臺大管理論叢 2016/9
第 26 卷 第 3 期 35-62
*DOI: 10.6226/NTUMR.2016.JUN.R.12037*

# 兩稅合一制下調降營利事業所得稅率與股利發放之研究

# Association between Corporate Income Tax Rate Reduction and Dividend Payouts in an Integrated Tax System

林靖傑 / 國立屏東大學會計學系助理教授
Ching-Chieh Lin, Assistant Professor, Department of Accounting, National Pingtung University

李文智 / 國立高雄應用科技大學財富與稅務管理系教授
Wen-Chih Lee, Professor, Department of Wealth and Taxation Management, National Kaohsiung University of Applied Sciences

*Received 2012/10, Final revision received 2014/6*

## 摘 要

兩稅合一制下，為避免公司保留其盈餘不分配，就公司未分配盈餘加徵 10% 以之配套，然而，自申報 2010 年營利事業所得稅起，營利事業所得稅稅率由 25% 調降至 17%，未分配盈餘仍維持加徵 10%，如此一來，營所稅最高邊際稅率與綜所稅最高邊際稅率差距，由原 7.5% 擴大到 14.7%。本文主要研究目的，在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，本研究進一步發現，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。

【關鍵字】兩稅合一、股利發放、營利事業所得稅

## Abstract

Taiwan has implemented an integrated income tax system, allowing income taxes paid by corporations to offset personal income taxes paid by shareholders on their dividends. However, an additional 10% surtax on undistributed retained earnings is levied to prevent corporations from retaining earnings. In 2010, a tax reform act reduced the corporate income tax rate from 25% to 17%; however, the additional 10% surtax remained unchanged. This tax amendment broadened the difference between corporate and personal income tax rate from 7.5% to 14.7%, thereby increasing the incentive to retain earnings. The purpose of this study is to investigate whether firms retained their earnings rather than distributing them to reduce the tax burden of investors. The results indicate that the payout ratios of total dividends, stock dividends, and cash dividends decreased significantly after the corporate income tax rate was reduced. In addition, the results suggest that a stable dividend policy exerts moderating effects on total dividend payout ratios. However, substitution effects are observed between stock dividends and cash dividends.

【Keywords】integrated income tax system, dividend payout, corporate income tax

臺灣大學學術期刊資料庫

## 壹、前言

我國自 1998 年開始，由獨立課稅制改採兩稅合一制，以消除營利事業所得稅（營所稅，以下同）與綜合所得稅（綜所稅，以下同）重複課稅的問題，然而，由於營所稅最高邊際稅率與綜所稅最高邊際稅率差距達 15%，營利事業有保留公司盈餘不分配的誘因，以規避個人股東稅負。為避免此種行為，兩稅合一制施行之初，立法規定營利事業應就當年度未分配盈餘加徵 10%，使營所稅稅率與綜所稅稅率差距，由 15% 縮小至 7.5%，促使公司將當年度盈餘分配予股東。

但隨著促進產業升級條例（促產條例，以下同）落日，貫徹「輕稅簡政」之改革理念（財政部賦稅署，2009），立法院接連於 2009 年 5 月 1 日及 2010 年 5 月 28 日二度修改所得稅法條文，將營所稅稅率由原 25%，大幅調降至 17%，自申報 2010 年營所稅適用，但未分配盈餘仍維持加徵 10%。如此一來，調降營所稅率之後，營所與綜所稅率差距擴大到 14.7%，雖然有質疑此舉將造成鼓勵公司不分配盈餘的聲浪，因而扭曲了公司的股利決策，然立法機關最後仍決議不調整未分配盈餘加徵稅率。

稅制的改革是否影響公司的股利決策，學理上來說，稅負偏好理論 (Tax Preference Theory) 認為，若資本利得稅率相較於股利收入稅率低，則投資人應希望公司少支付股利，將盈餘保留下來再投資獲利，以獲取資本利得 (Allen, Bernardo, and Welch, 2000)。傳統觀點 (Traditional View) 認為，若公司主要依賴外部權益融資，則調增股利稅率，公司會減少發放股利，反之則會增加發放股利 (Harberger, 1962)。但稅負資本化觀點（Tax Capitalization View，又稱 New View）則認為公司發給股東的股利屬於剩餘利潤，股利稅率的變化不會影響公司的股利決策 (King, 1974; Bradford, 1981)。

在實證上，美國 1986 年及 2003 年曾經歷兩次大幅度減稅方案，而中國於 2005 年亦實施稅制改革，文獻上多認為會影響公司股利決策，傾向支持稅負偏好理論或傳統觀點 (Sterk and Vandenberg, 1990; Papaioannou and Savarese, 1994; Chetty and Saez, 2005; Brown, Liang, and Weisbenner, 2007; Nam, Wang, and Zhang, 2010; Wang and Guo, 2011)；部分主張不影響公司股利決策的研究，並非基於稅負資本化觀點，而是平衡股利政策的考量 (Alli, Khan, and Ramirez, 1993; Brav, Graham, Harvey, and Michaely, 2008)。然而，美國與中國同屬獨立課稅制，與我國屬於兩稅合一制並不相同，研究結果難以完全類推。

至於兩稅合一制國家稅制改革對股利決策的相關研究，例如德國、芬蘭、挪威、瑞典等，研究指出確實影響了公司股利決策 (Alstadsater and Fjærli, 2009; Korkeamaki, Liljeblom, and Pasternack, 2010; Kaserer, Rapp, and Trinchera, 2011)，然而這些研究多探討設算扣抵比率變動或是個人股利稅率變動的影響，與我國 2010 年調降營所稅率難謂相同，不宜全數引用。至於以我國的研究，大多集中探討 1998 年兩稅合一制實施前後，降低股利應負擔的個人綜所稅之影響，實證結果多顯示改變了公司發放股利決

臺灣博碩士論文知識加值系統

策（馬孝璿，1999；汪瑞芝與陳明進，2004），但同樣地，與我國 2010 年稅制改革僅改變營所稅率的情況，亦不相同。探討 2010 年稅制改革對股利影響的研究，就本文所知，僅有鄧佳文 (2012) 及陳正芳 (2013)，兩者皆發現在調降營所稅率但維持未分配盈餘加徵稅率下，公司股利發放受到影響。不過，這兩篇文獻，不論在研究期間或研究設計上，都有許多需要補強之處。

雖然過去研究發現稅制改革會改變公司股利決策，然情境與我國 2010 年的情況並不相同，基於此，本文主要研究目的，在探討 2010 年調降營所稅率後，對公司股利發放的影響，以及股利穩定的公司，其決策有何不同。經以股利發放年度 2008 年至 2013 年之上市櫃公司為研究樣本，實證後顯示，在其他情況不變下，調降營所稅率後，公司減少股利發放率，支持營所稅率與綜所稅率差距擴大，公司藉保留其盈餘以規避股東稅負的誘因增加，表示稅制變動影響了股利決策。進一步檢視公司股利發放穩定性對股利發放的調節效果，研究發現，調降營所稅率後，股利發放穩定的公司，總股利發放率未有顯著不同，但公司盈餘配股與現金股利具替代效果。

本文的研究貢獻，首先，目前以我國所做的研究多集中探討兩稅合一制的影響，少有文獻探究兩稅合一制下，調降營所稅率與股利發放的關係，本文研究結果有助於釐清該項稅制變動是否影響公司股利發放決策。再者，我國採行兩稅合一制，與美國或中國之獨立課稅制並不相同，而採行兩稅合一制的諸多歐洲國家例如德國、芬蘭等，就本文討論所及，其稅制改革的情形亦與我國有異，因此，本文的研究結論足供類似稅制國家有相同稅制改革時之參考。最後，國外研究股利的相關文獻大多以現金股利為主，這與我國兼採現金股利與盈餘配股的情形不同，本文的研究結果有助於發現稅制變動下，兩者間的關係。

研究架構如下：第壹節為前言，說明研究背景、動機與目的；第貳節為文獻探討及研究假說，介紹調降營所稅率相關過程，以及回顧租稅對股利決策影響之相關文獻並提出研究假說；研究設計列於第參節，說明樣本選擇、變數定義與實證模型；第肆節為實證結果與強韌性測試；最後則於第伍節說明結論、經濟意涵及未來研究建議。

## 貳、文獻探討及研究假說

### 一、調降營利事業所得稅率之相關過程

依財政部的所得稅改革方案，主張所有租稅減免，在促產條例落日時，均隨促產條例而功成身退，不再對特定產業給予特殊待遇（林世銘，2008）。因此，為貫徹「輕稅簡政」之改革理念，期能在兼顧財政負擔能力、產業競爭力及租稅公平之前提下，建構「增效率、廣稅基、簡稅政」之租稅環境，使我國稅制與國際接軌，並建立健全透明之稅制與稅政，促進產業發展，增進全民福祉（財政部賦稅署，2009），立法院於 2009 年 5 月 1 日三讀通過所得稅法修正條文，在營所稅方面，調降營所稅稅率為

