

從股東稅負壓力探討兩稅合一 對股利政策之影響

洪榮華·曾子耘·林聖傑*

(收稿日期：93 年 9 月 24 日；第一次修正：94 年 2 月 21 日；
第二次修正：94 年 5 月 3 日；接受刊登日期：94 年 10 月 4 日)

摘要

本研究旨在探討股東稅負壓力不同的公司，兩稅合一後其股利政策的調整是否有所不同。研究期間為兩稅合一前、後各四年，共選取了 150 家上市公司為研究樣本，由於資料是跨公司及跨年度的型態，因此本研究採用結合時間序列及橫斷面的迴歸技巧進行實證，而在經過了 Hausman 檢定後，本研究以隨機效果模型進行分析。首先就總樣本進行實證，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；其次，刪除 13 家在本研究期間內未發放任何股利的公司，並將剩餘的 137 家公司，按兩稅合一前其平均現金股利支付率大小（以代理其股東所承受的稅負壓力）分為三群。實證結果顯示，股東稅負壓力最大的公司群組，兩稅合一實施後，其股利政策的調整是最明顯的，這隱含了公司在制定股利政策時會考量其股東的稅負壓力。

關鍵詞彙：兩稅合一，股利政策

壹·緒論

2002 年底，美國總統布希的財金團隊預計推動一項經濟振興方案，該方案主要是由各種減稅措施組成，其中布希政府有意減輕企業或股東的股利課稅負擔，藉此刺激股價上揚並鼓勵企業投資。部分經濟學者表示，美國當前的股利課稅制度扭曲了經濟和企業融資的發展，這是因為美國目前仍採取獨立課稅制，造成股利雙重課稅，且由於企業債務支出的課稅規定較股利優惠，導致美國企業寧仰賴舉債融資，也不願發行新股。由此可見，關於股利如何課稅，不僅直接影響投資人的稅負與投資意願，更影響企業的股利、融資與投資活動，因此，稅與股利政策是個值得探討的重要議題。我國已於民國 87 年起實施合併課稅制，本研究乃從以稅為基礎之股利行為模型的角度（即股東稅負壓力的角度），來探討稅制改變後企業股利政策的變化。本文以兩稅合一對股利政策之影響為主題，主要原因如下：

* 作者簡介：洪榮華，國立中央大學企業管理學系副教授；曾子耘，大華技術學院財務金融系講師暨國立中央大學企業管理學系博士候選人；林聖傑，國立中央大學企業管理學系碩士。

國外有關兩稅合一的實證結果僅能參考而不能完全套用，理由如下：國外在探討兩稅合一對股利政策影響時，多半以現金股利為主，然而我國股票股利按面額課稅，對於高稅率的投資人有利，另外我國資本利得不須繳稅，因此我國的投資人可能較偏好公司發放股票股利¹，是故，在我國似乎應該針對股利的型態做分別之探討；我國實施兩稅合一亦規定未分配盈餘加徵百分之十的營利事業所得稅，對於兩稅合一的成效應與國外的情況不同；同時我國證期會於兩稅合一實施後約半年時，宣佈將自民國 88 年起，以勸導方式，鼓勵上市、上櫃公司採取現金股利與股票股利各半方式，此即所謂的平衡股利政策，此政策宣導是否會對公司股利政策造成影響？上述均為國內外環境上的差異，而使得國外有關兩稅合一的實證結果不能直接套用。

就國內相關實證的主題而言，馬孝璿 (1999) 探討兩稅合一對集團企業股利政策之衝擊；陳妙玲、葉秀鳳 (2002) 與黃智群 (2002) 則探討兩稅合一對於高科技產業股利政策之影響；汪瑞芝和陳明進 (2004) 及盧育仕 (2000) 均實證兩稅合一對股利發放之影響；黃瑞靜、徐守德與廖四郎 (2001) 則探討兩稅合一對公司價值、股利政策與資本結構之影響。本文則由股東稅負壓力的觀點，來剖析兩稅合一對股利政策之影響。依據股利顧客效果及所得稅差異理論，公司在制定股利政策時，除了其本身資金及稅賦的考量外，尚需考慮投資人的稅賦因素，而不同股利政策的公司自然會吸引偏好其股利政策的投資人。因此，本研究認為兩稅合一的實施，正好可以檢視股東稅負壓力不同的公司，兩稅合一後其股利政策的調整是否有所不同，以檢驗公司在制定股利政策時是否會考量股東的稅負壓力而進行調整，以期能對兩稅合一與股利政策之研究提出另一個觀點之討論。

在研究方法上，國內相關實證以普通最小平方法求解迴歸模型²為主，本文則採用結合時間序列 (time-series) 及橫斷面 (cross-sectional) 的迴歸技巧進行分析，一方面有別於以往採OLS的實證研究，另一方面則是符合本研究跨公司跨年度的資料型態，panel data提供研究者較多的資料點，可增加自由度及減少解釋變數間之共線性，亦可顯示各個經濟個體的異質性，而結合時間序列及橫斷面的共同資訊，亦可降低遺漏變數的問題 (Hsiao, 1986)，因此本文以 panel data來實證分析。

¹ 如：王雪花 (1994)、沈明鑑 (1996)、劉玉珍 (1999)、陳憲民 (2002)。

² 如：馬孝璿 (1999)、盧育仕 (2000)、黃智群 (2002)、陳妙玲、葉秀鳳 (2002)。

回顧國內相關文獻，其普遍存在研究期間短³的特性，那是因為這些研究是在兩稅合一實施不久後所進行的。研究間期過短，實證結果恐欠缺解釋力，因此本文將研究期間延長，以期較能觀察到公司股利政策的延續性。另外，國內文獻股利方程式中的控制變數未能完整考量⁴，除汪瑞芝和陳明進 (2004) 外，大多數文獻並未將平衡股利政策的可能影響加以處理，而未將實證上影響股利的變數以及平衡股利政策的宣導加以控制，來探討兩稅合一實施對股利政策之影響恐欠缺完整性。由於本研究期間為八年，在這個期間內總體環境變化頗大，因此將先前研究未考量的總體經濟變數納入模型以控制可能的時間效應，來分析兩稅合一對股利政策之影響；最後，對於平衡股利的政策宣導則進行了敏感性分析。

本文發現，兩稅合一前股東稅負壓力最大的群組，其股利政策的調整在兩稅合一後是最明顯的，這隱含公司在制定股利政策時會考量其股東的稅負壓力。

本研究分為五節：一為緒論，二為文獻回顧，三為研究方法，四為實證結果與分析，五為結論。

貳·文獻回顧

在本節中，首先介紹與稅有關的股利相關理論；其次回顧兩稅合一對股利政策影響之相關文獻；最後則藉由國內外股利政策的相關研究，找出決定公司股利支付的重要變數。

一、稅與股利政策

股利政策之相關理論很多，與稅有關的包括股利的顧客效果假說 (Clientele Effect Hypothesis) 及所得稅差異理論 (Tax Differential Theory)，分別由 Miller 和 Modigliani (1961) 及 Farrar 與 Selwyn (1967) 所提出。

Miller 和 Modigliani (1961) 認為在現實不完美的資本市場下，投資人所獲得之股利必須繳稅，且稅率因人而異，過高的現金股利收入對高稅率的人不利，因此投資人可能會對發放不同金額股利的股票有不同偏好，這就是所謂的

³如：馬孝璿 (1999) 的研究期間為一年；盧育仕 (2000)、陳妙玲、葉秀鳳 (2002) 的研究期間為二年。

⁴如：馬孝璿 (1999)：每股盈餘；盧育仕 (2000)：內部人持股，負債比率，公司規模，獲利能力，成長機會；陳妙玲，葉秀鳳 (2002)：負債比率，公司規模，獲利能力。

「股利顧客效果」。造成股利顧客效果的原因牽涉到投資人的個人喜好，並無法作一全面性的驗證，然而稅賦的考量乃是最重要的因素。

關於稅對股利政策影響之實證研究基本上可分為兩個領域：由於股利的稅率大於資本利得之稅率，藉由探討是否個人稅率高的投資人偏好低股利收益率的股票來驗證股利之顧客效果，如 Pettit (1977) 以 1964 年至 1970 年間 914 位投資人的資料進行研究，結果顯示投資人愈年輕、所得愈高以及資本利得稅與所得稅間的稅率差距愈大，其所投資股票的股利殖利率愈低，因此支持顧客效果之存在。然而，Lewellen, Stanley, Lease 和 Schlarbaum (1978) 利用與 Pettit (1977) 相同資料來源的樣本，以股利收益率為應變數，不同的投資人特徵為自變數，進行多元迴歸分析，雖然稅率變數與股利收益率呈統計上顯著的負相關，但因結果指出當投資人之邊際稅率增加 10% 時，只造成 0.1% 股利收益率之下降，故顧客效果僅獲得薄弱的支持。另一個領域則透過股票除息日之股價反應來探討股利稅對於股票市場價值的影響。Elton 和 Gruber (1970) 發現高稅率的股東較偏好股利發放較少的股票，而低稅率的股東則較偏好股利發放較多的股票，證實了除息日前後的投資人買賣股票行為確實受稅負所影響，因此其發現可視為驗證了顧客效果假說，即投資人會依據其所喜好的股利政策進行投資。

