計算，耗用股東可扣抵稅額的效果不佳，故本研究之假說三主張：企業會在2013年盈餘分配時，減少發放每股股票股利。另外在控制變數方面，本研究亦提出公司規模(SIZE)較小的公司，因比較不擔心股本稀釋的問題，會較有意願發放股票股利；而自由現金流量(FREECASH)較少的公司，因現金不足，也會較有意願發放股票股利。

1. 全部樣本

從表七的Panel A可得知：全部樣本的多元迴歸分析F值為7.43，達1%之顯著水準。主要控制變數EPS(每股盈餘)迴歸係數為0.0126，達5%之顯著水準。本研究假說三所要檢定的兩個研究變數，代表股利發放水準的YEAR，其迴歸係數為 $\beta_1=-0.0045$ ，而代表股利發放傾向的YEAR*EPS，其迴歸係數為 $\beta_2=-0.0047$ ，雖均為負數，與假說三預測方向一致，但未達顯著水準。Panel B的Chow F test結果，F值為0.78，也未達顯著水準。另外，在控制其他控制變數的情況下：兩個年度的每股股票股利(SD)之差距為-\$0.0179，顯示2013年盈餘分配的每股股票股利發放比2012年較少，雖與假說三的預測方向一致，但F檢定結果未達顯著水準。

至於其他達顯著水準之控制變數，市價淨值比(PB)較高的公司，公司規模(SIZE)較小及自由現金流量(FREECASH)較少的公司，會發放較多的股票股利，與預期方向一致，而非電子業公司也會發放較多的股票股利。

2. 2014 年股東會召開日在修法(含)前之樣本

這些股東會召開較早的少數公司，從表七可得知其多元迴歸分析F值只有0.58，未達顯著水準。主要控制變數EPS(每股盈餘)迴歸係數為0.0245，亦未達顯著水準。表七的Panel B顯示：在控制其他控制變數的情況下，兩個年度的每股股票股利(SD)之差距為\$-0.1052，顯示2013年盈餘分配的每股股票股利雖較2012年減少，與假說三之預測方向一致，但未達顯著水準。

3. 2014 年股東會召開日在修法後之樣本

至於股東會較晚召開的公司，多元迴歸分析F值為7.53，達1%之顯著水準。主要控制變數EPS(每股盈餘)迴歸係數為0.0138，達5%顯著水準。本研究假說三所要檢定的兩個研究變數，代表股利發放水準的YEAR，其迴歸係數為 $\beta_1 = -0.0047$ ，而代表股利發放傾向的YEAR*EPS，其迴歸係數為 $\beta_2 = -0.0041$ ，雖均為負數，但未達顯著水準。Panel B的Chow F test結果，F值為0.62，也未達顯著水準。另外，在控制其他控制變數的情況下：兩個年度的每股股票股利(SD)之差距為-\$0.0163，顯示2013年盈餘分配的每股股票股利發放比2012年較少，雖與假說三的預測方向一致，但F檢定結果未達顯著水準。至於其他達顯著水準之控制變數，則與全部樣本之結果相同。

表七 假說三：多元迴歸分析及 F 檢定(SD)

Panel A:多元迴歸分析

$$SD_{it} = \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 YEAR_{it} \times EPS_{it} + \beta_3 EPS_{it} + \beta_4 ITC_{it} + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 PB_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 BLOCKS_{it} + \beta_9 IND_{it} + \beta_{10} URE_{it} + \beta_{11} FREECASH_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