臺灣大學圖書館期刊資料庫

20%。然而，在朝野的立法角力之下，2010 年 5 月 28 日再次修改所得稅法條文，將營所稅稅率調降至 17%，同樣自申報 2010 年營所稅結算申報適用。

我國自 1998 年起實施兩稅合一制，採用全部設算扣抵法，由於營所稅最高邊際稅率 (25%) 與綜所稅最高邊際稅率 (40%) 差距達 15%，為避免營利事業藉保留盈餘規避個人股東稅負，除了課徵營所稅外，另行就營利事業之未分配盈餘加徵 10%，如此一來，營所稅最高稅率為 32.5% (25% + 75%×10% = 32.5%)，與綜所稅最高稅率 40%，差距縮小至 7.5%，減少營利事業不分配盈餘的現象（張文瀞、汪瑞芝與林鴻儒，2008）。但自申報 2010 年營所稅起，稅率調降為 17%，若公司盈餘在次年度未分配，未分配盈餘仍加徵 10%，則營所稅最高邊際稅率將降為 25.3% (17% + 83%×10% = 25.3%)，與綜所稅最高邊際稅率 40%，差距擴大到 14.7%，如此一來，為避免營利事業藉保留盈餘規避股東稅負之立法意旨將大打折扣（經濟日報，2010）。

## 二、租稅對股利決策影響文獻與研究假說

美國兩次較具規模的減稅法案，分別是 1986 年 9 月的稅務改革法案 (TRA)，以及 2003 年 5 月的減稅法案 (JGTRRA)。TRA 將公司所得稅率由 46% 逐步調降至 34%；個人股利最高邊際稅率由 50% 調降至 28%，而且使股利稅率與資本利得稅率相同。JGTRRA 將原個人股利最高邊際稅率 38% 調降至 15%，而長期資本利得稅率則由 20% 調降至 15%。

理論上股利稅率減少是否使公司增加股利發放有兩種觀點，傳統觀點認為，若公司主要依賴外部權益融資，則調增股利稅率會增加公司資金成本，公司會減少發放股利，反之則會增加發放股利 (Harberger, 1962)。稅負資本化觀點認為公司能經由營運取得其所需要的資金，並將剩餘利潤發給股東，股利稅率的改變並不會影響公司的融資行為，也不會影響公司的股利決策 (King, 1974; Bradford, 1981)。

以 1986 年的 TRA 而言，對公司股利決策的影響，結果並不一致。支持會影響者認為，若公司管理當局察覺到投資人有稅負偏好，則在股利稅率與資本利得稅率改變之後，股利亦隨之的改變。例如 Papaioannou and Savarese (1994) 實證結果發現此項稅率改變後公司的股利支付率增加。Sterk and Vandenberg (1990) 及 Alli et al. (1993) 亦發現稅負會影響股利決策。然而，反對者認為，平穩的股利政策才是公司管理當局所關心的，並不會受到稅負影響 (Bolster and Janjigian, 1991)。2003 年的 JGTRRA，將股利稅率大幅下降，Chetty and Saez (2005) 發現法案通過後，公司開始發放股利或增加發放股利增多了。Brown et al. (2007) 指出經理人持股較多的公司，會開始或增加發放股利，強烈支持稅制會影響公司股利決策。Nam et al. (2010) 亦有類似結論。雖然 Brav et al. (2008) 亦發現公司開始或增加發放股利有增加的情形，但情況並不長久，經調查 328 位財務長後顯示，公司股利發放會優先考量未來現金流量穩定性、持有的現金以

臺灣科技大學圖書館

及過去的股利政策，減稅的影響仍是其次。

中國於 2005 年 6 月 13 日亦實施稅制改革，將個人股利所得稅率由 20% 調降至 10%，主要係刺激公司增加發放股利，減少大股東與小股東之間的利益衝突、保護小股東的權益以及鼓勵大眾投資。Wang and Guo (2011) 以 2003-2007 年研究，結果與主管機關預期相符。

美國與中國分別為已開發與開發中經濟體的代表，由前述兩次美國減稅方案以及中國稅制改革來看，多認為會影響公司股利，傾向支持傳統觀點。但亦有認為稅制改革並不影響公司股利決策，支持的理由並不是稅負資本化觀點，而是基於例如平衡股利政策等 (Bolster and Janjigian, 1991; Brav et al., 2008)。然而，美國與中國皆屬獨立課稅制的國家，公司階段所繳納的稅負並無法在個人股東階段扣抵，上述發現稅制改革對股利決策有影響的結論，雖有參考價值，但此課稅制度與營所稅可以扣抵綜所稅的兩稅合一制畢竟不同，其研究結果尚難完全適用於兩稅合一制國家，例如我國。

推行兩稅合一制國家之稅制改革，德國在 2001 年將全部設算扣抵改為半數設算扣抵，自 2002 年施行，因而增加了股利所得稅負。Kaserer et al. (2011) 的研究發現，股利稅負增加後，公司支付股利的傾向與規模都減少了。芬蘭亦於 2004 年將全部設算扣抵改為部分設算扣抵，雖然公司所得稅率由 29% 調降至 26%，個人所得稅率由 29% 調降至 28%，然而，由於股利所得僅有 30% 免稅，使得個人股利所得稅率約較改革前增加 19.6% (70%×28%)。Korkeamaki et al. (2010) 研究發現公司股利有減少的情形。同樣是全部設算扣抵法國家的挪威，2006 年將個人最高股利稅率由 0% 增加 28%，Alstadsater and Fjærli (2009) 研究發現整體挪威公司的股利在 2006 年減少了 41%，顯示公司股利發放的決策有強烈的時點選擇 (Timing Effect)。我國同樣是採行兩稅合一制國家，有關稅制變動對股利的影響，多集中在兩稅合一制實施前後，公司股利決策是否受到影響。其中以汪瑞芝與陳明進 (2004) 最為典型，該文實證結果顯示，兩稅合一制實施後，現金股利發放率較實施前增加，而盈餘配股發放率則較實施前減少。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，結果發現：1998 年的股利發放率及股利額度較 1997 年顯著增加，說明稅制會影響公司的股利決策。

雖然前述獨立課稅制國家的稅制改革多屬調降個人股東階段的股利稅，而兩稅合一制國家的稅制改革則集中探討兩稅合一施行前後，或是設算扣抵比率變動的影響，但是兩者相同的是實質改變了個人股東的稅負，也支持租稅改革的確對公司發放股利有所影響。我國雖亦採兩稅合一制，然而 2010 年的稅制改革，並未改變全部設算扣抵法，僅是將公司所得稅率由 25% 降至 17%，個人股東最高稅率仍維持 40%，依兩稅合一的精神，個人股東的實質稅負並未改變。與歐洲國家的改革處有兩點不同，其一是我國係調降公司所得稅率，其二是就個人股東而言，其應負擔之最高稅率仍未改變。與我國實施兩稅合一制前後的租稅改革亦有所不同，兩稅合一制乃實質降低股東

臺灣大學圖書館期刊資料庫

稅負之稅制改革，而 2010 年稅制變動僅減少股東可扣抵稅額，並未改變股東稅率。因此之故，上述租稅改革文獻對公司股利決策的影響，雖有其參考價值，仍難以完全類推。

就本文所知，探討 2010 年調降營所稅率對股利影響的文獻僅有鄧佳文 (2012) 與陳正芳 (2013)。鄧佳文 (2012) 以 2009 年至 2010 年有獲利的上市櫃公司，探討營所稅率調降對公司股利決策之影響，實證結果顯示公司的總股利發放率及現金股利發放率均減少，而股票股利僅替代部分現金股利，並未顯著提高。同樣以 2009 年至 2010 年為研究期間，陳正芳 (2013) 以全體上市公司為樣本，結果發現總股利支付率及現金股利支付率減少，但股票股利支付率增加。此兩篇文獻共同的是研究期間僅有兩年度（調降前後各一年），尤其2009年初正處亞洲金融風暴，以單一年度代表營所稅率調降前，其外部效度略顯不足。在研究設計上，鄧佳文 (2012) 排除了非獲利公司，然而依我國法令規定只要累積未分配盈餘仍為正數者，依然可以發放股利；陳正芳 (2013) 以每股股利作為股利發放的變數在國內外文獻則屬少見。此外，影響股利決策的總體因素在這兩篇文章皆未納入控制變數中。

本文認為，欲探討兩稅合一制下，營所稅率變動對股利發放率的影響，可由下列幾點討論：

第一，以未分配盈餘加徵稅額的立法目的而言，是為了拉近營所稅與綜所稅最高邊際稅率間的差異，防止股東利用盈餘不分配來規避綜所稅負擔（張文瀞等，2008），然而，在調降營所稅率且維持未分配盈餘加徵稅率下，公司保留盈餘不分配的稅負成本減低，因此增加公司減少發放現金股利或盈餘配股的機會（鄧佳文，2012；陳正芳，2013）。

第二，就兩稅合一制特性來說，公司階段所支付的所得稅，列入可扣抵稅額中，於發放股利時作為股東之抵減稅額，性質上營所稅較屬於公司幫股東所預繳的稅額。然而，若調降營所稅率，在公司發給股東股利時，股東得到之可扣抵稅額減少了，股東階段需額外支付之稅額增加，則相對於調降營所稅率前，公司更有減少發放股利的誘因，以減少股東額外之稅額（經濟日報，2010），此結果將導致公司減少發放現金股利或盈餘配股。

第三，就資金成本而言，如前所述，傳統觀點認為若公司主要融資來源為外部權益融資，調升個人股利稅，若欲使股東拿到相同稅後股利金額，其資金缺口就需由外部權益融資支應，增加公司資金成本，因此公司為保留資金做為營運使用，會減少發放現金股利，反之，調降個人股利稅則會增加發放現金股利 (Harberger, 1962; Wang and Guo, 2011)。不過，兩稅合一制下調降營所稅率，由於公司可使用資金增加，依傳統觀點，因可減少外部權益融資需求，在外部權益融資成本大於內部融資成本之情況下，公司以營運所得之資金做為再融資使用的誘因相對提高，因此會減少現金股利發