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

二、兩稅合一與股利政策

Gourevitch (1977) 回顧歐洲國家實施兩稅合一的狀況，其研究指出，英國及法國在兩稅合一後股利之發放並無增加。由於英國實施兩稅合一的同時也引入對抗通貨膨脹的政策，作者認為此可能會排除掉兩稅合一的好處；在德國，總股利支付在兩稅合一後明顯增加，但此增加或許是因為二次大戰後，公司盈餘巨幅上升所致。Poterba 和 Summers (1984) 以英國資料探討股利稅負改變後，投資人對股利及資本利得相對評價之影響，結果發現，稅會影響股利收益

與市場報酬的均衡關係；兩稅合一後投資人收到股利報酬所要求的溢酬明顯減少。

國內關於兩稅合一對股利政策影響的研究包括：馬孝璿 (1999) 以有宣告股利發放的上市、上櫃公司為研究對象，發現 87 年度股利發放率及股利額度，皆較 86 年明顯增加。盧育仕 (2000) 發現兩稅合一後，現金股利支付率較實施前高，但盈餘配股卻呈現減少的趨勢。黃瑞靜等 (2001) 指出，兩稅合一後股利支率會提高，且股利支付率愈高，公司的價值也愈高。黃智群 (2002) 比較上市公司傳統與高科技產業的股利政策，發現兩稅合一後，現金股利支付率較實施前高；而盈餘轉增資股票股利支付率，在傳統或高科技產業皆減少；但就總股利支付率而言，兩稅合一後較實施前為高。汪瑞芝和陳明進 (2004) 的實證結果發現，兩稅合一後，現金股利發放率較實施前增加，但原因可能是受平衡股利政策推行的影響；而盈餘配股發放率減少，可能是受到平衡股利政策推行及股票股利緩課取消的影響。

三、影響股利支付的因素

在探討稅對股利政策之影響時，尚必須將其他影響股利政策的因素納入模型方為完整。本研究之控制變數說明如下：

(一) 負債

公司清償債務的主要來源是靠盈餘，若不將盈餘保留，而將股利支付於股東，則公司還款付息的壓力較大，故負債比率的高低，將影響到公司的股利政策。Rozeff (1982)、Koch 和 Shenoy (1999) 指出，公司負債融資的比率與股利支付率呈負向關係；王元章 (2001) 亦發現，股利受負債負向顯著影響。另一方面，亦有學者由代理問題的觀點來解釋股利與負債的關係，Rozeff (1982) 認為股利支付率的增加，有助於公司代理問題的降低；Friend 與 Lang (1988) 則認為，增加公司的負債比率亦有助於降低其代理問題；綜合以上兩者，Jensen，Solberg 與 Zorn (1992) 指出，對於公司代理問題的降低，負債與股利支付率可同時被決定，且此二者存在一反向關係。

(二) 投資

Baskin (1989)、Allen (1993) 認為，當公司增加其股利支付率時，代表其可應用於投資之現金將隨之減少，故股利支付率與投資呈負向關係。根據融資順位理論 (Pecking Order Theory)，當公司面臨投資機會而有大量資金需求

時，將偏好先使用內部資金，因而會選擇將盈餘保留下來而不是發放股利，此種情形在快速成長的公司更是常見。古青翔 (2000) 指出，公司投資支出與股利支付率呈負向關係；Adedeji (1998) 亦發現股利支付率與投資呈負向顯著的關係。

(三)內部人士持股比率

股利支付被視為是降低權益代理問題 (股東與管理當局間的代理問題) 的一項內部機制，當內部人士持股較高時，其利益與股東較為一致，所以較不會有代理問題，因此較不需要透過股利的發放來減少代理問題。Alli、Khan 與 Ramirez (1993) 認為，若公司保留太多盈餘而不發放，尤其有過多的自由現金流量時，容易造成管理當局從事自利或有損股東的行為，故可藉由股利的發放來降低此一問題。Rozeff (1982)，Crutchley，Jensen，Jahera 和 Raymond (1999) 均指出，若內部人士持股比率較低則會支付較多股利以減少代理問題。

(四)公司規模

Alli et. al. (1993) 認為，規模較大的公司對於風險之承擔能力高於規模較小的公司，故較容易從資本市場中取得資金，相對的較不需要依賴內部產生的資金，因此規模較大的公司可能會多發放股利。Crutchley 與 Hansen (1989) 及 Adedeji (1998) 均發現，公司規模越大，所發放的股利亦越高。

(五)成長 (Tobin's Q)

Smith 與 Watts (1992)、闕河士與黃旭輝 (1997) 認為成長機會高的公司，較有資訊不對稱的問題存在。Alli et. al. (1993)、Crutchley et. al. (1999) 均指出，成長率高的公司比成長率低的公司有較多的投資機會，因而需要較多的資金支出。因此依據融資順位理論，成長率較高的公司資訊不對稱問題較嚴重，故應該採較低的股利支付率。但若由訊息理論來解釋股利與成長之關連，則認為成長率較高的公司資訊不對稱的問題較嚴重，因此應該採較高的股利支付率，以傳遞好消息給外部投資人。Bhattacharya (1979)、Smith 與 Watts (1992) 均認為成長機會高的公司，因較有資訊不對稱的問題存在，故會增加股利之發放以傳遞公司高品質的訊息給投資人，因此成長機會與股利支付具有正向關係。Tobin's Q 值是指公司的市場價值相對於其資產重置成本的比率，本研究將 Tobin's Q 作為成長衡量指標，探討成長與股利支付率的關係。

(六)產業平均股利收益率

產業平均股利收益率可以顯示公司在設定其股利支付率時，是否有朝向整個產業平均的股利收益率來調整其支付率。Adedeji (1998) 指出，過去產業平均股利收益率與公司的股利支付率呈正向關係。本研究以此變數來控制產業效應，產業分類為台灣證券交易所之分類，並以該產業所有公司之資料來計算產業平均。過去亦有許多研究證實股利政策具有產業效應 (Lintner, 1956; Michel, 1979; Baker, Veit & Powell, 2001 等)，故宜將產業效果加以考量。

(七)實質國民生產毛額成長率

依我國公司法第二百三十一條第二項之規定，「公司無盈餘時，不得分派股息及紅利。但法定盈餘公積已超過實收資本額百分之五十時，得以其超過部分派充股息及紅利」。公司獲利受總體環境影響深切，當總體環境較佳時，普遍而言，公司的獲利能力較好而較有可能發放股利，然總體環境較佳時，亦表示公司較有可能採取積極的投資或擴張方案，因此，也有減少發放現金股利以保留盈餘供成長所需的可能。因此，本研究預期，總體環境較佳時，公司會將現金保留下來，故現金股利會減少，而以盈餘轉增資的股票股利會增加，至於總股利支付率，則須視現金與股票股利兩者之抵銷效果而定。本研究將總體經濟 (以實質國民生產毛額成長率代理) 變數納入模型。

綜合上述文獻，本研究歸納出影響股利的控制變數為：負債、投資、內部人士持股比率、公司規模、成長 (Tobin's Q)、產業平均股利收益率及實質國民生產毛額成長率。

參·研究方法

一、研究假說

本研究以式(1)至式(9)來推導假說一：式(1)至式(4)說明兩稅合一消除了股利重複課稅的問題 (謝劍平, 1999)，股東其實是按自己適用之所得稅率來繳納股利所得之綜合所得稅；式(5)至式(7)則說明兩稅合一後，在已消除股利重複課稅的情況下，股東所產生之增額現金流量。由於我國實施兩稅合一後，同時採取的配套措施為每一年度未分配盈餘加徵 10%的營利事業所得稅，式(8)至式(9)則說明未分配盈餘課稅對企業股利政策的影響。

相關符號的意義如下：

EBIT：息前稅前盈餘

I：利息

T_c ：公司所得稅率

P：股利發放比率

R：盈餘保留比率($P+R=1$)

T_s ：股東個人邊際所得稅率

T_{cn} ：考量未分配盈餘稅 (10%) 後，公司全部盈餘所負擔之營利事業所得稅稅率

兩稅合一後，依所得稅法第十四條之規定，應納入股東個人綜合所得稅 (以下簡稱綜所稅) 計算之股利總額乃是股利淨額與營利事業所得稅 (以下簡稱營所稅) 可用以扣抵之稅額兩者的合計，如式(1)所示 (在此假設股利發放率為 100% 下的推導)：

$$\begin{aligned} & \text{未納綜所稅前之股利淨額} + \text{營所稅可扣抵部分} \\ & = \text{納入股東綜所稅計算之股利所得} \\ & (1-T_c)(EBIT-I) + T_c(EBIT-I) = (EBIT-I) \end{aligned} \quad (1)$$

因公司營所稅可作為股東繳交綜所稅時扣抵，故將股東原繳綜所稅減去營所稅可扣抵部分即為股東補繳或退稅金額，即式(2)所示：

$$\begin{aligned} & \text{股東原繳綜所稅} - \text{營所稅可扣抵部分} = \text{股東補繳或退稅金額} \\ & T_s(EBIT-I) - T_c(EBIT-I) = (T_s - T_c)(EBIT-I) \end{aligned} \quad (2)$$

而事實上，股東在未納個人綜所稅前之實領所得為

$$(1-T_c)(EBIT-I) \quad (3)$$

所以，股東真正的稅後所得為式(4)所示：

$$\begin{aligned} & \text{股東在未納個人綜所稅前之實領所得} + \text{股東補繳或退稅金額} \\ & = \text{兩稅合一後股東真正的稅後所得} \\ & (1-T_c)(EBIT-I) + (T_s - T_c)(EBIT-I) = (1-T_s)(EBIT-I) \end{aligned} \quad (4)$$