變數	預期符號	全部樣本			2014 年 股東會召開日在修法(含)前			2014 年 股東會召開日在修法後		
		迴歸係數	t 值	VIF	迴歸係數	t 值	VIF	迴歸係數	t 值	VIF
截距項	?	0.5908	5.14 ***	0.00	2.0201	0.64	0.00	0.5844	5.03 ***	0.00
YEAR	-	-0.0045	-0.18	2.16	-0.0827	-0.40	2.81	-0.0047	-0.18	2.16
YEAR*EPS	-	-0.0047	-0.72	3.56	-0.0059	-0.15	4.36	-0.0041	-0.62	3.36
EPS	+	0.0126	2.19 **	3.21	0.0245	0.59	5.37	0.0138	2.34 **	3.25
ITC	+	-0.0038	-3.33	1.07	-0.0041	-0.38	1.85	-0.0037	-3.18	1.08
DEBT	-	0.0013	1.94	1.66	0.0059	0.54	9.24	0.0012	1.72	1.66
PB	+	0.0228	2.85 ***	1.56	-0.0604	-0.80	4.14	0.0233	2.86 ***	1.55
SIZE	-	-0.0313	-4.34 ***	1.38	-0.1456	-0.60	14.88	-0.0306	-4.22 ***	1.37
BLOCKS	-	0.0006	0.79	1.07	-0.0041	-0.44	2.15	0.0007	0.82	1.07
IND	?	-0.0647	-3.61 ***	1.09	0.0796	0.34	3.67	-0.0672	-3.70 ***	1.09
URE	+	0.0005	0.34	1.90	0.0302	1.92	2.04	0.0001	0.02	1.93
FREECASH	-	-0.0033	-3.29 ***	1.18	0.0011	0.08	2.29	-0.0033	-3.28 ***	1.18
Adj-R ²		0.0434			-0.1904			0.0449		
F 值		7.43 ***			0.58			7.53 ***		
樣本數		1560			30			1530		

Panel B: F 檢定 (Chow 檢定)

		全部樣本	2014 年股東會召開日 在修法(含)前	2014 年股東會召開日 在修法後
檢定： $\beta_1=0$ 且 $\beta_2=0$	F 值	0.78	0.32	0.62
	自由度	(2,1548)	(2,18)	(2,1518)
檢定： $\beta_1+\beta_2 \times \text{EPS 平均數}=0$	估計值	-\$0.0179	-\$0.1052	-\$0.0163
	F 值	1.06	0.62	0.86
	自由度	(1,1548)	(1, 18)	(1, 1518)

1.變數定義如表一

2.*表示在 0.1 的檢定水準顯著，**表示在 0.05 的檢定水準顯著，***表示在 0.01 的檢定水準顯著。

三、敏感性分析

為增加研究結果之強度，本研究從下列五個方向來進行敏感性分析：

(一) 股東租稅身分

並非所有台灣上市櫃公司的股東，都能享受可扣抵稅額的租稅利益，例如外資⁵投資我國上市櫃公司的現金股利，係採就源扣繳分離課稅(稅率只有20%)的方式，所以股東可扣抵稅額不論是全額扣抵，或者是減半扣抵，均與外資無關。根據Chang and Huang (2009)之研究，在其他條件不變下，可享有股東可扣抵稅額之投資人會較偏好可扣抵稅額比率較高公司之股票，因此在臺灣地區之資本市場存在有顧客效果(clientele effect)。因此，公司管理階層在決定2013年盈餘分配是否要增發股利時，可能會將股東結構中的外資持股比例(FOREIGN)納入考量。本研究認為：在其他條件不變下，外資持股比率較高的公司，其股利發放將比較不受可扣抵稅額減半之影響，方向預期為負。因此本研究在多元迴歸分析中，加入此一控制變數。表八的Panel A彙總加入外資持股(FOREIGN)控制變數後，2013與2012年盈餘分配股利發放差異之F檢定($\beta_1 + \beta_2 \times \text{EPS平均數} = 0$)的結果。以全部樣本為例，在控制所有控制變數(包括外資持股)之後，2013年盈餘分配的每股總股利(TD)比2012年增加了\$0.0936，達5%顯著水準，但是此一股利差異比表五(\$0.0942)略低。而2013年盈餘分配的每股現金股利(CD)比2012年增加了\$0.1124，達5%顯著水準，也比表六(\$0.1128)的結果略低。至於2013年盈餘分配的每股股票股利(SD)則比2012年減少了\$0.0185，此一差異比表七(減少了\$0.0179)的結果更大，但仍未達顯著水準。至於新加入的控制變數FOREIGN(外資持股)，則只有在應變數為每股股票股利時顯著為負，符合預期方向，而在其他情況下，則呈現不顯著的情況。

