

股利政策決定因素再探討

Determinants of Dividend Policy Revisited

黎明淵

林俞廷

國立暨南國際大學財務金融系¹

摘要

2003年台積電的董事會決議中，決定自台積電上市以來，首次發放現金股利，以避免因股本過度膨脹所衍生的每股盈餘稀釋問題。此外，一般認為高科技產業因其產業特性，多傾向發放股票股利，傳統產業則多傾向發放現金股利。本研究依據上述兩個事件觀察，驗證股本膨脹率是否會影響公司的股利政策，並分析高科技產業及傳統產業的股利政策決定因素之差異性。本文實證結果指出，第一、股本膨脹率與只發放現金股利呈不顯著正相關，而與只發放股票股利呈顯著正相關。可能原因為，台積電因考量股本膨脹等因素而決定自上市以來，首次發放現金股利，惟僅是某一特例。第二、產業別的虛擬變數與只發放股票股利呈顯著正相關，表示高科技產業傾向只發放股票股利，傳統產業傾向發放現金股利。第三、歷史股利、經營績效、前期股利及負債比率同是影響傳統產業與高科技產業的因素。但公司規模與成長機會會影響傳統產業的股利發放，但對高科技產業的影響並不顯著。

¹作者分為國立暨南國際大學財務金融系助理教授與大學部四年級學生。本文撰寫過程中，獲得國科會大專生參與國科會研究計畫經費補助，在此感謝；惟本文若有任何謬誤，當屬作者之責。聯絡作者：黎明淵，國立暨南國際大學財務金融系副教授，TEL: (049) 291-0960 Ext 4984, Fax: (049) 291-4511, E-mail: lmy@ncnu.edu.tw

壹、緒論

「股利政策」是公司將營運過程中所獲得的盈餘，以特定形式及比率發放給股東，或將盈餘保留起來作為再投資用的決策。一般而言，股利發放的形式有現金股利及股票股利兩種。現金股利是以現金形式發放的股利，又稱為「股息」。其發放動機多為公司對股東投資所得的一項具體回饋。但這會使公司有大筆現金流出，影響公司財務的調度，使公司的資產與股東權益同時減少，也會影響市場上投資人的預期而造成股價的波動。股票股利則是以公司的股票作為股利分配給股東，又稱為「無償配股」。股票股利的發放雖不會使資金減少，但卻有膨脹股本稀釋盈餘之危險（當公司的獲利能力無法超過股本膨脹的速度時），且公司若是因為實施有利的投資計畫而保留現金，這個出發點是正確的；但有些時候，公司是因自身財務狀況不佳才以股票替代現金股利。

一般公司常用股利政策如下：(1) 固定現金股利支付率政策：於保留盈餘中每年皆發放一定比率之現金股利，該政策之優點在於公司得提前就股利之發放進行安排與規劃，且該部份之現金流量固定，當企業生命週期正值「成熟期」（投資報酬率相對穩定之產業）之公司將較適合採取此股利政策。(2) 固定或持續增加之現金股利政策：現金股利支付率採每年以固定或遞增之成長率增加，惟採該項股利政策之公司，每年須有穩定成長之現金流入，較適用企業生命週期正值「成長期」之公司。(3) 低現金股利加額外股利政策：每年至少發放少量之現金股利，惟公司有較多之盈餘或資金充足時，則提高其發放比率。此項股利政策則適用於企業生命週期正介於「創業期」及「成長期」之公司，該等公司雖仍待資金之投入，惟為滿足股東對現金流入之需求，可採此政策。(4) 剩餘股利政策：此政策主要係依據公司未來之資本預算規劃來衡量未來年度之資金需求，然後先以保留盈餘融通所需之資金後，剩餘之盈餘才以現金股利之方式分派。

由上述可知，不同的公司生命週期應有不同的股利政策。近來從國內許多與股利政策相關的研究中，如洪振虔（民國78年）、張錦娥（民國82年）、劉秀玲（民國83年）、陳舒怡（民國86年）、葉春岑（民國90年），其實證結果均指出

公司政策與股利政策有一定程度的關係。故公司是否應在考慮政府法律規定及公司經營績效、償債需要、公司未來成長機會等等公司特性後，決定最適合公司的股利政策，此為本研究動機之一。

此外，在 2003 年台積電的董事會決議中，其對 2003 年盈餘分配作出初步決議，普通股每股配發股利 2.0 元，其中包括股票股利 1.4 元、現金股息 0.6 元。一旦 5 月 11 日的股東會通過該案，將成為台積電上市以來，首次發放現金股利。而台積電的董事會會有此決議，有一部分原因是因為 2003 年半導體的景氣較 2002 年佳，且發放股票股利將會導致股本膨脹，因而作出此決議。故發放股票股利所造成的股本的膨脹是否對股利政策會造成影響，為本研究動機之二。

最後，由於產業具有獨特的結構性質，同一產業之間公司活動大致相差不遠，其在發放股利時會考量其他同業中的股利政策。因此各產業間的股利政策是否也有所差異。而一般認為高科技產業因其高成長，民眾樂於參與除權，且固定成本較高、產業競爭激烈需要較多資金，故在股利政策的選擇上會傾向只發放股票股利；而傳統產業因低成長，民眾教樂於獲得現金股利，且固定成本相對較低、營運槓桿低、產業競爭較不激烈，故在股利政策的選擇上會傾向只發放現金股利。本研究即以實證來證明。此為本研究動機之三。