式(4)顯示兩稅合一後，股東其實是按自己適用之所得稅率來繳納股利所得之綜所稅，故已消除股利重複課稅的問題，股東收到股利的稅負壓力在兩稅合一後減少。

而兩稅合一前，股東的稅後所得為

$$(1-T_c)(EBIT-I)(1-T_s) \quad (5)$$

將兩稅合一前後，股東的稅後所得相減，即式(6)所示：

$$\text{式(4)} - \text{式(5)} = (EBIT-I) T_c (1-T_s) \quad (6)$$

式(6)表示兩稅合一後，在已消除股利重複課稅的情況下，股東所產生之增額現金流量。以上分析乃是假設盈餘全部分配；若股利發放比率為 P，則兩稅合一後股東所產生之增額現金流量則如式(7)所示：

$$P (EBIT-I) T_c (1-T_s) \quad (7)$$

我國實施兩稅合一後，同時採取的配套措施為每一年度未分配盈餘加徵 10% 的營利事業所得稅，其立法目的是為了縮小營利事業所得稅與綜合所得稅稅率的差距，並避免擴大享有租稅減免與未享受租稅減免公司間的不公平。因實施兩稅合一後，由於綜合所得稅的法定最高稅率為 40%，而營利事業所得稅的法定最高稅率仍為 25%，兩者相差 15%，所以公司仍可藉盈餘的保留為大股東規避稅賦。在未分配盈餘課稅下，盈餘保留比例(R)與公司稅負之關係推導如下：

考量未分配盈餘稅 (10%) 後，公司全部盈餘所負擔之營所稅稅率為：

$$T_{cn} = T_c + (1-T_c) R(0.1) \quad (8)$$

$$\frac{\partial T_{cn}}{\partial R} = (1-T_c)(0.1) > 0 \quad (9)$$

式(9)表示當盈餘保留比率愈高，公司營所稅的負擔愈重。當 T_c 為 25% 時，考量未分配盈餘稅 (10%) 後之公司營所稅稅率 T_{cn} 會增加 7.5%，即在不同的盈餘保留比例下，會使公司稅率由舊稅制下的 25% 最高增加至 32.5%。由上式之推導，可知未分配盈餘課稅對企業而言，乃是額外須繳納營利事業所得稅。雖未來分配盈餘時可將該稅額分配予股東，惟根據所得稅法第六十六之六條的規定，稅額扣抵比率訂有上限，股東未必能獲得所有之扣抵額。因此，為避免加徵 10% 之未分配盈餘稅，企業在有盈餘年度，其股利政策會傾向將可分配盈餘全部分配予股東 (梁素梅，2003)。

經由式(1)至式(9)的推論及說明，本研究提出以下假說：

假說一：兩稅合一後，公司股利支付率會增加。

上述之推論尚未針對股利之支付型態加以考量，本文以下則探討兩稅合一對股利支付型態可能之影響。

我國上市公司的股利型態，股票股利一向占有重要地位，因此本研究的第二個目的則在於探討兩稅合一後，股利支付型態之變化。劉玉珍 (1999) 指出，在美國、日本、新加坡和香港多以發放現金股利的形式出現，而在台灣則是發放股票股利居多。其他研究也有類似的發現 (王雪花，1994；沈明鑑，1996；許明雄，2001；陳憲民，2002)，顯示我國上市公司股利發放實務以股票股利為主，其原因在於企業欲保留現金 (劉志勇，1994；許明雄，2001) 及投資人偏好股票股利 (許明雄，2001)。而我國投資人偏好股票股利之原因，經由文獻的回顧可以歸納如下：投資人稅負上的考量 (陳欣伶，2003)、投資人的預期填權心理 (李存修，1991；陳欣伶，2003) 與股票股利傳遞之正向訊息效果 (蔡秀玫，1994；尤彥卿，1996)。

依我國稅法規定，股票股利收入是以面額課稅，若股票市價大於面額時，因股票轉讓時所獲得的資本利得免稅，因此股票股利對高稅率的股東特別有利；且若公司符合促進產業升級條例⁵的規定，其股東取得以未分配盈餘增資之記名股票，免予計入該股東當年度綜合所得額，但此類股票於轉讓贈與或作為遺產分配時，面額部分應作為轉讓贈與或作為遺產分配時所屬年度之所得，而股價超過面額時，因資本利得不須課稅，因此對取得緩課股票的股東而言，具有遞延納稅的效果；至實際轉讓價格或贈與遺產分配之時價，如低於面額時，則只須以實際轉讓價格或贈與遺產分配之時價申報。在兩稅合一前股利重覆課稅的情況下，股票股利在稅負上的考量優於現金股利，因此，造成我國投資人偏好股票股利的現象。本研究預期兩稅合一後，以股票型式發放之股利會減少，理由如下：

(一)兩稅合一後公司以股票股利為股東避稅的動機減少

投資人偏好股票股利的因素之一乃在於節稅之考量，兩稅合一後，股東收到股利所得的稅負壓力減輕 (詳假說一之推論)，因此兩稅合一後公司以股票股利為股東節稅的動機也隨之下降。

⁵ 第十六條：公司以其未分配盈餘增資供增置或更新設備從事生產研發等之用者，其股東因而取得之新發行記名股票，免予計入該股東當年度綜合所得額；其股東為營利事業者，免予計入當年度營利事業所得額課稅...。然而，為配合兩稅合一的實施取消緩課股票股利，股東喪失遞延課稅的效益。在 88 年 12 月 31 日公告之促進產業升級條例做了大幅度之修訂，原第十六條刪除。

(二)兩稅合一後，盈餘配股緩課優惠的取消

由於兩稅合一之施行，自 88 年 1 月 1 日以後，股東取得符合緩課記名股票，如為中華民國境內居住者之個人股東，其緩課股票獲配股利所含之可扣抵稅額，可一併申報扣抵當年度綜合所得稅應納稅額。前述之緩課優惠，對個人股東而言利益十分有限，因為若選擇緩課，則該股利所隱含之可扣抵稅額即不得用以扣抵該年之應納所得稅額，因此除非緩課之利益大於該股利所隱含之可扣抵稅額用以扣抵應納所得稅額的利益，否則，緩課反而對個人股東不利。由國稅局針對民眾所提關於緩課股票股利相關之課稅問題之回覆⁶內容可知，股東取得符合緩課記名股票股利的優惠在兩稅合一後，應配合股東個人所得稅率，以決定緩課與否。由於股票股利緩課的優惠幾乎消失，因此，在 88 年底公佈的促進產業升級條例中將之廢除。先前文獻也指出，兩稅合一後盈餘配股緩課優惠的取消，會使公司股票股利的配發減少（盧育仕，2000；汪瑞芝和陳明進，2004）。

(三)租稅規劃的因素

股東投資重要科技事業、重要投資事業或創業投資事業，持有達二年以上，得享受取得該股票價款之 20%，抵減當年度所得稅額，當年度不足抵減者，亦得於以後四年度內抵減之⁷。因此當該事業準備發放盈餘股利時，可改以發放現金股利並辦理現金增資方式來代替，而使股東得享受取得該股票價款 20%之投資抵減⁸。故採現金股利配合現金增資以取代盈餘配股的方式，可達到為股東租稅規劃之目的。

(四)股利替代性

股票股利是用來暫時替代現金股利之替代品（Lakonishok and Lev，1987；謝銘智，1998；蘇泰弘，2000）。兩稅合一後股東收到股利的稅負壓力減少，因此兩稅合一前公司為股東規避稅負而發放股票股利的動機降低，而兩

⁶財政部台灣省南區國稅局www.ntas.gov.tw，常見稅務問題QA1244。

⁷「促進產業升級條例」第八條規定，投資重要科技事業、重要投資事業及創業投資事業之創立或擴充兩年以上者，得以其取得該股票價款之 20%，以抵減當年度所得稅額，當年度不足以抵減時，亦得於以後 4 年度內抵減之。然 88 年「促進產業升級條例」第八條修訂為：個人股東的投資抵減自 89 年度開始由 20% 降至 10%，且須持有滿三年，往後每年遞減一個百分點。

⁸我國對產業的租稅優惠可以分為兩大類，分別為五年免稅及股東投資抵減。根據黃瑞靜等（2001）之研究指出，兩稅合一實施後，若企業選擇五年免稅，雖然免除了營利事業所得稅，但企業盈餘的稅負會全部轉嫁由股東負擔，因此，會使得選擇五年免稅的公司與一般公司之總稅負相同，故對股東無實質助益；其同時指出，若採股東投資抵減，會使其總稅負較低。

稅合一後，公司股利支付可能改以現金方式為之，在股利具有替代性下，因現金股利發放的比重增加，導致盈餘配股比重減少。

(五)平衡股利政策

我國上市公司發放股票股利的情況十分普遍，根據許明雄 (2001) 的研究，在民國 86 年有近 51% 的上市公司只發放股票股利。然而，此種股利政策可能導致股本過度膨脹，故證期會於兩稅合一實施約半年後，宣佈自民國 88 年起，以勸導方式，鼓勵上市、上櫃公司採取現金股利與股票股利各半方式的平衡股利政策。陳憲民 (2002) 認為，兩稅合一與平衡股利政策都將使公司較不偏好只發放股票股利；汪瑞芝和陳明進 (2004) 亦認為平衡股利政策的確使公司的現金股利發放率增加，而盈餘配股率減少可能亦受到此一政策的影響。此政策宣導是否會對公司股利政策造成影響，本文將於敏感性分析一節加以說明。