臺灣大學圖書館博碩士論文

放，但盈餘配股則無影響。

第四，就稅負偏好理論而言，如果資本利得的稅負低於股利收入的稅負，則投資人應希望公司少支付股利，將盈餘保留下來再投資獲利 (Allen et al., 2000)。營所稅率調降後，公司更有意願配合股東的租稅規劃，藉保留公司盈餘規避股東稅負，因為調降營所稅率使公司獲利增加，公司股價隨之提升，股東可藉由出售持股，由於停徵證券交易所得，股東實得金額增加，公司會減少發放現金股利或盈餘配股。

最後，若以稅負資本化觀點，公司將利潤扣除營運所需資金後，剩餘利潤才發給股東，因此稅率的改變並不會影響公司的股利決策 (King, 1974; Bradford, 1981)，營所稅率改變對現金股利或盈餘配股無影響。

綜上所述，除稅負資本化觀點外，其餘不論就兩稅合一特性、資金成本或租稅理論的推論，多支持調降營所稅率對公司股利決策造成影響，且以減少發放現金股利或盈餘配股居多，而過去研究亦多不支持稅負資本化觀點（馬孝璿，1999；汪瑞芝與陳明進，2004；Korkeamaki et al., 2010; Kaserer et al., 2011; Wang and Guo, 2011）。由此本文推論調降營所稅率後公司會減少發放現金股利或盈餘配股，也因此減少發放總股利，建立 H1a、H1b、H1c 如下：

**H1a： 其他情況不變，調降營利事業所得稅率後，公司會減少總股利發放率。**

**H1b： 其他情況不變，調降營利事業所得稅率後，公司會減少盈餘配股發放率。**

**H1c： 其他情況不變，調降營利事業所得稅率後，公司會減少現金股利發放率。**

Lintner (1956) 提出平穩的股利政策才是公司管理當局所關心，稅負並非影響公司股利發放決策的首要因素，而且平穩的股利政策有助於提高投資人對於公司的評價 (Alli et al., 1993)。前述文獻探討中，許多國內外研究皆支持股利發放的穩定性對於公司股利決策的重要性（王祝三，2004；汪瑞芝與陳明進，2004；Brav et al., 2008）。

國內的研究，平穩股利主要係以總股利發放為主（王祝三，2004），因此，若公司以總股利作為平穩股利決策的主要考量，則對於股利發放穩定的公司，調降營所稅率前後，其總股利發放率應沒有不同，建立 H2a 如下：

**H2a： 其他情況不變，調降營利事業所得稅率後，股利發放穩定的公司總股利發放率並無不同。**

然而，在總股利平穩下，是否現金股利與盈餘配股亦呈平穩現象？首先，在假說一的推論中，多數觀點指出公司傾向減少現金股利；其次，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

臺灣大學圖書館期刊資料庫

的誘因；最後，過去國內外文獻如 Lakonishok and Lev (1987)、王祝三 (2004)、汪瑞芝與陳明進 (2004) 的實證結果也都支持公司在發放股利時，現金股利與盈餘配股之間存在替代關係。因此，結合以上減發現金股利、增發盈餘配股以及兩者存在替代效果下，本文對於股利發放穩定的公司在盈餘配股、現金股利方面，分別建立 H2b、H2c 如下：

H2b： **其他情況不變，調降營利事業所得稅率後，股利發放穩定的公司會增加盈餘配股發放率。**

H2c： **其他情況不變，調降營利事業所得稅率後，股利發放穩定的公司會減少現金股利發放率。**

## 參、研究設計

### 一、資料來源與樣本選取

本研究資料期間為 2002 年至 2012 年，由於我國當年度股東大會係決議發放前一年度盈餘，因此 2010 年調降營所稅對股利的影響始自 2011 年，本文選取股利發放年度為 2008 年至 2013 年，盈餘等財務資料則為 2007 年至 2012 年，其中前三年屬於調降營所稅率以前年度，而後三年則為調降營所稅率以後年度。

樣本為上市櫃公司，但金融業、保險業等產業性質特殊者不列入，全額交割股、管理股票、財務困難公司亦不計入，並排除大於或小於平均值加減三個標準差的極端值或有遺漏值的公司。經上述篩選後，樣本計有 5,698 家公司／年，其中 2,809 家公司／年屬於調降前，2,889 家公司 / 年屬於調降後。財務資料、股東持股資料、股價資料等皆取自台灣經濟新報社。

### 二、實證模型與變數定義

H1a、H1b、H1c 皆係探討調降營所稅率後，是否影響公司股利發放決策，股利發放分別以總股利發放率、盈餘配股發放率、現金股利發放率衡量。根據過去文獻，建立下列實證模式，並以最小平方法 (Ordinary Least Square) 估計 (Brown and Sum, 2010; Korkeamaki et al., 2010)：

$$TotalD_{it} = \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 DivP_{it} + \beta_3 GROW_{it} + \beta_4 INSIDE_{it} + \beta_5 INST_{it} + \beta_6 CF_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 DEBT_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} GDP_{it} + \beta_{11} CPI_{it} + \sum_{j=1}^{26} \gamma_j IND_{ijt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

臺灣大學學術期刊資料庫

$$EarnD_{it} = \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 DivP_{it} + \beta_3 GROW_{it} + \beta_4 INSIDE_{it} + \beta_5 INST_{it} + \beta_6 CF_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 DEBT_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} GDP_{it} + \beta_{11} CPI_{it} + \sum_{j=1}^{26} \gamma_j IND_{ijt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$CashD_{it} = \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 DivP_{it} + \beta_3 GROW_{it} + \beta_4 INSIDE_{it} + \beta_5 INST_{it} + \beta_6 CF_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 DEBT_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} GDP_{it} + \beta_{11} CPI_{it} + \sum_{j=1}^{26} \gamma_j IND_{ijt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中，

*TotalD*：總股利發放率，係盈餘配股發放率與現金股利發放率合計數，以百分比表示；

*EarnD*：盈餘配股發放率，係每股盈餘配股股利除以稅後每股盈餘，以百分比表示；

*CashD*：現金股利發放率，係每股現金股利除以稅後每股盈餘，以百分比表示；

*YEAR*：調降營所稅率前後虛擬變數，調降後（2010-2012 年）設為 1，調降前（2007-2009 年）設為 0；

*DivP*：股利穩定性，以 *i* 公司檢定期間前五年度（2002-2006 年）的股利發放率取標準差[1]；

*GROW*：成長機會，係普通股股票年底市值除以帳面價值之比值；

*INSIDE*：內部人持股比率，係董事、監察人、經理人或持有公司股份超過股份總額百分之十股東年底持有普通股股數除以公司流通在外總普通股股數，以百分比表示；

*INST*：機構投資人持股比率，係年底國內外公司法人持有普通股股數除以公司流通在外總普通股股數，以百分比表示；

*CF*：資金充裕性，係年底公司速動資產除以總資產，以百分比表示；

*SIZE*：公司規模，以公司年底總資產取自然對數；

*DEBT*：負債比率，係公司年底負債總額除以總資產，以百分比表示；

*ROA*：獲利能力，以總資產報酬率衡量，總資產報酬率為公司本期淨利加稅後利息費用，除以年度平均總資產，以百分比表示；

1 若應變數為總股利發放率則以前五年度總股利發放率取標準差，若應變數為盈餘配股發放率則以前五年度盈餘配股發放率取標準差，現金股利發放率依此類推。

臺灣博碩學術期刊資料庫

*GDP*：國內生產毛額年增率，以百分比表示；

*CPI*：消費者物價指數年增率，以百分比表示；

*IND*：產業別虛擬變數，以台灣證券交易所產業分類，計有 27 類，若屬該產業則設為 1，反之則為 0；

$\varepsilon$：為殘差項。

模式中的下標號 *i* 表示個別公司樣本；下標號 *t* 係迴歸模式中之年度別，分為營所稅率調降前後；下標號 *j* 係迴歸模式中之產業別。

應變數分析如下：

*TotalD*（總股利發放率）、*EarnD*（盈餘配股發放率）、*CashD*（現金股利發放率）：有關股利發放變數，國外有根據股利之增減或有無發放設立虛擬變數 (Alstadsater and Fjærli, 2009; Kaserer et al., 2011; Wang and Guo, 2011)，或以股利報酬 (Dividend Yield) 計算 (Nam et al., 2010)，但多以發放比率 (Payout Ratio)，即每股股利除以每股盈餘 (Lintner, 1956; Papaioannou and Savarese, 1994; Lasfer, 1996; Howton and Howton, 2006; Korkeamaki et al., 2010)；我國的研究，亦多以發放比率衡量（汪瑞芝與陳明進，2004；倪衍森與廖容岑，2006；鄭桂蕙，2005；鄧佳文，2012），因此本文以此為之。

假說變數分析如下：

*YEAR*（調降營所稅率前後虛擬變數）：調降後（2010-2012 年）設為 1、調降前（2007-2009 年）設為 0，*YEAR* 為 H1a、H1b、H1c 主要探討變數，若調降營所稅率後公司之股利發放率減少，則 *YEAR* 的係數應為負數。

控制變數分析如下：

*DivP*（股利穩定性）：顧客群效果理論指出，公司應建立一套股利政策，來吸引偏好此類型股利政策的投資人持有公司股票。如：所得稅稅率低或需要當期股利收入的投資人，應該較偏好高股利支付率的公司；所得稅稅率高或不需要當期股利收入的投資人，則應選擇持有低股利支付率的公司 (Allen et al., 2000)。過去研究指出股利發放穩定的公司，通常未來支付股利的機會愈高，反之，則對於未來股利發放沒有把握 (Alli et al., 1993)。因此，股利發放穩定性與股利發放率成正相關。