與過去研究相較，本研究與過去研究的差異在下列數點，第一、過去研究公司特性對股利政策的影響時，大多數就單一方向來研究。而本研究則將其彙總，並觀察近年來的變化，及最近台積電對股利政策的決定，增加股本的膨脹這一研究自變數。第二、過去研究在探討產業別對股利政策的影響時，大多只研究產業別對股利政策是否有影響。陳憲民（90）提出，不同產業偏好不同的股利政策：水泥窯製業較傾向同時發放現金及股票股利，食品業傾向無股利發放，化工業傾向只發放股票股利，紡織纖維業傾向無股利發放，營建建材業傾向只發放股票股利，機電業傾向只發放股票股利，造紙業傾向無股利發放。其他業無法看出傾向何種股利政策。而本研究除探討產業別對股利政策是否有影響外，若研究得知肯定的結論，則將進一步以 Multinomial Logit 迴歸分析來深入研究造成各產業別股利政策差異的因素。

另值得一提的是，有關本文的研究範圍與限制包括：第一、台灣上市公司基於法令規定、公司特性與投資人對於股利偏好的不同，將其股利政策定義為以下四種：0 無任何股利發放、1.只發放股票股利、2.只發放現金股利、3.同時發放現金及股票股利。第二、本研究以在台灣股票以上市並存於台灣經濟新報社之電腦財務資料庫中的公司為對象，進行實證研究。且由於金融保險產業產業性質較為特殊，財務結構與一般行業不同，所以排除在樣本外。第三、本研究主要探討台灣上市公司普通股股利發放行為，因此一般依約定發放之特別股股利並非本研究研究對象。

貳、文獻回顧

一、國外文獻

自從 Miller and Modigliani (1961) 提出股利無關論—即股利政策不會影響公司價值或是資金成本，任何股利政策所產生的效果都可藉由其他形式融資活動取代後，許多學者便嘗試從不同的角度去探討股利政策。

MM1961 年提出股利顧客效果—公司的股利政策應以股東偏好為依歸，偏好當期收益的投資人會選擇去購買高股利發放率公司的股票，而不必依靠當期投資收益維生的投資人，就會去選擇持有低股利發放率公司的股票。公司管理當局既然可以訂定其所認為的最適股利政策，便可透過股利政策使不喜歡此股利政策的投資者，出售手中股份轉賣給喜歡這套股利政策的投資者。然而由於這樣的過程會使前股東負擔交易成本或資本利得的稅負，因此，管理者通常也不願意任意更改其既定的股利政策，以免流失原來的股東。不過，既使如此，MM 認為，這並不代表某一種股利政策優於其他股利政策。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，然而有一最重要影響因素，可以造成投資者對不同股利政策的明顯偏好，那就是稅賦的考量，因此許多學者多從這一方面下手。

Farrar 和 Selwyn(1967)提出所得稅差異理論，他們運用部份均衡分析法，

並以投資者乃追求最大稅後利益為假設，探討在考慮公司稅和個人稅(其中資本利得稅率小於股利稅率)對股利政策之影響。主張，如果股利的稅率比資本利得的稅率高，則投資人可能喜歡公司少支付股利，而將較多的盈餘保留下來做為再投資用；而未獲得較高的資本利得，投資人將願意接受較低的普通股必要報酬率。

因企業在融資時使用權益或負債的決策，會因規模經濟、發行成本的考量，使其資本結構在目標資本結構的上下來回波動。當公司以股票進行融資時，通常被認為其負債已超過資本結構所需，藉此訊息傳遞公司可能負擔過多的破產風險。反之，當公司以債券進行融資時，會被認為其負債尚未達目標資本結構所需，因此公司發放債券正可以藉此享受稅盾的好處，因此被視為好消息，此即訊號效果。而公司會透過現金股利的支付傳遞公司管理當局看好公司前景的利多消息，此為訊號內容假說。Elgers 和Murray(1985)以多元迴歸分析對其所提出的四項假說進行實證研究；Lakonishok 和Lev(1987)以t 分配檢定股票股利或股票分割之實驗組與對照組，觀察其宣告日前後不同期間之盈餘與現金股利成長率的變化，結果均支持公司會藉由股利發放宣告訊號給投資人之理論，提供他們對公司現在及未來的內部看法。

Easterbrook(1984)針對代理問題，認為：1.股利發放可降低經營者為規避風險所產生的代理成本由於公司可藉由多角化的投資組合來分散公司的非系統風險，使其財富極大化，而管理當局的財富(薪資或持有公司股票)與公司的營運息息相關，因此，公司的成敗，是管理者所關心的。亦即公司股東與管理者所偏好的公司整體的風險水準將有所差異。管理者為了避免經營失敗，會盡可能地降低公司的負債，如此一來，公司管理者雖降低了經營風險，卻使公司原來的債權人獲得額外的利益，即減少債權人預期所需承擔的風險。對公司股東而言，財富間接移轉到債權人手上，產生代理成本。公司股東為了避免代理成本發生，會促使管理者增發股利並對外舉債。2.股利發放將有助於監督經營者：增加股利發放時，經營者為了獲得營運所需資金，通常必須向外融資。例如：向銀行借款、發行商業本票、公司債或發行新股，在資金募集的過程中，公司財務狀況與經營結果均須接受金融中介機構的審核通過，才可募集所需要的資金；若是在證券市場發行新股，亦須通過證管會的審核，新股上市後還得受證券分析師的評估。如果

向銀行舉債，則銀行唯有在肯定公司的經營績效及經營者的行為，才會同意此借款。因此，在募集資金的過程中，可使公司受很多的監督與評估，故股利的發放有助於投資者對公司的監督。

二、國內文獻

洪振虔(民國 78 年)透過 Kruskal-Wallis 單變量分析、多元回歸分析，研究自民國 68 年自 74 年間 34~39 家台灣上市公司資料，未包括金融業(現金及股票股利)，其產業別是否會影響股利政策；代理成本、公司規模、流動資金、獲利能力、投資機會、事業風險對現金股利的發放是否有所影響；股價、資金需求和對未來的預期是否影響股票股利的發放。實證結果顯示 1. 產業別對股利政策沒有影響。2. 在現金股利也發放上與代理問題(正向)、獲利能力(正向)及成長機會(反向)具顯著影響。3. 在股票股利上，以短期資金需求(正向)的影響最大。