綜合上述之分析，本研究預期兩稅合一後因股利重覆課稅取消，股利支付率會上升 (即假說一)，然而就股利支付的型態而言，公司將增加現金股利支付率而減少股票股利支付率⁹，因此提出以下假說：

假說二：兩稅合一後，公司以現金型態支付之股利會增加且以股票型態支付之股利會減少。

由於本文在實證上，總股利支付率乃定義為現金股利支付率與股票股利支付率兩者之和，在兩稅合一對不同型態股利影響方向相反的情況下，假說一的實證結果，可能受到兩者之抵銷作用而變得較不明顯。

本研究欲進一步探討兩稅合一後，股東稅負壓力不同的公司，兩稅合一後其股利政策的調整是否有所不同。若能直接取得股東個人邊際稅率資料，將能直接進行佐證，然而，礙於資料取得之限制，故在實證上無法取得此一變數¹⁰。本研究乃採用股利顧客效果 (Miller和Modigliani, 1961) 及所得稅差異理論 (Farrar與Selwyn, 1967) 之觀點來驗證此一研究問題。

依據股利顧客效果及所得稅差異理論，公司在制定股利政策時，除了公司本身資金及稅賦的考量外，尚需考慮投資人的稅賦，而不同股利政策的公司

⁹ 由於資本公積轉增資股票股利並不課徵所得稅，且依照我國公司法之精神，公積配股來源之資本公積乃非由營業結果所產生之權益，係屬於「資本」而非屬公司分配股利之一種，故本研究探討之股票股利皆以盈餘轉增資股票股利為主。

¹⁰ 有關股東個人所得稅率目前尚無公開之資料可供使用，目前相關研究多以董事、監察人及大股東持股比例為代理變數，如：許崇源、俞洪昭、戚務君及洪盈斌 (2000)。然以此為代理變數未盡理想 (梁素梅，2003)。

自然會吸引偏好其股利政策的投資人。在租稅會影響公司的股利政策下，當政府改變其所得稅政策時，公司的股利政策應會隨著股東的稅負壓力改變而有所調整。據此，本研究假設兩稅合一前不同股利政策的公司，其股東的稅負壓力應是不同，那麼，處於股東立場而考量相異股東稅負壓力之企業，兩稅合一後其股利政策的調整應當亦有所不同。

在假說二的說明中可知，因股票股利收入是按面額課稅，對高稅率的股東特別有利，且若公司符合促進產業升級條例規定，則更能使股東獲得股票股利緩課的優惠，那麼兩稅合一前，在股利重覆課稅之下，投資人應較偏好高股票股利型態的公司以獲得稅負上的好處。然而，兩稅合一前，仍有不少企業以現金支付股利，本研究認為，此類公司所吸引的投資人其稅負壓力較小，較不需要以股票股利來規避稅負；相反地，在兩稅合一前，亦有不少公司在有盈餘的情況下，採取零現金股利政策，本研究認為，此類公司所吸引的投資人，其稅負壓力最大，因此公司為其避稅的動機最為明顯；故本研究乃以兩稅合一前現金型態股利支付率的高低，做為該公司股東稅負壓力大小之分類標準。現金股利率愈高的公司，表示其股東之稅負壓力愈小，較不需要以股票股利來避稅；而現金股利率愈低的公司，表示其股東之稅負壓力愈大，股東較不偏好現金型態的股利以避免過高的稅負。

在假說二，本研究推論兩稅合一後，公司以現金型態支付股利會增加，而以股票型態支付股利會減少。當進一步考量了股東的稅負壓力後，先前公司為股東避稅而以股票型態支付股利的作法，在兩稅合一後，應會產生變化。本研究預期，原先採零現金股利的公司為股東規避稅負的動機最強，此類公司對兩稅合一制消除股利重覆課稅的反應理當最為顯著，因此這類公司兩稅合一後，以現金型態支付股利會增加而以股票型態支付股利會減少的現象會最明顯。為檢測此一推論，本研究將樣本依兩稅合一前公司平均現金股利支付率的高低分為三群，依次為零、低與高現金股利支付率，分別代表其股東稅負壓力的大小¹¹，依次為高、中、低；此外，考量到公司可能因為低獲利或虧損而不

¹¹ 由於本文以「兩稅合一前公司的平均現金股利支付率的大小」作為股東稅負壓力大小的代理變數，即兩稅合一前採零現金股利的公司其股東的稅負壓力最大，而在本研究中，採零現金股利的群組也正是股票股利支付率最高的群組。高額的股票股利與成長率有關，因此公司兩稅合一後股利的變化(由股票股利轉為現金股利)有可能代理到公司的成長率的轉變(由高成長轉為低成長)而非股東稅負壓力的改變(股東稅負壓力減少)。為了釐清本問題，有必要將各分群樣本的成長情況加以審視，本研究將各群組之銷售成長率及Tobin's Q在兩稅合一前、後的平均值加以計算，結果顯示，零現金股利支付率的群組，其成長率及Tobin's Q在兩稅合一前均不是最高；兩稅合一後，成長率及Tobin's Q在各組均呈現下跌狀態，且均以高現金股利支付率的群組下跌的幅度最大。因此，本研究應可避免“confounding factor”的問題。作者衷心感謝評審的建議。

願意發放股利，故在零現金股利支付率的公司中，若同時亦未支付股票股利者（共計 13 家），本研究將之排除，故分群後的總樣本數為 137 家公司。

表一 按兩稅合一前平均現金股利支付率之樣本分群

群組	股東稅負壓力	兩稅合一前平均現金股利支付率	兩稅合一前平均股票股利支付率	樣本數 ^a	觀察值 ^b
零現金股利支付率	高	0.000	0.603	60	240
低現金股利支付率	中	0.132	0.502	38	152
高現金股利支付率	低	0.480	0.327	39	156

說明：**a** 本研究總樣本為 150 家公司，但在分群探討股東稅負壓力相異之公司，兩稅合一後其股利政策的調整時，排除未發放任何股利的公司共 13 家，故分群時的討論樣本為 137 家公司。**b** 分群乃按兩稅合一前 4 年（即民國 83-86 年）之平均現金股利支付率高低來分類，故觀察值為樣本數之 4 倍。

表一為分群結果，其顯示，零、低、高現金股利支付率的公司，其平均股票股利支付率程度正好相反，由此可佐證支付零現金股利公司股東之租稅壓力高於支付高現金股利公司股東的推論，亦即現金股利支付率越高的公司，其股東所承受之租稅壓力越低，故以股票股利替代現金股利發放的動機越不明顯。根據上述分析提出以下假說：

假說三：股東稅負壓力愈大的的公司（兩稅合一前，採零現金股利的公司），兩稅合一後，其現金股利的增加愈明顯且其股票股利的減少亦愈明顯。

二、研究期間與樣本

本研究以民國 83 年至 90 年為研究期間，研究對象為台灣證券交易所之上市公司，資料來源為台灣經濟新報資料庫及各上市公司之公開說明書。由於保險業、金融業及票券業的性質較為特殊，財務結構與一般行業不同，故本研究將之排除。此外，研究期間內若有以下情況者亦予以排除：曾被列為全額交割股及財務艱困之公司或下市者、上櫃轉上市之公司、資料不全者。最後共取得總樣本 150 家公司。而在分群探討股東稅負壓力相異之公司，兩稅合一後其股利政策的調整時，排除未發放任何股利的公司共 13 家，故分群時的討論樣本為 137 家公司。

三、研究模型與變數之操作性定義

由於本研究的實證資料為 panel data 型態，因此使用具有控制個別公司特質效果之結合時間序列及橫斷面的迴歸模型 (pooled time-series & cross-sectional regression techniques) 較為合適。在使用結合時間序列及橫斷面的迴歸模型時，首先應決定模型中各自變數的係數是否隨著樣本公司或時間而變動，但這樣的模型太過複雜，且一般而言並不被廣泛地使用 (Mandilaras 和 Levine, 2001)，故本研究假設各係數為固定不變。接著則考慮模型中的截距項是否隨著樣本公司變動或是固定不變，截距變動的模型包含了固定效果 (fixed-effects model) 與隨機效果 (random-effects model) 模型，而不變動的則為一般 (common) 模型。本研究藉由檢定模型在截距固定及變動下的誤差平方和 (sum of squared residuals)，結果 p 值趨近於 0，因此，使用截距項變動的模型是較合適的。最後，本研究使用 Hausman 檢定做為判別的工具，結果 p 值均大於 0.1，意謂著截距項隨著樣本公司變動之隨機效果模型是較合適的。

經由以上的分析後，本研究選用的模型為截距項隨著樣本公司變動和係數固定下的隨機效果模型¹²。表示如下：

$$\begin{aligned} \text{div}_{it} = & \alpha_i + \beta_1 \text{dummy}_{it} + \beta_2 \text{debt}_{it} + \beta_3 \text{invest}_{it} + \beta_4 \text{insider}_{it} + \beta_5 \text{size}_{it} + \beta_6 \text{q}_{it} \\ & + \beta_7 \text{inddy}_{it} + \beta_8 \text{gnp}_{it} + \mu_{it} \end{aligned}$$

其中， i 代表公司別， t 為時間， μ_{it} 為誤差項。

變數之操作性定義如下：

(一)應變數

div(股利支付率)：分為

cash(現金股利支付率) = 每股現金股利 / 每股盈餘

stock(股票股利支付率) = 每股盈餘轉增資股票股利 / 每股盈餘

all(總股利支付率)