許多研究以公司前一年度股利支付率做為股利穩定性的替代變數（鄭桂蕙，2005；倪衍森與廖容岑，2006；Lasfer, 1996），然而，公司前一年度的股利支付率僅是捕捉到延遲 (Lag) 變數的效果；另有以多年的平均股利發放率做為股利穩定性的替代變數（王祝三，2004；Alli et al., 1993），但此種方式概念上係衡量股利發放率的高低，而非穩定性，是以採多年股利發放率標準差應較為適當（汪瑞芝與陳明進，2004）。本文以檢定期間前五年度（2002-2006 年）股利發放率標準差做為股利穩定性的代理變數，由於 *DivP* 值愈高代表公司股利發放愈不穩定，預期 *DivP* 係數為負數。

臺灣大學圖書館期刊資料庫

*GROW*（成長機會）：公司成長機會愈高，表示投資機會較多，對於現金的需求愈高，可支配現金減少。Brown and Sum (2010) 說明當公司投資機會多時，盈餘會留做投資用途，公司傾向不發放現金股利，但為了滿足投資人對投資報酬的要求，將發放股票股利以替代現金股利，因此本研究預期高成長公司，與盈餘配股發放率呈正向關係、與現金股利發放率呈反向關係。文獻常使用公司普通股股票市值與帳面價值之比值作為代理變數 (Fama and French, 1998)，本研究亦採此計算方式。

*INSIDE*（內部人持股比率）：當股東個人所適用之邊際稅率不同時，對股利偏好亦不同，如高稅率的股東偏向將盈餘保留，但低稅率的股東則偏好公司發放高股利。公司的董事、監察人、經理人、大股東通常為高邊際稅率的股東，傾向盈餘保留（倪衍森與廖容岑，2006；Brown et al., 2007; Nam et al., 2010），因此預期 *INSIDE* 係數為負數。

*INST*（機構投資人持股比率）：本研究以本國、僑外公民營公司、證券投信基金投資及金融機構投資之持股比例合計數作為機構投資人持股的代理變數。雖然 Crutchley and Jensen (1996) 指出機構投資人偏愛高現金股利公司，然而，近期研究卻指出機構投資人在有發放現金股利的公司中，卻選擇低現金股利的公司 (Grinstein and Michaely, 2005)。因此，本文認為 *INST* 與現金股利發放率、盈餘配股發放率影響不確定。

*CF*（資金充裕性）：發放股票股利無需以公司資金因應，而發放現金股利須支出現金，過去研究顯示公司內部資金充裕與否為發放現金股利的考慮因素（汪瑞芝與陳明進，2004；Brav et al., 2008），是以預期資金充裕性與現金股利發放率呈正向相關，與盈餘配股發放率呈反向相關。

*SIZE*（公司規模）：本文以公司總資產取自然對數做為規模之替代變數（曾玉琦與吳清在，2009），以控制公司因規模不同所造成不同股利發放情形。規模愈大的公司，資金調配能力較其他小公司佳，發放現金股利的程度愈高 (Howton and Howton, 2006)，故預期公司規模愈大，現金股利發放率愈高，但對盈餘配股發放率的影響則不確定。

*DEBT*（負債比率）：股東與債權人之間的代理問題，債權人為防止股東藉由股利發放將財富移轉至股東，一般會藉由債務契約限制發放現金股利（王祝三，2004；鄭桂蕙，2005），本研究預期負債比率愈高，現金股利發放率愈低，但對盈餘配股發放率的影響則不確定。

*ROA*（獲利能力）：公司獲利能力愈高，表示未分配盈餘愈多，支付股利的能力亦愈高，同時，Mitton (2004) 亦指出高獲利公司，傾向於發放股利。因此，預期獲利能力與盈餘配股發放率及現金股利發放率呈正相關。

*GDP*（國內生產毛額年增率）與 *CPI*（消費者物價指數年增率）：欲探討公司股利發放決策，需控制總體因素的可能影響（馬孝璿，1999），本文納入兩個總體因素：

臺灣大學圖書館期刊資料庫

以國內生產毛額年增率作為經濟成長率的替代變數、以消費者物價指數年增率作為通貨膨脹率的替代變數（王肇蘭、廖思雯與池祥萱，2009），預期國內生產毛額年增率與股利發放率呈正相關、消費者物價指數年增率與股利發放率呈負相關。

*IND*（產業別虛擬變數）：由於各產業有其獨特結構特質，不同產業有不同營運活動與經營環境，股利發放也可能不同（王祝三，2004），故加入各產業虛擬變數以控制此等影響。本文依台灣證券交易所產業分類，將所有公司分成 27 類，設立 26 個虛擬變數，若屬該產業則設為 1，反之則為 0，以控制產業特質對股利發放的影響。

H2a 認為，股利發放穩定的公司，即使調降營所稅率後，總股利發放率仍未改變，H2b 及 H2c 則分別認為股利穩定性高的公司，會增加盈餘配股發放率、減少現金股利發放率。本文依公司股利穩定性變數中位數，區分成股利發放穩定公司與股利發放不穩定公司兩組，分別進行模式 (1) 至模式 (3) 迴歸分析。

## 肆、實證結果與分析

### 一、敘述性統計及相關分析

表 1 為主要應變數的敘述性統計值。總股利發放率 (*TotalD*) 在調降營所稅率前平均值為 54.11%，調降營所稅率後，平均值減少為 50.60%，同樣地，盈餘配股發放率 (*EarnD*) 在調降前平均為 9.70%，調降後平均值減少為 4.85%，而現金股利發放率 (*CashD*) 則由調降前平均 44.41%，略增加為 45.75%，除現金股利發放率外，餘初步支持假說一之各子假說，亦即調降營所稅率後，公司總股利發放率與盈餘配股發放率皆有減少的情形，然其確切結果，仍有賴於多變量分析。

**表 1 調降營所稅率前後各變數敘述統計值**

| Panel A | 調降營所稅率前各變數敘述統計值 | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 變數 | 平均值 | 標準差 | Q1 | 中位數 | Q3 |
| *TotalD* | 54.11 | 35.35 | 10.00 | 65.61 | 81.82 |
| *EarnD* | 9.70 | 17.38 | 0.00 | 0.00 | 12.93 |
| *CashD* | 44.41 | 33.43 | 10.00 | 48.19 | 73.09 |
| 觀察值 | | | 2,809 | | |
| Panel B | 調降營所稅率後各變數敘述統計值 | | | | |
| 變數 | 平均值 | 標準差 | Q1 | 中位數 | Q3 |
| *TotalD* | 50.60 | 36.77 | 0.00 | 62.50 | 81.40 |
| *EarnD* | 4.85 | 12.76 | 0.00 | 0.00 | 10.82 |
| *CashD* | 45.75 | 35.60 | 0.00 | 53.62 | 76.19 |
| 觀察值 | | | 2,889 | | |

（註 1）變數說明：*TotalD*：總股利發放率；*EarnD*：盈餘配股發放率；*CashD*：現金股利發放率。

臺灣大學學術期刊資料庫

股利穩定性 (*DivP*) 方面，由於資料採用年度相同，僅公司家數略有不同，故調降營所稅率前後差異並不大。其餘自變數如 *GROW*、*INSIDE*、*INST*、*CF*、*SIZE*、*DEBT*、*ROA*、*CPI* 等，在調降營所稅率前後差異亦不大。但 *GDP* 在調降後高於調降前，推斷係因 2008 年金融海嘯影響，基期較低所致（以上未列表）。

表 2 列示各應變數及假說變數的相關係數。表中股利發放率 *TotalD*、*EarnD* 皆與 *YEAR* 呈負相關，且達 1% 顯著水準，但 *CashD* 與 *YEAR* 呈正相關，然未達 10% 顯著水準，結果與敘述統計相符，雖然如此，是否支持研究假說仍有待多變量分析。各股利發放率與股利穩定性 (DivP) 皆為正相關，表示股利發放愈不穩定的公司，股利發放率愈高，結果和汪瑞芝與陳明進 (2004) 以我國所做的研究結果相同，推測可能原因係許多公司過去皆未發放股利，造成這些公司股利發放率標準差偏低，且於檢定期間亦未發放股利所致。各自變數間相關係數皆小於 0.7（未列表），因此不會存在嚴重共線性問題 (Anderson, Sweeney, and Williams, 1999)。

**表 2 各變數相關係數表**

| | *TotalD* | *EarnD* | *CashD* | *YEAR* |
|---|---|---|---|---|
| *TotalD* | 1 | | | |
| *EarnD* | 0.3124*** | 1 | | |
| *CashD* | 0.9059*** | -0.1194*** | 1 | |
| *YEAR* | -0.0486*** | -0.1575*** | 0.0194 | 1 |
| *DivP_TotalD* | 0.0674*** | 0.0283** | -0.0830*** | 0.0041 |
| *DivP_EarnD* | 0.0322** | 0.1329*** | -0.0256* | 0.0083 |
| *DivP_CashD* | 0.1114*** | -0.0157 | 0.1234*** | -0.0065 |
| *GROW* | 0.1525*** | 0.0552*** | 0.1347*** | -0.0317** |
| *INSIDE* | -0.0296** | -0.0237* | -0.0204 | -0.0275** |
| *INST* | 0.1038*** | -0.0150 | 0.1152*** | -0.0255* |
| *CF* | 0.1574*** | -0.0436*** | 0.1839*** | -0.0307** |
| *SIZE* | 0.1247*** | -0.0058 | 0.1330*** | 0.0465*** |
| *DEBT* | -0.1983*** | 0.0530*** | -0.2309*** | -0.0046 |
| *ROA* | 0.5642*** | 0.1846*** | 0.5074*** | -0.0450*** |
| *GDP* | 0.0630*** | 0.2075*** | 0.0267** | 0.4163*** |
| *CPI* | -0.0171 | -0.0527*** | -0.0156 | -0.0126 |

