

會計與公司治理

發行人 李滿春
發行所 財團法人逢甲會計教育基金會
地址 台中市 40724 西屯區文華路 100 號逢甲大學會計學系
總編輯 黃娟娟(逢甲大學)
執行編輯 陳光政(逢甲大學)
編輯委員 王漢民(逢甲大學) 王光華(逢甲大學)
江向才(逢甲大學) 吳清在(亞洲大學)
吳壽山(台灣師範大學) 李元棟(逢甲大學)
沈維民(台中科技大學) 林世銘(臺灣大學)
林有志(雲林科技大學) 林廷機(逢甲大學)
林宜勉(中興大學) 林維珩(台北商業大學)
林嬋娟(臺灣大學) 林嬌能(逢甲大學)
施念恕(逢甲大學) 柯承恩(臺灣大學)
馬嘉應(東吳大學) 張森河(逢甲大學)
張瑞當(中興大學) 許崇源(政治大學)
陳育成(中興大學) 陳貴端(逢甲大學)
黃瓊慧(台北大學) 詹乾隆(東吳大學)
盧鈺欣(逢甲大學) 蕭子誼(逢甲大學)
賴志仁(美國華盛頓州立大學) 薛富井(台北大學)
(按姓氏筆劃排序)

編輯行政 陳鵬年、蔡宜庭
工本費 新臺幣貳佰元整
帳戶名 財團法人逢甲會計教育基金會
郵政劃撥 21922525
電話 (04)2451-7250 轉 4207
傳真 (04)2451-6885
出版日期 2019 年 12 月

本刊圖文非經同意不得轉載

Journal of Accounting and Corporate Governance

Publisher: Man-Chun Li (Feng Chia Accounting Education Foundation)

Editor: Chuan-Chuan Huang (Feng Chia University)

Executive Editor: Guang-Zheng Chen (Feng Chia University)

Editorial Board: Han-Min Wang(Feng Chia University)
Kuang-Hua Wang(Feng Chia University)
Hsiang-Tsai Chiang(Feng Chia University)
Tsing-Zai Wu(Asia University)
Sou-Shan Wu(National Taiwan Normal University)
Yuan-Tong Lee(Feng Chia University)
William Wei-Min Sheng(National Taichung University of Science and Technology)
Su-Ming Lin(National Taiwan University)
Yu-Chih Lin(National Yunlin University of Science & Technology)
Tin-Gji Lin(Feng Chia University)
Yi-Mien Lin(National Chung Hsing University)
Wei-Heng Lin(National Taipei University of Bussiness)
Chan-Jane Lin(National Taiwan University)
Jiao-Neng Lin(Feng Chia University)
Nien-Su Shih(Feng Chia University)
Chen-En Ko(National Taiwan University)
Chia-Ying Ma(Soochow University)
Shen-Ho Chang(Feng Chia University)
Ruey-Dang Chang(National Chung Hsing University)
Chung-Yuan Hsu(National Chengchi University)
Yu-Cheng Chen(National Chung Hsing University)
Kuei-Tuan Chen(Feng Chia University)
Chunghuey Huang(National Taipei University)
Chyan-Long Jan(Soochow University)
Yu-Hsin Lu(Feng Chia University)
Tzy-Yih Hsiao(Feng Chia University)
Gene C. Lai(Washington State University)
Fujjing N. Shiue(National Taipei University)

會計與公司治理

目 錄

第十四卷 第二期

2019 年 12 月

企業生命週期與實質盈餘管理的關聯性	程心瑤 林億欣	李馨蘋	1
租稅改革對公司股利發放政策之影響	林嬌能	何秉彥	29
企業社會責任與企業價值之相互關聯性： 兼論無形資產的影響	蔡秉庭	王茂昌	63

企業生命週期與實質盈餘管理的關聯性

程心瑤*

銘傳大學

李馨蘋

銘傳大學

林億欣

資誠聯合會計師事務所

摘要

本研究之目的在探討企業生命週期與實質盈餘管理的關聯性。本研究以我國上市上櫃非金融業公司 2009 年至 2016 年的資料測試處於不同生命週期之企業的盈餘管理程度差異。本研究參考 Dickinson(2011)的研究設計，將樣本公司以其現金流量表資訊劃分為不同的企業生命週期，並基於資料取得的限制選取成長期、成熟期與衰退期為本研究的探討對象。實質盈餘管理則根據 Roychowdhury(2006)的研究設計，以綜合異常營業活動現金流量、異常生產成本及異常裁決性費用的指標衡量，並參考 Nagar and Radhakrishnan(2017)的研究設計，以避免損失作為判斷企業是否進行盈餘管理的依據。

本研究的實證結果顯示，達到避免損失盈餘門檻的衰退期公司會從事實質盈餘管理，而成長期與成熟期公司則不會。本研究建議，資本市場在評估企業的盈餘管理行為時，應該將企業生命週期的因素納入考量。

關鍵詞：企業生命週期、實質盈餘管理

*通訊作者：

聯絡地址：111 台北市士林區中山北路五段 250 號 銘傳大學會計學系副教授

聯絡電話：02-28824564 轉 2314

電子信箱：serina@mail.mcu.edu.tw

The Association of Firm Life Cycle and Real Earnings Management

Hsin-Yao Cheng

Ming Chuan University

Hsin-Ping Li

Ming Chuan University

Yi-Shin Lin

PricewaterhouseCoopers Taiwan

Abstract

This study explores the association between firm life cycle stages and real earnings management by using the publicly listed non-financial firms in Taiwan from 2009 to 2016 as the sample. The sample companies are split into growth, mature and decline stage based on Dickinson(2011)and data availability. Real earnings management is measured by a comprehensive indicator including abnormal operating cash flow, abnormal production costs and abnormal discretionary expenses based on Roychowdhury(2006). Following Nagar and Radhakrishnan(2017), this study identifies earnings management suspects by examining whether the sample companies tend to avoiding losses.

The study finds that the firms in the decline stages that just meet the earnings benchmark of avoiding losses exhibit real-activity based earnings management, and firms in the growth and mature stages do not. This study recommends that the capital market should consider firm life cycle while identifying firms' earnings management.

Keywords : Firm life cycle, Real earnings management

壹、緒論

管理當局編製的財務報表是股東與潛在投資人衡量公司獲利能力的主要工具，而編製財務報表的管理當局同時被賦予制定公司營運方針及選擇會計政策的權力。所以，當管理當局與企業的利害關係人之間存有利害衝突時，管理當局就可能為了極大化自身利益而透過會計政策的選擇，或是刻意安排公司的交易事項來虛增盈餘。財務報表是企業與外界溝通的橋樑，因此，無論是主管機關或是資本市場，都很重視與盈餘管理的動機、目的及方法有關的議題。

企業從事盈餘管理的主要誘因是資本市場的預期與評價(Healy and Wahlen 1999; Cohen and Zarowin 2010)。當面對資本市場的壓力時，管理當局會有盈餘管理的誘因，想藉著美化財務報表來影響公司的資本市場評價。過去盈餘管理的文獻大多研究管理當局會計政策的選擇以及裁決性應計數的操弄如何影響公司財務資訊的價值攸關性(Sankar and Subramanyam 2001)。但在2002年美國頒布沙氏法案(Sarbanes-Oxley Act)後，管理當局從事應計數盈餘管理(accrual-based earnings management，以下簡稱應計數盈管)的空間大幅縮減，促使其改採對公司成本較高的實質盈餘管理(real earnings management，以下簡稱實質盈管，許永聲、陳信吉與陳琬菁 2013; Roychowdhury 2006; Cohen, Dey and Lys 2008; Cohen and Zarowin 2010)。

實質盈管雖能使公司短期獲利，但卻可能對企業的未來現金流量產生長期的負面影響，不僅損害公司價值(Roychowdhury 2006; Cohen and Zarowin 2010; Gupta, Pevzner and Seethamraju 2010)，股東也必須付出較高的成本(Roychowdhury 2006; Cohen et al. 2008)。雖然應計數盈管對公司帶來的影響較小，但實質盈管的訴訟成本相對較低(Roychowdhury 2006; Cohen and Zarowin 2010)，而且只要在財務報表適當揭露，就不易引起主管機關或會計師的注意，因此管理當局可能改用實質盈管來達成目標。由於近來的文獻多著重於實質盈管，所以，本研究亦探討實質盈管。

Anthony and Ramesh(1992)發現，相對於成熟期和衰退期，處於成長期的公司會較重視銷貨收入及資本支出的成長率。亦即，成長期企業的管理當局會積極拓展市場，並積極投入公司資源。因此，不同生命週期的企業可能會依照不同的市場反應採取不同的行動。陳吟愷(2004)發現，無論處於何種階段的公司都可能會盈餘管理，其中以成長期公司利用裁決性應計數來操弄盈餘的狀況最為嚴重。Nagar and Radhakrishnan(2017)則表示，成熟期的企業會透過縮減裁決性費用的方式來報導小額利潤。也就是說，過去文獻顯示，管理當局的盈餘管理會因企業處於不同的生命週期而有差異。雖然過去有許多以實質盈管為主題的文獻，但探討企業生命週期與實質盈管的關係的研究不多。因此，本研究探討企業生命週期與實質盈管的關聯，藉以了解不同生命週期的企業是否會實質

盈管。

Anthony and Ramesh(1992)以股利支付率、銷貨成長率、資本支出率及公司年限作為劃分企業生命週期的依據，而過去有許多相關研究(劉政准、許永聲與金凱雯 2013;劉若蘭、許永聲與劉力維 2014)都參考Anthony and Ramesh(1992)的研究設計。然而，Dickinson(2011)發現上述變數與生命週期並非線性相關，因而提出以現金流量表資訊劃分企業生命週期，並再進一步將其對於樣本公司的劃分結果與Anthony and Ramesh(1992)的分類作分析比較後發現，不同生命週期之公司的相關財務比率趨勢與生命週期的經濟理論有較高的一致性，且較能真實反映各生命週期的特性。Drake(2015)依據Dickinson(2011)劃分生命週期階段的方法之實證結果指出，不同企業的盈餘特性與其生命週期階段有關。此外，許妙如(2012)以十三個績效變數和未來獲利能力預測模型變數來評估兩法對我國企業的適用性後認為，相對於Anthony and Ramesh(1992)的方法，以Dickinson(2011)的研究設計劃分出來的企業生命週期之預測結果的一致性較高，顯示以現金流量資訊來劃分企業生命週期較適用於我國企業。因此，本研究參考Dickinson(2011)的研究設計，以現金流量表資訊劃分企業的生命週期，檢測達到避免損失盈餘門檻的不同生命週期之企業是否會進行實質盈管，實證結果發現：達到避免損失盈餘門檻的衰退期公司會實質盈管，而成長期與成熟期公司則不會。

本研究的後續結構如下：第貳節文獻探討與假說建立彙整過去與企業生命週期及實質盈管有關的文獻，再根據過去文獻的研究結果建立本研究之假說；第參節研究設計，說明本研究採用的研究方法、定義研究模型及樣本篩選的標準；第肆節說明本研究的實證分析結果；第伍節闡述本研究的研究結論及限制，並對後續研究提供建議。

貳、文獻探討與假說建立

一、企業生命週期

延伸行銷學及個體經濟學中產品生命週期的概念(Rink and Swan 1979)，Daft(2004)將企業生命週期劃分為創始期、成長期、成熟期及衰退期等四個階段。由於不同生命週期的企業會面臨不同的挑戰與問題，所以，各階段的企業之目標、經營策略及組織結構會有差異。也就是說，當企業了解自己所處的階段並做出適當的決策時，企業就能有所成長。

過去探討企業生命週期的會計研究中，Selling and Stickney(1989)表示，不同生命週期的企業之資產報酬率會有不同。Anthony and Ramesh(1992)發現相對於成熟期和衰退期，成長期的公司會較重視銷貨收入及資本支出的成長率。曹壽民、連威豪與劉奕孜(2010)指出，成長期公司的現金流量組成之持續性低於成熟期與衰退期。另外，鄭哲惠、王兼善與張嘉文(2015)發現，成長期的盈

餘攸關性最高，衰退期則最低。劉政淮等人(2012)也表示，成熟期的盈餘持續性大多高於成長期與衰退期。上述的過去文獻顯示，不同生命週期的企業盈餘會有不同的特性，而成長期及成熟期的企業之盈餘攸關性與盈餘持續性較大。本研究因而推論，成長期與成熟期的盈餘品質可能較好。

林瑞青、卓佳慶、賴筠婷與鄭栢岳(2012)發現，市場對於成長期公司宣告策略聯盟的評價顯著高於其他生命週期。劉俊儒與張育琳(2017)指出，管理當局薪酬的衡量指標會隨著不同的企業生命週期以及不同形式的給付方式而有差異，例如成長期公司多以市場佔有率等非財務績效指標衡量現金薪酬，而股票薪酬則多決定於市場績效指標。DeAngelo, DeAngelo and Stulz(2006)指出，成熟期公司通常會持有大量現金而且投資機會較少，所以較願意發放現金股利。成長期公司的投資機會較多，但這些投資無法立即產生實質報酬，因而較不偏好發放現金股利。

董事長通常有主導董事會與監督企業決策的義務，而總經理則負責執行決策。但是，當董事長同時兼任總經理時，代理問題可能會因董事長同時監督及執行決策而更為嚴重。所以，過去以企業生命週期觀點研究董事會組成特性的文獻(Lynall, Golden and Hillman 2003)認為，成熟期企業的生產及銷售逐漸穩定，但衰退期的企業則有較複雜的組織結構。此時，若董事長兼任總經理，就會使管理當局的職權過大，影響到董事會的獨立性，公司因而更有機會隱瞞私有資訊，進而降低公司的資訊透明度。劉政淮等人(2013)則表示，為了提高資訊透明度，成熟期企業應避免董事長兼任總經理並增加董事會規模，衰退期則應增加獨立董事席次，而成長期則應避免董事長內部化。但是，也有文獻支持董事長兼任總經理對公司有正向影響，Quinn and Cameron(1983)認為，成長期企業需要比較直接的領導方式，由董事長兼任總經理能使公司有明確領導方向，經營效率會增加。Lynall et al.(2003)綜合考量管家理論、代理理論以及資源依賴理論後指出，在不同的生命週期下，企業最適合的董事會結構會不同，而且不同的董事會特性對於公司績效的影響也會有所不同。

不同生命週期的企業對於裁決性支出也會有不同的考量(Pashley and Philipattos 1990)。金成隆、林修葳與邱煒恒(2005)表示，成長期的研發以及資本支出對於股價的影響都明顯大於成熟期及衰退期，因為成長期的企業投入研發會較可能產出創新的產品。所以，市場會給予該階段的研發支出較高的評價。林美鳳、吳琮璠與吳青松(2008)亦發現，成長期企業的資訊科技投資率以及投資效益都高於衰退期。在成長期所投入的研發支出是公司未來的競爭優勢，也是公司未來發展的機會。產品以及專利權等都是由企業之前投入的研發支出所建立起來的基礎，亦是公司競爭優勢以及獲利的來源。因此，企業通常會在成長期投入大量研發。

Cohen, Mashruwala and Zach(2009)表示，成長期的廣告支出大多是為了提

高企業的知名度，對當期的銷貨不會有太大的成效。但是，成熟期與衰退期的廣告支出則會與當期的銷貨較為攸關。也就是說，為了要在不影響企業營業收入的情況下達到盈餘目標，成長期公司的管理當局可能會縮減廣告支出，而成熟期或衰退期公司則不會。所以，管理當局在制定策略目標時，應該從長遠的角度來考量，因為研發及廣告是攸關企業永續發展的重要裁決性支出。若管理當局因為短期績效而犧牲研發或廣告，可能會加速企業生命週期的終結。本研究也探討企業不同生命週期的差異，但不同於過去文獻，是探討企業生命週期與實質盈管的關係。