因此，本研究另外改加入一個範圍較廣的控制變數，以取代外資持股(FOREIGN)。新的控制變數NOIMPACT係指不受可扣抵稅額減半影響股東之持股。除了外資沒有享有可扣抵稅額的抵減利益之外，政府機構、本國信託機構⁶、本國財團法人、社團法人及職工福利會的持股，也享受不到可扣抵

⁵此處所謂外資，包括僑外金融機構、僑外法人、僑外信託及僑外個人。

⁶本國信託機構的持股通常為投信股票型基金之持股，由信託機構代管。原則上，如果股票型基金有配息時，基金受益人也可享有可扣抵稅額的租稅利益。但是由於我國買賣基金之資本利得係屬停徵免稅，所以我國絕大部分的股票型基金均不配息，故本研究將其視為不受可扣抵稅額減半影響的持股。

稅額的抵稅利益，故本研究將這些機構的投資合併計算其持股比率，得到NOIMPACT這個新的控制變數。表八的Panel B彙總加入不受可扣抵稅額減半影響的股東持股(NOIMPACT)這個控制變數之後，2013與2012年股利發放差異之F檢定結果。以全部樣本為例，在控制所有控制變數(包括NOIMPACT)之後，2013年盈餘分配的每股總股利(TD)及每股現金股利(CD)比2012年分別增加了\$0.0853及\$0.1065，且都達5%顯著水準，但是這兩個股利差異比表五(\$0.0942)及表六(\$0.1128)的結果略低。至於2013年盈餘分配的每股股票股利(SD)則比2012年減少\$0.0205，此一差異比表七(減少\$0.0179)結果大，但仍未達顯著水準。至於新加入的控制變數NOIMPACT，則分別在應變數為每股總股利(TD)及每股股票股利(SD)時均顯著為負，符合預期方向。

表八 2013 與 2012 年盈餘分配股利發放差異之 F 檢定($\beta_1 + \beta_2 \times \text{EPS}$ 平均數=0)—考量股東租稅身分

Panel A: 考量外資股東持股(FOREIGN)	全部樣本		2014 年股東會召開日 在修法(含)前	2014 年股東會召開日 在修法後
	估計值			
每股總股利(TD)	\$0.0936		-\$0.0608	\$0.0945
	F 值	5.74**	0.04	5.94**
每股現金股利(CD)	\$0.1124		\$0.0429	\$0.1118
	F 值	7.00**	0.01	7.05***
每股股票股利(SD)	-\$0.0185		-\$0.1037	-\$0.0170
	F 值	1.16	0.58	0.96
Panel B: 考量不受影響股東持股(NOIMPACT)				
	全部樣本		2014 年股東會召開日 在修法(含)前	2014 年股東會召開日 在修法後
	估計值			
每股總股利(TD)	\$0.0853		-\$0.0234	\$0.0871
	F 值	4.75**	0.01	5.00**
每股現金股利(CD)	\$0.1065		\$0.0537	\$0.1005
	F 值	6.17**	0.02	6.37**
每股股票股利(SD)	-\$0.0205		-\$0.0770	-\$0.0179
	F 值	1.37	0.43	1.24

1. FOREIGN(外資持股)：包括僑外金融機構、僑外法人、僑外信託及僑外個人持股比率的總和。NOIMPACT(不受可扣抵稅額減半影響之持股)：包括 FOREIGN、政府機構、本國信託機構、本國財團法人、社團法人及職工福利會持股比率的總和。其他變數定義如表一。

2.*表示在 0.1 的檢定水準顯著，**表示在 0.05 的檢定水準顯著，***表示在 0.01 的檢定水準顯著。

綜上所述，在分別加入股東租稅身分(FOREIGN及NOIMPACT)的控制變數之後，發現：公司會在分配2013年盈餘時，顯著地發放更多的每股總股利(TD)及每股現金股利(CD)，而每股股票股利(SD)發放較少，但此結果並不顯著。