= (每股現金股利 + 每股盈餘轉增資股票股利) / 每股盈餘

(二)自變數

dummy(兩稅合一虛擬變數) = 兩稅合一實施前設為 0，之後設為 1

¹² 本文另外以「產業別」為單位的 Panel Data 來進行實證，結果發現改採以產業為單位的 Panel Data 來估計，並無法提高估計模型的效度，此可能是因為「公司別」較「產業別」能提供更多資訊，畢竟同一個產業內的公司股利政策上可能有很大的差異。

debt(負債) = 負債總額 / 資產總額

invest(投資) = 每年資本支出 / 資產總額

insider(內部人士持股比率)

= 年底董事、監察人、經理人及百分之五以上大股東持股數¹³
/ 年底流通在外股數

size(公司規模) = ln(資產總額)

q(成長(Tobin's Q))

= (年底普通股每股市價 × 年底普通股流通在外股數 + 長期負債
+ 流動負債 + 特別股 - 流動資產) / 資產總額¹⁴

inddy(產業平均股利收益率¹⁵) : 分爲

cashy(產業平均現金股利收益率)

= 過去三年各產業的平均現金股利收益率

stocky(產業平均股票股利收益率)

= 過去三年各產業的平均股票股利收益率

ally(產業平均總股利收益率) = 過去三年各產業的平均總股利收益率

gnp(實質國民生產毛額成長率)

= (當年度之實質國民生產毛額 - 前一年度之實質國民生產毛額)
/ 前一年度之實質國民生產毛額。

肆·實證結果與分析

一、敘述性統計分析

敘述性統計分析列於表二。該表顯示，研究期間內 (民國 83 年至 90 年) 樣

¹³ 依我國證券交易法規定，大股東之持股比率應以 10% 爲定義門檻，不過由於台灣之證券週轉率高，縱觀樣本中大股東持股比率超過 10% 的公司佔樣本總數一半不到，因此另參考 Berger、Ofek、Yermack (1997) 之定義，以持股比率在 5% 或以上的股東持股比率之和作爲大股東持股比率之定義。

¹⁴ 本研究參考 Chung 與 Pruitt (1994) 之定義，在此做爲企業成長之代理變數。

¹⁵ 此定義乃參考 Adedeji (1998) 之作法，本研究以此變數來控制產業效應，產業分類爲台灣證券交易所之分類，並以該產業所有公司之資料來計算產業平均，股利收益率 = 每股股利 / 年底普通股每股收盤價。本文另依評審委員之建議，改用經產業調整之股利收益率 (即各公司之股利收益率 - 該公司所處產業之平均股利收益率) 來計算，實證結果差異不大。

本公司平均的現金及股票股利支付率分別為 0.214 與 0.341，本文進一步進行現金及股票股利支付率之平均數相等的T檢定，結果T值為-4.870，達到 1%的顯著水準（限於篇幅，故未列表說明），表示在本研究期間內，公司較偏好發放股票股利¹⁶。各變數之Pearson相關係數，除了公司規模與負債及投資的相關係數分別為 0.388 及 0.312 外，其餘變數之相關係數均小於 0.3，屬於低度相關；本研究進一步以變異數膨脹係數¹⁷ (VIF) 進行共線性之診斷，結果VIF值均小於 2，因此，本研究應可忽略共線性的問題。

表二 敘述性統計值

變數	觀察值	平均數	最小值	最大值	標準差
現金股利支付率	1200	0.214	0.000	20.000	0.731
股票股利支付率	1200	0.341	0.000	7.143	0.534
總股利支付率	1200	0.555	0.000	20.000	0.864
負債	1200	37.571	4.950	85.120	14.151
投資	1200	0.226	0.000	0.738	0.151
內部人士持股比率	1200	24.808	0.390	77.850	14.302
公司規模	1200	15.994	13.369	19.576	1.052
成長 (Tobin's Q ^a)	1200	0.944	-0.278	21.828	1.2296
產業平均現金股利收益率	1200	0.010	0.000	0.042	0.008
產業平均股票股利收益率	1200	0.035	0.004	0.146	0.030
產業平均總股利收益率	1200	0.045	0.007	0.155	0.032
實質國民生產毛額成長率	1200	4.990	-1.640	6.790	2.608

說明：a 由於 Tobin's Q 的計算困難，實證上均以代理變數替代，本研究採用 Chung 與 Pruitt (1994) 之定義來計算，結果在 1200 筆資料中有 22 筆的值為負，主要原因係年底普通股收盤價很低所造成，為了避免實證結果受到質疑，本研究另外將此 22 筆資料予以刪除，重新進行分析，所得結果類似，因此仍列出以完整 1200 筆資料的實證結果。

¹⁶ 股票股利支付率的最大值為 7.143，現金股利支付率之最大值為 20.000，在排除異常值時，一般是以消除最高最低某一個百分比的觀察值，由於本研究中有以發放零現金股利的公司為一個群組來探討兩稅合一對股利政策之影響，因此無法排除最低值部分的觀察點，在檢視現金及股票股利支付率最大六筆觀察值後，發現次高的現金及股票股利支付率已不大，故不為異常值。因此，本文乃將最大之現金及股票股利支付率刪除後進行分析，樣本公司平均的現金及股票股利支付率分別為 0.197 與 0.335，兩者之平均數差異達 1%之顯著水準 (T值為 7.093)，顯示公司明顯偏好發放股票股利。在排除現金及股票股利支付率最大值後，本文迴歸分析的實證結果與未排除前相當一致，故本文仍以未排除的實證結果為主。作者感謝評審委員之建議。

¹⁷ $VIF=1/(1-X)$ ，X 為某一個自變項被其他自變項當做依變項來預測時，該自變項可以被解釋的比例，故VIF等於 1 時，是最理想的情況。

二、全體樣本的實證結果

本研究在以結合時間序列及橫斷面的迴歸技巧進行實證前，均先以 Hausman test 檢定該採固定效果模型或是隨機效果模型，首先將全體樣本（150 家公司共 1200 筆觀察值）的實證結果列示於表三。

表三 迴歸結果—全體樣本

	應變數： 現金股利支付率 (第一欄)	應變數： 股票股利支付率 (第二欄)	應變數： 總股利支付率 (第三欄)
自變數 (符號)	係數(t 值)	係數(t 值)	係數(t 值)
兩稅合一虛擬變數 (dummy)	0.131 (2.49)**	-0.180 (-5.09)***	-0.099 (-1.674)*
負債 (debt)	-0.007 (-4.06)***	-0.006 (-4.59)***	-0.013 (-6.451)***
投資 (invest)	-0.427 (-2.52)**	0.033 (0.26)	-0.342 (-1.707)*
內部人士持股比率 (insider)	0.003 (1.94)*	-0.000 ^a (-0.23)	0.003 (1.968)**
公司規模 (size)	0.077 (3.01)***	0.090 (4.61)***	0.174 (5.685)***
成長 (Tobin's Q) (q)	0.007 (0.40)	0.026 (1.99)**	0.031 (1.468)
產業平均現金 (股票;總)股利收益率 (cashy; stocky; ally)	8.647 (2.75)***	2.089 (3.51)***	1.311 (1.494)
實質國民生產毛額成長率 (gnp)	-0.021 (-2.32)**	0.007 (1.15)	-0.018 (-1.737)*
Adj - R ²	0.125	0.213	0.146
觀察值	1200	1200	1200
Hausman test ^b			
Chi-square (8 d.f.)=	8.204	12.370	8.978
p-value=	0.413	0.135	0.344

說明：a 因本表係數部分取至小數點後第三位，致使該係數為 0。b Hausman test 虛無假設為隨機效果模型，對立假設為固定效果模型，由於 p-value 大於 0.1，故本研究採用隨機效果模型。c *表 P 值<0.1 **表 P 值<0.05 ***表 P 值<0.01。d 截距項及個別公司 Random-effects 的部分，本表並未列出。

表三第一欄列出了現金股利支付率的實證結果：兩稅合一虛擬變數顯著為正（達到 5%的顯著水準），表示兩稅合一後公司現金股利支付率顯著增加，此與盧育仕（2000）、黃智群（2002）、汪瑞芝和陳明進（2004）的實證結果一致；表三第二欄則為股票股利支付率的實證結果：兩稅合一虛擬變數顯著為負（達到 1%的顯著水準），表示兩稅合一後公司股票股利支付率顯著減少，與盧育仕（2000）、黃智群（2002）、汪瑞芝和陳明進（2004）的實證結果一致。以上之結果，支持本研究假說二：兩稅合一後，公司以現金型態支付之股利會增加

且以股票型態支付之股利會減少。表三第三欄則為總股利支付率的實證結果：兩稅合一後，公司以現金型態支付股利增加而以股票型態支付股利則是減少，而總股利支付率因為現金股利支付率上升且股票股利支付率下降彼此消長，加上股票股利支付率下降的影響較大，最後使得兩稅合一虛擬變數係數為負（達到 10% 的顯著水準），因此假說一：兩稅合一後，公司股利支付率會增加，在考量了股利之支付型態後，因現金及股票股利支付率受兩稅合一的影響方向相反，而未獲得實證支持，此結果表示兩稅合一對不同型態的股利影響不同而有抵銷效果，最好能分開探討。