在與生命週期有關的文獻中，Anthony and Ramesh(1992)以股利支付率、銷貨成長率、資本支出率以及公司年限來劃分企業生命週期，而過去文獻大多是根據Anthony and Ramesh(1992)的研究設計(邱垂昌與洪福讚 2008；曹壽民等人 2010；劉若蘭等人 2014)。Dickinson(2011)則提出另一種劃分企業生命週期的方法，以個別公司現金流量表中的營業、投資與融資活動現金流量的正負方向作為判斷指標，將企業的生命週期劃分為創始期(introduction)、成長期 (growth)、成熟期(mature)、停滯期(shake-out)與衰退期(decline)，且發現盈餘持續性與企業的生命週期階段相關。作者的實證結果也顯示，在這種劃分方法下，不同階段的相關比率趨勢與企業生命週期理論較一致。Drake(2015)參考Dickinson(2011)的研究設計劃分企業生命週期的實證結果指出，不同階段的企業會從事不同性質的交易。所以，Drake(2015)認為生命週期階段是不同企業之間盈餘持續性和成長性差異的影響因素。由於本研究探討的盈餘管理議題與盈餘的特性有關，而且國內的研究許妙如(2012)發現以Dickinson(2011)所劃分的企業生命週期之測試結果，會較符合績效變數與未來獲利能力預測模型的預期，也較適用於我國企業。因此，本研究根據Dickinson(2011)的研究設計劃分企業的生命週期。

二、實質盈餘管理

管理當局以財務報導表達企業的經營結果，除了提供必要的財務資訊給報表使用者外，也常被用作經理人績效與企業價值的衡量指標，債務契約的訂定標準以及企業健全程度的判斷基礎。也就是說，管理當局除了擁有制定企業營運政策的權力外，也要負責編製財務報表。因此，在與利害關係人發生利害衝突時，管理當局有可能會為了極大化自身利益而進行盈餘管理。Healy and Wahlen(1999)將盈餘管理定義為經理人透過會計彈性或是刻意安排交易，達成特定的盈餘報導目的，使利害關係人誤解公司真實的財務狀況，並歸納出管理當局進行盈餘管理的動機有資本市場誘因、契約誘因以及管制誘因。資本市場誘因是為了要符合資本市場的預期，如避免報導負盈餘、超過前期盈餘與達到分析師預期，契約誘因是考量獎酬契約或避免違反債務契約，管制誘因則是要符合產業管制的規定(我國銀行的資本適足率)。Schipper(1989)指出，管理當局的盈餘管理方式有會計應計數盈管及實質盈管兩種。前者是藉由應計基礎的會

計彈性增加或減少會計應計數以調整報導的盈餘，並不涉及實質商業活動(如：壞帳提列、存貨評價、資產折舊方法以及無形資產攤銷年限的選擇)。後者則是藉由控制實質的經濟事項來調整營業活動的現金流量以達到盈餘目標(如：縮減研發費用、減少廣告支出以及降價促銷)。

過去的盈餘管理文獻著重於研究應計數盈管如何影響財務資訊的價值攸關(Sankar and Subramanyam 2001)。但自從美國接連爆發安隆(Enron)和世界通訊(WorldCom)等大企業的會計舞弊事件與公司治理的醜聞，嚴重打擊投資人對於企業財務資訊的信心後，美國自2002年開始實施沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act)，規範企業的公司治理及內部控制制度。除了法規制定，會計師與主管機關也更嚴格的審查公司的財務報表，期望提高資訊透明度，加強管理當局對於財務報表的責任，以防止企業舞弊的發生，大幅縮減管理當局應計數盈管的空間，促使其改採對公司成本較高的實質盈管(許永聲等人 2013；Roychowdhury 2006；Cohen et al. 2008；Cohen and Zarowin 2010)。Graham, Harvey and Rajgopal (2005)發現，在安隆案後，為避免訴訟風險，經理人會減少應計數盈管，增加實質盈管。Cohen et al.(2008)也表示，在沙賓法案前，管理當局多採應計數盈管，但在沙賓法案後，較大的訴訟風險以及趨於嚴格的監管制度提高應計數盈管的成本，但企業透過操縱營運活動的實質盈管並無嚴格審查，管理當局可能會因而以實質盈管取代應計數盈管。雖然實質盈管能夠達到短期的盈餘目標，但卻會損及長期的企業價值。由於近來文獻大多探討實質盈管，所以，本研究亦討論實質盈管。

Roychowdhury(2006)將實質盈管定義為管理當局為了贏得利害關係人的信任或是他們對財務狀況以及經營績效的肯定，因而改變正常情況下應有的營運模式。Roychowdhury(2006)指出，實質盈管雖然可以使本期盈餘達到盈餘目標，但會對公司未來的發展帶來負面影響。例如，透過銷貨折扣或給予客戶更長的信用期間雖然可以增加銷售，但是卻可能導致客戶未來亦要求相同的銷售條件，縮減了公司的議價空間，進而影響未來各期的銷貨毛利。另外，大量生產雖然可減少銷貨成本，但同時也會增加公司的存貨持有成本與消化庫存的壓力。Gupta et al.(2010)也發現，公司過度生產或縮減裁決性費用雖然可以提高當期盈餘，但卻會影響公司未來的價值與績效。

有盈餘管理動機的管理當局通常會綜合考量不同盈餘管理方法的成本與效益，以最低的成本來達到目標盈餘(Zang 2012)。李啟華與曾怡潔(2017)表示，相對於公開發行公司，上市上櫃公司通常會受到較嚴格的法規規範而且會有較大的法律風險、較多主管機關的監督、較多專業投資人以及分析師的關注。這些特性會抑制上市上櫃公司應計數盈管的動機，使其管理當局傾向實質盈管，而公開發行公司則相反。江家瑜、簡凌慧與薛敏正(2014)發現，雖然審計品質以及資訊揭露程度對於應計數與實質盈管的選擇並無顯著影響，但舉債程度以及訴訟風險較高的公司會傾向於同時使用應計數與實質盈管。另外，在公司的

會計選擇彈性受到限制的情況下，管理當局也較會採用實質盈管。由於受到公司經營決策影響的利害關係人甚廣，管理當局會評估其所需面對的法律問題來決定要採用應計數盈管或實質盈管。

Osma(2008)發現獨立的董事會能夠發現研究發展支出投機的一部分，並且能夠抑制此種情況的發生。梁立衡、林翠蓉、余惠芳與簡正昱(2017)發現，高負債比率的公司之獲利能力及現金流量對公司的績效指標有很大的影響，有可能使經理人有盈餘管理的動機，但若能夠透過重視會計師意見或避免董事長兼任總經理等措施增強公司治理，則能降低公司發生危機的可能性。另外，Rajgopal and Venkatachalam(1997)表示，機構投資人持股比例越高，越能降低公司盈餘管理的幅度，亦即，機構投資人能扮演外部監督的功能。陳慶隆、周儀芳與王翰屏(2014)則發現，機構投資人持股比例增加能有效降低公司的實質盈管程度。多數研究審計品質與公司應計數關係的過去文獻認為，好的審計品質能夠降低公司的應計數盈管。Chi, Listic and Pevzner(2011)表示，品質較高的審計人員能夠制止管理當局的應計數盈管，使企業以實質盈管取代之。李永全、林秀柑與黃偉傑(2013)發現，具獨立性的會計師無法有效抑制實質盈管，但會計師專業能力與實質盈管的程度負相關。

從代理問題的角度來看，經營權與所有權分離後，經理人為了極大化自身的利益，會不惜損害公司的未來價值而操弄財務報表，亦即，代理問題會使經理人有機會盈餘管理。Graham et al.(2005)的調查結果顯示，為了避免報導負盈餘、超過前期盈餘或達到分析師預測，80%的公司財務長會裁減廣告費以及研究發展支出，55%的財務長會將新計畫延後實施。這意味著，儘管管理當局明知這種行為會不利於公司的未來發展，但仍然會操縱特定活動來達成盈餘目標。作者進一步指出，由於應計數盈管較易引起主管機關注意，所以，管理當局會傾向採取操縱實際活動來達成盈餘目標。然而，若董事會能善盡監督的職責，就能減少代理問題並抑制盈餘管理，張椿柏、王育偉與林小雯(2015)發現，董事會的規模以及健全與否與實質盈管負相關，而且當董監事持股比例增加時，更能提高董監事監督公司的意願，改善代理問題，減緩實質盈管的情況。但是，外部董事可能因為過度忙碌而無法善盡監督的職責，導致外部董事的增加無法有效抑制實質盈管。整體而言，若是公司有完善的公司治理機制，董事能夠善盡監督的責任，降低代理問題的發生，就能達到抑制實質盈管的效果。

綜上所述，就公司價值而言，應計數盈管不涉及公司的現金流量而且不影響公司的營運活動，但實質盈管則有相反的結果。例如縮減研發及廣告支出、出售資產、增加生產等非正常營運活動通常會導致公司偏離正常營運，甚至影響公司未來的經營績效、股票價值以及盈餘品質(Roychowdhury 2006；Cohen and Zarowin 2010；Gunny 2010)。就法律風險而言，應計數盈管較易引起利害關係人的注意，使管理當局須面對較大的風險(Graham et al. 2005；Roychowdhury 2006；Gunny 2010；Cohen and Zarowin 2010)，而實質盈管的交

易皆為實際交易，較難判定是否為正常或異常的營運活動，管理當局的風險較低(Graham et al. 2005；Cohen et al. 2008；Cohen and Zarowin 2010)。選擇不同方法的盈餘管理會對管理當局及公司帶來不同程度的風險與影響，但就如Zang(2012)所述，理性的管理當局應該會在考慮利弊後，從中選擇最低成本的方式來達成盈餘目標。

三、企業生命週期與實質盈餘管理的關係

Nagar and Radhakrishnan(2017)以現金流量的組成區分企業的生命週期，並探討不同生命週期的公司之實質盈管程度。作者在裁決性支出方面的研究結果指出：因為對裁決性費用沒有很大支配空間，所以，創始期和成長期的公司較不會像成熟期企業一樣，透過縮減裁決性費用報導小額利潤。亦即，企業生命週期會影響管理當局的盈餘管理。

Moses(1987)表示，公司營運發生巨大虧損是公司發生財務危機的訊號，不僅容易引起主管機關的注意，管理當局也有可能要面臨被撤換的危機。因此，管理當局有可能在公司發生財務困難時，以盈餘管理來掩蓋公司財務不佳的事實。Healy and Palepu(1993)認為，發生財務困難的公司之經理人會為了避免違反債務契約而操縱損益。也就是說，當公司面臨財務危機時，管理當局可能會為了自身利益、債務契約以及減少主管機關的注意而進行盈餘管理。衰退期公司的營業活動大幅下降，銷貨成長率也逐年降低，導致公司獲利銳減，可能使公司出現虧損，甚至使公司面臨倒閉的危機。Dickinson(2011)指出，相對於其他生命週期，衰退期的公司可能規模較小，公司成立年數較短，也較可能處於清算資產以償還負債或重新協商債務條款的過程之中。Nagar and Sen(2017)則認為，相對於處於其他生命週期階段的企業，衰退期公司的獲利能力與銷售成長率會較低，有負的權益帳面價值，也會承擔極大的企業風險，導致這些公司的營業現金流量為負。Nagar and Sen(2017)因而表示，相對於處於其他生命週期階段的公司，衰退期企業較可能發生財務危機。基於以上過去文獻(Dickinson 2011；Nagar and Sen 2017)的研究結果，本研究推論，為了提高其債務協商能力，降低財務危機的可能性，衰退期公司的管理當局具備較強的盈餘管理動機，因而會從事實質盈管，本研究假說1如下：

H1：達到避免損失盈餘門檻的衰退期公司會有實質盈餘管理的行為。

成長期的公司不太可能減少研發費用的支出，而且投資人不會只關注於短期利益。鄭哲惠等人(2015)發現，成長期公司的盈餘攸關性最高，而且Nagar and Radhakrishnan(2017)表示，成長期的公司對於裁決性費用沒有很大的支配空間，所以，成長期的公司較不會用縮減裁決性支出的方式來報導小額利潤。因此，本研究推論成長期的公司，較不會從事實質盈管，本研究假說2如下：

H2：達到避免損失盈餘門檻的成長期公司不會有實質盈餘管理的行為。

成熟期公司可能會面臨來自資本市場的達成分析師預測之壓力 (Burgstahler and Dichev 1997)，所以Graham et al.(2005)表示，成熟期公司可能會以達成分析師預測為目標來建立公司的聲譽。此外，Hitt, Hoskisson, Johnson and Moesel(1996)則認為成熟期公司會減少與創新和行銷相關的投資。因此，Nagar and Radhakrishnan(2016)發現，成熟期公司會進行實質盈管。基於過去文獻(Hitt et al. 1996；Nagar and Radhakrishnan 2016)的研究結果，本研究推論，成熟期的公司會以操縱裁決性費用的方式進行實質盈餘管理。因此，本研究假說3如下：

H3：達到避免損失盈餘門檻的成熟期公司會有實質盈餘管理的行為。

參、研究設計

一、變數衡量

1. 企業生命週期之劃分

本研究根據 Dickinson(2011)的研究設計，以各樣本公司的現金流量表資訊劃分企業的生命週期。創始期公司較不熟悉經營環境，對於產品市場與成本的控制還處於摸索階段，營業活動淨現金流量因而為流出，但創始期公司仍需積極擴張規模、研發創新與籌措資金，投資活動淨現金流量因而為流出，融資活動淨現金流量為流入。成長期公司受益於過去投入的研發及生產效率的改善，會使其營業活動的淨現金流量為流入，投資活動與融資活動淨現金流量則與創始期相似。成熟期公司則因銷售及生產趨於穩定，使得營業活動淨現金流量為流入，而且資金會因而較為寬裕，可以從事較多的投資活動、償還債務與發放股利，所以投資活動淨現金流量及融資活動淨現金流量皆為流出。停滯期是企業由成熟期步入衰退期的過程，三大活動都不明顯，故 Dickinson(2011)並未明確指出該階段的現金流量方向。至於衰退期公司，營業活動會縮減，而且可能會面臨要償還債務但無法籌資的情況，所以公司可能會處分資產以償還債務，導致其營業活動淨現金流量為流出，投資活動淨現金流量為流入，融資活動淨現金流量則可能為流入或流出。表一彙總以現金流量表資訊劃分不同生命週期的結果。

2. 避免損失

雖然Dechow, Ge and Schrand(2010)認為，相較於以避免損失來衡量盈餘管理，用是否達到分析師預測更具說服力。但是，Nagar and Radhakrishnan(2017)指出，創始期或成長期的公司可能沒有分析師預測的資料，而且過去以盈餘門檻探討實質盈管的文獻(Roychowdhury 2006；Siriviriyakul 2014)之結論並不會因為未以達到分析師預測作為門檻而有偏誤。所以，本研究根據Nagar and Radhakrishnan(2017)的研究設計，以避免損失作為判斷企業是否進行盈餘管理的依據，並以J_BEAT及J_MISS代表樣本公司避免損失的不同程度：(1)微幅超

表一 企業生命週期劃分之彙總

現金流量之 流入(+)或流出(-)	創始期	成長期	成熟期	停滯期 ¹	衰退期
營業活動現金流量	-	+	+	- + +	- -
投資活動現金流量	-	-	-	- + +	+ +
融資活動現金流量	+	+	-	- + -	+ -

資料來源：本研究整理

越盈餘門檻：當樣本公司的本期淨利除以期末總資產介於0到0.01之間時，J_BEAT為1，否則為0；(2)微幅低於盈餘門檻：當樣本公司的本期淨利除以期末總資產介於0到-0.01之間時，J_MISS為1，否則為0。本研究將J_BEAT與J_MISS加入實證模型中，以檢視達成盈餘目標的樣本公司之實質盈管程度。