(二) 排除 YEAR*EPS 交乘項

從表五、表六及表七的多元迴歸結果來看，代表2013年每股盈餘股利發放傾向的差異(亦即YEAR*EPS交乘項的迴歸係數 β_2)均為不顯著，因此本研究將此一交乘項排除之後，重新進行迴歸分析。此時，2013與2012年盈餘分配股利的差異僅須比較虛擬變數YEAR的迴歸係數 β_1 為正或負即可，並採用t檢定來檢視兩年度股利的差異是否達到顯著水準。從表九的t檢定結果可看出：就全部樣本而言，在控制所有控制變數之後，2013年盈餘分配的每股總股利(TD)及每股現金股利(CD)比2012年分別增加了\$0.0944及\$0.1121，且都達1%顯著水準，每股總股利(TD)比表五略高，每股現金股利(CD)比表六的結果略低。至於2013年盈餘分配的每股股票股利(SD)則比2012年減少了\$0.0177，此一差異比表七(減少\$0.0179)的結果較小，但仍未達顯著水準。但就2014年股東會召開日在修法通過之後的公司而言，2013年盈餘分配的每股總股利(TD)及每股現金股利(CD)比2012年分別增加了\$0.0951及\$0.1113，且都達1%顯著水準，總股利部分略高一點，但現金股利部分相同。因此，在排除YEAR*EPS交乘項之後，本研究的研究結論不變。

(三) 控制每一產業固定效果

從表五、表六及表七的多元迴歸分析，在產業控制方面僅區分電子業與非電子業，為了更精細的控制每一個產業的固定效果，本研究再依表二的產業別，分別將非電子業樣本依照16個個別產業(如水泥、食品、塑膠等)，增設15個產業虛擬變數，以控制每一產業盈餘分配的固定效果⁷。重新進行多元迴歸分析之後，結果如表十。從表十的F檢定結果可看出：就全部樣本而言，在增加控制每一產業固定效果之後，2013年盈餘分配的每股總股利(TD)及每股現金股利(CD)比2012年分別增加了\$0.1535及\$0.1148，且都達1%顯著水準，每股總股利(TD)比表五(\$0.0942)略高，每股現金股利(CD)也比表六(\$0.1128)的結果略高。至於2013年盈餘分配的每股股票股利(SD)則比2012年

⁷ 作者感謝評審提供此一寶貴的意見。

減少了\$0.0189，此一差異也比表七(減少\$0.0179)的結果大，但仍未達顯著水準。至於對2014年股東會召開日在修法通過之後的公司而言，2013年盈餘分配的每股總股利(TD)及每股現金股利(CD)比2012年分別增加了\$0.0961及\$0.1134，且都達1%顯著水準，總股利及現金股利也都較大。因此，在控制每一產業固定效果之後，本研究的研究結論不變。至於2014年股東會召開日在修法通過之前的公司而言，因為樣本數只有30個，若再加入每一產業固定效果虛擬變數之後，恐有計量經濟學上變數過度認定(overidentified)的問題，故其結果不予以列示。

表九 2013 與 2012 年盈餘分配股利發放差異之 t 檢定($\beta_1=0$)—不考量交乘項(YEAR*EPS)

	全部樣本		2014 年股東會召開日 在修法(含)前	2014 年股東會召開日 在修法後
	估計值			
每股總股利(TD)	\$0.0944		-\$0.0740	\$0.0951
	t 值	2.42***	-0.23	2.45***
每股現金股利(CD)	\$0.1121		\$0.0314	\$0.1113
	t 值	2.62***	0.09	2.64***
每股股票股利(SD)	-\$0.0177		-\$0.1054	-\$0.0162
	t 值	-1.02	-0.81	-0.92