控制變數的實證結果：(1)負債對現金及股票股利均呈現顯著的負向影響，與 Koch 和 Shenoy (1999)、陳妙玲，葉秀鳳 (2002) 之發現一致，顯示負債與股利在解決代理問題上互為替代關係。(2)投資與現金股利支付率呈顯著的反向關係，表示投資與現金股利的支付存在競用資金的現象，與 Myers and Majluf (1984) 的融資順位觀點相符外，亦支持了 Baskin (1989) 和 Allen (1993) 之研究結果。(3)內部人士持股比率與現金股利支付率呈顯著的正向關係，與 Rozeff (1982)，Crutchley et. al. (1999) 等之結果不一致，可能的原因在於，若公司已使用負債來降低代理問題時，則較不需要用股利之發放來做為解決代理問題的機制；另一個可能的解釋是，公司有利用股利發放向外部人傳遞有利訊號，以增加內部人財富的可能。(4)公司規模對現金及股票股利支付率為正向顯著之影響，即公司規模越大所發放的股利亦越高，與 Crutchley 與 Hansen (1989)、Adedeji (1998)、盧育仕 (2000) 及陳妙玲，葉秀鳳 (2002) 等之發現一致。(5)Tobin's Q 與股票股利支付率呈顯著的正向關係，表示當公司未來成長展望佳時，可能會以股票的型態來發放股利以保留現金供成長所需。(6)產業平均現金 (股票) 股利收益率與股利支付率呈正向關係之發現，與 Adedeji (1998) 之結果一致，顯示公司發放股利時深受同業影響，此結果支持了股利政策具有產業效應的觀點。(7)實質國民生產毛額成長率與現金股利支付率呈顯著的反向關係，表示當總體經濟好時，公司可能將資金用於投資或採用較為積極的成長策略，因此相對地，在現金股利的支付上反而較低；而在股票股利支付率上，實質國民生產毛額成長率變數為正，顯示在總體經濟情況好時，公司因保留現金故可能以股票股利代替現金股金之發放，但未達 10% 的顯著水準。

三、按股東稅負壓力分群後的實證結果

(一)兩稅合一前後股利支付率的變化

本研究為探討股東稅負壓力不同的公司，對於兩稅合一，其股利政策的調整是否有所差異，乃將樣本按兩稅合一前之平均現金股利支付率加以分群，結果列示於表四。

表四 兩稅合一前後股利支付率的變化

群組	觀察值	股利支付率	兩稅合一	平均數	平均數差	平均數差異百分比	標準差	T 值
零現金股利 (高稅負壓力)	240	現金	前	0.000	0.089	∞	0.000	5.211***
			後	0.089			0.267	
	240	股票	前	0.603	-0.392	-65.0%	0.582	-7.971***
			後	0.211			0.492	
	240	總	前	0.603	-0.303	-50.2%	0.311	-5.345***
			後	0.300			0.354	
低現金股利 (中稅負壓力)	152	現金	前	0.132	0.302	+228.8%	0.203	2.242**
			後	0.434			1.646	
	152	股票	前	0.502	-0.199	-39.6%	0.406	-3.389***
			後	0.303			0.596	
	152	總	前	0.634	0.103	16.2%	0.254	0.699
			後	0.737			0.881	
高現金股利 (低稅負壓力)	156	現金	前	0.480	-0.012	-2.5%	0.477	-0.1548
			後	0.468			0.895	
	156	股票	前	0.327	-0.089	-27.2%	0.377	-1.495
			後	0.238			0.647	
	156	總	前	0.807	-0.101	-12.5%	0.283	-1.061
			後	0.706			0.584	

說明：*表 P 值<0.1 **表 P 值<0.05 ***表 P 值<0.01。

由表四顯示，各群組平均數差異以雙尾 T 檢定驗證，不論在現金或股票股利支付率上，零現金股利群組的變化幅度皆最大。兩稅合一前採零現金股利支付率的公司，在兩稅合一後，其平均現金股利率明顯增加至 0.089，差異達 1%的顯著水準，而平均股票股利支付率也從原本的 0.603 降至 0.211，差異亦達 1%的顯著水準，至於總股利支付率在兩稅合一後則是顯著減少，原因可能

是兩稅合一後現金股利增加的程度小於股票股利下降的程度；兩稅合一後，採低現金股利支付率的公司，其現金股利率亦為增加，差異達 5%之顯著水準，相反地，股票股利支率則下降，差異達 1%的顯著水準，總股利支付率在兩稅合一後則是增加，但未達 10%的顯著水準，顯示現金與股票股利有相互抵銷的現象；而兩稅合一前採高現金股利支付率的公司，其現金及股票股利支付率皆有下降之情況，但未達 10%的顯著水準，而總股利支付率在兩稅合一後則是減少，但未達 10%的顯著水準。此外，本研究亦作無母數之檢定，結果與 T 檢定相同。上述實證結果表示股東稅負壓力不同的公司，其股利政策對兩稅合一的反應有所差異，雖然全體樣本的實證結果均為顯著，但經分群後卻發現原先不同現金股利支付率的公司，其股利政策的調整並不一致。

本研究進一步以單因子變異數分析檢定三個群組兩稅合一前後股利支付率變化之平均數是否相同，結果列於表五。在現金股利支付率方面，F值達 5%的顯著水準，表示兩稅合一前後，在現金股利支付率的改變上，三個群組不完全相同，即兩稅合一後，股東稅負壓力不同的公司，其現金股利支付率的改變不同；在股票股利支付率方面，F值達 1%的顯著水準，表示兩稅合一後，在股票股利支付率的改變上，三個群組不完全相同，即兩稅合一後，股東稅負壓力相異的公司，其股票股利支付率的調整並不一致；在總股利支付率方面，F值達 5%的顯著水準，表示兩稅合一前後，在總股利支付率的改變上，三個群組不完全相同，即兩稅合一後，股東稅負壓力不同的公司，其總股利支付率的改變亦不同。本研究進一步將分群樣本依其產業別歸類¹⁸，因在各分群下大致函蓋了不同的產業，故可排除現金股利支付率的高低是因為產業因素所造成的疑慮。

表五 單因子變異數分析

		平方和	自由度	均方	F
現金股利支付率	組間	2.000	2	1.000	3.426**
	組內	39.124	134	0.292	
	全體	41.125	136		
股票股利支付率	組間	2.348	2	1.174	7.702***
	組內	20.428	134	0.152	
	全體	22.776	136		
總股利支付率	組間	3.887	2	1.943	4.671**
	組內	55.756	134		
	全體	59.643	136		

說明：**表 P 值<0.05 ***表 P 值<0.01。

¹⁸ 限於篇幅未將表列出。

(二)兩稅合一對公司股利政策之影響

表六為將樣本分群後，現金、股票及總股利支付率的實證結果。

表六 迴歸結果—分群樣本

組別 ^a	第一欄：現金股利支付率			第二欄：股票股利支付率			第三欄：總股利支付率		
	零	低	高	零	低	高	零	低	高
自變數 ^b	係數 ^c	係數	係數	係數	係數	係數	係數	係數	係數
dummy	0.096 (4.45)***	0.139 (0.81)	0.108 (0.99)	-0.313 (5.18)***	-0.216 (3.26)***	-0.041 (0.58)	-0.219 (3.45)***	-0.113 (0.65)	-0.015 (0.12)
debt	-0.002 (3.13)***	-0.001 (0.29)	-0.006 (1.73)*	-0.008 (3.65)***	-0.008 (3.19)***	-0.000 (0.13)	-0.010 (4.70)***	-0.011 (1.62)	-0.007 (1.58)
invest	-0.140 (1.66)*	-0.685 (1.29)	-0.621 (1.70)*	-0.110 (0.52)	-0.207 (1.00)	0.491 (1.64)	-0.256 (1.15)	-0.949 (1.66)*	0.092 (0.205)
insider	0.000 ^e (0.71)	-0.000 ^e (0.17)	0.005 (1.73)*	0.002 (1.02)	-0.005 (2.76)***	0.003 (1.27)	0.003 (1.34)	-0.007 (1.33)	0.010 (2.47)**
size	0.031 (2.42)**	0.053 (0.67)	0.027 (0.55)	0.113 (3.48)***	0.122 (3.94)***	0.030 (0.66)	0.149 (4.33)***	0.181 (2.11)**	0.062 (0.95)
q	-0.002 (0.29)	-0.070 (0.67)	-0.008 (0.37)	0.029 (1.09)	0.162 (3.85)***	0.026 (1.42)	0.029 (1.04)	0.081 (0.73)	0.018 (0.63)
cashy, stocky, ally	1.090 (0.66)	3.578 (0.39)	10.493 (1.78)*	1.526 (1.63)	0.993 (1.16)	2.327 (1.42)	1.108 (1.22)	-0.200 (0.08)	1.503 (0.65)
gnp	-0.004 (1.29)	-0.080 (2.67)***	-0.003 (0.20)	0.007 (0.71)	-0.005 (0.44)	0.022 (1.74)*	0.002 (0.268)	-0.087 (2.82)***	0.014 (0.70)
Adj- R ²	0.238	0.08	0.064	0.200	0.176	0.183	0.157	0.068	0.078
觀察值	480	304	312	480	304	312	480	304	312
Hausman test ^d	8.288 (0.405)	10.558 (0.227)	7.527 (0.480)	8.288 (0.405)	7.321 (0.502)	3.811 (0.873)	8.261 (0.408)	11.274 (0.186)	6.778 (0.560)