3. 實質盈餘管理

本研究依據Roychowdhury(2006)與Cohen et al.(2008)的研究設計，以異常營業活動現金流量(以AB_CFO代表之)、異常生產成本(以AB_PROD代表之)以及異常裁決性費用(以AB_EXP代表之)衡量企業的實質盈管，再將三個變數結合為一個實質盈管的綜合指標(以RM代表之)。

本研究分別以下列的第(1)、(2)及(3)式的殘差估計各樣本公司的AB_CFO、AB_PROD與AB_EXP，再以第(4)式衡量企業的RM²：

$$\frac{OCF_{it}}{Assets_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

¹Dickinson(2011)將衰退期又分為停滯期與衰退期兩類。由於Nagar and Radhakrishnan(2017)發現將這兩類合併與分為兩類的結果一致，因此本研究將停滯期併入衰退期。

²Cohen et al.(2008)指出，當公司藉由提高銷貨折扣或給與較優惠賒銷條件的方式暫時提高當期銷貨數量時，當期盈餘可能會提高，但較大的銷貨折扣會導致較低的營業現金流量，導致異常營業活動現金流量較小，而當管理當局意圖減少廣告、研發及銷售管理費用等裁決性支出來提高當期盈餘時，異常裁決性費用則會較低。也就是說，異常營業活動現金流量與異常裁決性費用的增加代表盈餘管理程度降低。此外，當公司意圖藉由提高生產量以降低產品的單位固定成本，提高當期盈餘時，銷貨量無法隨之提高，所以存貨量會增加，亦即異常生產成本增加代表盈餘管理程度增加。由於三項衡量指標對盈餘管理影響的方向不同，因此本研究根據Roychowdhur(2006)的研究設計，將異常生產成本乘以(-1)後，再與異常營業活動現金流量與異常裁決性費用加總為實質盈餘管理的綜合衡量指標，亦即RM值越大時，盈餘管理程度越低。

$$\frac{Pr od_{it}}{Assets_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{Assets_{i,t-1}} + \phi_{it} \quad (2)$$

$$\frac{Dis exp_{it}}{Assets_{i,t-1}} = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \gamma_2 \frac{Sales_{i,t-1}}{Assets_{i,t-1}} + \varphi_{it} \quad (3)$$

$$RM_{it} = AB_CFO_{it} - AB_PROD_{it} + AB_EXP_{it} \quad (4)$$

其中，

OCF_{it} = 各樣本公司第 t 期營業活動現金流量；

$Assets_{i,t-1}$ = 各樣本公司第 t 期期末總資產；

$Sales_{it}$ = 各樣本公司第 t 期淨銷貨收入；

$\Delta Sales_{it}$ = 各樣本公司第 t 期銷貨收入淨變動數；

$Pr od_{it}$ = 各樣本公司第 t 期的生產成本，即第 t 期銷貨成本與存貨變動數的合計數；

$Dis exp_{it}$ = 各樣本公司第 t 期裁決性費用，即第 t 期研究發展、廣告以及銷售與管理費用的合計數；

AB_CFO_{it} = 各樣本公司第 t 期異常營業活動現金流量，即第(1)式殘差；

AB_PROD_{it} = 各樣本公司第 t 期異常生產成本，即第(2)式殘差；

AB_EXP_{it} = 各樣本公司第 t 期異常裁決性費用，即第(3)式殘差；

RM_{it} = 各樣本公司第 t 期實質盈餘管理程度；

$\varepsilon_{it}, \phi_{it}, \varphi_{it}$ = 殘差項。

4. 裁決性應計數

本研究採用產業別橫斷面modified Jones模式來衡量企業的裁決性應計數，以第(5)式估計出同產業公司正常水準下之 $\hat{\theta}_0$ 、 $\hat{\theta}_1$ 、 $\hat{\theta}_2$ 、 $\hat{\theta}_3$ ，再以第(6)式估計各樣本公司第t期的裁決性應計數(以DA代表之)。

$$\frac{TA_{it}}{Assets_{i,t-1}} = \theta_0 + \theta_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \theta_2 \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \theta_3 \frac{PPE_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \vartheta_{it} \quad (5)$$

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{Assets_{i,t-1}} - \left[\hat{\theta}_0 + \hat{\theta}_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \hat{\theta}_2 \frac{(\Delta Sales_{it} - \Delta AR_{it})}{Assets_{i,t-1}} + \hat{\theta}_3 \frac{PPE_{it}}{Assets_{i,t-1}} \right] \quad (6)$$

其中，

- DA_{it} = 各樣本公司第 t 期裁決性應計數；
- TA_{it} = 各樣本公司第 t 期總應計數，即繼續營業部門淨利扣除來自營業活動現金流量；
- PPE_{it} = 各樣本公司第 t 期固定資產淨額；
- ΔAR_{it} = 各樣本公司第 t 期應收帳款淨變動數；
- g_{it} = 殘差項。

其他變數之定義如前述。

二、企業生命週期與實質盈餘管理的關係

本研究探討生命週期與實質盈餘的關係，並根據Roychowdhury(2006)、Gunny(2010)與Nagar and Radhakrishnan(2017)的研究設計，以下列的第(7)式檢驗本研究的假說：

$$\begin{aligned} RM_{it} = & \delta_0 + \delta_1 J_BEAT_{it} + \delta_2 J_MISS_{it} + \delta_3 DA_{it} + \delta_4 SIZE_{it} + \delta_5 MTB_{it} \\ & + \delta_6 ROA_{it} + \delta_7 LEV_{it} + \delta_8 INST_{it} + \delta_9 DUL_{it} + \delta_{10} INDE_{it} + \delta_{11} BIG4_{it} \\ & + \delta_j YEAR_{it} + \delta_k IND_{it} + \lambda_{it} \end{aligned} \quad (7)$$

其中，

- J_BEAT_{it} = 各樣本公司第 t 期是否微幅超越盈餘門檻的代理變數。當各樣本公司第 t 期本期淨利除以期末總資產介於 0 到 0.01 之間時為 1，否則為 0；
- J_MISS_{it} = 各樣本公司第 t 期是否微幅低於盈餘門檻的代理變數。當各樣本公司第 t 期本期淨利除以期末總資產介於 0 到 -0.01 之間時為 1，否則為 0；
- $SIZE_{it}$ = 各樣本公司第 t 期公司規模，即期末總資產取自然對數；
- MTB_{it} = 各樣本公司第 t 期市值淨值比，即市值除以股東權益的帳面價值；
- ROA_{it} = 各樣本公司第 t 期資產報酬率，即繼續經營部門淨利除以期末總資產；

- LEV_{it} = 各樣本公司第 t 期負債比率，即期末總負債除以期末總資產；
- $INST_{it}$ = 各樣本公司第 t 期機構投資人持股比率；即政府機構、本國金融機構、本國信託基金、本國公司法人、本國其他法人、僑外金融機構、僑外法人以及僑外信託基金等機構的持股比例總和；
- DUL_{it} = 各樣本公司第 t 期董事長是否兼任總經理的代理變數，當董事長兼任總經理時為 1，否則為 0；
- $INDE_{it}$ = 各樣本公司第 t 期獨立董事比例，即獨立董事人數除以全體董事人數；
- $BIG4_{it}$ = 各樣本公司第 t 期審計品質代理變數，由四大事務所查核時為 1，否則為 0；
- $\sum \delta_j YEAR_{it}$ = 各樣本公司年度別代理變數，當樣本公司年度為第 t 期時， $YEAR_{it}$ 的值為 1，否則為 0，而 t 為 2009~2015 年；
- $\sum \delta_k IND_{it}$ = 各樣本公司第 t 期產業別代理變數；
- λ_{it} = 殘差項。

其他變數之定義如前述。

本研究預期，成長期子樣本中，J_BEAT 變數的估計係數(δ_1)符號不顯著為負，而成熟及衰退期子樣本 δ_1 符號顯著為負。也就是說，達到避免損失盈餘門檻的成熟及衰退期公司會從事實質盈管，達到避免損失盈餘門檻的成長期公司則不會。Roychowdhury(2006)發現，裁決性應計數與實質盈管之間具有替代效果。Lenard, Petruska, Alam and Yu(2012)指出，內控有缺失的企業不僅會進行裁決性應計數盈管，同時也會進行實質盈管，本研究因而不預期 DA 估計係數的方向。本研究將其他控制變數對 RM 的預期影響整理如表二：

三、樣本篩選

本研究以 2009 年至 2016 年的上市上櫃公司為樣本，實證資料取自台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫，並排除：(1)金融保險產業等性質特殊公司；(2)相關變數資料缺漏之觀察值；(3)因資料不足無法判斷生命週期的觀察值；(4)創始期觀察值³，有效觀察值共 10,221 個。另外，為避免極端值的影響，本研究採用 winsorized 的作法，將變數分配在 1%和 99%以外的觀察值設定為 1%和 99%的數值。表三列示本研究的樣本篩選過程。

³我國上市上櫃公司通常皆已具備一定的規模或已成立一段時間，早已脫離創始期。為了避免創始期樣本無法與其他生命週期樣本比較，因此將創始期的公司排除，不列入研究樣本中。

表二 其他控制變數預期影響整理

變數代號	變數說明	預期影響
SIZE	公司規模	不預期
MTB	市值淨值比	不預期
ROA	資產報酬率	正相關
LEV	負債比率	負相關
INST	機構投資人持股比例	不預期
DUL	董事長兼任總經理	負相關
INDE	獨立董事比例	正相關
BIG4	審計品質	正相關

表三 樣本篩選過程

原始樣本	13,013
刪除：	
特殊產業(金融保險業)	342
市值淨值比變數資料不全者	928
資產報酬率變數資料不全者	3
董事長兼任總經理變數資料不全者	106
創始期	1,413
有效觀察值	10,221

本研究資料來源:台灣經濟新報資料庫(TEJ)

肆、實證結果與分析

一、敘述性統計量

表四列示本研究所有變數的敘述性統計量，表四的 Panel A、Panel B 和 Panel C 顯示，成長期(成熟期/衰退期)的 RM 之平均數及中位數分別為 0.013(0.067/-0.116)與-0.04(0.02/-0.124)。成長期的 RM 平均數及中位數都高於衰退期，表示相較於衰退期，成長期較不會進行實質盈管，符合本研究之預期。成長期(成熟期/衰退期)的 J_BEAT 之平均數為 0.082(0.06/0.082)，顯示成長期及衰退期微幅超越盈餘門檻的比例較高。成長期(成熟期/衰退期)的 J_MISS 之平均數為 0.023(0.018/0.025)，表示衰退期微幅低於門檻的比例較高。成長期(成熟期/衰退期)的 DA 之平均數及中位數分別為-0.007(-0.024/0.016)與-0.003

表四 敘述性統計量

Panel A 成長期					
N=2,670	平均數	標準差	最大值	最小值	中位數
RM	0.0130	0.2900	2.2670	-0.9260	-0.0400
J_BEAT	0.0820	0.2750	1.0000	0.0000	0.0000
J_MISS	0.0230	0.1500	1.0000	0.0000	0.0000
DA	-0.0070	0.0890	1.2360	-0.6890	-0.0030
SIZE	15.3880	1.5080	19.7730	12.4410	15.1150
MTB	1.8620	1.4350	9.6030	0.4130	1.4440
ROA	0.0400	0.0650	0.2290	-0.3480	0.0400
LEV	0.4390	0.1610	0.8450	0.0490	0.4440
INST	0.4020	0.2300	0.9140	0.0080	0.3830
DUL	0.3160	0.4650	1.0000	0.0000	0.0000
INDE	0.2450	0.1670	0.5710	0.0000	0.2860
BIG4	0.9030	0.2960	1.0000	0.0000	1.0000
Panel B 成熟期					
N=5,055	平均數	標準差	最大值	最小值	中位數
RM	0.0670	0.2730	2.1400	-2.0690	0.0200
J_BEAT	0.0600	0.2370	1.0000	0.0000	0.0000
J_MISS	0.0180	0.1310	1.0000	0.0000	0.0000
DA	-0.0240	0.0760	0.3980	-1.6490	-0.0180
SIZE	15.4180	1.4090	19.7730	12.4410	15.2140
MTB	1.7850	1.3740	9.6030	0.4130	1.3830
ROA	0.0590	0.0670	0.2290	-0.3480	0.0560
LEV	0.3750	0.1610	0.8450	0.0490	0.3660
INST	0.4010	0.2310	0.9140	0.0080	0.3830
DUL	0.3000	0.4580	1.0000	0.0000	0.0000
INDE	0.2210	0.1730	0.5710	0.0000	0.2860
BIG4	0.8900	0.3130	1.0000	0.0000	1.0000
Panel C 衰退期					
N=2,496	平均數	標準差	最大值	最小值	中位數
RM	-0.1160	0.3080	3.3040	-3.8960	-0.1240
J_BEAT	0.0820	0.2750	1.0000	0.0000	0.0000
J_MISS	0.0250	0.1570	1.0000	0.0000	0.0000
DA	0.0160	0.1730	4.5550	-2.7050	0.0140
SIZE	14.8930	1.3380	19.7730	12.4410	14.7490
MTB	1.6290	1.4650	9.6030	0.4130	1.1970
ROA	0.0040	0.1070	0.2290	-0.3480	0.0220
LEV	0.3920	0.2010	0.8450	0.0490	0.3780
INST	0.3460	0.2240	0.9140	0.0080	0.3070
DUL	0.3710	0.4830	1.0000	0.0000	0.0000
INDE	0.1990	0.1760	0.5710	0.0000	0.2730
BIG4	0.8240	0.3810	1.0000	0.0000	1.0000

註：RM 代表實質盈管的程度；J_BEAT 代表微幅超越盈餘門檻的代理變數；J_MISS 代表微幅低於盈餘門檻的代理變數；DA 代表裁決性應計數；SIZE 代表公司規模；MTB 代表市值淨值比；ROA 代表資產報酬率；LEV 代表負債比率；INST 代表機構投資人持股比率；DUL 代表董事長是否兼任總經理的代理變數；INDE 代表獨立董事比例；BIG4 代表審計品質。

(-0.018/0.014)，顯示相對於其他階段，衰退期公司會將盈餘向上操弄。

二、相關係數分析

表五列示本研究主要變數的 Pearson 和 Spearman 相關係數之分析結果。從表五可知，各階段的 J_BEAT 與 RM 顯著負相關，表示避免損失盈餘門檻的各階段公司皆會從事實質盈管，符合假說一及假說三之預期，但不符合假說二之預期。DA 與 RM 負相關，表示應計數與實質盈管正相關。

三、實質盈餘管理與生命週期的關係

表六為企業生命週期與實質盈管之實證結果。表六 Panel C 的實證結果顯示，衰退期的 J_BEAT 與 RM 顯著負相關(J_BEAT 係數為-0.0392, $p=0.007$)，支持假說一。由於衰退期公司較可能出現財務困難，所以，此一實證結果與 Healy and Palepu(1993)財務困難公司的管理當局較可能為了避免違反債務契約而進行盈餘管理的主張相符。Panel A 成長期的 J_BEAT 與 RM 之間不具顯著關係(J_BEAT 係數為-0.0076, $p=0.529$)，支持假說二。由於林美鳳等人(2008)發現企業通常會在成長期投入大量研發，而 Nagar and Radhakrishna(2017)認為成長期公司對於裁決性費用並無太大的支配空間，因此本研究的發現與上述文獻一致。Panel B 成熟期的 J_BEAT 與 RM 之間也不具顯著關係(J_BEAT 係數為-0.0060, $p=0.605$)，不支持假說三。亦即，達到避免損失盈餘門檻的衰退期公司會從事實質盈管，成長期公司不會，成熟期公司則不一定。Panel C 衰退期的 J_MISS 與 RM 顯著負相關(J_MISS 係數為-0.0576, $p=0.057$)；Panel A 成長期的 J_MISS 與 RM 不具顯著關係(J_MISS 係數為-0.0201, $p=0.3$)；Panel B 成熟期的 J_MISS 與 RM 不具顯著關係(J_MISS 係數為-0.0202, $p=0.223$)。亦即，微幅低於盈餘門檻的衰退期公司會進行實質盈管，而成長期和成熟期公司則不會。本研究因而推論，無論是微幅超越盈餘門檻或是微幅低於盈餘門檻的衰退期公司都會進行實質盈餘管理。