1. 變數定義如表一

2. *表示在 0.1 的檢定水準顯著, **表示在 0.05 的檢定水準顯著, ***表示在 0.01 的檢定水準顯著。

表十 2013 與 2012 年盈餘分配股利發放差異之 F 檢定($\beta_1+\beta_2 \times \text{EPS}$ 平均數=0)—控制每一產業固定效果

	全部樣本 (N1560)	2014 年股東會召開日 在修法(含)前(N=30)	過度認定 (overidentified) 無統計結果	2014 年股東會召開日 在修法後(N=1530)
	估計值			
每股總股利(TD)	\$0.1535			\$0.0961
	F 值	6.10***		6.16***
每股現金股利(CD)	\$0.1148			\$0.1134
	F 值	7.43***		7.32***
每股股票股利(SD)	-\$0.0189			-\$0.0173
	F 值	1.19		0.96

1. 各變數定義如表一。

2. *表示在 0.1 的檢定水準顯著, **表示在 0.05 的檢定水準顯著, ***表示在 0.01 的檢定水準顯著。

(四) 考量現金股利殖利率

本研究主要使用每股發放股利數額(TD、CD及SD)來作為迴歸模型的應變數，但因為股價高的公司本身發放的股利可能就會比較高⁸，即便在迴歸式中已經控制每股盈餘(EPS)及公司規模(SIZE)可能的影響，仍進一步以現金股利殖利率(cash dividend yield, CDYIELD)作為額外的應變數測試。CDYIELD之衡量，以2013年盈餘發放為例，雖然該現金股利發放時點在2014年年中，但係以該現金股利除以2013年年底之股價。迴歸分析的結果列示在表十一。從表十一可看出：就全部樣本而言，在控制所有控制變數之後，2013年盈餘分配的每股現金股利殖利率(CDYIELD)比2012年還是增加0.00044，但未達顯著水準。而且不論公司2014年股東會召開日在修法通過之前或之後，每股現金股利殖利率雖然稍有增加，但均未達顯著水準。

(五) 將未發放股利公司納入

本研究依照以往國內有關兩稅合一股利政策(汪瑞芝、陳明進，2004；洪榮華等，2006；陳正芳，2015)的相關文獻，將沒有發放股利的公司從樣本中排除。但因為不發放股利，本身可能也是一種政策行為，因此本研究將這些沒有發放股利的公司在樣本中加回，以進行額外分析⁹。分析結果如表十二。從表十二的檢定結果可看出：以全部樣本而言，2013年盈餘分配的每股現金股利(CD)比2012年微增了\$0.0012，但未達任何顯著水準。就2014年股東會召開日在修法通過之後的公司而言，2013年盈餘分配的每股現金股利(CD)比2012年微增了\$0.0020，也未達任何顯著水準。至於每股股票股利(SD)雖然也是減少，符合假說三的預期方向，而且減少的幅度大於表七的結果，但還是未達顯著水準。

⁸ 作者感謝評審提供此一寶貴的意見。

⁹ 作者感謝評審提供此一寶貴的意見。

表十一 2013 與 2012 年盈餘分配股利發放差異之 F 檢定($\beta_1 + \beta_2 \times \text{EPS}$ 平均數=0)—考量每股現金殖利率

	全部樣本 (N1560)	2014 年股東會召開日 在修法(含)前(N=30)	2014 年股東會召開日 在修法後(N=1530)
每股現金股利殖利率(CDYIELD)	估計值 0.00044	0.00205	0.00041
	F 值 0.15	0.01	0.11

1. CDYIELD:每股現金股利殖利率(以 2013 年盈餘發放為例，該現金股利發放雖然在 2014 年年中，但以該現金股利除以 2013 年年底之股價)。

2.*表示在 0.1 的檢定水準顯著，**表示在 0.05 的檢定水準顯著，***表示在 0.01 的檢定水準顯著。

表十二 2013 與 2012 年盈餘分配股利發放差異之 F 檢定($\beta_1 + \beta_2 \times \text{EPS}$ 平均數=0)—將未發放股利的公司亦納入