（註 1）變數說明：*TotalD*：總股利發放率；*EarnD*：盈餘配股發放率；*CashD*：現金股利發放率；*YEAR*：調降營所稅率前後虛擬變數，調降後設為 1，調降前設為 0；*DivP*：股利穩定性，*DivP_TotalD*、*DivP_EarnD*、*DivP_CashD* 分別代表總股利發放率、盈餘配股發放率、現金股利發放率之股利穩定性；*GROW*：成長機會；*INSIDE*：內部人持股比率；*INST*：機構投資人持股比率；*CF*：資金充裕性；*SIZE*：公司規模；*DEBT*：負債比率；*ROA*：獲利能力；*GDP*：國內生產毛額年增率；*CPI*：消費者物價指數年增率。

（註 2）***、**、* 分別表示達到 1%、5%、10% 顯著水準。

臺灣博碩士論文知識加值系統

## 二、實證分析結果

表 3 為調降營所稅率對各股利發放率迴歸分析結果。在總股利發放率方面，實證結果顯示假說變數 *YEAR* 之係數為負數且達到 1% 顯著水準，不拒絕 H1a，表示調降營所稅率後，公司會減少總股利發放率。其他控制變數方面，*DivP*、*CF*、*SIZE*、*ROA*、*GDP* 皆與總股利發放率有正相關，除 *DivP* 外，餘與預期相符；*GROW*、*INST*、*DEBT*、*CPI* 與總股利發放率呈負相關，亦符合預期。

盈餘配股發放率方面，研究顯示假說變數 *YEAR* 之係數亦為負數且達到 1% 顯著水準，不拒絕 H1b，表示調降營所稅率後，公司減少盈餘配股發放率。此外，*DivP*、*DEBT*、*ROA*、*GDP* 與盈餘配股發放率呈正相關，除 *DivP* 外，餘符合預期；*INSIDE*、*INST*、*CF*、*SIZE*、*CPI* 與盈餘配股發放率呈負相關，亦符合預期。

至於現金股利發放率，假說變數 *YEAR* 之係數為負數且達到 1% 顯著水準，不拒絕 H1c，表示公司現金股利發放率在調降營所稅率後亦有減少。另外，*DivP*、*CF*、*SIZE*、*ROA*、*GDP* 與現金股利發放率呈正相關，除 *DivP* 外，餘符合原先預期；*GROW*、*INST*、*DEBT*、*CPI* 與現金股利發放率呈負相關，亦符合預期；其餘變數則未達 10% 顯著水準。

**表 3 調降營所稅率對股利發放影響**

| 應變數 | *TotalD* | | *EarnD* | | *CashD* | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 自變數 | 預期符號 | 估計參數 | 預期符號 | 估計參數 | 預期符號 | 估計參數 |
| 截距項 | | 11.6539* | | 15.4056*** | | 19.3268*** |
| *YEAR* | − | -8.4564*** | − | -6.0378*** | − | -10.0044*** |
| *DivP* | − | 0.1439*** | − | 0.1614*** | − | 0.2791*** |
| *GROW* | ? | -2.9451*** | + | -0.1808 | − | -2.5638*** |
| *INSIDE* | − | -0.0107 | − | -0.0389*** | − | 0.0183 |
| *INST* | ? | -0.0876*** | ? | -0.0241** | ? | -0.0450** |
| *CF* | ? | 0.2036*** | − | -0.0502*** | + | 0.2384*** |
| *SIZE* | + | 3.9551*** | ? | -0.6448*** | + | 4.6300*** |
| *DEBT* | − | -0.2546*** | ? | 0.0932*** | − | -0.3283*** |
| *ROA* | + | 2.4437*** | + | 0.4071*** | + | 2.0262*** |
| *GDP* | + | 1.9684*** | + | 0.4281*** | + | 3.9632*** |
| *CPI* | − | -0.6204* | − | -0.4118* | − | -0.4268* |
| *IND* | | suppressed | | suppressed | | suppressed |
| 觀察值 | | 5,698 | | 5,698 | | 5,698 |
| *Adj* $R^2$ | | 37.67% | | 12.83% | | 35.09% |
| *F* | | 94.07*** | | 23.66*** | | 84.24*** |

（註 1）變數定義：*IND* 為產業別虛擬變數，以台灣證券交易所產業分類，計有 27 類，若屬該產業則設為 1，反之則為 0，其餘變數請參考表 2。

（註 2）***、**、* 分別表示達到 1%、5%、10% 顯著水準。

臺灣期刊學術期刊資料庫

本文依公司股利穩定性變數 (*DivP*) 中位數，區分成股利發放穩定公司與股利發放不穩定公司兩組，以檢測 H2a、H2b 及 H2c。表 4 為股利發放穩定公司的迴歸分析結果，其中總股利發放率研究顯示，變數 *YEAR* 之係數雖為負數但未達到 10% 顯著水準，不拒絕 H2a，表示股利發放穩定的公司，雖面臨調降股利發放率的誘因，然而總股利發放率仍未減少，與公司股利發放政策一致。控制變數的係數正負值及顯著水準，與表 3 大致相同。

以盈餘配股發放率所做的分析，研究顯示變數 *YEAR* 之係數為正數且達到 10% 顯著水準，另一方面，以現金股利發放率所做的分析中，變數 *YEAR* 之係數則為顯著正數，代表股利發放穩定的公司，調降營所稅率後仍保持總股利發放率未顯著改變，然而盈餘配股發放率增加、現金股利發放率減少，不拒絕 H2b 及 H2c。這樣的結果顯示股利發放穩定的公司，總股利並不受稅負高低的影響，但盈餘配股與現金股利之間的選擇，符合盈餘配股的隱含利益觀點，以及調降營所稅率減發現金股利的誘因，而且兩者間具替代效果，與過去我國所做的研究一致 （王祝三，2004；汪瑞芝與陳明進，2004）。

**表 4 調降營所稅率對股利發放影響－股利發放穩定公司**

| 應變數 | *TotalD* | | *EarnD* | | *CashD* | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 自變數 | 預期符號 | 估計參數 | 預期符號 | 估計參數 | 預期符號 | 估計參數 |
| 截距項 | | 4.4222 | | 29.1897*** | | 18.8910* |
| *YEAR* | ? | -2.0641 | ? | 2.2495* | ? | -10.2356*** |
| *DivP* | − | 0.1084* | − | 0.1316*** | − | 0.1348** |
| *GROW* | ? | -2.6513*** | + | 0.0305 | − | -3.2712*** |
| *INSIDE* | − | -0.1101** | − | -0.0869*** | − | -0.0718* |
| *INST* | ? | -0.0397 | ? | -0.0384** | ? | -0.0208 |
| *CF* | ? | 0.2365*** | − | -0.0464** | + | 0.2317*** |
| *SIZE* | + | 3.2452*** | ? | -1.0806*** | + | 3.7088*** |
| *DEBT* | − | -0.2424*** | ? | 0.1235*** | − | -0.3177*** |
| *ROA* | + | 2.4795*** | + | 0.4562*** | + | 2.2487*** |
| *GDP* | + | 0.8134 | + | 2.7990*** | + | 3.5793*** |
| *CPI* | − | -1.4167** | − | 0.1795 | − | -0.0391 |
| *IND* | | suppressed | | suppressed | | suppressed |
| 觀察值 | | 2,849 | | 2,849 | | 2,849 |
| *Adj* $R^2$ | | 22.29% | | 16.50% | | 34.43% |
| *F* | | 23.12*** | | 17.09*** | | 41.45*** |

（註 1）變數定義：*IND* 為產業別虛擬變數，以台灣證券交易所產業分類，計有 27 類，若屬該產業則設為 1，反之則為 0，其餘變數請參考表 2。

（註 2）***、**、* 分別表示達到 1%、5%、10% 顯著水準。

臺灣人文社會線期刊資料庫

表 5 為股利發放不穩定公司的迴歸分析結果，藉由比對股利發放穩定與不穩定公司的研究結果，更可以看出公司在調降營所稅率前後的股利發放行為。表 5 的主要變數 *YEAR*，在各股利發放率的迴歸分析中係數皆為負數，表示股利發放不穩定的公司，於調降營所稅率後減少總股利、盈餘配股、現金股利，以減少股東應增加支付的稅負，同時，此亦顯示表 3 中總股利發放率、盈餘配股發放率減少主要是因股利發放不穩定公司所致。