在表六的其他變數方面，各階段的 DA 與 RM 顯著負相關，與 Lenard et al.(2012)的論點一致，亦即內控有缺失的企業不僅會進行應計數盈管，也會進行實質盈管。Panel A 成長期與 Panel B 成熟期的 SIZE 與 RM 顯著負相關，與 Rajgopal, Venkatachalam and Jiambalvo(2002)的論點一致，規模較大的公司會因需要面對較大的資本市場與分析師的壓力而盈餘管理。Panel A 成長期與 Panel B 成熟期的 MTB 與 RM 顯著正相關，符合 Kim, Lisic and Pevzner(2010)成長機會越大的公司，越不可能盈餘管理的主張。各階段的 ROA 與 RM 顯著正相關，與 Brown, DuCharme and Larry(1995)的結論相符，當公司的資產報酬率越高，管理當局越不會採用向上盈餘管理的會計政策。各階段的 LEV 與 RM 顯著負相關，與湯麗芬、廖秀梅與李建然(2014)的研究結果一致，為了避免違反債務契約的限制條款，負債比率高的公司通常較會操弄盈餘。Panel A 成長期與 Panel B 成熟期的 INST 與 RM 顯著負相關，支持 Graves and Waddock(1990)的看法，

機構投資人的投資組合多且投資期間短，較會以短期績效衡量公司價值，因而導致管理當局短視近利。Panel A 成長期與 Panel B 成熟期的 DUL 與 RM 顯著正相關，與預期方向不符。本研究推論，這兩期公司兼任總經理的董事長可能不會只關注於短期利益，因此較不會從事實質盈管。Panel B 成熟期和 Panel C 衰退期的 INDE 與 RM 顯著正相關，符合柯承恩、陳耀宗與吳姍穎(2010)獨立董事比例越高的公司，管理當局從事盈餘管理的幅度越小的論點。各階段的 BIG4 與 RM 顯著正相關，與張文瀾(2001)高審計品質的會計師可以抑制盈餘管理的主張一致。

表五 相關係數矩陣 ^{a,b}

Panel A 成長期				
	RM	J_BEAT	J_MISS	DA
RM	1.0000	-0.1186 ***	-0.0637 ***	-0.0978 ***
J_BEAT	-0.1480 ***	1.0000	-0.0461 **	-0.0320 *
J_MISS	-0.0826 ***	-0.0462 **	1.0000	-0.0231
DA	-0.0774 ***	-0.0231 *	-0.0328 *	1.0000
Panel B 成熟期				
	RM	J_BEAT	J_MISS	DA
RM	1.0000	-0.1132 ***	-0.0689 ***	-0.0554 ***
J_BEAT	-0.1408 ***	1.0000	-0.0338 **	-0.0414 ***
J_MISS	-0.0833 ***	-0.0338 **	1.0000	-0.0330 **
DA	-0.0884 ***	-0.0443 ***	-0.0466 ***	1.0000
Panel C 衰退期				
	RM	J_BEAT	J_MISS	DA
RM	1.0000	-0.0687 ***	-0.0629 ***	-0.3304 ***
J_BEAT	-0.0640 ***	1.0000	-0.0482 ***	0.0322
J_MISS	-0.0717 ***	-0.0483 ***	1.0000	0.0292
DA	-0.2055 ***	0.0124	0.0292	1.0000

^a 左下角為 Spearman 相關係數，右上角為 Pearson 相關係數，***、**、* 分別為 1%、5%、10% 顯著水準。

^b RM 代表實質盈管的程度；J_BEAT 代表微幅超越盈餘門檻的代理變數；J_MISS 代表微幅低於盈餘門檻的代理變數；DA 代表裁決性應計數。

表六 企業生命週期與實質盈餘管理 a,b

Panel A 成長期				
變數	預期符號	係數	t 值	p 值
INTERCEPT		0.0483	0.7800	0.4330
J_BEAT	不顯著為負	-0.0076	-0.6300	0.5290
J_MISS	?	-0.0201	-1.0400	0.3000
DA	?	-0.6340 ***	-6.7300	0.0000
SIZE	?	-0.0067 *	-1.6500	0.0980
MTB	?	0.0428 ***	7.2300	0.0000
ROA	+	1.5040 ***	14.1600	0.0000
LEV	-	-0.2280 ***	-6.3900	0.0000
INST	?	-0.0702 ***	-3.2000	0.0010
DUL	-	0.0196 **	2.1400	0.0320
INDE	+	0.0390	1.4500	0.1460
BIG4	+	0.0790 ***	6.4400	0.0000
$\Sigma YEAR$		Included		
ΣIND		Included		
N		2670		
F-value		38.9100 ***		
Adj. R ²		0.4840		

Panel B 成熟期				
變數	預期符號	係數	t 值	p 值
Intercept		0.0856 **	2.0600	0.0400
J_BEAT	?	-0.0060	-0.5200	0.6050
J_MISS	?	-0.0202	-1.2200	0.2230
DA	?	-0.6610 ***	-4.6300	0.0000
SIZE	?	-0.0104 ***	-3.8600	0.0000
MTB	?	0.0467 ***	10.5200	0.0000
ROA	+	1.3790 ***	17.5900	0.0000
LEV	-	-0.1320 ***	-6.1600	0.0000
INST	?	-0.0549 ***	-3.3400	0.0010
DUL	-	0.0121 *	1.9600	0.0500
INDE	+	0.0527 ***	2.6900	0.0070
BIG4	+	0.0348 ***	4.3700	0.0000
Σ YEAR		Included		
Σ IND		Included		
N		5055		
F-value		100.8000 ***		
Adj. R ²		0.5053		
Panel C 衰退期				
變數	預期符號	係數	t 值	p 值
INTERCEPT		-0.0412	-0.5800	0.5590
J_BEAT	-	-0.0392 ***	-2.6900	0.0070
J_MISS	?	-0.0576 *	-1.9100	0.0570
DA	?	-0.7650 ***	-8.0500	0.0000
SIZE	?	-0.0008	-0.1600	0.8700
MTB	?	0.0063	0.9100	0.3650
ROA	+	0.8870 ***	12.6300	0.0000
LEV	-	-0.2150 ***	-7.5400	0.0000
INST	?	0.0151	0.5400	0.5920
DUL	-	0.0004	0.0400	0.9670
INDE	+	0.0596 *	1.8200	0.0690
BIG4	+	0.0396 ***	3.0000	0.0030
Σ YEAR		Included		
Σ IND		Included		
N		2496		
F-value		27.4800 ***		
Adj. R ²		0.3977		

a ***、**、*分別表示1%、5%、10%顯著水準。

b RM 代表實質盈管的程度；J_BEAT 代表微幅超越盈餘門檻的代理變數；J_MISS 代表微幅低於盈餘門檻的代理變數；DA 代表裁決性應計數；SIZE 代表公司規模；MTB 代表市值淨值比；ROA 代表資產報酬率；LEV 代表負債比率；INST 代表機構投資人持股比率；DUL 代表董事長是否兼任總經理的代理變數；INDE 代表獨立董事比例；BIG4 代表審計品質。

伍、結論與建議

本研究以 2009 年至 2016 年之上市櫃公司為樣本，並參考 Dickinson(2011) 的研究設計，以現金流量表資訊將樣本公司劃分成不同的生命週期，並根據 Roychowdhury(2006) 的研究設計，以綜合異常營業活動現金流量、異常生產成本以及異常裁決性費用的指標衡量實質盈管，探討達到避免損失盈餘門檻的不同生命週期公司是否會從事實質盈管。

本研究的實證結果顯示，達到避免損失盈餘門檻的衰退期公司會從事實質盈管，支持假說一。本研究推論，衰退期公司大多會面臨營業活動大幅下降且財務困難的危機，使得管理當局有動機去從事實質盈管。但是，達到避免損失盈餘門檻的成長期公司則不會從事實質盈管，支持假說二。本研究推論，由於成長期公司所發入的研發及廣告支出會有較大的效益，因此，達到避免損失盈餘門檻的成長期公司較不會進行降低裁決性費用的實質盈管，而成熟期公司的實證結果則不顯著，不支持假說三。如同陳吟愷(2004)所發現的，相較於衰退期的公司，成熟期公司較會利用裁決性應計數來操弄盈餘。也就是說，成熟期的公司不一定會從事實質盈管。但是，無論公司處於哪一個階段，當公司的資產報酬率越大或由四大事務所查核時，越能夠抑制公司的實質盈管。

避免損失是公司管理當局的主要盈餘管理動機之一，而盈餘品質是主管機關及資本市場關心的重要議題。因此，本研究關於處於不同生命週期階段且達到避免損失盈餘門檻公司是否會從事實質盈管的發現，對於不同之財務報表使用者均非常重要。就投資人而言，在檢視企業達到避免損失盈餘門檻之營業績效的同時，亦應了解該企業是處於生命週期的哪一個階段，判斷企業是否較可能進行實質盈管，並據以辨識財務報表的盈餘品質，避免因高估營業績效而作出不適當之企業評價。就主管機關而言，當企業所申報之財報顯示其已達到避免損失盈餘門檻時，宜應同時參考該企業的現金流量資訊以判斷該企業是處於哪一個生命週期階段，進而評估該企業是否有從事實質盈管的可能性，以強化其監督企業財報品質的功能。就會計師而言，實質盈管是企業管理當局藉由操縱企業的實際營業活動來進行盈餘管理。因此，基於獨立性的考量，會計師並無法抑制管理當局之實質盈管行為。然而，由於實質盈管與應計數盈管都會影響企業的盈餘品質，會計師可在客戶達到避免損失盈餘門檻時，同時以現金流量資訊判斷該客戶是處於哪一個生命週期階段，並據以推估該客戶進行實質盈管的可能性，採取額外查核程序蒐集更多證據，以提高審計品質。就管理當局而言，若企業已處於生命週期的衰退階段，理應思考透過有效之商業手段（如：開發新產品、取得外部融資、形成策略聯盟、精減部門與人員、取得專利權等）來達成公司既定的盈餘目標，而非僅透過實質盈管來美化帳面數字。最後，本研究有關處於不同生命週期的企業是否會從事實質盈管的發現，可為學術界有關實質盈管研究提供額外的實證證據。

本研究僅以綜合異常營業活動現金流量、異常生產成本以及異常裁決性費

用的指標衡量實質盈管。由於實務上還有其他實質盈管的方法可供管理當局選擇，建議後續研究者可以使用其他實質盈管的代理變數再作進一步的測試。

本研究的研究限制如下：第一，本研究參考 Dickinson(2011)以現金流量表資訊劃分企業的生命週期，但不一定能正確劃分企業的生命週期。第二，實質盈管的方式相當多元，本研究僅參考 Roychowdhury(2006)與 Cohen et al.(2008)的研究設計，並未考量其他實質盈管的方式，如出售固定資產、買回庫藏股以及改變投資計畫等。最後，本研究排除金融保險等性質特殊的產業，故研究結論可能無法適用於這些產業。

參考文獻

- 江家瑜、簡凌慧與薛敏正，2014，公司特質對應計與實質盈餘管理選擇的影響，中華會計學刊，第 10 卷第 1 期：1-32。
- 邱垂昌與洪福讚，2008，在不同企業生命週期下智慧資本與企業價值關性之研究，當代會計，第 9 卷第 2 期：201-236。
- 李永全、林秀柑與黃偉傑，2013，會計師事務所獨立性和專業能力對實質盈餘管理的影響，僑光學報，第 36 期：91-106。
- 李啟華與曾怡潔，2017，臺灣上市櫃與公開發行公司盈餘管理行為之比較，會計審計論叢，第 7 卷第 1 期：43-73。
- 林美鳳、吳琮璠與吳青松，2008，資訊科技投資與企業績效之關係—從企業生命週期論析，資訊管理學報，第 15 卷第 2 期：155-183。
- 林瑞青、卓佳慶、賴筠婷與鄭栢岳，2012，再探策略聯盟資訊內涵之研究：生命週期觀點，會計審計論叢，第 2 卷第 1 期：31-60。
- 金成隆、林修葳與邱煒恒，2005，研究發展支出與資本支出的價值攸關性：以企業生命週期論析，中山管理評論，第 13 卷第 2 期：617-643。
- 柯承恩、陳耀宗與吳姍穎，2010，董監事治理與盈餘管理之關連性研究，會計學報，第 2 卷第 2 期：25-60。
- 陳吟愷，2004，企業生命週期與盈餘管理關聯性之研究，國立中山大學企業管理研究所未出版碩士論文。
- 陳慶隆、周儀芳與王翰屏，2014，實質盈餘管理與會計資訊價值攸關性之關係—機構投資者中介角色之檢測，商管科技季刊，第 15 卷第 3 期：279-317。
- 許永聲、陳信吉與陳琬菁，2013，董事會特性與盈餘管理之選擇行為，會計評論，第 57 期：39-72。
- 許妙如，2012，以現金流量模式做為企業生命週期之代理變數研究—以我國上市公司為例，國立臺灣大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 張文瀟，2001，審計品質對上市公司盈餘管理之影響，當代會計，第 2 卷第 2 期：195-214。
- 張椿柏、王育偉與林小雯，2015，代理問題與盈餘管理：董事會監督機制之探討，財金論文叢刊，第 22 期：15-37。
- 曹壽民、連威豪與劉奕孜，2010，從企業生命週期探討應計項目常現象，會計評論，第 51 期：107-142。

- 梁立衡、林翠蓉、余惠芳與簡正昱，2017，高槓桿傳統產業公司治理對公司營運績效與融資決策影響之研究，*華人前瞻研究*，第 13 卷第 1 期：1-19。
- 湯麗芬、廖秀梅與李建然，2014，董監事暨重要職員責任保險對管理階層盈餘管理行為之影響，*經濟論文*，第 42 卷第 3 期：331-368。
- 鄭哲惠、王兼善與張嘉文，2015，現金流量資訊衡量電子業的企業生命週期之概況：兼論其對盈餘攸關性之影響，*東吳經濟商學學報*，第 91 期：61-80。
- 劉若蘭、許永聲與劉力維，2014，在不同生命週期下董事會組成特性對公司經營績效之影響，*會計評論*，第 58 期：133-165。
- 劉政准、許永聲與金凱雯，2013，企業生命週期、董事會組成特性對資訊透明度之影響，*台灣管理學刊*，第 13 卷第 1 期：73-94。
- 劉政准、陳俊合與張竹淵，2012，以企業生命週期論析盈餘及其組成持續性，*台灣管理學刊*，第 12 卷第 2 期：205-225。
- 劉俊儒與張育琳，2017，在不同企業生命週期下經營績效對高階經理團隊薪酬之影響，*當代會計*，第 18 卷第 1 期：79-120。
- Anthony, J. H., and K. Ramesh. 1992. Association between accounting performance measures and stock prices. *Journal of Accounting and Economics* 15(2-3): 203-227.
- Brown, R. M., L. DuCharme, and S. D. Larry. 1995. Stakeholders' implicit claims and accounting method choice. *Journal of Accounting and Economics* 20(3): 255-295.
- Burgstahler, D., and I. Dichev. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24(1): 99-126.
- Chi, W., L. L. Listic, and M. Pevzner. 2011. Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management? *Accounting Horizons* 25(2): 315-335.
- Cohen, D. A., A. Dey, and T. Z. Lys. 2008. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review* 83(3): 757-787.
- Cohen, D. A., and P. Zarowin. 2010. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics* 50(1): 2-19.
- Cohen, D. A., R. Mashruwala, and T. Zach. 2009. The use of advertising activities to meet earnings benchmarks evidence from monthly data. *Review of Accounting Studies* 15(4): 808-832.
- Daft, R. L. 2004. *Organization theory and design*. Mason, OH. Thomson South Western.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. Stulz. 2006. Dividend policy and the earned/contributed

- capital mix: A test of the life cycle theory. *Journal of Financial Economics* 81(2): 227-254.
- Dechow, P. M., W. Ge, and C. Schrand. 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50(2-3): 344-401.
- Dickinson, V. 2011. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review* 86(6): 1969-1994.
- Drake, K.D. 2015. Does firm life cycle inform the relation between book-tax differences and earnings persistence? Working paper. University of Arizona.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40(1-3): 3-73.
- Graves, S. A., and S. Waddock. 1990. Institutional ownership and control: Implication for long term corporate strategy. *Academy of Management Executive* 4(1): 75-83.
- Gunny, K. A. 2010. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research* 27(3): 855-888.
- Gupta, M., M. Pevzner, and C. Seethamraju. 2010. The implications of absorption cost accounting and production decisions for future firm performance and valuation. *Contemporary Accounting Research* 27(3): 889-922.
- Healy, P. M., and J. M. Wahlen. 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons* 13(4): 365-383.
- Healy, P. M., and K. G. Palepu. 1993. The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizon* 7(1): 1-11.
- Hitt, M. A., R. E. Hoskisson, R. A. Johnson, and D. D. Moesel. 1996. The market for corporate control and firm innovation. *The Academy of Management Journal* 39(5): 1084-1119.
- Kim, B., L. L. Lisic, and M. Pevzner. 2010. Debt covenant slack and real earnings management. Working Paper. American University.
- Lenard, M. J., K. A. Petruska, P. Alam, and B. Yu. 2012. Internal control weaknesses and evidence of real earnings management. Working paper. American Accounting Association annual meeting and Conference on teaching and learning in accounting. Washington. DC.