	全部樣本 (N=2630)	2014 年股東會召開日 在修法(含)前(N=40)	2014 年股東會召開日 在修法後(N=2590)
每股總股利(TD)	估計值 -\$0.0138	-\$0.3710	-\$0.0121
	F 值 0.14	1.26	0.11
每股現金股利(CD)	估計值 \$0.0012	-\$0.2995	\$0.0020
	F 值 0.00	0.67	0.00
每股股票股利(SD)	估計值 -\$0.1131	-\$0.0734	-\$0.0142
	F 值 0.70	0.50	0.88

1. 各變數定義如表一。

2.*表示在 0.1 的檢定水準顯著，**表示在 0.05 的檢定水準顯著，***表示在 0.01 的檢定水準顯著。

伍·結論

本研究主要係在探討兩稅合一新制下，自2015年1月1日開始實施股東可扣抵稅額減半，並增列所得稅累進稅率最高到45%，企業為使股東能享有可扣抵稅額全額扣抵的效益，是否會在最後一次可全額扣抵的年度(2013年)改變其股利政策。因兩稅合一新制是在2014年5月16日立法院三讀通過，而且馬上實施並沒有緩衝期，在2014年5月16日(含)之前召開股東會的企業，未必會提前反應，來充分利用最後一次可扣抵稅額全額扣抵的機會。但是在修法通過以後召開股東會的企業，確定2013年盈餘分配的股東之可扣抵稅額只剩最後一次機會可以全額扣抵(發放時點在2014年)。若稅負壓力會影響股利政策，企業應會利用最後一次可全額扣抵的機會提高發放股利給股東，而使公司2013年盈餘分配的股利政策與之前(2012年)的股利政策產生顯著差異。

本研究以2013年(全額扣抵最後一年)及前一年2012年盈餘分配之上市上櫃公司為研究對象，利用多元迴歸分析探討前述兩稅合一新制下，股東可扣抵稅額減半對股利政策之影響。多元迴歸分析結果顯示：就全部樣本而言，2013年盈餘分配發放的每股總股利(TD)顯著大於2012年的每股總股利，此一結果支持假說一。進一步將樣本分成2014年股東會召開日在修法通過前與後兩組，發現2014年股東會召開日在修法前之公司，2013年盈餘分配的每股總股利(TD)發放反而較2012年略有減少，顯示因為尚未通過所得稅法修法，其股利發放較不受修法影響。2014年股東會召開日在修法後之公司，2013年盈餘分配發放的每股總股利(TD)比2012年高，且達5%之顯著水準，此一結果支持假說一。至於現金股利(CD)部分，2013年盈餘分配發放的每股現金股利比2012年高，達5%之顯著水準，顯示實證結果支持假說二，實證結果亦較假說一每股總股利之結果略佳。2014年股東會召開日在修法前之公司，2013年的每股現金股利(CD)雖較2012年微幅增加，與假說二之預測方向一致，但未達顯著水準。2014年股東會召開日在修法後之公司，2013年盈餘分配的每股現金股利(CD)發放比2012年較高，達5%之顯著水準，此一結果支持假說二。而股票股利(SD)部分，無論全部樣本或分成兩組都發現：2013年盈餘分配的每股股票股利雖較2012年減少，與假說三之預測方向一致，但未達顯著水準。最後，為增加本研究之效度(validity)及強度(robustness)，分別加入不受可扣抵稅額租稅利益影響的股東變數(FOREIGN及NOIMPACT)、排除YEAR*EPS交乘項等進一步的敏感性分析，其結果沒有重大差異。