**表 5 調降營所稅率對股利發放影響－股利發放不穩定公司**

| 應變數 | *TotalD* | | *EarnD* | | *CashD* | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 自變數 | 預期符號 | 估計參數 | 預期符號 | 估計參數 | 預期符號 | 估計參數 |
| 截距項 | | 7.6789 | | 12.0958*** | | 27.4644*** |
| *YEAR* | － | -10.7587*** | － | -3.5186*** | － | -8.9022*** |
| *DivP* | － | 1.0115*** | － | 0.2826*** | － | 1.0153*** |
| *GROW* | ? | -2.9625*** | + | -0.2436 | － | -1.8477*** |
| *INSIDE* | － | 0.0203 | － | -0.0117 | － | 0.1123 |
| *INST* | ? | -0.0666** | ? | 0.0028 | ? | -0.0588** |
| *CF* | ? | 0.2060*** | － | -0.0580*** | + | 0.2189*** |
| *SIZE* | + | 3.1299*** | ? | -0.6721*** | + | 4.5238*** |
| *DEBT* | － | -0.2536*** | ? | 0.0734*** | － | -0.3247*** |
| *ROA* | + | 2.1952*** | + | 0.3272*** | + | 1.7146*** |
| *GDP* | + | 2.9803*** | + | 0.2394*** | + | 4.0895*** |
| *CPI* | － | -0.6476 | － | -0.3633* | － | 0.8398 |
| *IND* | | suppressed | | suppressed | | suppressed |
| 觀察值 | | 2,849 | | 2,849 | | 2,849 |
| *Adj* $R^2$ | | 40.02% | | 11.31% | | 39.17% |
| *F* | | 52.26*** | | 10.81*** | | 50.54*** |

（註 1）變數定義：*IND* 為產業別虛擬變數，以台灣證券交易所產業分類，計有 27 類，若屬該產業則設為 1，反之則為 0，其餘變數請參考表 2。

（註 2）***、**、* 分別表示達到 1%、5%、10% 顯著水準。

以上研究結果顯示，2010 年調降營所稅率對公司總股利發放率、盈餘配股發放率、現金股利發放率皆造成影響，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。就影響方向而言，本文研究結果指出，調降營所稅率後，各股利發放率減少，印證了當初兩稅合一制未分配盈餘加徵稅額的立法目的，亦即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；再者，符合資金成本的推論，公司以營運所得之資金做為再融資使用的誘因相對提高；最後，亦符合稅負偏好理論，公司保

臺灣大學圖書館期刊資料庫

留其盈餘不發放，股東可藉由股價推升後再行出售持股，享受停徵證所稅的利益。

加入股利穩定性此一調節變數，研究發現股利穩定性高者，總股利發放率並未減少，顯見這些公司會優先考量過去的股利發放而決定股利，稅負並非優先考量因素，這同時也說明了我國股利穩定發放的公司，決定股利發放金額時，係站在總股利立場，決定現金股利和盈餘配股的相對金額，且盈餘配股和現金股利呈替代關係。

## 三、強韌性測試[2]

### （一）排除檢定期間（2007-2012 年）未發放股利的公司

本文以全體上市櫃公司檢視調降營所稅率對公司股利發放率的影響，茲將樣本公司排除檢定期間（2007-2012 年）未發放股利者，即公司需在此一期間至少有一年曾經發放股利。結果顯示 *YEAR* 之係數值在各股利發放率皆為負值，與表 3 相同，同樣支持研究假說。此外，本研究選樣再進一步排除檢定期間（2007-2012 年）與股利穩定性估計期間（2002-2006 年）皆未發放股利的公司，實證亦顯示研究結果並未改變。

### （二）股利發放率分母以累積未分配盈餘加特別盈餘公積合計數

我們發現以本期淨利當分母計算之股利發放率為負值或大於 100% 之公司並不少見，表示部分公司發放股利的決策，乃參考公司歷年未發放之累積未分配盈餘以及轉列未分配盈餘的特別盈餘公積[3]合計數。為考慮此一衡量結果的可能影響，本文另外以股利總金額除以累積未分配盈餘加特別盈餘公積合計數做為應變數，計算股利發放率，檢視調降營所稅率影響。結果與表 3（股利發放率分母以本期淨利）相同，各股利發放率在調降營所稅率後皆呈現減少，研究結果並未改變。另外，排除檢定期間（2007-2012 年）未發放股利的公司，或是排除檢定期間（2007-2012 年）與股利穩定性估計期間（2002-2006 年）皆未發放股利的公司，研究結果仍然相同。然而，以累積未分配盈餘加特別盈餘公積合計數做為股利發放率分母，若公司當年本期淨利未全數發放，將形成累積未分配盈餘持續增加，股利發放率呈現自然遞減的效果，研究結果可能造成偏差。

### （三）股利穩定性變數以虛擬變數表示

本文依股利穩定性變數 (*DivP*) 之中位數，建立股利穩定性虛擬變數 (*STAB*)，若變數 *DivP* 值低於中位數者，變數 *STAB* 設為 1，表示屬於股利發放穩定的公司，反之設為 0，建立模式 (4) 至 (6) 如下：

臺灣大學學術期刊資料庫

2 為精簡篇幅，本文於強韌性測試未列示研究結果表格，有興趣之讀者可向作者索取。

3 特別盈餘公積為指撥保留盈餘，當指撥目的完成時，可轉列未分配盈餘並發放股利。

$$TotalD_{it} = \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 STAB_{it} + \beta_3 STAB_{it} \times YEAR_{it} + \beta_4 GROW_{it} + \beta_5 INSIDE_{it} + \beta_6 INST_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 DEBT_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} GDP_{it} + \beta_{12} CPI_{it} + \sum_{j=1}^{26} \gamma_j IND_{ijt} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$EarnD_{it} = \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 STAB_{it} + \beta_3 STAB_{it} \times YEAR_{it} + \beta_4 GROW_{it} + \beta_5 INSIDE_{it} + \beta_6 INST_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 DEBT_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} GDP_{it} + \beta_{12} CPI_{it} + \sum_{j=1}^{26} \gamma_j IND_{ijt} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$CashD_{it} = \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 STAB_{it} + \beta_3 STAB_{it} \times YEAR_{it} + \beta_4 GROW_{it} + \beta_5 INSIDE_{it} + \beta_6 INST_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 DEBT_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} GDP_{it} + \beta_{12} CPI_{it} + \sum_{j=1}^{26} \gamma_j IND_{ijt} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

其中，

*STAB*：股利穩定性虛擬變數，變數 *DivP* 值低於中位數者，設為 1，反之設為 0；

*STAB*×*YEAR*：股利穩定性虛擬變數 (*STAB*) 與調降營所稅率前後虛擬變數 (*YEAR*) 交乘項；

其餘變數如前述。

分析結果顯示 *YEAR* 係數值在各股利發放率皆為負數，顯著水準、正負號亦與表 3 相同，表示整體而言公司在調降營所稅率後減少股利發放率，研究結果並未改變表 3 的結論。*STAB* 在三個模式中皆為負值，亦與表 3 研究結果相同。而 *STAB*×*YEAR* 之係數皆為正數，表示相對於股利發放不穩定的公司，股利發放穩定者，即使調降營所稅率，其總股利發放率、盈餘配股股利發放率、現金股利發放率仍較高，較不受稅制改變影響，研究結果與表 4 及表 5 相同。

## 伍、研究結論與建議

自 1998 年起我國施行兩稅合一制，將綜合所得稅與營利事業所得稅合而為一，但為避免因營所稅率與綜所稅率差距過大，公司保留其盈餘不發放，造成股利發放決策的扭曲，進而衝擊國家稅收，因此於營所稅課徵外，另行就公司當年度未分配盈餘加徵 10%，以縮短營所稅率與綜所稅率的差距。然而在我國一系列稅制改革方案中，

臺灣大學會計資料庫

隨著促產條例落日，調降營所稅稅率，但未分配盈餘加徵稅率仍維持未變，如此一來，營所稅率與綜所稅率差距增加，營利事業保留其盈餘不分配的誘因大大增加。

本研究主要目的在探討調降營所稅率後，對股利發放之影響，以及股利發放穩定性對股利決策的調節效果。除釐清稅制變動與股利發放的關係外，利用此一自然形成的情境，探討兩稅合一制下，營所、綜所稅率若差距擴大，公司是否藉由不分配盈餘，以規避股東的租稅負擔，直接證實或推翻當初兩稅合一制實施時，未分配盈餘加徵稅額的配套措施。另外，過去研究顯示公司股利發放決策，股利發放穩定性扮演重要的角色，而且以我國來說，股利發放兼採盈餘配股與現金股利，故本文同時探究股利發放穩定的公司，在調降營所稅率後的股利行為，以及盈餘配股與現金股利的相互關係。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，調降營所稅率後皆呈減少，支持稅制改革影響公司股利決策，亦支持未分配盈餘加徵稅額的立法目的。進一步研究發現，股利穩定發放者，總股利發放率並未減少，支持公司股利決策的總體考量，並且證實盈餘配股與現金股利的替代效果。

過去國外不論以獨立課稅制或兩稅合一制國家所做的研究，多指出稅制改變會影響公司股利決策，本研究以我國 2010 年稅制變革所做的研究，結果亦是如此。理論上，同樣支持稅負偏好理論以及資金成本觀點下的股利決策，此外，本研究亦指出股利發放穩定性對公司股利決策的影響。不過，就課稅制度與稅制改革的內容而言，我國的情境與國外並不完全相同，因此，本文的研究結論可供類似稅制國家有相同稅制改革參酌。以我國所做的研究，多集中探討 1998 年兩稅合一制施行之初的股利影響，而本文則進一步指出，雖然調降營所稅率並未實質改變個人股東所應負擔的綜合所得稅，然而在營所稅率與綜所稅率差距擴大之下，公司股利發放行為仍然受到影響。