說明：**a** 零：零現金股利群組；低：低現金股利群組；高：高現金股利群組。**b dummy**：兩稅合一虛擬變數；debt：負債；invest：投資；insider：內部人士持股比率；size：公司規模；q：成長(Tobin's Q)；cashy, stocky 及 ally：產業平均現金，股票及總股利收益率；gnp：實質國民生產毛額成長率。**c** 迴歸係數括號內之數值為 t 值的絕對值。**d** Hausman test 虛無假設為隨機效果模型，對立假設為固定效果模型，該列數值為檢定統計量 Chi-square((8 d.f.) 的值，括號內之數值為 p-value，由於 p-value 大於 0.1，故本研究採用隨機效果模型。**e** 因本表係數部分取至小數點後第三位，致使該係數為 0。**f *** 表 P 值<0.1 **表 P 值<0.05 ***表 P 值<0.01。**g** 截距項及個別公司 Random-effects 的部分，本表並未列出。

1.現金與股票股利支付率

表六第一欄為將樣本分群後現金股利支付率的實證結果。兩稅合一前採零現金股利支付率的公司，兩稅合一虛擬變數的係數為 0.096 且達 1%的顯著水準；兩稅合一前採低現金股利支付率的公司，兩稅合一虛擬變數的係數為 0.139，但未達 10%的顯著水準，表示現金股利支付率仍為增加，但不若零現金股利支付率的公司明顯；同樣的，兩稅合一前採高現金股利支付率的公司，兩稅合一虛擬變數未達 10%的顯著水準。

表六第二欄為將樣本分群後，股票股利支付率的實證結果。就兩稅合一前採零現金股利支付率的公司而言，兩稅合一虛擬變數的係數為-0.313 且達 1%的顯著水準，表示兩稅合一後明顯減少了股票股利之發放；就採低現金股利的公司而言，兩稅合一虛擬變數之係數為-0.216 且達 1%的顯著水準。以上兩群組的公司，在股利稅負壓力減輕的同時，其現金股利支付率增加，而股票股利支付率則有明顯減少的情形，所以這兩組公司以現金股利取代股票股利的替代效果是存在的。至於兩稅合一前採高現金股利的公司，兩稅合一虛擬變數為負但未達 10%的顯著水準，原因可能是這群公司的股東稅負壓力本來就最小，所以對於兩稅合一的調整自然不那麼明顯。以上結果可支持假說三：股東稅負壓力愈大的公司（兩稅合一前，採零現金股利的公司），兩稅合一後，其現金股利的增加愈明顯且其股票股利的減少亦愈明顯。

2.總股利支付率

表六第三欄為將樣本分群後總股利支付率的實證結果。兩稅合一前採零現金股利支付率的公司，兩稅合一虛擬變數的係數為-0.219 且達 1%的顯著水準，此結果並未支持假說一：兩稅合一後，股利支付率會增加。原因可能係因兩稅合一後，股票股利支付率減少的程度，大於現金股利支付率增加的程度，故兩稅合一後總股利支付率反而降低。

兩稅合一前採低現金股利支付率的公司，兩稅合一虛擬變數之係數為 -0.113，但未達 10%的顯著水準，此一結果並未支持假說一：兩稅合一後，股利支付率會增加。可能是兩稅合一後其現金股利支付率增加而股票股利支付率顯著減少，二者的抵銷關係，而使得總股利支付率在兩稅合一後不顯著；同樣的，兩稅合一前採高現金股利支付率的公司，兩稅合一虛擬變數為-0.015，亦未達 10%的顯著水準，不過，此群組的公司，兩稅合一後其股利政策之調整，不論在現金或股票股利支付率均是不顯著的。

3. 總結

原先採零現金股利支付率的公司，兩稅合一後，其股利政策之調整最明顯，表示股東稅負壓力最大的公司，在兩稅合一後股利稅負壓力減少的情況下，公司為股東規避稅負的動機減小，反應在股利政策的調整上最為明顯。表四單變量分析的結果與表六多變量分析結果相當一致，由表四可知，原先採零現金股利支付率的公司，兩稅合一後，其股利政策之調整最明顯，而原先採高現金股利支付率的公司，兩稅合一後，其股利政策之調整最不明顯，而由表六亦可得到類似的結果。故本文假說三：股東稅負壓力愈大的公司（兩稅合一前，採零現金股利的公司），兩稅合一後，其現金股利的增加愈明顯且其股票股利的減少亦愈明顯，可獲實證支持。

四、敏感性檢定

證期會曾二度發函上市公司，宜儘量採行平衡股利政策¹⁹，而證期會並進一步自民國 88 年起，以勸導方式，鼓勵上市、上櫃公司，尤其是自有資本已在 50% 以上者，在制定股利政策時，宜採取現金股利與股票股利各半方式，以健全其財務結構、穩定股市並因應經濟景氣變化的影響²⁰。

由於平衡股利政策的宣導，乃特別針對自有資本比率已超過 50% 的公司，在制定股利政策時能朝平衡的方向發展，故本研究進一步按公司自有資本比率將樣本區分為自有資本比率超過 50% 者及低於 50% 者²¹，來進行敏感性分析。自有資本比率的計算是以民國 83 年至 87 年共 5 年的平均為標準，在 137 家公司中，自有比率高於 50% 者有 121 家（約 88%），低於 50% 者有 16 家（約 12%），顯示樣本公司自有資本比率大都超過 50%。

在政府提倡平衡股利的政策下，本文預期原先採取高現金股利的公司，可能會增加股票股利而減少現金股利之發放，使其股利的支付趨於平衡，而原來採取零現金股利支付群組的公司，其現金股利支付率在平衡股利政策後預期應會增加而股票股利支付率則會有下降的現象。若公司真如政策宣導而採平衡股利政策，那麼現金股利與股票股利的比值應會接近 1，本研究進一步計算民國 87 年至 90 年各年現金股利支付率與股票股利支付率的比值，結果列於表七。

¹⁹ 財政部最早於民國 62 年元月 16 日以證管 62 發字第四六五號函請各上市發行公司，宜儘量採行平衡股利政策；民國 78 年 3 月 24 日再次以台財證（一）字第 00561 號財政部各公開發行公司宜採行平衡股利政策。

²⁰ 「證期會將勸導企業股利政策現金股票各半」，見：實用財經資訊旬刊，87 年 6 月 25 日，頁 20。

²¹ 作者感謝評審委員之建議。

表七 平衡股利政策宣導前後之
(平均現金股利支付率/平均股票股利支付率) 比^a

Panel A：自有資本比率 ^b 大於 50% (121 家)				
年度	全體樣本 (121 家)	分群樣本： 零現金股利 (51 家)	分群樣本： 低現金股利 (34 家)	分群樣本： 高現金股利 (36 家)
87	0.54	0.11 (0.055/0.480)	1.01 (0.312/0.310)	1.01 (0.324/0.320)
88	0.83	0.42 (0.092/0.223)	0.72 (0.233/0.322)	1.18 (0.557/0.472)
89	1.51	0.68 (0.090/0.133)	0.88 (0.270/0.306)	4.34 (0.516/0.119)
90	2.06	1.16 (0.109/0.094)	1.09 (0.355/0.327)	7.05 (0.528/0.075)
Panel B：自有資本比率小於 50% (16 家)				
年度	全體樣本 (16 家)	分群樣本： 零現金股利 (9 家)	分群樣本： 低現金股利 (4 家)	分群樣本： 高現金股利 (3 家)
87	0.42	c (0/0.172)	0.88 (0.230/0.262)	0.60 (0.191/0.317)
88	0.69	0.67 (0.093/0.138)	0.23 (0.098/0.426)	4.26 (0.323/0.075)
89	5.16	2.69 (0.118/0.044)	9.61 (0.738/0.076)	3.19 (0.218/0.063)
90	104.52	d (0/0)	d (5.4518/0)	6.39 (0.473/0.074)

說明：a 計算公式=各年該組公司之平均現金股利支付率/各年該組之平均股票股利支付率，目的在於初步審視公司是否有採取平衡股利政策的傾向。b 自有資本比率是以本研究期間內，平衡股利政策宣導前，即民國 83 年到 87 年共 5 年各家公司的自有資本比率平均值來分類。c 該組在 87 年的現金股利支付率平均為 0，即分子為 0。d 該組在 90 年的股票股利支付率平均為 0，即分母為 0。

該表顯示，自有資本比率大於 50%，且為零現金股利支付群組的公司，其現金股利支付率在平衡股利政策後增加，而股票股利支付率則有下降的現象（前者由 87 年的 0.055 上升至 90 年的 0.109，而後者則由 87 年的 0.480 下降至 90 年的 0.094），然而，兩稅合一的影響，也會使得現金股利支付率上升而股票股利支付率下降；而高現金股利支付群組的公司，在平衡股利政策後，其應該會增加股票股利支付率而減少現金股利支付率，以維持一個平衡的水準，不過，由表七可知，其現金股利支付率在平衡股利政策後反而增加，而股票股利支付率則反而有下降的現象，在民國 90 年，平均現金股利支付率與平均股票股利支付率之比值，甚至高達 7 倍之多，所以其顯示沒有維持一個平衡的股利政策，而可能是受到兩稅合一之影響。綜合而言，由各年現金股利支付率與股票股利支付率的比值來看，並沒有一個明顯的結果顯示公司是以現金與股票股利各半的平衡方式來發放股利，是以，該政策對本文之實證結果應未產生太多干擾。

伍·結論

本研究探討兩稅合一後公司股利政策之變化。總樣本的實證結果顯示，兩稅合一後公司現金股利支付率明顯上升而股票股利支付率則顯著減少，此結果顯示稅制確實會影響企業股利政策的制定，且對不同型態的股利有不同的影響。