- Lynall, M. D., B. R. Golden, and A. J. Hillman. 2003. Board composition from adolescence to maturity: A multitheoretic view. *The Academy of Management Review* 28(3): 416-431.
- Moses, O. D. 1987. Income smoothing and incentives: Empirical tests using accounting changes. *The Accounting Review* 62(2): 358-377.
- Nagar, N., and K. Sen. 2017. Classification shifting: Impact of firm life cycle. *Journal of Financial Reporting and Accounting* 15(2): 180-197.
- Nagar, N., and S. Radhakrishnan. 2017. Firm life cycle and real-activity based earnings management. Working paper. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2701680>.
- Osma, B. G. 2008. Board independence and real earnings management: The case of R&D expenditure. *Corporate Governance: An International Review* 16(2): 116-131.
- Pashley, M. M., and G. C. Philipattos. 1990. Voluntary divestitures and corporate life cycle: Some empirical evidence. *Applied Economics* 22(9): 1181-1196.
- Quinn, R. E., and K. Cameron. 1983. Organizational life cycles and shifting criteria of effectiveness: Some preliminary evidence. *Management Science* 29(1): 33-51.
- Rajgopal, S., and M. Venkatachalam. 1997. The role of institutional investors in corporate governance: An empirical investigation. Working Paper. Stanford Graduate School of Business.
- Rajgopal, S., M. Venkatachalam, and J. Jiambalvo. 2002. Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. *Contemporary Accounting Research* 19(1): 117-145.
- Rink, D. R., and J. E. Swan. 1979. Product life cycle research: A literature review. *Journal of Business Research* 7(3): 219-242.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42(3): 335-370.
- Sankar, M. R., and K. R. Subramanyam. 2001. Reporting discretion and private information communication through earnings. *Journal of Accounting Research* 39(2): 365-386.
- Schipper, K. 1989. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons* 3(4): 91-102.
- Selling, T. I., and C. P. Stickney. 1989. The effects of business environment and strategy on a firm's rate of return on assets. *Financial Analysts Journal* 45(1): 43-52.

Siriviriyakul, S. 2014. Re-examining real earnings management to avoid losses. Working Paper. University of California at Berkeley.

Zang, A. Y. 2012. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrualbased earnings management. *The Accounting Review* 87(2): 675-703.

租稅改革對公司股利發放政策之影響

林嬌能*

逢甲大學

何秉彥

逢甲大學

摘要

我國於 2015 年修改兩稅合一政策，股東可扣抵稅額由全額扣抵改為減半扣抵，同時，個人綜合所得稅最高稅率級距由 40% 增加到 45%，因此造成個人股東股利稅負增加。本文探討在修改兩稅合一政策後，是否會造成企業減少發放現金股利及股票股利，但可能採取減資發放政策(庫藏股買回、現金減資)，來以達到發放股利的效果，滿足投資人的需求。另外，探討股權集中之企業是否會加強上述之效果。

研究結果顯示，企業在租稅改革後現金股利發放率增加，但未達顯著水準，股票股利發放率顯著減少，減資政策發放率顯著增加。而家族企業現金股利發放率下降幅度顯著高於非家族企業，減資政策發放率增加幅度高於非家族企業，但未達顯著水準。結果支持企業會考量股東稅負壓力，來制定股利政策之假設，尤其股票股利及減資政策方面；而家族企業確實會為了幫助家族成員減少租稅負擔而減少現金股利發放。

關鍵詞：租稅改革，發放政策，股權結構

*通訊作者：

聯絡地址：407 台中市西屯區文華路 100 號 逢甲大學會計學系副教授

電話：(04)2451-7250 轉 4232

電子信箱：gnlin@fcu.edu.tw

The Impact of Tax Reform on Payout Policy

Gai-Neng Lin

Feng Chia University

Bing-Yan He

Feng Chia University

Abstract

This paper investigates whether investor-level taxes affect corporate dividend policy. We exploit Taiwan's 2015 imputation rate cut from 100% to 50% and the highest level of personal income tax rate increased from 40% to 45%. We predict and find that after the tax reform, the stock dividend payout ratios have decreased significantly, and the payout ratios of the capital reduction policy have increased significantly. We also found that family firms cut more cash dividends than non-family firms to help family firms' members save money. The results imply that corporates make dividend policy have consider the pressure of shareholders' tax burden.

Keywords: Tax reform, Payout policy, Family firm

壹、緒論

我國於2015年修改兩稅合一政策，股東可扣抵稅額由全額扣抵改為減半扣抵，同時，個人所得稅最高稅率級距由40%增加到45%，對於個人股東所獲配股利將因此項所得稅法改革而增加股利負擔。我國此項租稅改革成為一自然的實驗設計¹(natural experiment)，使能測試個人的股利所得稅負擔提高，對企業股利政策之影響。

稅的因素會影響投資者選擇資金投入股市的最後報酬，稅是影響個人投資的一項重要因素。但是，從稅賦的角度而言，公司實際採行的股利政策如謎(puzzle)一般，在股利所得稅率高於資本利得所得稅率時，依追求股東財富極大化的前提下，公司不應發放股利，然而多數公司卻長期發放股利(Feldstein and Green 1983；Fama and French 2001；DeAngelo and DeAngelo 2004)。所以，企業股利政策是否依股東價值最大化，將股東個人稅負納入考量，是值得探究的問題。是故，本研究擬從台灣上市櫃公司面臨到稅制改革，不同股權結構(家族企業與否、個人股東持股比例)因應方式的差異性，驗證存在偏向家族企業型態者(或是個人股東持股比例高)，是否會改變股利政策，以因應稅制變動，保護大股東的財富？此項研究適足以補充考量股權結構，稅制改革對企業股利政策影響之實證研究。

其次，股利所得稅與資本利得所得稅的稅率差異會影響投資人的行為，為了減少高所得稅率股東的稅賦負擔，公司可以利用減資方式來代替發放股利。減資的方式包括彌補虧損減資、現金減資及庫藏股減資²。Miller and Scholes(1978)探討個人股東之股利所得與資本利得稅負不同的情境，會影響企業股利分配的形式。倘若租稅制度改變，企業會隨之改變股利政策，當資本利得稅率低於個人所得稅一般稅率時，股東會偏好資本利得而非現金股利。Skinner(2008)提到美國開放市場實施庫藏股後，企業執行庫藏股的家數迅速地增加，以庫藏股方式分配現金給股東已超過現金股利，其他國家也紛紛採用相同的法令。然而，以庫藏股方式分配現金給股東這種非以現金股利分配現金給股東的股利支付方式在其他市場是否一般化並不明朗，租稅系統是否可以解釋這種現象，也未獲一致的結論。Liu, Chiou and Yang(2014)研究我國上市公司2000-2010年股利發放政策，除了發放現金股利，企業也利用庫藏股買回或現金減資的方式發放公司盈餘，發現我國企業採用減資達到發放現金給股東的方式，不管是在企業發放數與發放總額都有增加的趨勢。也發現較年輕的公司會選擇執行庫藏股，而獲得掌握公司流動性與擇時護盤之彈性。成熟的公司會執行現

¹Chetty and Saez(2005)提到股利稅對股利政策與企業行為的影響效果極具爭議性，大都是難以編列租稅變數，而且完全簡便的設計模型。

²彌補虧損減資及現金減資相關規定在公司法第168條；庫藏股減資相關規定在證券交易法第28條之2，經董事會決議實施庫藏股，而其買回目的為「維護公司信用與股東權益」。

金減資，藉此調整資本結構。綜合分類，企業的發放政策分為股利支付(現金股利支付、股票股利支付)及減資方式(買回庫藏股、現金減資)，由於我國證券交易所所得免稅，此次稅法修正對採用現金股利、股票股利支付者相對不利，因此本研究將探討此次稅法修正是否會影響企業股利政策。

另外，我國企業之轉投資股利收入，按現行稅法規定不計入營利事業所得額，股利所含的股東可扣抵稅額記入企業的股東可扣抵稅額帳戶，相關股利所得稅負影響要待股利分配予個人股東時才會實現，所以企業的股權結構中如果為外國股東或機構投資人股東對此次的所得稅法修改所受影響較小或會延遲，因此，本研究預期企業股權結構中有影響力的個人股東持有比率愈高時，此次修法後改變股利支付型態的情形將較高。

影響企業股利政策的因素很多，企業是否要將股東的稅負納入股利政策考量？此仍具爭議的問題，適此我國修法之際，給予本研究難得的實證機會。Deslandes, Landry and Fortin(2017)認為股東租稅偏好對企業如何支付及分配政策是重要的影響因素，其實證結果支持加拿大在 2006 年股利稅降低，企業的股利支付率增加。在台灣針對租稅改革是否影響股利政策的相關探討，主要以兩次重大租稅改革為主，第一次，以 1998 年實施兩稅合一制度對企業股利政策之影響，發現因兩稅合一制度下有股利可扣抵稅額，故股利發放率提高(黃瑞靜、徐守德與廖四郎 2001；Chan and Lin 2017)。第二次，以 2010 年營利事業所得稅率由 25%下降到 17%，公司分配給股東的可扣抵稅額比率上限因而下降³，林靖傑(2016)實證結果證實此次租稅改革會影響公司的股利政策，降低股利發放率，但是對於股利發放率穩定的公司，則未受到影響。

在分配類別的研究上較少，Liu et al.(2014)針對我國2000~2010年上市公司的發放政策(payout policy)特別強調我國企業採用減資達到發放現金給股東的發放方式，研究發現不管在發放企業數與發放總額有逐年穩定增加的趨勢，除了發放股息，企業也利用庫藏股或現金減資發放公司盈餘。成熟公司比較不會選擇利用庫藏股替代現金股利，成熟公司較會利用現金減資，藉此調整資本結構。綜合上述研究缺口，本研究仍針對2015年我國所得稅法修改造成現金股利分配給個人之所得稅負提高現象，企業是否在2015年後降低股利分配，與是否改變發放政策，尤其本研究不同於Liu et al.(2014)的探討企業生命階段的發放政策研究⁴，本研究是探討在租稅改革下我國現有文獻較少實證資料的替代性發放政策。

我國實施兩稅合一後，國內企業的租稅優惠與獎勵投資並未明顯縮減，造

³股東可扣抵稅額比率上限，從 33.33%下降至 20.48%；另針對未分配盈餘加課 10%，故公司未分配盈餘部分的總稅負從 32.5%下降至 25.3%。

⁴雖然 Liu et al.(2014)有假設庫藏股、減資都可為股東避免所得稅，但其未考慮稅法改革可能對股東整體稅負的影響。

成稅基侵蝕⁵。其次，依賦稅署統計，台灣收入最高5%的家庭，稅率適用40%，但實際平均稅率只有20%左右，其原因之一就在於高所得家庭收入很大一塊來自於企業所配發的股息，公司所繳納17%的營所稅得以抵稅(林建甫 2013)，但在2015年兩稅合一修法後，可扣抵稅額減半，勢必會影響長期持股大股東的租稅負擔，並進而影響在兩稅合一修法前企業的股利政策。陳正芳(2013)研究當2010年起企業的營所稅率降為17%時，公司分配給股東的可扣抵稅額比率上限將自33.33%下降至20.48%，且公司不分配盈餘的總稅負從32.5%剩25.3%時，因為大股東可扣抵稅額減少，且盈餘不分配與大股東獲得股利要課40%相比，大股東會傾向將盈餘留在公司，因此推測大股東是否會利用股權影響公司，而實證結果也證實稅改政策會影響公司的股利政策，因為公司在制定股利政策時會考量股東的租稅壓力。

研究結果顯示，企業在租稅改革後整體樣本之現金股利發放率增加，未達顯著水準；股票股利發放率顯著減少；減資政策發放率顯著增加。而家族企業現金股利發放率下降幅度顯著高於非家族企業，減資政策發放率增加幅度高於非家族企業，但未達顯著水準。若將樣本分群為個人持股比率高中低三組，個人持股比率高中組之現金股利發放率呈減少之趨勢，但不顯著。本研究結果支持企業會考量股東稅負壓力，來制定股利政策之假設，尤其股票股利及減資政策方面；而家族企業確實會為了幫助家族成員減少租稅負擔而減少現金股利發放。

貳、文獻探討

一、我國兩稅合一之歷史沿革

我國自1998年起實施兩稅合一制，以避免股利所得重複課稅的爭議。我國採用之方法是在股東階段採行「完全設算扣抵法」，在兩稅合一制度實施前，營利事業所得稅率為25%，個人綜合所得稅為40%，公司及股東合計最高股利稅負為55% $[25%+(1-25%) \times 40%]$ ，兩稅合一制度實施後，公司及股東合計最高股利稅負降低為40% $(25%+100% \times 40% - 25%)$ ；於2005年開始對1998年度起，營利事業年度的盈餘未作分配者，必須加徵10%營利事業所得稅；2010年起我國營利事業所得稅稅率由原25%，大幅調降至17%。此時，公司及股東合計最高股利稅負維持為40% $(17%+100% \times 40% - 17%)$ 。

2015年起，因政府推動「財政健全方案」，實施已18年的兩稅合一完全設算扣抵制，變革為二分之一設算扣抵的兩稅合一制，同時也將個人綜合所得稅新增所得淨額超過一千萬元者適用45%的邊際稅率；而企業未分配盈餘加徵營利事業所得稅10%的規定維持不變，導致公司及股東合計最高股利稅負提高為

⁵天下雜誌公布 2011 年包括：緯創、遠東新世紀、聯電、亞洲水泥、聯發科與台塑化等企業實質稅率都低於 5%，凸顯了許多企業愈大、愈賺錢，稅率愈低的不公平現象(黃昭勇 2013)。