本文結果的經濟意涵，首先，與過去採獨立課稅制或兩稅合一制國家的研究結果相同，支持稅制改變對股利發放的影響。其次，研究顯示公司為了規避股東的可能稅負，因而改變股利決策，這不但符合加徵未分配盈餘稅的立法意旨，同時也呼應了部分要求提高未分配盈餘加徵稅額的聲浪，以避免公司股利發放的扭曲。最後，研究指出股利發放穩定性對公司股利決策的重要，股利發放穩定的公司並不會因為稅制改變而調整其總股利，就小額投資人而言，選擇股利發放穩定性高的公司，其股利收入較不易受其他外力因素，例如稅制變動的影響。

在研究限制與未來研究建議方面，第一，本文之研究樣本係以上市櫃公司為之，其結果是否適用於中小型企業，仍有待實證研究，未來研究可以中小型企業檢視股利發放行為是否不同。第二，本研究以目前可得之股利最近資料，前後合計六年為觀察期，未來若能以更長期間觀察，評估結果將更形完整。

臺灣大學學術期刊資料庫

# Association between Corporate Income Tax Rate Reduction and Dividend Payouts in an Integrated Tax System

Ching-Chieh Lin, Assistant Professor, Department of Accounting, National Pingtung University

Wen-Chih Lee, Professor, Department of Wealth and Taxation Management, National Kaohsiung University of Applied Sciences

## 1. Purpose/Objective

In 1998, the Taiwanese government implemented an integrated income tax system to ease the double taxation of dividends, thereby allowing corporate income taxes to offset personal income taxes paid by shareholders on their dividends. However, an additional 10% surtax on undistributed retained earnings was levied to prevent corporations from retaining their earnings.

After the Statute for Upgrading Industries expired, Taiwan reduced the corporate income tax rate from 25% to 17% in 2010, but maintained the additional 10% surtax on undistributed retained earnings. This amendment broadened the difference between corporate and personal income tax rate from 7.5% to 14.7%. Some people criticized that the unchanged surtax rate would encourage corporations to retain their earnings and distort their dividend policies. The Legislative Yuan, however, maintained its decision.

Various theories on corporate motivations for distributing dividends have offered inconsistent conclusions regarding the effect of tax reforms on corporate dividend payments. Tax Preference Theory purports that the impact of taxes on dividend policy depends on the relative taxation of dividends and capital gains. A preference for capital gains would exist whenever the tax rate on capital gains is lower than that on income from dividends (Allen et al., 2000). Under the traditional view as proposed by Harberger (1962), if a corporation relied primarily on external equity financing, then higher dividend taxation would typically result in decreased dividend payments and vice versa. In contrast, under the new view (or Tax Capitalization View) on dividend taxation proposed by King (1974) and Bradford (1981), dividends are paid with residual income; adjusting dividend taxes would thus be irrelevant to corporate dividend policies.

The United States government reduced its dividend tax rate in 1986 and 2003. In addition, China's government reformed its dividend taxation laws in 2005. Many empirical studies have shown that tax reforms lead to dividend payment adjustments, which is consistent with Tax Preference Theory or the traditional view (Sterk and Vandenberg, 1990; Papaioannou and Savarese, 1994; Chetty and Saez, 2005; Brown et al., 2007; Nam et al.,

臺灣大學學術期刊資料庫

2010; Wang and Guo, 2011). However, researchers who have argued that tax rate changes are unrelated to corporate dividend payments have based their arguments not on the Tax Capitalization View, but on dividend stability (Alli et al., 1993; Brav et al., 2008). Both the United States and China are under classical tax systems that differ from Taiwan's integrated income tax system. Such results are unsuitable for Taiwan's condition.

Previous research on countries that use an integrated income tax system has supported the argument that tax reforms affect dividend payments (Alstadsater and Fjærli, 2009; Korkeamaki et al., 2010; Kaserer et al., 2011). Similarly, those studies have documented the impact of changes in personal tax rates or the introduction of partial double taxation, which also differs from the reduction of corporate income tax rate in Taiwan.

This study was conducted to contribute to the dividend literature by analyzing whether corporations have retained their earnings rather than distributing them to shareholders in order to reduce investor tax burdens since the tax reform act reduced Taiwan's corporate income tax rate from 25% to 17%. In addition, we also discuss the moderating effects of a stable payout policy on dividend payout ratios.

## 2. Design/Methodology/Approach

The research sample comprised of financial statement data from 2007-2012 of companies listed on the Taiwan Stock Exchange and GreTai Securities Market. Empirical data were retrieved from the Taiwan Economic Journal Database. Following prior studies, we excluded financial institutions and insurance firms due to their regulated characteristics. In addition, we omitted financially distressed firms and excluded firms with missing data. To reduce the effects of extreme observations, we omitted any observations where the variables used in the regression were more than three standard deviations from their mean value. These selection procedures yielded a final sample of 5,698 firm-year observations; 2,809 observations were from the period before 2009, and 2,889 observations were from the period after 2010.

The dependent variables used for the regression analysis are dividend payout ratios based on total, stock, and cash dividend payouts. The independent variables comprise an indicator variable with a value of one for observations following the reduction of corporate income tax and zero if otherwise, dividend stability, growth opportunity, insider ownership, institutional ownership, quick assets to total assets, firm size, debt ratio, profitability, gross domestic product growth rate, consumer price index growth rate, and industry-specific dummy variables.

臺灣大學學術期刊資料庫

## 3. Findings

We predicted that the reduction of corporate income tax rate under the integrated income tax system would lead to decreased dividend payouts, *ceteris paribus*. The results indicate that the payout ratios of total dividends, stock dividends, and cash dividends decreased significantly after the income tax rate was reduced, which support our hypotheses. The purpose of levying an additional surtax on undistributed earnings is to reduce the difference between corporate and personal income tax rates to relieve the tax-induced distortion introduced by dividend payouts (Chang et al., 2008). However, the findings of this study show that reducing the corporate income tax rate while maintaining the surtax rate reduces the tax cost of retaining earnings, thereby creating opportunities for corporations to reduce their dividend payouts (Deng, 2012; Chen, 2013). These results also support the assertion that tax reforms influence dividend payment decisions.

In addition, dividend stability is positively related to total dividend payout ratios, indicating that companies with more stable dividend payouts typically prefer a certain degree of stability in total dividend payout ratios, despite tax rate changes. This finding shows the importance of dividend payout stability. We also observe that a substitution effect exists between stock and cash dividends, which is consistent with the findings of previous research.

The robustness checks performed in this study show some examinations for both sample firms and selected variables. These include sample selection, dividend payout measurement, and independent variable proxy. The results are robust for the aforementioned tests.

## 4. Research Limitations/Implications

Similar with the findings of previous research on classical or integrated tax systems, this study supports the assertion that tax reforms affect dividend payouts. We show that firms adjust their dividend payments to avoid shareholder tax burdens. The results support the imposition of an additional surtax on undistributed earnings, as well as the need to increase the surtax rate. In addition, we indicate the importance of dividend stability on dividend payouts. Firms with more stable dividends are reluctant to adjust their dividend payouts, even when tax reforms are imposed.

Our results are subject to the following limitations, and they should be interpreted with some caveats. First of all, the results may be sample specific, particularly because our sample firms are listed companies. Future studies should consider targeting small and medium firms to investigate this topic. Secondly, the sample period was limited to six years because of data

臺灣大學學術期刊資料庫

availability; further investigations using longer periods are warranted.

## 5. Originality/Contribution

Prior studies in Taiwan have focused on the impacts of introducing the integrated income tax system on dividends payouts. Few studies have provided empirical evidence to discuss the relationship between the reduction of corporate income tax and dividend payouts. We examined the tax reforms to elucidate whether firms consider tax incentives when determining their dividend payouts. Furthermore, the tax system in Taiwan differs from those of the United States and China. In context with our discussion, tax reforms in many integrated income tax system countries, such as Germany or Finland, differ from those of Taiwan. This study provides some insights for other countries that have undergone similar tax reforms. Finally, dividends are distributed in cash in other countries. In contrast, Taiwanese businesses distribute both cash and stock dividends simultaneously. The findings of this study provide empirical evidence on the relationship between cash and stock dividend payouts.

臺灣大學學術期刊資料庫

## 參考文獻

王祝三，2004，我國上市公司偏好發放股票股利程度之決定因素及其對長期股價之影響，***風險管理學報***，6 卷 3 期：307-344。(Wang, C. Edward. 2004. The determinants of preference for issuing stock dividends and its impact on long-term stock performance: The evidence from Taiwanese firms. ***Journal of Risk Management***, 6 (3): 307-344.)

王肇蘭、廖思雯與池祥萱，2009，公司是否能藉由媒體曝光度減緩非預期負面盈餘宣告對股市的衝擊？以臺灣金融業為例，***臺灣管理學刊***，9 卷 2 期：165-184。(Wang, Chao-Lan, Liao, Sih-Wun, and Chih, Hsiang-Hsuan. 2009. Does media coverage mitigate market reactions to unexpected negative earnings announcements? Evidence from Taiwan banking industry. ***Taiwan Academy of Management Journal***, 9 (2): 165-184.)

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***，21 卷 2 期：257-277。(Wang, Jui-Chih, and Chen, Ming-Chin. 2004. An empirical investigation of impacts of the imputation tax system on corporate dividend payouts. ***Journal of Management***, 21 (2): 257-277.)

林世銘，2008，***民意論壇***，經濟日報，3 月 4 日，A13 版。 (Lin, Su-Ming. 2008. ***Public opinion forum***, Economic Daily News. March 4: A13.)