本研究進一步將樣本依兩稅合一前的股東稅負壓力分群，研究結果發現，原先股東稅負壓力最大的公司，對兩稅合一取消股利重覆課稅使股東稅負壓力減少的反應最大，此類公司兩稅合一後，現金股利支付率增加且股票股利支付率下降的情況最為顯著；相對的，原先股東稅負壓力最小的公司，兩稅合一後，其股利政策的調整並不明顯。因此本研究的實證結果支持了以稅為基礎的股利行為模型，即不同稅負壓力的股東偏好不同型態的股利，在考量不同股東稅負壓力之企業，兩稅合一後其股利政策的調整亦呈現不同的反應，此結果顯示公司在制定股利政策時，會考量其股東的稅負壓力。

至於平衡股利的政策宣導，本研究發現公司支付股利的型態，並未依循平衡的方向制定，因此，此一政策之宣導應不致對本研究的結果有所衝擊。

參考文獻

- 王元章，「內部人持股、風險、股利、負債、投資與公司價值」，*證券市場發展季刊*，第 13 卷第 3 期，2001 年，頁 29-69。
- 王雪花，「股票股利與股價關聯性之研究」，台灣大學會計學研究所碩士論文，1994 年。
- 尤彥卿，「股票股利宣告效果及其資訊內涵之研究」，政治大學企業管理研究所碩士論文，1996 年。
- 古青翔，「台灣上市公司投資決策與內部現金流量之關係研究」，銘傳大學金融研究所碩士論文，2000 年。
- 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。
- 李存修，「股票股利及現金增資之除權與股價行為：理論與實證」，*台大管理論叢*，第 2 期，1991 年，頁 1-40。
- 沈明鑑，「集團企業與非集團企業股利政策之研究—以台灣地區上市公司為例」，大葉工學院事業經營研究所碩士論文，1996 年。
- 許明雄，「企業生命週期特性與股利政策關聯性之探討」，政治大學會計學系碩士論文，2001 年。

- 許崇源、俞洪昭、戚務君及洪盈斌，「兩稅合一制度對於公司屬性與股票報酬關聯性之影響」，*會計評論*，第 32 期，2000 年，頁 81-101。
- 馬孝璿，「兩稅合一制對我國集團企業股利政策之衝擊」，*財稅研究*，第 31 卷第 6 期，1999 年，頁 134-158。
- 陳欣伶，「台灣股利發放形式之價格效果與影響因素」，國立中正大學企業管理研究所碩士論文，2003 年。
- 陳妙玲、葉秀鳳，「兩稅合一對於高科技產業股利政策之影響」，*財稅研究*，第 34 卷第 2 期，2002 年，頁 58-68。
- 陳憲民，「台灣上市公司股利政策趨勢與公司特性之研究」，銘傳大學國際企業管理研究所碩士論文，2002 年。
- 梁素梅，「未分配盈餘課稅之股權評價效果」，中山大學財務管理研究所碩士論文，2003 年。
- 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」，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證研究」，*管理評論*，第 20 卷第 2 期，2001 年，頁 55-86。
- 劉玉珍，「以投資權益為核心探討健全股利政策之規範與執行方式」，財團法人證券暨期貨發展基金會專題報告，1999 年。
- 劉志勇，「台灣股票上市公司無償配股動機之現場實地研究」，國立成功大學會計學研究所碩士論文，1994 年。
- 蔡秀玫，「股票股利對交易量影響之研究」，台灣大學會計學研究所碩士論文，1994 年。
- 盧育仕，「兩稅合一對我國上市公司股利政策影響之實證研究」，逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文，2000 年。
- 謝銘智，「股利政策與公司特性之關聯性」，政治大學會計學研究所碩士論文 1998 年。
- 謝劍平，「財務管理—新觀念與本土化」，台北：智勝文化事業有限公司，1999 年。
- 闕河士、黃旭輝，「成長機會與股票股利關係之實證研究—代理問題觀點」，*管理與資訊學報*，第 2 期，1997 年，頁 133-148。
- 蘇泰弘，「國內上市公司發放股票股利的動機」，政治大學財務管理學系碩士論文，2000 年。
- Adedeji, A., "Does the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratios of Firms in the UK?", *Journal of Business Finance and Accounting*, (25), 1998, pp. 1127-1155.
- Allen, D. E., "The Pecking Order Hypothesis: Australian Evidence", *Applied Financial Economics*, (3), 1993, pp. 101-112.
- Alli, K. L, A. Q. Khan, and G. G. Ramirez, "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis", *Financial Review*, (28), 1993, pp. 523-546.

- Baskin, J., "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", *Financial Management*, (18), 1989, pp. 26-34
- Baker, H. K., E. T. Veit, and G. E. Powell, "Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms", *The Financial Review*, (38), 2001, pp. 19-38.
- Berger, P. G., E. Ofek, and D. L. Yermack, "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions", *Journal of Finance*, (52), 1997, pp. 1411-1438.
- Bhattacharya, S., "Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy", *Bell Journal of Economics and Management Science*, (10), 1979, pp. 259-270.
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt, "A Simple Approximation of Tobin's q", *Financial Management*, (23), 1994, pp. 70-74.
- Crutchley, C. E. and R. S. Hansen, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends", *Financial Management*, (18), 1989, pp. 36-46.
- Crutchley, C. E., M. R. H. Jensen, J. S. Jahera, Jr., J. E. Raymond, "Agency Problems and the Simultaneity of Financial Decision Making the Role of Institutional Ownership", *International Review of Financial Analysis*, (8), 1999, pp. 177-197.
- Elton, E. J. and M. J. Gruber, "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect", *Review of Economics and Statistics*, (52), 1970, pp. 68-74.
- Farrar, D. and L. Selwyn, "Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors", *National Taxes Journal*, (20), 1967, pp. 444-454.
- Friend, I. and L. H. P. Lang, "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, (43), 1988, pp. 271-282.
- Gourevitch, H. G., "Corporate Tax Integration: the European Experience", *Tax Lawyer*, (31), 1977, pp. 65-112.
- Hsiao, C., "Analysis of Panel Data", Cambridge University Press, 1986, pp. 1-5.
- Jensen, G. R., D. P. Solberg, and T. S. Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (27), 1992, pp. 247-263.
- Koch, P. D. and C. Shenoy, "The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies", *Financial Management*, (28), 1999, pp. 16-35.
- Lakonishok, J. and B. Lev, "Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who and When", *Journal of Finance*, (42), 1987, pp. 913-932.
- Lewellen, W. G., K. L. Stanley, R. C. Lease, and G. G. Schlarbaum, "Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon", *Journal of Finance*, (33), 1978, pp. 1385-1399.
- Lintner, J., "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *American Economic Review*, (46), 1956, pp. 97-113.
- Mandilaras, A. and P. Levine, "Public Debt and Inflation: The Role of Inflation-sensitive Instruments", *The Manchester School Supplement*, 2001, pp. 1-21.

- Michel, A., "Industry Influence on Dividend Policy", *Financial Management*, 8(3), 1979, pp. 22-26.
- Myers, S. C. and N. Majluf, "Stock Issues and Investment Policy When Firms Have Information That Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, (13), 1984, pp. 187-221.
- Miller, M. H. and M. S. Scholes, "Dividends and Taxes", *Journal of Financial Economics*, (6), 1978, pp. 333-364.
- Miller, M. H. and M. S. Scholes, "Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence", *Journal of Political Economy*, (90), 1982, pp. 1118-1141.
- Miller, M. and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, (34), 1961, pp. 411-433.
- Pettit, R.R., "Taxes, Transactions Costs and the Clientele Effect of Dividends", *Journal of Financial Economics*, (5), 1977, pp. 419-436.
- Poterba, J. M. and L. H. Summers, "New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends", *Journal of Finance*, (39), 1984, pp. 1397-1415.
- Rozeff, M. S., "Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, (5), 1982, pp. 249-259.
- Smith, C. W. and R. L. Watts, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics*, (32), 1992, pp. 263-292.

The Impact of the Dividend Imputation Tax System on Dividend Policy

— View of Tax Pressure of Shareholders

JUNG-HUA HUNG, TZU-YUN TSENG, SHENG-CHIEH LIN*

ABSTRACT

The main goal of this paper is to investigate firms in which shareholders suffer different tax pressures to see if they will react differently to the implementation of the dividend imputation tax system. The study period spans an eight- year period: 4 years before and 4 years after the dividend imputation tax system. A total of 150 listed firms are selected for our sample. We use pooled time-series & cross-sectional regression techniques to analyze our dividend model because our data set is panel. After conducting the Hausman tests, we employ the random-effects models. First, we analyze total sample and find that the cash dividend payout ratios significantly increase after the dividend imputation tax system. On the contrary, the stock dividend payout ratios significantly decrease after the dividend imputation tax system. Secondly, excluding 13 firms which do not pay any dividends during our study period, we separate the remaining 137 firms into three groups based on their average cash dividend payout ratios before the dividend imputation tax system, which is as a proxy for their shareholders' tax pressure. The results show that firms in which shareholders suffer more tax pressure significantly adjust their dividend policy with the implementation of the dividend imputation tax system. This implies that firms take their shareholders' tax pressures into consideration when setting their dividend policy.

Keywords: dividend imputation tax system, dividend policy

* Jung-Hua HUNG, Associate Professor, Department of Business Administration, National Central University. Tzu-Yun TSENG, Lecturer, Department of Finance, Ta Hwa Institute of Technology & Doctoral Candidate, Department of Business Administration, National Central University. Sheng-Chieh LIN, MBA, National Central University.