張錦娥(民國 82 年)使用自 78 年到 85 年間台灣上市公司資料，包括金融業(現金及股票股利)，以平均數檢定、無母數統計-等級檢定及多元回歸分析，探討 1. 現金與股票股利的影響因素：當年度盈餘、未來投資機會、盈餘成長性、內部人持股比率、股東人數、股價、負債比率、歷史股利、產業別；2. 股利替代性(現金股利與股票股利之關聯性)。實證結果 1. 當年度盈餘越高，股東人數越多、負債比率越低、歷史股利產業別，皆會正向的影響現金股利發放。2. 未來投資機會越大、未來盈餘成長、歷史股利、產業別，對股票股利皆正相關。3. 股利替代性顯著。

劉秀玲(民國 83 年)以 OLS 回歸分析、三小階段最小平方法(3SLS)，採民國 80 年及 81 年台灣上市公司資料為研究對象，排除金融保險業。探討影響現金股利的因素：內部股權、成長率、獲利率、公司規模、營運風險、資本支出與產業別。實證結果顯示 1. 負債比率與現金股利發放率呈現負向關係。2. 僅公司規模(正向)，及營運風險(反向)達到顯著。另內部股權雖然達到顯著，但卻與假說方向相反。

陳舒怡(民國 86 年)採用 Logit 回歸分析、平均數分析、單因子變異數分析、t 檢定與無母數統計分析，趨勢分析以民國 75 年至 84 年，其餘以 80 年至 84 年為研究期間，台灣上市公司為對象，排除金融保險業。探討未分配盈餘累積率、流動資金、負債比率、成長機會、內部人士持股比率、股價、成立年數、公司規模、集團企業、產業別是否影響現金股利及股票股利發放；以公司規模與公司成立年數兩變數研究公積配股與公司特性之關係。實證結果顯示 1.流動資金越多、公司規模越大、產業別皆影響現金股利發放；未分配盈餘累積率越高，則越傾向以盈餘配股方式發放；負債比率越高、成立年數越長及產業別均會顯著影響公積配股之發放。2.公司成立年數越長、越傾向以資金重估增值轉增資來發放股票股利。

謝銘智(民國 87 年)，藉由平均數檢定、無母數統計-等級檢定與多元回歸，以民國 78 年至 85 年間台灣上市公司資料，包括金融業（現金及股票股利）為研究對象，探討當年度盈餘、未來投資機會、盈餘成長性、內部人持股比率、股通人數、股價、負債比率、歷史股價、產業別對現金與股票股利的影響；股利替代性（現金股利與股票股利之關聯性）。實證結果顯示 1.當年度盈餘越高、股東人數越多、負債比率越低、歷史股利、產業別，皆會以正向的影響現金股利發放。2.未來投資機會越大、未來盈餘成長、歷史股利、產業別，對股票股利皆正相關。3.股利替代性顯著。

王俊仁(民國 87 年)研究自民國 83 年至 85 年間台灣上櫃公司（現金股利、盈餘及公積配股）的資料，採用設計的「綜合性評量指標」，利用 Logit 回歸分析（係屬不連續數值）探討 1.稅賦負擔-有效稅率與資本公積、2.成長機會-下期與本期營收成長率、3.經營績效-每股盈餘（EPS）與淨利率、4.產業特性、5.歷史股利政策對股利政策之影響。實證結果顯示在五個可能影響股利政策動機的因素中，其中除本期營業收入成長率為代理變數之「成長機會」因素不顯著外，其餘企業股利政策的影響因素皆為顯著。

林博政(民國 87 年)採用設計的「綜合性評量指標」,利用 Logit 回歸分析(係屬不連續數值),研究自民國 83 年至 85 年間台灣上市公司排除了金融壽險業(現金股利、盈餘及公積配股)的資料,探討影響股利政策之因素。影響因素分為五大類,八個變數:1.法令稅賦-有效稅率與資本公積、2.成長機會-次期與本期之機器設備成長率、3.經營績效-普通股權益報酬率(ROE)與每股盈餘(EPS)、4.歷史股利、5.政治成本。實證結果顯示台灣上市公司在考量股利政策時,會受到租稅負擔因子、公司未來成長機會、經營績效、歷史股利、公司的規模大小(政治成本)所影響。

參、研究設計

一、研究假說建立

假說一：公司規模愈大，愈傾向發放股利

由於規模大的公司，多屬商譽較佳的公司，而較佳的商譽亦有助於公司進行外部融資，故推論該類企業較會採用現金股利方式。惟從政治成本的角度來看，規模愈大的公司可能愈會受到政府注意，被要求負擔較多的社會成本。因此規模較大的公司為轉移政府的注意，將透過股票股利的發放，使公司流通在外的股數增加，進而使股價、每股盈餘降低，其公司帳面價值因而降低的盈餘操作方式，避免政府機關的注意。

假說二：公司經營績效愈佳，愈傾向發放股利

一個公司經營的好壞與否往往與其獲利率有關，經營績效較佳的公司才有能力使公司永續經營、提高股東的價值。此外，有良好獲利紀錄的公司，信用評等較佳，可以以較低的資金成本向外融資，換言之，這類型公司有較充裕的資金來發放現金股利。此外，因經營績效佳，獲利能力強，故公司不需保留太多盈餘以備營運之需。且基於台灣的投資人視股票股利為盈餘分配的心理，故當公司經營績效較佳、獲利能力較強，股票股利的發放傾向也會提高。