49.675%(17%+91.5%×45%−8.5%)。因此站在為股東節稅的角度，2014年應該要多分配股利，2015年實施後，公司會降低分配股利或進而找尋其他股利發放政策。本研究整理我國所得稅法歷年修正對股利稅負之影響如表一。1998年實施兩稅合一後股利稅負由55%下降到40%，2010年營利事業所得稅率由25%下降到17%，股利稅負總稅負40%不變，但營利所得稅之股利稅負下降，綜合所得稅股利稅負提高。2015年起股利稅負總稅負由40%提高到49.68%，主要是增加綜合所得稅負，營利事業所得稅不變。

表一 我國所得稅法歷年修正對股利稅負之影響

項目	營所稅(%)		綜合所得 稅最高邊 際稅率(%)	股利稅負(%)			
	稅率	可扣抵稅額		營所稅	綜所稅	合計 a	
施行前	1998 年以前	25	0	40	25	30	55
	1998~2009 年	25	100	40	25	15	40
施行後	2010~2014 年	17	100	40	17	23	40
	2015 年起	17	50	45	17	32.68	49.68

註：本表為自行整理

a.每項稅負是以公司及股東合計最高稅負之方式試算，假設公司會將盈餘全數分配給股東。

二、租稅對股利政策之影響

Miller and Modigliani(1961)提出股利無關理論，在完美市場假設，企業分配給股東的股利的多寡，並不會影響企業的價值或資金成本。在無個人與企業所得稅的情況下，發放股利或資本利得對股東而言並無差異。Miller and Scholes(1978)在考量有股利稅與資本利得稅的情況下，對股利與資本利得的偏好則視稅法的相關規定，倘若資本利得稅低於股東個人所得稅率的情況下，其可能比較喜歡獲得資本利得而非現金股利。Farrar and Selwyn(1967)提出的稅負偏好理論認為在股利所得稅率比資本利得稅率高的前提下，而資本利得的稅負在出售股票才會產生時，則投資人會希望公司少支付股利，將盈餘保留下來再投資產生獲利，等到未來公司股價上漲時再出售股票，可獲得較高的資本利得且又能減輕租稅負擔，能使股東價值達到最大。因此，公司不同股利政策會吸引不同稅率的投資人，亦即低所得之投資人會較偏好現金股利，而高所得之投資人會較偏好資本利得。

Graham and Kumar(2006)發現高獲利的公司不發放股利時，股價可能不僅不會下跌，反而會吸引高所得稅率的投資人來投資。相反地，低所得稅率的投資人或退休族群，就會選擇投資穩定發放高股利的公司(clientele effect)。而當政府調降股利所得稅率時，公司會提高股利的發放比例(Chetty and Saez 2005；Brown, Liang and Weisbenner 2007；Brav, Graham, Harvey and Michaely 2008)。

Halon and Hoopes(2014)以美國為例實證面對稅法修改造成2011及2013年個人所得稅負增加，有將股利提前至2010及2012年，及於2010及2012年12月額外發放股利的現象。

在美國，自1978年開放市場實施庫藏股，迅速地增加採用庫藏股，同時現金股利迅速地消失(Fama and French 2001；Grullon and Michaely 2002)，其他的國家也紛紛採用相同的庫藏股法令。這項趨勢在其他市場是否一般化或者租稅系統中的股利稅是否可以解釋現金股利消失，並未得到一致性的答案。其中，Jong, Dijk and Veld(2003)認為支付型態是依股東的行為、稅的偏好而定，若執行長有股票選擇權較不會使用現金股利；Kooli and L'Her(2010)研究加拿大1985-2003年現金股利及庫藏股是否有替代性，發現2000年的資本利得稅降低，會減少現金股利發放，增加庫藏股減資。Baker, Chang, Dutta and Saadi(2012)研究不支付股利的決策，發現現金股利及庫藏股沒有替代性，租稅並非股利政策的首要決定因素。Baker, Chang, Dutta and Saadi(2013)觀察較長的研究期間，2000年的資本利得稅減少，2001年後加拿大企業股利支付率下降，但在2006年又呈增加現象，其結論認為無法用租稅負擔來解釋企業股利支付率變動的趨勢。Chetty and Saez(2005)則以2003年美國稅收改革降低股利稅為研究對象，發現2003年租稅改革後，支付股利的公司數量開始增加，支持增加總股利支付與減稅的因果關係。

在我國針對租稅改革對股利政策之影響的相關探討，主要以兩次重大租稅改革為主，第一次，1998年實施兩稅合一制度之後，引起學術界開始實證探討我國上市櫃公司對制度實施後對於股利政策之影響。馬孝璿(1999)針對有宣告股利發放的上市、上櫃公司進行實證發現87年的股利發放率及股利額度的確較86年顯著增加。汪瑞芝與陳明進(2004)研究結果顯示，兩稅合一制度實施後，現金股利發放率較實施前增加，但原因可能是受到健全股利政策推行的影響。而股票股利發放率則較實施前減少，可能是受到股票股利緩課取消的影響。洪榮華、曾子耘與林聖傑(2006)探討兩稅合一後公司股利政策之變化。實證結果發現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。Chan and Lin(2017)探討台灣上市公司在兩稅合一制度實施後股利政策與投資行為是否改變，實證結果發現支付現金股利的家數與總現金股利支付率在兩稅合一制度後都有增加，

第二次，2010年營利事業所得稅從25%下降17%，鄧佳文(2012)實證結果顯示營所稅調降後，公司之總股利發放率及現金股利發放率均顯著減少，而股票股利僅替代部分現金股利故並未顯著提高。林靖傑與李文智(2016)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政策，亦支持未分配盈餘加徵稅額的立法目的。但股利穩定發放者，總股利發放率並未減少。陳正芳(2013)結果發現，營利事業所得稅稅率調降造成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，股利一增一減互為消長，表面上似在降低股東少分配股利的損失感，實質上則減輕了股東的租稅負擔。顯示公司在制定股利政策時，將考量股東的租稅壓力。

本研究認為我國2015年的所得稅法改革，我國企業(尤其是個人股東持股比重與股東可扣抵稅額帳戶餘額較高者)，其2014年的股利分配政策可能會受到重大的影響，主要的理由有二：其一，兩稅合一修法，對於企業分配給股東之股利實質稅負增加，例如，兩稅合一修法前，對適用綜合所得稅率最高級距40%的股東而言，其所投資企業，在公司階段，繳納營所稅為17%，若發放股利，個人股東獲配股利的綜合所得稅率負擔為23%(40%–17%=23%)。但修法後⁶，綜合所得淨額超過1千萬的個人股東的綜合所得稅率負擔為36.5%(45%–17%×1/2=36.5%)，兩稅合一修法後對這群高所得股東的綜合所得稅率大幅上升了13.5%。對於適用稅率級距較低的股東，雖然影響不若上述之大，但是，整體而言，兩稅合一修法後對股東獲配股利的稅負增加，此可能成為公司為股東規避稅負，影響其股利政策的誘因。其二，本次修正僅調整股東可扣抵稅額之計算公式，並自2015年1月1日開始施行，並未變更所得稅法第66條之6以「盈餘分配日」法律規定之稅額扣抵比率，按各股東獲配股利淨額計算其可扣抵之稅額，併同股利或盈餘分配之原則，2014年度以前所累積之股東可扣抵稅額帳戶內之餘額，若未能在2014年度發放股利，則此部分股東未來所可享的股東可扣抵稅額均將因此減半。綜合上述，本研究預期我國企業應於2014年前盡量消化完其累積的股東可扣抵稅額，否則對企業及股東整體而言，將有租稅可扣抵額部分喪失的損失，據此，若企業之股利政策是考量包括股東在內的整體利益，除非企業採取非股利支付政策，否則企業應提高2014年股利支付政策，進而降低2015年以後的現金股利支付。

推行兩稅合一制國家之稅制改革，Kaserer, Rapp and Trinchera(2011)以德國在2001年將全部設算扣抵改為半數設算扣抵之情境，與本研究相似，其結果發現，自2002年施行，因而增加了股利所得稅負，股利稅負增加後，公司支付股利的傾向與規模都減少了。Korkeamaki, Liljeblom and Pasternack(2010)以芬蘭2004年將全部設算扣抵改為部分設算扣抵之情境為研究對象，然而，該改革同時將公司所得稅率由29%調降至26%，個人所得稅率由29%調降至28%，加上股利所得有30%免稅，所以使得個人股利所得稅率約較改革前增加19.6%(70%×28%)，研究結果也是發現公司股利有減少的情形，均支持在兩稅合一制下，設算扣抵比率降低與個人股利所得稅率下降的情境下，企業均會降低現金股利發放率。

王蘭芬、張仲岳與楊麗菊(2017)的研究背景與本研究相同，都是以我國2015

⁶此次修法的配套措施，包括修正綜合所得稅稅率結構，增加所得淨額在1,000萬元以上部分，適用45%稅率規定，以達量能課稅及適度縮小貧富差距目標。

年的租稅改革為研究背景，但該研究以實施前的股利政策為研究對象，該研究實證結果發現：2013年盈餘分配(股東可扣抵稅額能全額扣抵的最後一年，實際發放時點在2014年)的每股總股利(TD)與每股現金股利(CD)，顯著高於2012年之盈餘分配(實際發放時點在2013年)，而每股股票股利(SD)雖有略減，但未達顯著水準。此研究意含，本次改革前，我國企業已對股東未來之租稅負擔增加，而提前改變股利政策。

據此本研究建立假說一如下，假說一部分主要探討 2015 年股東現金股利稅負增加，在企業考量 2015 年個人股利稅負增加的情況下，會降低股利發放率。

H1a：我國企業 2015 年租稅改革後之現金股利發放率較改革前降低。

H1b：我國企業 2015 年租稅改革後之股票股利發放率較改革前降低。

根據一鳥在手理論當企業降低股利支付率時，投資人會要求提高普通股的要求報酬率，以補償投資人承擔額外不確定的風險，因此公司應該保持較高的股利支付率，以使公司股票價值極大化。而在稅租改革後，發放股利會使個人稅負增加，因此各企業在考量後會降低股利發放率，但可以採用其他發放政策(庫藏股買回、現金減資)。企業使用庫藏股買回，股東所取得之現金屬於資本利得，而資本利得目前是免稅；企業使用現金減資，將現金退還給股東，此現金屬於股東投入成本的退回，並非所得，因此也不須課稅。由此可見，如企業使用庫藏股買回或現金減資的方式來支付股利，可降低股東的稅負，以達到發放股利的效果，滿足投資人的需求。Grullon and Michaely(2002)以美國研究對象，發現提出庫藏股之買回金額由1980年至2000年平均年成長率為26.1%，現金股利平均年成長卻僅有6.8%，庫藏股與現金股利金額之比值由1980年之13.1%升至2000年之113.1%，證實結果發現現金股利發放之下降，是因公司執行庫藏股買回之活動所造成之替代效果(substitute effect)。但DeAngelo et al.(2002)卻發現仍有前100大公司持續發放現金股利，其增加幅度為16.3%，而主張公司維持股利政策之穩定性，靈活執行庫藏股活動，將剩餘現金支付於股東。亦即公司自由資金充裕下，一方面實施庫藏股買回，另一方面亦維持穩定之股利政策，而呈現互補效果(complementary effect)。鄭桂蕙(2005)以我國實施庫藏股初期的2000年8月9日到2002年12月31日，有實施庫藏股的企業為研究對象，支持現金股利發放與庫藏股買回之間存在互補關係，另外也發現稅額扣抵比率愈高之公司，其現金股利及股票股利發放率愈高，以此支持公司將股利發放給股東會考量股東的節稅效果。Liu et al.(2014)研究我國上市公司股利發放政策，除了發放現金股利，企業也利用庫藏股買回或現金減資的方式發放公司盈餘，發現我國企業採用減資達到發放現金給股東的方式，不管是在企業發放數與發放總額都有增加的趨勢。也發現較年輕的公司會選擇執行庫藏股，而獲得掌握公司流動性與擇時護盤之彈性。成熟的公司會執行現金減資，藉此調整資

本結構。Liu et al.(2014)研究我國上市公司股利發放政策，除了發放現金股利，企業也利用庫藏股買回或現金減資的方式發放公司盈餘，發現我國企業採用減資達到發放現金給股東的方式，不管是在企業發放數與發放總額都有增加的趨勢。也發現較年輕的公司會選擇執行庫藏股，而獲得掌握公司流動性與擇時護盤之彈性。成熟的公司會執行現金減資，藉此調整資本結構。

依據林宜勉(1999)、Easterbrook(1984)、Jensen(1986)及Jong et al.(2003)之論述，指出自由現金流量愈少，公司從事現金股利支付水準會較低。而庫藏股買回係公司之重大現金流出，現金股利亦屬公司重大財務決策，當管理當局買回自家公司股票或發放現金股利，均需以現金支付，則公司資金有限下，個人股東現金股利稅負提高，企業在降低股利支付率的同時，為了穩定股東的持股將以減資股利發放政策替代。建立假說二如下：

H2：我國企業 2015 年租稅改革後之減資發放政策(庫藏股買回、現金減資)較改革前提高。

三、股權結構對股利政策之影響

因為本次的租稅改革，主要影響個人股東的稅負，因此，個人股東的利益要能影響到公司決策，必須是個人股東的持股率高或者是家族企業，使公司以大股東或家族利益為優先而重視到個人股東的利益。La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer(1999)提出大股東與小股東之間存在利益衝突，即所謂的核心代理問題。追蹤公司的所有權結構而尋出擁有最大投票權的股東(控制股東)，發現控制股東常利用金字塔結構、交叉持股及參與管理等方式來增加其對公司的控制權。而當控制股東能有效控制公司時，其決策以控制股東利益為優先，而非考量企業整體利益。家族企業在全球商業中一直扮演著相當重要的角色，不論是歐美、亞洲各國或台灣的企業組織，家族企業是普遍存在的一種組織型態。根據利益掠奪假說(entrenchment hypothesis)論點，因此家族擁有能力與動機去消費公司利益來圖利自身家族，進而產生利益掠奪。林嬌能與許彩蓮(2011)研究結果發現我國家族企業相較於非家族企業，會有更多的租稅規劃，與 Chen, Chen and Cheng(2010)以美國家族企業租稅規劃較非家族企業租稅規劃為低的結論不一致，我國家族企業業主愈會基於私利而左右公司的租稅規劃，符合 Desai and Dharmapala(2006)的利益掠奪假說。由於公司內部人承擔大量的股利稅負，故內部人在制定股利支付政策時會考量自己的納稅義務，Perez-Gonzalez(2003)，提出證據表明，個人股東持股率高的企業，資本利得稅增加，企業會選擇增加發放股利，在個人股利稅負比資本利得稅不利的情況下，內部所有權愈高的企業會更傾向庫藏股買回來代替現金股利。家族企業股權集中，相對地可享有高比例以家族成員個人財務因素為目的股利政策。是故在 2015 年的租稅改革，家族企業相較於非家族企業更容易達成共識利用降低家族企業現金股利支付

率與利用減資方式⁷來幫助家族企業成員達到個人的節稅效果。建立下列假說三：

H3a：家族企業 2015 年租稅改革後現金股利發放率下降幅度高於非家族企業。

H3b：家族企業 2015 年租稅改革後減資政策執行增加率將高於非家族企業。

參、研究方法

一、實證模型與變數定義

本研究之實證模型，以樣本公司現金股利發放率(CDROE)、股票股利發放率(SDROE)、與減資政策發放率(CR)為應變數。分兩個部份，第一部分以可扣抵稅額減半後 2015 年及 2016 年(POST)為主要研究變數，探討 2015 年租稅改革對企業各項發放政策是否產生影響，以檢驗假說 H1a 和 H1b：我國企業 2015 年租稅改革後之現金股利發放率與股票股利發放率較改革前降低；假說 H2：我國企業 2015 年租稅改革後之減資發放政策(庫藏股買回、現金減資)較改革前提高。第二部分，探討將股權控制變數(FAMILY)加入並與租稅改革年變數(POST)交乘(POST×FAMILY)，以檢測股權控制變數之效果，以驗證假說 H3a 和 H3b。實證模型如下：

$$\begin{aligned} Payout_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 POST_{i,t} + \beta_2 FAMILY_{i,t} + \beta_3 POST_{i,t} \times FAMILY_{i,t} + \beta_4 DIVP_{i,t} + \beta_5 ITC_{i,t} \\ & + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 GROW_{i,t} + \beta_8 DEBT_{i,t} + \beta_9 SIZE_{i,t} + \beta_{10} CFC_{i,t} \\ & + \beta_{11} INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