本研究的結論支持：我國公司企業會考慮投資人的租稅壓力，並以股東財富最大化為考量，以制定其股利政策，尤其在總股利與現金股利部分。

參考文獻

- 王蘭芬、張仲岳、林谷峰，「採用 IFRS 轉換期間雙軌財務資訊對股利政策之影響」，*當代會計*，第 16 卷第 2 期，2015 年，頁 113-143。
- 汪瑞芝、陳明進，「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，2004 年，頁 257-277。
- 汪瑞芝、陳明進，「兩稅合一前後上市公司融資決策之實證研究」，*交大管理學報*，第 27 卷第 1 期，2007 年，頁 221-246。
- 李俊男，「兩稅合一制度下股東可扣抵稅額對股利政策之影響」，國立雲林科技大學會計研究所碩士論文，2007 年。
- 洪榮華、曾子耘、林聖傑，「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，2006 年，頁 133-162。
- 馬孝璿，「兩稅合一對上市櫃公司股利政策影響之探討」，*財稅研究*，第 31 卷第 6 期，1999 年，頁 134-158。
- 孫梅瑞、陳憲民，「台灣上市公司股利政策趨勢與公司特性之研究」，*企業管理學報*，第 66 期，2005 年，頁 77-100。
- 陳正芳，「營利事業所得稅稅率調降對公司股利政策之影響」，*臺灣銀行季刊*，第 64 卷第 1 期，2013 年，頁 84-99。
- 黃智群，「兩稅合一對公司股利政策之影響—傳統產業與高科技產業比較」，國立中央大學企業管理研究所碩士論文，2002 年。
- 黃瑞靜、徐守德、廖四郎，「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証研究」，*管理評論*，第 20 卷第 2 期，2001 年，頁 43-74。
- 鄧佳文，「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研究所碩士論文，2012 年。
- 羅光達、羅時萬、單珮玲，「我國兩稅合一制度現況檢討與未來改革方向」，財政部專題研究計畫成果報告，2014 年。
- Adedeji, A., "Does the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratios of Firms in the UK?" *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25,(9-10), 1998, pp.1127-1155.
- Ayers, B.C., Cloyd, C.B., & Robinson, J.R., "The Effect of Shareholder-level Dividend Taxes on Stock Prices: Evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993." *Accounting Review*, Vol. 77(4), 2002, pp.933-947.
- Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. H., "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?" *The Journal of Finance*, Vol. 52(3), 1997, pp.1007-1034.
- Chang, C. & Huang, C., "A Study of the Relationship between Shareholder Deductible Amount and

- Investor's Investment Preference." International Symposium of Finance and Accounting in Asia, 2009.
- Crutchley, C. E. & Hansen, R. S., "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends." *Financial Management*, Vol. 18(4), 1989, pp.36-46.
- DeAngelo, H. & DeAngelo, L., "Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms." *The Journal of Finance*, Vol. 45(5), 1990, pp.1415-1431.
- Deshmukh, S., "The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy." *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 44(1-2), 2005, pp.107-127.
- Dhaliwal, D., Li, O.Z., & Trezevant, R., "Is a Dividend Tax Penalty Incorporated into the Return on a Firm's Common Stock." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 35(2), 2003, pp.155-178.
- Fama, E. F. & Blasiak, H., "Dividend Policy: An Empirical Analysis." *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 63(324), 1968, pp.1132-1161.
- Fama, E. F. & French, K. R., "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity Top Pay?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 60(1), 2001, pp.3-43.
- Farrar, D. E. & Selwyn, L. L., "Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors." *National Taxes Journal*, Vol. 20(4), 1967, pp.444-454.
- Goldstein, R., Ju, N., & Leland, H., "An EBIT-Based Model of Dynamic Capital Structure." *Journal of Business*, Vol. 74(4), 2001, pp.483-512.
- Gordon, M.J., "Optimal Investment and Financing Policy." *The Journal of Finance*, Vol.18(2), 1963, pp.264-272.
- Healy, P. M. & Palepu, K. G., "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions." *Journal of Financial Economics*, Vol. 21(2), 1988, pp.149-175.
- Holder, M. E., Langrehr, F. W., & Hexter, J. L., "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory." *Financial Management*, Vol. 27(3), 1998, pp.73-82.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S., "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies." *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 27(2), 1992, pp.247-263.
- Jensen, M. C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover." *American Economic Review*, Vol.76(2), 1986, pp.323-329.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(4), 1976, pp.305-306.
- Kalay, A., "Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints." *Journal of Financial Economics*, Vol. 10(2), 1982, pp.211-233.
- Lintner, J., "The Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and