馬孝璿，1999，兩稅合一對上市上櫃公司股利政策影響之探討，***財稅研究***，31 卷 6 期：134-158。(Ma, Hsiao-Hsuan. 1999. The impacts on corporate dividend policies before and after the imputation tax system in Taiwan. ***Public Finance Review***, 31 (6): 134-158.)

財政部賦稅署，2009，***配合促進產業升級條例租稅減免落日修正之所得稅法部分條文業經公布***，http://www.lawtw.com/article.php?template=article_content&area=free_browse&job_id=150612&parent_path=,1,2169,510,2131,&article_category_id=2137&article_id=79955，搜尋日期：2012 年 9 月 22 日。(Taxation Administration, Ministry of Finance. 2009. ***Tax relief implemented in support of the expiration of Statute for Upgrading Industries and amendments to certain provisions of the Income Tax Act***. http://www.lawtw.com/article.php?template=article_content&area=free_browse&job_id=150612&parent_path=,1,2169,510,2131,&article_category_id=2137&article_id=79955. Accessed Sep. 22, 2012.)

倪衍森與廖容岑，2006，家族企業負債代理成本及股利政策之研究－以台灣上市公司為例，***管理與系統***，13 卷 2 期：153-179。(Ni, Yen-Sen, and Liao, Jung-Tsen.

臺灣博碩學術期刊資料庫

2006. The cost of debt and dividend policies of family firms: Empirical evidence in companies listed in TSE. ***Journal of Management & Systems***, 13 (2): 153-179.)

張文瀞、汪瑞芝與林鴻儒，2008，未分配盈餘加徵 10% 營利事業所得稅對企業提前適用財務會計準則公報第 35 號之影響，***會計評論***，47 期：61-88。(Chang, Wen-Ching, Wang, Jui-Chih, and Lin, Hung-Ru. 2008. The effect of additional 10% surtax on undistributed retained earnings upon the firm's early adoption of SFAS No. 35. ***International Journal of Accounting Studies***, 47: 61-88.)

陳正芳，2013，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***，64 卷 1 期：84-99。(Chen, Cheng-Fang. 2013. The impact of income tax rate reduction on corporate dividend policy. ***Bank of Taiwan Quarterly***, 64 (1): 84-99.)

曾玉琦與吳清在，2009，兩稅合一制度對企業資本結構影響之研究，***中山管理評論***，17 卷 2 期：419-452。(Tseng, Yee-Chy, and Wu, Tsing-Zai C. 2009. The effects of the integrated income tax system on the corporate capital structure. ***Sun Yat-Sen Management Review***, 17 (2): 419-452.)

經濟日報，2010，***與綠版併案審查、下周可望拍板，營所稅率降至 17%、遲付二讀***，4 月 24 日，A6 版。(Economic Daily News. 2010. ***DPP version case review expected to conclude next week and income tax rate cut to 17% pending second reading***. April 24: A6.)

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未出版之碩士論文，台南，台灣。(Deng, Chia-Wen. 2012. ***The effect of income tax rate reduction on dividend policy***. Unpublished master's thesis of Department of Accounting, National Cheng Kung University, Tainan, Taiwan.)

鄭桂蕙，2005，庫藏股買回對股利發放之影響，***會計評論***，41 期：77-101。(Cheng, Kuei-Hui. 2005. The effect of stock repurchases on dividend payouts. ***International Journal of Accounting Studies***, 41: 77-101.)

Allen, F., Bernardo, A. E., and Welch, I. 2000. A theory of dividends based on tax clienteles. ***The Journal of Finance***, 55 (6): 2499-2536. doi: 10.1111/0022-1082.00298

Alli, K. L., Khan, A. Q., and Ramirez, G. G. 1993. Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis. ***The Financial Review***, 28 (4): 523-547. doi: 10.1111/j.1540-6288.1993.tb01361.x

Alstadsater, A., and Fjærli, E. 2009. Neutral taxation of shareholder income? Corporate responses to an announced dividend tax. ***International Tax and Public Finance***, 16 (4): 571-604. doi: 10.1007/s10797-009-9107-2

Anderson, D. R., Sweeney, D. J., and Williams, T. A. 1999. ***Statistics for Business and***

臺灣大學學術期刊資料庫

***Economics (7th ed.)***. Cincinnati, OH: South Western College Pub.

Bolster, P. J., and Janjigian, V. 1991. Dividend policy and valuation effect of the Tax Reform Act of 1986. ***National Tax Journal***, 44 (4): 511-518.

Bradford, D. F. 1981. The incidence and allocation effects of a tax on corporate distributions. ***Journal of Public Economics***, 15 (1): 1-22. doi: 10.1016/0047-2727(81)90049-9

Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., and Michaely, R. 2008. Managerial response to the May 2003 dividend tax cut. ***Financial Management***, 37 (4): 611-624. doi: 10.1111/j.1755-053X.2008.00027.x

Brown, J. R., Liang, N., and Weisbenner, S. 2007. Executive financial incentives and payout policy: Firm responses to the 2003 dividend tax cut. ***The Journal of Finance***, 62 (4): 1935-1965. doi: 10.1111/j.1540-6261.2007.01261.x

Brown, K., and Sum, V. 2010. Determinants of dividend payments. ***International Journal of Applied Accounting and Finance***, 1 (1): 40-46.

Chetty, R., and Saez, E. 2005. Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut. ***The Quarterly Journal of Economics***, 120 (3): 791-833. doi: 10.1093/qje/120.3.791

Crutchley, C. E., and Jensen, M. R. 1996. Changes in corporate debt policy: Information asymmetry and agency factors. ***Managerial Finance***, 22 (2): 1-15. doi: 10.1108/eb018545

Fama, E. F., and French, K. R. 1998. Taxes, financing decisions, and firm value. ***The Journal of Finance***, 53 (3): 819-843. doi: 10.1111/0022-1082.00036

Grinstein, Y., and Michaely, R. 2005. Institutional holdings and payout policy. ***The Journal of Finance***, 60 (3): 1389-1426. doi: 10.1111/j.1540-6261.2005.00765.x

Harberger, A. C. 1962. The incidence of the corporation income tax. ***Journal of Political Economy***, 70 (3): 215-240. doi: 10.1086/258636

Howton, S., and Howton, S. 2006. The corporate response to the 2003 dividend tax cut. ***Journal of Applied Finance***, 16 (1): 62-71.

Kaserer, C., Rapp, M. S., and Trinchera, O. 2011. ***Payout policy, taxes, and corporate insiders: Evidence from the German Tax Reform 2001***. Working paper, Technische Universität München Department of Financial Management and Capital Markets, Munich, Germany.

King, M. A. 1974. Taxation and the cost of capital. ***The Review of Economic Studies***, 41 (1): 21-35. doi: 10.2307/2296396

Korkeamaki, T., Liljeblom, E., and Pasternack, D. 2010. Tax reform and payout policy: Do

臺灣大學學術期刊資料庫

shareholder clienteles or payout policy adjust?. ***Journal of Corporate Finance***, 16 (4): 572-587. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2009.12.003

Lakonishok, J., and Lev, B. 1987. Stock splits and stock dividends: Why, who, and when?. ***The Journal of Finance***, 42 (4): 913-932. doi: 10.1111/j.1540-6261.1987.tb03919.x

Lasfer, M. A. 1996. Taxes and dividends: The UK evidence. ***Journal of Banking & Finance***, 20 (3): 455-472. doi: 10.1016/0378-4266(95)00012-7

Lintner, J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. ***The American Economic Review***, 46 (2): 97-113.

Mitton, T. 2004. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. ***Emerging Markets Review***, 5 (4): 409-426. doi: 10.1016/j.ememar.2004.05.003

Nam, J., Wang, J., and Zhang, G. 2010. The impact of the dividend tax cut and managerial stock holdings on corporate dividend policy. ***Global Finance Journal***, 21 (3): 275-292. doi: 10.1016/j.gfj.2010.09.005

Papaioannou, G. J., and Savarese, C. M. 1994. Corporate dividend policy response to the Tax Reform Act of 1986. ***Financial Management***, 23 (1): 56-63. doi: 10.2307/3666056

Sterk, W. E., and Vandenberg, P. A. 1990. The market valuation of cash dividends and the tax differential theory of dividend policy: A case revisited. ***The Financial Review***, 25 (3): 441-455. doi: 10.1111/j.1540-6288.1990.tb00806.x

Wang, C. F., and Guo, Y. 2011. Do dividend tax cuts lead firms to increase dividends: Evidence from China. ***China Journal of Accounting Research***, 4 (4): 197-209. doi: 10.1016/j.cjar.2010.06.001

臺灣大學學術期刊資料庫

# 作者簡介

*** 林靖傑**

國立臺灣大學會計學研究所博士，現任職國立屏東大學會計學系助理教授。主要專長領域為稅務研究、財務會計與審計決策判斷。學術論文曾發表於 The International Journal of Accounting、International Journal of Accounting and Information Management、《會計評論》、《中華會計學刊》、《當代會計》、《當代財政等期刊》。

**李文智**

國立臺灣大學商學研究所會計組博士，現任職國立高雄應用科技大學財富與稅務管理系教授。主要專長領域為資本市場研究與審計決策判斷。學術論文曾發表於 The International Journal of Accounting、International Journal of Accounting and Information Management、Review of Quantitative Finance and Accounting、《臺大管理論叢》、《中山管理評論》、《管理學報》、《證券發展季刊》、《交大管理學報》、《中華會計學刊》等期刊。

臺灣大學學術期刊資料庫

本文衷心感謝總編輯與兩位匿名評審的寶貴意見。

* E-mail: cclin@mail.nptu.edu.tw