1. 變數衡量

(1) 應變數：

Payout 指企業發放政策，包括現金股利、股票股利、減資發放政策(庫藏股買回和現金減資)，分述如下：

A. 現金股利發放率(CDROE)：(每股現金股利/每股盈餘)*100%

B. 股票股利發放率(SDROE)：(每股股票股利/每股盈餘)*100%

C. 減資政策發放率(CR)：公司從事庫藏股買回之現金流出金額，僅考慮買回目的為註銷者，加上現金減資總額(非減資彌補歸虧損)除以可分配盈餘之比率。可分配盈餘是以本年度稅後淨利加以前年度未分配盈餘加前期損益調整扣除

⁷在目前的租稅改革下，對於現金股利、股票股利發放形式同樣會增加租稅負擔，現金股利為公司主要發放股利之方式，股票股利從 2001 年之後，呈趨勢性減少。

提列公積及期中股利加其他調整事項。

(2)自變數：

A.可扣抵稅稅額減半年度後虛擬變數(POST)：若為 2015~2016 年為 1，2013~2014 年為 0。

B.家族企業：(FAMILY)：林嬌能與許彩蓮(2011)必須符合(1)年底最終控制者以個人名義，或透過其所控制之(未)上市(櫃)公司、財團法人等出任之董事席次總和超過或等於年底董事會總席次 50%之樣本公司；(2)最終控制者的總持股數高於 10%時，定義為家族企業。此主要係考慮到若只計算家族企業在董事會佔的席次比率，可能會高估最終控制者在公司的投票權。

(3)控制變數：

公司特性與股利政策之相關性的實證研究中，指出許多公司特性與股利政策有一定程度的關係。公司在制定股利政策時除了會考慮相關法律的規定外，相關包括公司的獲利，公司成長所需資金、與企業舉債程度涉及到其未來融資的可能性，目前資金的寬裕性與企業過去股利發放的情況等均會影響企業的股利政策。

A.股利穩定性(DIVP)：Lintner(1956)發現，實務上公司在決定股利政策時，會考量維持一定的股利發放率，不會因為短期的現金流量變化改變股利發放率，特別是避免在調升股利後，不久的將來又要調降回來。Brav et al.(2008)的研究與 Lintner(1956)的結果類似，主要的差異在於 1950 年代公司強調維持一定的股利發放率，2000 年代多數公司則強調維持一定的股利發放金額(詹錦宏、林明薰與溫秀英 2017)。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, Khan and Ramirez 1993)。故股利發放的穩定性會影響公司的股利政策。本研究以上一期股利發放率衡量股利穩定性的代理變數。

B.稅額扣抵比率(imputation tax credit，簡稱 ITC)：依據所得稅法第 66 條之 6 規定，應以股利或盈餘之分配日，其股東可扣抵稅額帳戶餘額，占其帳載累積未分配盈餘帳戶餘額之比率，作為稅額扣抵比率；但當此比率超過稅額扣抵比率上限者，以稅額扣抵比率上限為準。兩稅合一制實施後(1998 年之後)，股票股利也已取消緩課。因而，股東個人不論是分配到現金亦或是股票股利，稅額扣抵隨同分配，其股利所含的抵稅權已分配於股票股利中，公司階段所繳納之營利事業所得稅，在股東階段，可以扣抵個人股東的綜合所得稅額，使得公司較有意願多發放股利給股東。

C.獲利能力(ROA)：公司獲利能力越高，表示未分配盈餘越高，內部資金也就越多，支付股利的能力也越高。Mitton(2004)指出高獲利能力公司，傾向於發放

股利。本研究以 $(\text{繼續營業部門純益} + \text{利息支出} \times (1 - 17\%)) / \text{平均資產總額} \times 100$ 衡量之。

D. 成長機會(GROW)：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(Brown and Sum 2010)。但因成長機會無法直接觀察，故諸多實證文獻均選取替代變數予以衡量，故本研究參考過去文獻以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)。

E. 負債比率(DEBT)：股東與債權人之間的代理問題，一般會藉由債務契約限制現金股利的發放，以防止股東藉由股利發放將財富由債權人移轉至股東(Jensen and Meckling 1976)，本研究以負債總額/資產總額 $\times 100$ 衡量之。

F. 公司規模(SIZE)：規模越大的公司，資金調配能力較其他小公司佳，發放現金股利的程度愈高。本研究以總資產取自然對數衡量之。

G. 自由現金流量(CFC)：依據林宜勉(1999)、Easterbrook(1984)、Jensen(1986)及 Jong et al.(2003)之論述，指出自由現金流量愈少，公司從事現金股利支付水準會較低。庫藏股買回係公司之重大現金流出，現金股利亦屬公司重大財務決策，當管理當局買回自家公司股票或發放現金股利，均須以現金支付，則公司資金有限下，實施庫藏股後，勢必使得現金股利支付受到影響。自由現金流量之衡量係指股利宣告前一年之自由現金流量，其自由現金流量操作定義為 $(\text{淨稅前息前折舊前之營業淨利} - \text{所得稅費用} - \text{利息費用} - \text{特別股現金股利} - \text{普通股現金股利}) / \text{資產總額}$ 。

H. 產業別(INDUSTRY)：Adedeji(1998)主張股利政策具有產業效應，亦即公司在制定股利政策時，會受到相同產業股利政策所影響。國內研究也都發現高科技電子業與其他產業的股利政策有顯著不同(黃瑞靜等 2001；陳正芳 2013)。本研究以台灣證券交易所對上市上櫃公司產業分類碼分類，加入產業虛擬變數來控制產業間之差異，其中電子業 INDUSTRY 設為 1，而非電子業 INDUSTRY 設為 0。

二、資料來源與樣本選取

本研究資料期間為 2013~2016 年，由於我國 2015 年修改兩稅合一政策，股東可扣抵稅額由全額扣抵改為減半扣抵，同時，個人所得稅最高稅率級距由 40% 增加到 45%，對於個人股東所獲配股利將因此項所得稅法改革而增加股利租稅負擔。故以比較修改兩稅合一政策之前(2013、2014 年)及之後(2015、2016 年)，我國上市櫃公司是否改變股利發放政策。研究對象為上市櫃之公司，相關樣本選擇步驟如下表二所示。為了進行公司間之比較，排除財務報表異於一般公司的金融、保險、證券產業及外國企業來台上市公司(389 筆)。資料取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)，當資料有不足或遺漏時，再搜尋公開資訊觀測站及公司

年報，如還有遺漏最後再做移除之動作(279 筆)。排除研究期間當期股利發放率為負者(103 筆)。最後為避免極端值之影響，本研究排除現金股利發放率(CDROE)、股票股利發放率(SDROE)及減資政策發放率(CR)超過平均數 3 個標準差之公司(38 筆)，總樣本數剩餘 5,532 筆。

表二 樣本個數分析表

樣本篩選步驟	樣本個數
原始變數(不包含金融保險產業)	6,341
排除第一及第二上市公司	(389)
排除遺漏值	(279)
排除當期股利發放率為負者	(103)
排除極端值(超過平均數 3 個標準差)	(38)
最終樣本個數	5,532

本研究樣本產業分布狀況，係依據台灣證券交易所上市上櫃公司產業分類碼，電子產業計有 2,904 筆，所佔比率 52.49%。其次為化學生技醫療計有 508 筆，所佔比率 9.18%及其他產業計有 466 筆，所佔比率 8.42%。

肆、實證結果

一、敘述性統計及相關係數分析

表三列出樣本各個變數的平均數、中位數、標準差、最小值及最大值。應變數中的現金股利發放率(CDROE)的平均數為 55.21%，股票股利發放率(SDROE)的平均數為 3.71%，減資政策發放率(CR)的平均數僅有 1.89%，自變數中的家族企業(FAMILY)平均數為 49.11%，與先前林嬌能與許彩蓮(2011)比較家族企業比率有明顯降低，原因如何，是未來研究可以探討之問題。控制變數中的股利穩定性(DIVP)現金股利平均數為 55.84%，股票股利為 5.50%，平均股東可扣抵稅額比率(ITC)為 13.5392%、獲利能力(ROA)為 4.5713、成長機會(GROW)為 1.7577、負債比率(DEBT)為 34.9191%、公司規模(SIZE)為 6.5873 和自由現金流量(CFC)為 0.0226。另外從各變數的平均數、中位數以及標準差來看，本研究推測樣本應無偏態之疑慮。

表四為平均數差異 t 檢定，列出樣本各個變數在租稅改革前後的平均數，利用獨立樣本 t 檢定比較租稅改革前後各種股利發放率是否顯著增加或減少。

表三 敘述性統計

樣本數(N=5,532)					
變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
CDROE	0.5521	0.5950	0.5491	0.0000	7.4615
SDROE	0.0371	0.0000	0.1346	0.0000	1.6667
CR	0.0189	0.0000	0.2776	-5.4800	11.3278
POST	0.4879	0.0000	0.4999	0.0000	1.0000
FAMILY	0.4911	0.0000	0.5000	0.0000	1.0000
DIVP-CD	0.5584	0.5556	1.5480	-40.0000	50.0000
DIVP-SD	0.0550	0.0000	0.6231	-1.8182	44.0000
ITC	13.5392	15.2000	9.9235	0.0000	48.1500
ROA	4.5713	4.9550	10.1986	-112.9200	89.1900
GROW	1.7577	1.2932	2.0336	0.0000	73.2795
DEBT	34.9191	33.8300	17.3591	0.0300	96.4700
SIZE	6.5873	6.5073	0.6078	4.3794	9.4643
CFC	0.0226	0.0284	0.1031	-3.6414	1.1117

各項變數定義：

CDROE(現金股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；SDROE(股票股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；CR(減資政策發放率)：(庫藏股買回之現金流出金額+現金減資總額)/可分配盈餘 \times 100%；POST(租稅改革變數)：虛擬變數，若為2015~2016年為1，2013~2014年為0；FAMILY(家族企業)：虛擬變數，若(1)年底最終控制者以個人名義，或透過其所控制之(未)上市(櫃)公司、財團法人等出任之董事席次總和超過或等於年底董事會總席次50%之樣本公司；(2)最終控制者的總持股數高於10%。為1，其餘為0；DIVP(股利穩定性)：以公司上一年的股利發放率作為代理變數；ITC(股東可購抵稅額比率)：以股東可扣抵稅額帳戶餘額，占其帳載累積未分配盈餘帳戶餘額之比率，作為稅額扣抵比率；ROA(獲利能力)：(繼續營業部門純益+利息支出 \times (1-17%))/平均資產總額 \times 100；GROW(成長機會)：普通股股票市值與帳面價值之比值；DEBT(負債比率)：負債總額/資產總額 \times 100；SIZE(公司規模)：總資產取自然對數；IND(產業別)：虛擬變數，以新TSE產業名分類，電子業設為1，而非電子業設為0。

現金股利發放率(CDROE)在租稅改革前平均數為53.63%，改革後平均數為56.87%，t值為2.19且達5%顯著；股票股利發放率(SDROE)在租稅改革前平均數為4.55%，改革後平均數為2.82%，t值為-4.79且達1%顯著；減資政策發放率(CR)在租稅改革前平均數為1.05%，改革後平均數為2.77%，t值為2.31且達1%顯著。除現金股利發放率外與預期不符之外，股票股利發放率在租稅改革後會減少發放，減資發放率在租稅改革後有增加發放的情形，然其確切結果，仍有賴於多變量分析。

另外自變數家族企業(FAMILY)，在租稅改革前平均數為51.99%，改革後平均數為46.09%，t值為-4.40且達1%顯著，顯示家族企業有減少之情況。控制變數方面，股東可扣抵稅額比率(ITC)，在租稅改革前平均數為12.9650%，改革後平均數為14.1420%，t值為4.42且達1%顯著，表示股東可稅額扣抵比率在租稅改革後有明顯提升的情況。公司規模(SIZE)，在租稅改革前平均數為6.5659，改革後平均數為6.6098，t值2.69且達1%顯著，表示公司規模在租稅

改革後有明顯提升的情況。

表四 平均數差異 t 檢定

	改革後 (N=2,699)	改革前 (N=2,833)	平均數差異	標準誤差	t 值
CDROE	0.5687	0.5363	0.0323	0.0148	2.19**
SDROE	0.0282	0.0455	-0.0173	0.0036	-4.79***
CR	0.0277	0.0105	0.0172	0.0075	2.31***
FAMILY	0.4609	0.5199	-0.0590	0.0134	-4.40***
DIVP- CD	0.5772	0.5406	0.0367	0.0416	0.88
DIVP- SD	0.0401	0.0692	-0.0291	0.0168	-1.74*
ITC	14.1420	12.9650	1.1769	0.2665	4.42***
ROA	4.4193	4.7161	-0.2968	0.2743	-1.08
GROW	1.7604	1.7550	0.0054	0.0547	0.10
DEBT	34.9425	34.8969	0.0456	0.4670	0.10
SIZE	6.6098	6.5659	0.0439	0.0163	2.69***
CFC	0.0205	0.0247	-0.0042	0.0028	-1.52

註：

1.變數定義請參照表三。

2.***表示達 1%顯著水準，**表示達 5%顯著水準，*表示達 10%顯著水準。

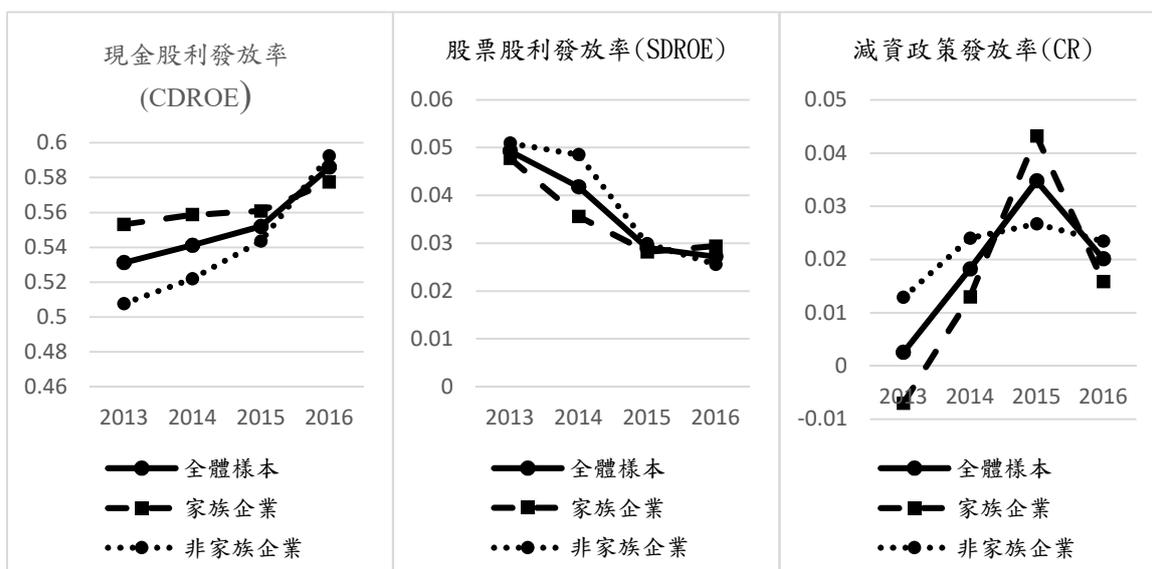


圖 1 現金股利發放率趨勢圖

圖 2 股票股利發放率趨勢圖

圖 3 減資政策發放率趨勢

圖 1、2、3 分別為現金股利發放率(CDROE)、股票股利發放率(SDROE)及減資發放率(CR)的股利發放率趨勢圖，從圖表發現，現金股利發放率 2013 為

53.13%、2014 年為 54.12%、2015 年為 55.21%及 2016 年為 58.61%，呈每年逐漸增加的趨勢，似乎沒有受到租稅改革之影響。相反的，股票股利發放率從 2013 年為 4.93%、2014 年為 4.18%、2015 年為 2.91%及 2016 年為 2.72%，呈每年逐漸減少的趨勢，而在租稅改革第一年減少幅度最大，故租稅改革會對股票股利發放率產生影響，而使公司減少股票股利的發放，最後是減資政策發放率，發現 2013 為 0.26%、2014 年為 1.83%及 2015 為 3.48%，呈每年逐漸增加的趨勢，而 2016 年為 2.02%有稍微下降，但仍比 2014 年多，可見利用減資發放政策來發放股利的情況有越來越多的趨勢。