假說三：公司成長機會愈大，愈傾向不發放股利或只發放股票股利

當公司處於快速成長階段，成長機會較大，因此會傾向不發放股利，而保留較多的盈餘以應投資之需。或藉由透過發放股票股利的方式來傳達公司的成長機會，以增加投資人的信心。

假說四：公司負債比率愈低，愈傾向發放現金股利

當一公司的負債愈高表示其自有資金愈不足的現象（由融資順位理論知），且其利息成本也愈高，故公司無法隨意的發放現金股利。

假說五：公司前期有發放股利，本期愈傾向發放股利

由於股利的增發可當作一種傳達給投資人的正面訊息—管理當局預期未來盈餘會獲得改善；而股利的減發則隱含公司未來盈餘不佳的訊息，故公司通常會維持一穩定的股利政策。

假說六：公司股本膨脹率愈大，愈傾向發放現金股利

股票股利的發放雖不會使資金減少，但卻有膨脹股本稀釋盈餘之危險（當公司的獲利能力無法超過股本膨脹的速度時），故公司通常會較傾向發放現金股利。

假說七：產業別會影響公司股利政策而高科技產業會傾向只發放股票股利，傳統產業傾向發放現金股利

不同產業的投資機會或其他因素會影響公司股利發放，如高科技產業因其產業特性需要較多資金且高成長，民眾樂於參與除權，故在股利政策的選擇上會傾向只發放股票股利；而傳統產業因低成長、固定成本相對較低、營運槓桿低且產業競爭較不激烈，民眾較樂於獲得現金股利。故本研究欲探討不同的產業是否會因其行業特性、資本結構等的不同而有不同的股利政策。

二、變數操作性定義

(一)應變數

本研究採 Multinomial Logistic 回歸分析，應變數代表四種股利政策，0 無任何股利發放，1 只發放股票股利，2 只發放現金股利，3 同時發放現金及股票股利。

(二)自變數

1. 公司規模 (SIZE)

由於衡量公司規模標準不一，一般都以總資產或總銷售額來衡量。本研究擬以股利發放日之前一年年底的總資產淨值來衡量。且又由於各個行業及公司間的資產總額有很大的差異，因此去自然對數衡量之。

$$\text{公司規模 (SIZE)} = \ln(\text{總資產})$$

2. 經營績效 (獲利率)

一般用來衡量經營績效的變數很多，如總資產報酬率 (ROA, Return on Assets)、股東權益報酬率 (ROE, Return on Equity)、每股盈餘 (EPS, Earning Per Share)、銷貨毛利率等。故本研究擬以股利發放日之前一年年底的總資產報酬率、股東權益報酬率及每股盈餘來衡量此一變數。

$$(1) \text{總資產報酬率 (ROA)} = \text{稅後淨利} / \text{平均總資產}$$

$$(2) \text{股東權益報酬率 (ROE)} = \text{稅後淨利} / \text{平均股東權益}$$

$$(3) \text{每股盈餘 (EPS)} = \text{稅後淨利} / \text{普通股流通在外股數}$$

3. 成長機會

由於成長機會具不可觀測及難以量化的特性，造成實證研究上的一大難題。過去實證文獻中，學者多使用超過一個以上的代理變數來衡量。本研究擬以股利發放日之前一年年底的公司市場價值對帳面價值的比率及權益市場價值與帳面價值比來衡量。

$$(1) \text{公司市場價值對帳面價值的比率 (MBA, Market to Book Assets)}$$

$$MBA = (N \times P + NP \times PP + D) / A$$

其中 N 為普通股平均流通在外股數、P 為普通股平均股價、NP 為特別股平均流通在外股數、PP 為特別股平均股價、D 為平均負債帳面價值、A 為平均資產帳面價值

(2) 權益市場價值與帳面價值比 (MBE, Market to Book Equity)

$$MBE = (N \times P + NP \times PP) / E$$

其中 E 為平均權益帳面價值，其它符號變數定義如上。

4. 負債比率 (DEBT, Debt Ratio)

本研究擬以股利發放日之前一年年底的總負債佔總資產的比率來衡量。

$$\text{負債比率} = \text{總負債} / \text{總資產}$$

5. 股本膨脹率 (IRCOS, Increasing Rate of Common Outstanding Stock)

本研究擬以股利發放日之前一年年底的股本膨脹率來衡量。

$$IRCOS = IRCOS_{N-1} - IRCOS_{N-2} / IRCOS_{N-2}$$

其中 IRCOS 為股本膨脹率、 $IRCOS_{N-1}$ 為第 N-1 年流通在外股數、 $IRCOS_{N-2}$ 為第 N-2 年流通在外股數

6. 歷史股利 (HD, Historical Dividend)

本研究擬以股利發放日之前一年之前一年是否有發放股利來衡量。HD 表歷史股利的虛擬變數，HD=0 表沒發放股利，HD=1 表有發放股利。

7. 產業特性 (IND, Industrial Group)

由於高科技產業因其高成長，民眾樂於參與除權，且固定成本較高、產業競爭激烈需要較多資金，故在股利政策的選擇上會傾向只發放股票股利；而傳統產業因低成長，民眾樂於獲得現金股利，且固定成本相對較低、營運槓桿低、產業競爭較不激烈，故在股利政策的選擇上會傾向只發放現金股利。因此本研究擬將樣本公司分為高科技產業與傳統產業。IND 表產業的虛擬變數，IND=1 表傳統產業、IND=2 表高科技產業。

三、研究方法

本研究以民國 92 年為研究期間，採用 Multinomial Logit 迴歸分析法來驗證公司特性與股利政策間的關係。在進行 Multinomial Logit 迴歸分析前先測試自變數間是否有共線性的問題，並以皮爾森積差相關係數（Pearson product-moment Correlation）來檢定。Multinomial Logit 迴歸模型設計如下：

$$p_i = \text{prob}(y_i = 1 | x_{ij}, j = 1, 2, 3, \dots, k) = \frac{\exp(\beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{ij})}{1 + \exp(\beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{ij})}$$