- Taxes.” *American Economic Review*, Vol. 46(2), 1956, pp.97-113.
- Lloyd, W. P., Jahera, J. S., & Page, D. E., “Agency Costs and Dividend Payout Ratios.” *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol. 24(3), 1985, pp.19-29.
- Miller, M. H. & Modigliani, F., “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares.” *The Journal of Business*, Vol. 34(4), 1961, pp.411-433.
- Miller, M. H. & Rock, K., “Dividend Policy under Asymmetric Information.” *The Journal of Finance*, Vol. 40(4), 1985, pp.1031-1051.
- Miller, M. H. & Scholes, M.S., “Dividend and Taxes.” *Journal of Financial Economics*, Vol. 20(1-2), 1978, pp.293-315.
- Mitton, T., “Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets.” *Emerging Markets Review*, Vol. 5(4), 2004, pp.409-426
- Modigliani, F. & Miller, M. H., “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.” *American Economic Review*, Vol. 48(3), 1958, pp.261–297
- Myers, S. C. & Majluf, N. S., “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have.” *Journal of Financial Economics*, Vol. 13(2), 1984, pp.187-221.
- Poterba, J.M. & Summers, L.H., “New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends.” *Journal of Finance*, Vol. 39(5), 1984, pp.1397-1415.
- Rozeff, M. S., “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios.” *Journal of Financial Research*, Vol. 5(3), 1982, pp. 249-259.
- Smith, C. & Warner, J., “On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants.” *Journal of Financial Economics*, Vol. 7(2) , 1979, pp.117-161.
- Smith Jr., C. W. & Watts, R. L., “The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies.” *Journal of Financial Economics*, Vol. 32(3), 1992, pp. 263-292.
- Wang, C.F. & Guo, Y., “Do Dividend Tax Cuts Lead Firms to Increase Dividends: Evidence from China.” *China Journal of Accounting Research*, Vol. 4(4), 2011, pp. 197-209.

The Impacts of Halving Shareholder Tax Deductible Amount on Dividend Policy

LAN-FEN WANG, CONRAD C. CHANG, LI-CHU YANG *

ABSTRACT

As the Income Tax Law was amended on May 16, 2014, the shareholder deductible amount will be halved from January 1, 2015. Moreover, the highest progressive tax rate will be increased to 45%. Therefore, the future tax burden of shareholder is increased. The study empirically finds that total dividend (TD) and cash dividend (CD) per share for the 2013 earnings distribution (paid out in 2014) that was the last year for shareholder to enjoy full shareholder deductible amount were significantly higher than those for the 2012 earnings distribution. Share dividend (SD) per share was insignificantly lower for the 2013 earnings distribution than for the 2012 earnings distribution. The sample was further divided into two sub-groups depending on their 2014 shareholder meeting dates before or after the Income Tax Law amendment. For the group of these shareholder meetings before the amendment, cash dividend (CD) per share was increased while total dividend (TD) per share was decreased. Neither was statistically significant, suggesting that the dividend policy of the before-group was less affected by the ongoing but then undecided Income Tax Law amendment. However, for the group of those shareholder meetings after the amendment, total dividend (TD) and cash dividend (CD) per share for the 2013 earnings distribution were significantly higher than for the 2012 earnings distribution. Share dividend (SD) per share was lower for the 2013 earnings distribution than for the 2012 earnings distribution, but the results were nevertheless insignificant.

The results of this study supports firms in Taiwan indeed consider the tax burden of investors and try to maximize the wealth of shareholders in determining their dividend policies, especially on total dividend and cash dividend.

Keywords: Shareholder Tax Deductible Amount, Halving, Dividend Policy, Cash Dividend, Share Dividend

* Lan-Fen Wang, Associate Professor, Department of Accountancy, National Taipei University. Conrad C. Chang, Professor, Department of Accountancy, National Taipei University. Li-Chu Yang, Associate Vice President, Finance Dept. Taitien Electronics Co., Ltd.