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 (\text{HD}) + \beta_2 (\text{IND}) + \beta_3 (\text{MBA}) + \beta_4 (\text{MBE}) + \beta_5 (\text{DEBT}) + \beta_6 (\text{SIZE}) + \beta_7 (\text{EPS}) + \beta_8 (\text{ROA}) + \beta_9 (\text{ROE}) + \beta_{10} (\text{IRCOS}) + \varepsilon$$

HD=歷史股利

IND=產業別之虛擬變數

MBA=公司市場價值對帳面價值的比率

MBE=權益市場價值與帳面價值比

DEBT=負債比率

SIZE=公司規模

EPS=每股盈餘

ROA=總資產報酬率

ROE=股東權益報酬率

IRCOS=股本膨脹率

肆、實證結果與分析

本研究針對台灣上市公司為研究對象，公司分類方式依照行政院「提升傳統產業競爭力方案」為之，數位 3C、精密電子元件、精密機械設備、太、生醫及特化、綠色技術及高級材料工業等七大行業分類為高科技產業，其他歸類為傳統產業。有關各公司的股利發放及財務資料均來自台灣經濟新報資料庫（TEJ）。

一、公司特性與股利政策之關係

(一)共線性檢定

在進行 Multinomial Logit 迴歸分析前須先測試自變數間是否有共線性的問題，若自變數間存在共線性，將會降低估計的準確度。表 2 為自變數的皮爾森積差相關係數矩陣。由表中得知：MBA 與 MBE 相關顯著；M BE 與 MBA、ROE 相關顯著；EPS、ROA、ROE 互為相關顯著。故本文在進行 Multinomial Logit 迴歸分析時，將上述五個自變數區分為五條方程式來討論²。藉此避免自變數間共線性的問題。

表 2 Pearson 相關係數矩陣

	IND	DEBT	SIZE	EPS	ROA	ROE	IRCOS	MBA	MBE	HD
IND	1.000									
DEBT	-0.125*	1.000								
SIZE	-0.006	0.175*	1.000							
EPS	0.201*	-0.397*	0.004	1.000						
ROA	-0.106*	-0.395*	-0.061	0.835*	1.000					
ROE	0.089*	-0.391*	-0.076	0.751*	0.957*	1.000				
IRCOS	0.160*	-0.171*	-0.027	0.258*	0.156*	0.132*	1.000			
MBA	-0.298*	0.335*	0.205*	-0.307*	-0.393*	-0.404*	-0.049	1.000		
MBE	-0.271*	0.330*	0.192*	-0.334*	-0.451*	-0.510*	-0.070	-0.939*	1.000	
HD	-0.183*	0.373*	0.040	-0.502*	-0.407*	-0.328*	-0.263*	0.330	0.328*	1.000

說明：** 與*分別表0.01與0.05顯著水準。

(二)股利政策之 Multinomial Logit 迴歸分析

此部分主要探討公司特性、產業特性與股利政策之關係，以歷史股利、公司市場價值對帳面價值的比率權益市場價值與帳面價值比、負債比率、公司規模每股盈餘、總資產報酬率、股東權益報酬率及股本膨脹率九個公司特性與產業別之虛擬變數一個產業特性，採用 Multinomial Logit 迴歸法加以分析。茲將結果(表 3)說明如下：

² 五條方程式分為：HD + IND + DEBT + SIZE + IRCOS + MBA + EPS；HD + IND + DEBT + SIZE + IRCOS + MBA + ROA；HD + IND + DEBT + SIZE + IRCOS + MBA + ROE；HD + IND + DEBT + SIZE + IRCOS + MBE + EPS；HD + IND + DEEBT + SIZE + IRCOS + MBE + ROA。

表 3 Multinomial Logit 迴歸模式結果

(a) 只發放股票股利

變數	方程式(1)	方程式(2)	方程式(3)	方程式(4)	方程式(5)
HD	0.940*	0.995*	1.008*	0.937*	0.988*
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
IND	0.861	0.843	0.849	0.813	0.775
	(0.118)	(0.126)	(0.123)	(0.138)	(0.156)
MBA	-1.214	-1.101	-1.056		
	(0.319)	(0.375)	(0.396)		
MBE				-1.035	-1.009
				(0.149)	(0.165)
DEBT	0.536	0.121	0.218	0.552	0.106
	(0.760)	(0.944)	(0.900)	(0.753)	(0.951)
SIZE	0.324	0.316	0.316	0.360	0.355
	(0.173)	(0.183)	(0.183)	(0.134)	(0.138)
EPS	0.476			0.411	
	(0.211)			(0.298)	
ROA		4.421			2.688
		(0.477)			(0.684)
ROE			0.501		
			(0.721)		
IRCOS	2.208*	2.368*	2.311*	2.179*	2.343*
	(0.065)	(0.043)	(0.046)	(0.067)	(0.044)

(b) 只發放現金股利

變數	方程式(1)	方程式(2)	方程式(3)	方程式(4)	方程式(5)
HD	1.502*	1.536*	1.539*	1.795*	1.526*
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
IND	0.642	0.622	0.615	0.615	0.580
	(0.117)	(0.133)	(0.137)	(0.128)	(0.156)
MBA	0.248	0.381	0.370		
	(0.787)	(0.688)	(0.695)		
MBE				0.050	0.078
				(0.918)	(0.877)
DEBT	-4.152*	-4.542*	-4.471*	-4.087*	-4.480*
	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.001)
SIZE	0.497*	0.489*	0.487*	0.514*	0.511*
	(0.007)	(0.008)	(0.008)	(0.005)	(0.006)
EPS	0.288			0.223	
	(0.364)			(0.381)	
ROA		1.435			1.148
		(0.705)			(0.773)
ROE			0.501		
			(0.721)		
IRCOS	-0.588	-5.553	-0.541	-0.592	-0.539
	(0.615)	(0.630)	(0.637)	(0.611)	(0.637)

(c)同時發放現金股利及股票股利

變數	方程式(1)	方程式(2)	方程式(3)	方程式(4)	方程式(5)
HD	1.804* (0.000)	1.915* (0.000)	1.921* (0.000)	1.828* (0.000)	1.893* (0.000)
IND	0.884* (0.039)	0.917* (0.033)	0.913 (0.123)	0.835* (0.047)	0.845* (0.047)
MBA	-0.203 (0.840)	-0.568 (0.578)	-0.583 (0.568)		
MBE				-0.403 (0.479)	-0.694 (0.238)
DEBT	-2.535* (0.068)	-2.564* (0.063)	-2.758* (0.045)	-2.479* (0.072)	-2.563* (0.061)
SIZE	0.419* (0.026)	0.418* (0.025)	0.420* (0.025)	0.442* (0.019)	0.447* (0.017)
EPS	1.094* (0.002)			1.066* (0.003)	
ROA		16.685* (0.023)			16.808* (0.026)
ROE			9.110* (0.035)		
IRCOS	2.091* (0.067)	2.276* (0.040)	2.240* (0.043)	2.070* (0.068)	2.253* (0.041)

說明：括弧內為顯著性 P 值，*表 10%顯著性。

- 1、假說一：公司規模愈大，愈傾向發放股利。本文實證結果指出：公司規模 (SIZE) 與只發放現金股利呈顯著正向關係，反映由於規模較大的公司，可利用其規模優勢，進行外部融資，而內部資金運用則較偏向採用現金股利方式。
- 2、假說二：公司經營績效愈佳，愈傾向發放股利。本文實證結果指出：每股盈餘 (EPS)、總資產報酬率 (ROA)、股東權益報酬率 (ROE) 與同時發放股票股利與現金股利呈顯著正向關係，故假說二獲得支持。
- 3、假說三：公司成長機會愈大，愈傾向只發放股票股利。本文實證結果指出：公司市場價值對帳面價值的比率 (MBA)、權益市場價值與帳面價值比 (MBE) 與只發放股票股利呈不顯著負相關，故假說三未獲支持。我們認為可能解釋原因為，MBA、MBE 不是衡量經營績效的良好變數，惟對不同類型產業的影響為何，將於以下再做討論。
- 4、假說四：公司負債比率愈低，愈傾向發放現金股利。本文實證結果指出：負債比率與只發放現金股利呈顯著負相關，故假說四獲得支持。

- 5、假說五：公司前期有發放股利，本期愈傾向發放股利。本文實證結果指出：歷史股利與只發放現金股利、只發放股票股利呈顯著正相關，假說五獲得支持。
- 6、假說六：公司股本膨脹率愈大，愈傾向發放現金股利。本文實證結果指出：股本膨脹率與只發放現金股利呈不顯著負相關，而與只發放股票股利，同時發放股票及現金股利呈顯著正相關。故假說六未獲支持。我們認為可能原因為，由於統計方法是歷史資料來分析，在過去有高股本膨脹率的多為高科技公司，而高科技公司大多是發放股票股利的公司，故股本膨脹率與只發放股票股利呈顯著正相關似乎無可議之處。另雖台積電因考量股本膨脹等因素而決定自上市以來，首次發放現金股利，但其可能只是一個特例。後續研究者，可再觀察往後年度的資料，說不定會有不同的發現。
- 7、假說七：產業別會影響公司股利政策而高科技產業會傾向只發放股票股利，傳統產業傾向發放現金股利。本文實證結果指出：產業別的虛擬變數與只發放股票股利呈顯著正相關，表示高科技產業傾向只發放股票股利，假說七獲得支持。

二、不同產業之股利政策之分析與比較

本節主要分為兩部分，第一部分探討影響傳統產業股利政策之因素，第二部分探討影響高科技產業股利政策之因素。採用 Multinomial Logit 迴歸法加以分析。

(一)影響傳統產業股利政策之因素

此部分主要探討影響傳統產業股利政策之因素，以歷史股利、公司市場價值對帳面價值的比率權益市場價值與帳面價值比、負債比率、公司規模每股盈餘、總資產報酬率、股東權益報酬率及股本膨脹率九個公司特性，採用 Multinomial Logit 迴歸法加以分析。茲將結果（表4）說明如下：

表 4 傳統產業 Multinomial Logit 迴歸模式結果

(a) 只發放票股利

變數	方程式(1)	方程式(2)	方程式(3)	方程式(4)	方程式(5)
HD	1.290* (0.005)	1.278* (0.005)	1.250* (0.006)		
MBA	-1.710 (0.525)		-1.596 (0.547)	-3.111 0.232	
MBE		-1.398 0.304			-1.881 (0.165)
DEBT	0.446 (0.876)	0.490 (0.862)	0.614 (0.828)	0.422 (0.877)	0.173 (0.948)
SIZE	0.574 (0.230)	0.613 (0.206)	0.572 (0.234)	0.159 (0.692)	0.191 (0.637)
EPS	0.509 (0.488)	0.497 (0.489)			
ROA				35.036* (0.091)	34.647* (0.099)
ROE			8.882 (0.372)		
IRCOS	-0.848 (0.793)	-1.041 (0.746)	-0.627 (0.840)	1.234 (0.679)	1.008 (0.731)

(b) 只發放現金股利

變數	方程式(1)	方程式(2)	方程式(3)	方程式(4)	方程式(5)
HD	1.419* (0.000)	1.410* (0.000)	1.405* (0.000)		
MBA	-0.301 (0.864)		0.302 (0.863)	-1.832 (0.218)	
MBE		-0.523 0.565			-1.086 (0.192)
DEBT	-5.290* (0.009)	-5.009* (0.011)	-5.155* (0.011)	-5.719* (0.001)	-5.784* (0.001)
SIZE	1.096* (0.001)	1.122* (0.001)	1.090* (0.001)	0.631* (0.007)	0.649* (0.006)
EPS	0.426 (0.388)	0.423 (0.388)			
ROA				33.700* (0.006)	33.766* (0.007)
ROE			4.046 (0.309)		
IRCOS	-0.680 (0.767)	-0.805 (0.723)	-0.615 (0.788)	1.695 (0.388)	1.564 (0.427)

(c)同時發放現金股利及股票股利

變數	方程式(1)	方程式(2)	方程式(3)	方程式(4)	方程式(5)
HD	2.466* (0.000)	2.454* (0.000)	2.431* (0.000)		
MBA	-2.744 (0.174)		-2.405 (0.232)	-5.343* (0.001)	
MBE		-1.957* (0.076)			-3.157* (0.000)
DEBT	-3.375 (0.128)	-3.676* (0.094)	-3.301 (0.137)	-4.080* (0.017)	-4.482* (0.004)
SIZE	1.084* (0.002)	1.117* (0.002)	1.070* (0.002)	0.525* (0.021)	0.554* (0.017)
EPS	0.301 (0.544)	-0.288 (0.557)			
ROA				35.281* (0.004)	35.601* (0.004)
ROE			-2.682 (0.630)		
IRCOS	2.119 (0.396)	1.927 (0.436)	2.073 (0.407)	5.889* (0.006)	5.689* (0.009)

說明 1: 括弧內為顯著性 P 值，*表 10%顯著性。

歷史股利與只發放股票股利、只發放現金股利、同時發放現金股利及股票股利呈顯著正相關，故傳統產業公司前期有發放股利，本期愈傾向發放股利。ROA 與只發放股票股利、只發放現金股利、同時只放現金股利及股票股利呈顯著正相關，故當傳統產業公司經營績效愈佳，愈傾向發放股利。經營績效的代表變數中以 ROA 最具代表性。負債比率與只發放現金股利、同時發放現金股利及股票股利呈顯著負相關，故當負債比率愈低，傳統產業公司愈傾向發放現金股利。公司規模與只發放現金股利、同時發放現金股利及股票股利呈顯著正相關。故傳統產業公司規模愈大，可利用其規模優勢，進行外部融資，而內部資金運用則較偏向採用現金股利方式。MBE、MBA 與三類股利發放呈現負向關係，尤其是與同時發放現金股利及股票股利呈顯著負相關³。故成長機會越大的傳統產業公司，會傾向保留資金以因應未來投資之需要，而減少股利的發放。

³ MBE、MBA 與只發放股票股利、只發放現金股利雖為負相關，但係數估計並不顯著。

(二) 影響高科技產業股利政策之因素

此部分主要探討影響高科技產業股利政策之因素，以歷史股利、公司市場價值對帳面價值的比率權益市場價值與帳面價值比、負債比率、公司規模每股盈餘、總資產報酬率、股東權益報酬率及股本膨脹率九個公司特性，採用 Multinomial Logit 迴歸法加以分析。茲將結果（表 5）說明如下：

表 5 高科技產業 Multinomial Logit 迴歸模式結果

(a) 只發放股票股利

變數	方程式(1)	方程式(2)	方程式(3)	方程式(4)	方程式(5)
HD	0.800* (0.036)	0.800* (0.037)	0.923* (0.009)	0.916* (0.009)	0.936* (0.008)
MBA	0.674 (0.631)		0.606 (0.676)		0.679 (0.638)
MBE		-0.677 (0.442)		-0.649 (0.471)	
DEBT	0.259 (0.914)	0.276 (0.909)	-0.313 (0.893)	-0.302 (0.896)	-0.281 (0.905)
SIZE	0.633 (0.478)	0.226 (0.424)	0.169 (0.544)	0.199 (0.478)	0.170 (0.540)
EPS	0.633 (0.283)	0.579 (0.337)			
ROA			-0.606 (0.679)	2.498 (0.763)	
ROE					1.143 (0.713)
IRCOS	3.192* (0.047)	3.137* (0.050)	3.107* (0.043)	3.080* (0.043)	3.095* (0.044)

(b) 只發放現金股利

變數	方程式(1)	方程式(2)	方程式(3)	方程式(4)	方程式(5)
HD	1.683* (0.000)	1.676* (0.000)	1.738* (0.000)	1.733* (0.000)	1.725* (0.000)
MBA	0.748 (0.528)		1.053 (0.394)		0.981 (0.421)
MBE		0.480 (0.440)		0.652 (0.336)	
DEBT	-4.776* (0.020)	-4.761* (0.020)	-5.215* (0.090)	-5.180* (0.090)	-5.096* (0.010)
SIZE	0.201 (0.384)	0.128 (0.714)	0.179 (0.345)	0.196 (0.874)	0.187 (0.450)
EPS	0.080 (0.812)	0.128 (0.714)			
ROA			0.149 (0.976)	1.198 (0.830)	
ROE					-0.168 (0.929)
IRCOS	-0.936 (0.518)	-0.933 (0.521)	-1.006 (0.482)	-0.975 (0.496)	-0.957 (0.500)

(c) 同時發放現金股利及股票股利

變數	方程式(1)	方程式(2)	方程式(3)	方程式(4)	方程式(5)
HD	1.613* (0.000)	1.603* (0.000)	1.722* (0.000)	1.701* (0.000)	1.731* (0.000)
MBA	1.676 (0.180)		0.713 (0.573)		0.576 (0.647)
MBE		0.844 (0.235)		0.113 (0.882)	
DEBT	-2.836 (0.156)	-2.663 (0.174)	-2.643 (0.163)	-2.529 (0.178)	-3.055 (0.106)
SIZE	0.040 (0.865)	0.041 (0.861)	0.046 (0.843)	0.065 (0.779)	0.051 (0.823)
EPS	2.067 (0.000)	2.077 (0.000)			
ROA			37.760* (0.000)	41.098* (0.000)	
ROE					22.019* (0.001)
IRCOS	1.444 (0.314)	1.497 (0.298)	1.669 (0.222)	1.702 (0.212)	1.588 (0.244)

說明 1: 括弧內為顯著性 P 值，*表 10% 顯著性。

歷史股利與只發放股票股利、只發放現金股利、同時發放現金股利及股票股利呈顯著正相關。故高科技產業公司前期有發放股利，本期愈傾向發放股利。ROA、ROE 與同時發放現金股利及股票股利呈顯著正相關。故當高科技產業公司經營績效愈佳，愈傾向同時發放股票股利及現金股利。股本膨脹率(IRCOS)與只發放股票股利成顯著正相關，主要是因由於統計方法是歷史資料來分析，在過去有高股本膨脹率的公司，大多是發放股票股利的公司，故股本膨脹率與只發放股票股利呈顯著正相關似乎無可議之處。負債比率與只發放現金股利呈顯著負相關，故當負債比率愈高，公司愈傾向不發放現金股利。

另值得一提的是，公司規模對傳統產業的股利政策有顯著影響但對高科技產業卻無，可能原因為本文所分類的高科技公司多屬現今市場的熱門發展產業，不論其規模是否龐大都會受到政府及社會大眾的注意。此外，由於金融機構與投資人對該類高科技產業的高成長預期，高科技公司也無因公司規模過小，而無法順利進行外部融資的問題，故公司規模大小對其股利政策之影響也就不顯著。此外，成長機會對傳統產業的股利政策有顯著影響但對高科技產業卻無，可能原因為台灣的高科技產業具有採用大量海外融資的特性，當公司具有成長投資機會時，該類企業可利用發行海外存託憑證與海外可轉債的方式籌措資金⁴，因此，成長機會對高科技產業的股利政策決定，不具顯著性影響。

伍、結論

本研究主要在探討公司特性、產業特性與股利政策之關係，利用 Multinomial Logit 迴歸模式來研究分析影響股利政策的因素。研究期間為民國 92 年，針對台灣上市且發放股利的公司為樣本母體進行研究。本文實證結果指出：1、公司規模愈大及經營績效愈佳的公司愈傾向發放股利；公司負債比率愈低的企業則愈傾向發放現金股利；公司前期有發放股利，本期愈傾向發放股利；產業別會影響公司股利政策，而高科技產業因其產業特性需要較多資金且高成長，民眾樂於參與除權，故在股利政策的選擇上會傾向只發放股票股利；傳統產業因低成長、固定

⁴根據台灣證券暨期貨管理委員會統計資料，自 2000 年起，台灣上市、櫃公司自海外資本市場「籌資金額的比例」已超過 50%，但對外籌資的公司「家數比例」並不多，且目前赴海外籌資的企業，多屬於國際知名度頗高的電子業廠商。

成本相對較低、營運槓桿低且產業競爭較不激烈，民眾較樂於獲得現金股利，故會傾向發放現金股利。2、歷史股利、經營績效、前期股利及負債比率同是影響傳統產業與高科技產業的因素，但公司規模與成長機會會影響傳統產業的股利發放，但對高科技產業的影響並不顯著。

參考文獻

1. 洪振虔，『台灣地區上市公司股利政策之探討』，國立中山大學企業管理研究所碩士論文，民國78年6月。
2. 張錦娥，『所得稅對資本結構及股利政策影響之研究』，私立東吳大學會計研究所碩士論文，民國82年1月。
3. 劉秀玲，『影響資本結構及現金股利政策及內部股權結構之分析—台灣股市之實證研究』，國立台灣工業技術學院管理技術研究所企業研究所碩士論文，民國83年1月。
4. 陳舒怡，『上市公司發放現金股利與無償配股之研究』，私立東吳大學會計研究所碩士論文，民國86年6月。
5. 謝銘智，『股利政策與公司特性之關聯性』，國立政治大學會計系碩士論文，民國87年6月。
6. 王俊仁，『台灣上櫃公司股利政策動機之研究』，私立東海學管理研究所碩士論文，民國87年6月。
7. 林博政，『台灣上市公司股利發放模型之實證研究』，私立東海大學管理研究所，民國87年6月。
8. 盧郁仕，『兩稅合一對我國上市公司股利政策影響之實證研究』，私立逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文，民國89年6月。
9. 葉春岑，『成長機會、資訊不對稱與可支配現金流量對股利政策影響之研究』，私立朝陽科技大學企業管理所碩士論文，民國90年6月。
10. 陳憲民，『台灣上市公司股利政策趨勢與公司特性之研究』，私立銘傳大學國際企業管理研究所碩士論文，民國90年6月。
11. Allen, F. and R. Michaely, 1997, "Dividend Policy, in Robert Jarrow, Vojislav Maksimovic, and William Ziemba, eds.," Noeth-Holland Handbooks in

Operations Research and Management Science. (Finance, Noeth–Holland, Amsterdam)

12. Bhattacharya, S., 1979, "Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy," *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.
13. Easterbrook, F. H., 1984, "Two agency-cost explanations of dividends," *American Economic Review* 74, 650-659.
14. Lewellen W., K. Stanley, R. Lease, and G. Schlarbaum, 1978, "Some direct evidence on the dividend clientele phenomenon," *Journal of Finance* 33, 1385-1399.
15. Miller, M.H. and F. Modigliani, 1961, "Dividend policy, growth, and the value of share," *Journal of Business* 34, 411-433.
16. Miller M.H. and K. Rock, 1985, "Dividend policy under asymmetric information," *Journal of Finance* 40, 1031-1051.
17. Pettit, R., 1977, "Taxes, transactions cost and clientele effects of dividends," *Journal of Finance Economics* 5, 419-436.
18. Poterba, J. and L., summers, 1985, "The economic effects of dividend taxation, in Edward Altman and Marti Subramanyam, eds:," *Recent advances in Corporate Finance* (Richard D. Irwin Publishers Homewood, Ill.) .
19. Rozeff, M., 1982, "Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios," *Journal of Financial Research* 5, 249-259.