接著本文把家族企業及非家族企業的各年度股利發放率，同樣列示在圖表 1、2、3，從圖 1 結果發現，家族企業及非家族企業現金股利發放率從 2013~2016 年皆呈現逐年增加的趨勢，但家族企業現金股利發放率增加幅度在租稅改革後比非家族企業樣本小；而在減資政策發放率方面，與全部樣本相同，家族企業與非家族企業的減資政策發放率在 2013~2015 年皆呈逐年增加，但在 2016 年稍微下降，從圖表中也發現，在租稅改革後家族企業減資發放政策的增加幅度大於非家族企業，與研究預期相符，但因股利發放率可能會因其他因素而產生不同之影響，然其確切結果，仍有賴於多元迴歸分析。

表五為本研究用皮爾森相關係數(pearson correlation)，檢定各變數間相關性。表中可看出現金股利發放率(CDROE)與 POST 呈正相關，且達 10%顯著水準，而現金股利發放率(CDROE)與 POST*FAMILY 呈正相關，然未達 10% 顯著水準，兩者皆預期方向不符。另外，現金股利發放率(CDROE) 與許多控制變數間的相關係數，與假設方向一致。例如股利穩定性(DIVP)、股東可扣抵稅額比率(ITC)、獲利能力(ROA)、公司規模(SIZE)和自由現金流量(CFC)，均呈正向顯著關係，成長機會(GROW)和負債比率(DEBT)，皆為負向關係。

股票股利發放率(SDROE)與 POST 呈負相關，且達 5%顯著水準，與預期方向相符，股票股利發放率(SDROE)與許多控制變數間的相關係數，與假設方向一致。例如股利穩定性(DIVP)、股東可扣抵稅額比率(ITC)、獲利能力(ROA)和成長機會(GROW)皆為正向關係。另外，減資發放率(CR) 與 POST 呈正相關，且達 10%顯著水準，與預期相符。由於 Pearson 相關係數只考量兩兩變數之間的關係，並未同時考量其他許多變數的影響，故本研究將進一步使用多元迴歸分析，並以其結果做為本研究的研究結論。

二、租稅改革對發放政策之影響

表六為租稅改革後對公司股利發放率迴歸分析結果。假說 1a 及 1b 主要探討在 2015 年租稅改革後股東股利稅負增加，企業在考量 2015 年個人股利稅負增加的情況下，是否會降低現金及股票股利發放率。研究結果顯示現金股利發放率(CDROE)，與主要變數 POST 之係數為正數，但未達顯著水準(t 值為 0.42)，研究結果並未支持研究假說 H1a，顯示實施租稅改革後，並未影響企業現金股

表五 相關係數分析

	CDROE	SDROE	CR	POST	FAMILY	DIVP-CD	DIVP-SD	ITC	ROA	GROW	DEBT	SIZE	CFC
CDROE	1												
SDROE	-0.095**	1											
CR	0.017	-0.014	1										
POST	0.029*	-0.064**	0.031*	1									
FAMILY	0.017	-0.010	-0.011	-0.059**	1								
DIVP-CD	0.139**	-0.009	-0.001	0.012	-0.004	1							
DIVP-SD	-0.006	0.186**	-0.004	-0.023	-0.020	0.155**	1						
ITC	0.399**	0.096**	0.042**	0.059**	0.000	0.114**	0.021	1					
ROA	0.266**	0.091**	0.016	-0.015	-0.008	0.079**	0.023	0.353**	1				
GROW	-0.008	0.011	-0.018	0.001	-0.064**	-0.010	-0.004	-0.037**	0.019	1			
DEBT	-0.109**	0.017	-0.020	0.001	0.059**	-0.069**	0.004	-0.085**	-0.133**	0.019	1		
SIZE	0.141**	-0.019	-0.014	0.036**	0.214**	0.032*	-0.007	0.090**	0.192**	-0.100**	0.212**	1	
CFC	0.132**	0.099**	0.024	-0.020	0.005	0.043**	0.021	0.260**	0.789**	-0.120**	-0.064**	0.210**	1
IND	0.016	-0.107**	-0.002	-0.011	-0.123**	0.003	-0.014	-0.047**	-0.019	-0.052**	-0.064**	-0.064**	-0.014

註：

1.各項變數定義：

CDROE(現金股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；SDROE(股票股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；CR(減資政策發放率)：(庫藏股買回之現金流出金額+現金減資總額)/可分配盈餘 \times 100%；POST(租稅改革變數)：虛擬變數，若為2015~2016年為1，2013~2014年為0；FAMILY(家族企業)：虛擬變數，若(1)年底最終控制者以個人名義，或透過其所控制之(未)上市(櫃)公司、財團法人等出任之董事席次總和超過或等於年底董事會總席次50%之樣本公司；(2)最終控制者的總持股數高於10%。為1，其餘為0；DIVP(股利穩定性)：以公司上一年度的股利發放率作為代理變數；ITC(股東可購抵稅額比率)：以股東可扣抵稅額帳戶餘額，占其帳載累積未分配盈餘帳戶餘額之比率，作為稅額扣抵比率；ROA(獲利能力)：(繼續營業部門純益+利息支出 \times (1-17%))/平均資產總額 \times 100；GROW(成長機會)：普通股股票市值與帳面價值之比值；DEBT(負債比率)：負債總額/資產總額 \times 100；SIZE(公司規模)：總資產取自然對數；IND(產業別)：虛擬變數，以新TSE產業名分類，電子業設為1，而非電子業設為0。

2.為Pearson相關係數。***表示達1%顯著水準，**表示達5%顯著水準，*表示達10%顯著水準。

表六 租稅改革對公司股利發放政策影響

	CDROE			SDROE		
	預期 方向	迴歸係數	t 值	預期 方向	迴歸係數	t 值
截距項		-0.3813	-5.08***		0.1083	5.40***
POST	-	0.0055	0.42	-	-0.0167	-4.75***
DIVP- CD	+	0.0281	6.57***			
DIVP- SD				+	0.0386	13.73***
ITC	+	0.0183	25.69***	+	0.0010	5.37***
ROA	+	0.0145	12.97***	+	0.0001	0.34
GROW	-	-0.0025	-0.74	+	0.0009	0.96
DEBT	-	-0.0024	-5.98***	-	0.0003	2.48**
SIZE	+	0.1050	9.16***	+	-0.0119	-3.88***
CFC	+	-1.0591	-9.93***	-	0.1076	3.78***
IND		0.0389	2.95***		-0.0272	-7.70***
F-Value		166.533			43.213	
P-Value		0.000			0.000	
Adj-R2		0.212			0.064	
樣本數		5,532			5,532	

註：

1.各項變數定義：

CDROE(現金股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；SDROE(股票股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；CR(減資政策發放率)：(庫藏股買回之現金流出金額+現金減資總額)/可分配盈餘 \times 100%；POST(租稅改革變數)：虛擬變數，若為2015~2016年為1，2013~2014年為0；FAMILY(家族企業)：虛擬變數，若(1)年底最終控制者以個人名義，或透過其所控制之(未)上市(櫃)公司、財團法人等出任之董事席次總和超過或等於年底董事會總席次50%之樣本公司；(2)最終控制者的總持股數高於10%。為1，其餘為0；DIVP(股利穩定性)：以公司上一年的股利發放率作為代理變數；ITC(股東可購抵稅額比率)：以股東可扣抵稅額帳戶餘額，占其帳載累積未分配盈餘帳戶餘額之比率，作為稅額扣抵比率；ROA(獲利能力)：(繼續營業部門純益+利息支出 \times (1-17%))/平均資產總額 \times 100；GROW(成長機會)：普通股股票市值與帳面價值之比值；DEBT(負債比率)：負債總額/資產總額 \times 100；SIZE(公司規模)：總資產取自然對數；IND(產業別)：虛擬變數，以新TSE產業名分類，電子業設為1，而非電子業設為0。

2.***、**、* 分別表示達到1%、5%、10%顯著水準。

利之發放。本研究推論因2017年我國開始討論兩稅合一之廢除及所得稅法修正案，若此租稅改革通過並實施，現有可扣抵稅額帳戶(ICA)餘額將不再分配、註銷不予過渡，因此在預期心理下2016年企業會提高分配現金股利，而圖1也表示2016年現金股利確實是有增加，而導致迴歸結果受到影響。其他控制變數方面，股利穩定性(DIVP)、股東可扣抵稅額比率(ITC)、獲利能力(ROA)、成長機會(GROW)、負債比率(DEBT)、公司規模(SIZE)皆與預期相符。

而股票股利發放率(SDROE)，與主要變數POST之係數為負數，且達1%

顯著水準(t 值-4.75)，故研究結果支持假說 1b，顯示實施租稅改革後，企業會減少股票股利之發放。此研究結果支持股東稅負會影響公司股利政策。其他控制變數方面，股利穩定性(DIVP)、股東可扣抵稅額比率(ITC)、獲利能力(ROA)、成長機會(GROW) 皆與預期相符。

表七為租稅改革後對公司減資發放政策迴歸分析結果，本研究假說 2 探討在租稅改革後個人股東股利稅負提高，企業在降低股利發放率的同時，為了穩定股東的持股將以減資發放政策替代，故租稅改革後減資發放政策提高。研究結果顯示減資政策發放率(CR)，與主要變數 POST 之係數為正，且達 5%顯著水準(t 值 2.21)，故研究結果支持假說 H2。顯示實施租稅改革後，企業會增加減資發放政策之發放，亦支持股東稅負會影響公司股利政策。其他控制變數方面，股東可扣抵稅額比率(ITC)、負債比率(DEBT)，與預期方向相符。

表八為租稅改革後對股利發放政策迴歸分析結果，加入家族企業變數。本研究假說三探討在租稅改革後，家族企業是否會較非家族企業更容易達成共識利用降低家族企業現金股利發放率而利用減資發放方式來幫忙家族成員達到個人節稅之效果。故預期租稅改革後家族企業現金股利發放率下降幅度高於非家族企業，而家族企業減資發放政策增加率高於非家族企業。研究結果顯示，現金股利發放率(CDROE)與 POST*FAMILY 之係數為負，且有 10%顯著水準(t 值為-1.72)，故研究結果支持假說 H3a。結果顯示租稅改革後家族企業現金股利發放率下降幅度高於非家族企業，表示家族企業確實會為了幫助家族成員減少租稅負擔而減少現金股利發放。其他控制變數方面，股利穩定性(DIVP)、股東可扣抵稅額比率(ITC)、獲利能力(ROA)、成長機會(GROW)、負債比率(DEBT)、公司規模(SIZE)皆與預期相符。而減資政策發放率(CR)方面，與 POST*FAMILY 之係數為正，與預期方向相符，但沒有達到顯著(t 值為 1.32)，研究結果並未支持研究假說 H3b。表示家族企業減資發放政策增加率並無明顯高於非家族企業，其原因可能為家族企業可能傾向直接把盈餘保留在公司裡作其他用途使用，而不使用減資發放政策發放股利。其他控制變數方面，股東可扣抵稅額比率(ITC)、負債比率(DEBT)，與預期方向相符。

表七 租稅改革後對公司減資發放政策影響

	預期方向	迴歸係數	t 值
截距項		0.0696	1.63
POST	+	0.0165	2.21**
DIVP	+	-0.0011	-0.52
ITC	+	0.0011	2.73***
ROA	+	-0.0006	-0.88
GROW		-0.0020	-1.05
DEBT	-	-0.0002	-0.99
SIZE	+	-0.0092	-1.40
CFC		0.0868	1.43
IND		-0.0018	-0.24
F-Value		2.390	
P-Value		0.011	
Adj-R2		0.002	
樣本數		5,532	

註：

1.各項變數定義：

CDROE(現金股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；SDROE(股票股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；CR(減資政策發放率)：(庫藏股買回之現金流出金額+現金減資總額)/可分配盈餘 \times 100%；POST(租稅改革變數)：虛擬變數，若為2015~2016年為1，2013~2014年為0；FAMILY(家族企業)：虛擬變數，若(1)年底最終控制者以個人名義，或透過其所控制之(未)上市(櫃)公司、財團法人等出任之董事席次總和超過或等於年底董事會總席次50%之樣本公司；(2)最終控制者的總持股數高於10%。為1，其餘為0；DIVP(股利穩定性)：以公司上一年度的股利發放率作為代理變數；ITC(股東可購抵稅額比率)：以股東可扣抵稅額帳戶餘額，占其帳載累積未分配盈餘帳戶餘額之比率，作為稅額扣抵比率；ROA(獲利能力)：(繼續營業部門純益+利息支出 \times (1-17%))/平均資產總額 \times 100；GROW(成長機會)：普通股股票市值與帳面價值之比值；DEBT(負債比率)：負債總額/資產總額 \times 100；SIZE(公司規模)：總資產取自然對數；IND(產業別)：虛擬變數，以新TSE產業名分類，電子業設為1，而非電子業設為0。

2.***、**、* 分別表示達到1%、5%、10%顯著水準。

表八 租稅改革對股利發放政策之影響-加入家族企業變數

	CDROE			CR		
	預期方向	迴歸係數	t 值	預期方向	迴歸係數	t 值
截距項		-0.3887	-5.14***		0.0721	1.67*
POST	-	0.0280	1.52	+	0.0066	0.63
FAMILY		0.0271	1.45		-0.0131	-1.23
POST*FAMILY	-	-0.0453	-1.72*	+	0.0197	1.32
DIVP	+	0.0281	6.56***		-0.0011	-0.52
ITC	+	0.0183	25.71***	+	0.0011	2.71***
ROA	+	0.0144	12.96***	+	-0.0006	-0.88
GROW	-	-0.0025	-0.76		-0.0020	-1.04
DEBT	-	-0.0024	-5.97***	-	-0.0002	-1.00
SIZE	+	0.1038	8.87***		-0.0084	-1.27
CFC	+	-1.0564	-9.91***		0.0855	1.41
IND		0.0398	2.99***		-0.0023	-0.30
F-Value		136.564			2.132	
P-Value		0.000			0.015	
Adj-R2		0.212			0.002	
樣本數		5,532			5,532	

註：

1.各項變數定義：

CDROE(現金股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘)×100%；SDROE(股票股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘)×100%；CR(減資政策發放率)：(庫藏股買回之現金流出金額+現金減資總額)/可分配盈餘×100%；POST(租稅改革變數)：虛擬變數，若為2015~2016年為1，2013~2014年為0；FAMILY(家族企業)：虛擬變數，若(1)年底最終控制者以個人名義，或透過其所控制之(未)上市(櫃)公司、財團法人等出任之董事席次總和超過或等於年底董事會總席次50%之樣本公司；(2)最終控制者的總持股數高於10%。為1，其餘為0；DIVP(股利穩定性)：以公司上一年度的股利發放率作為代理變數；ITC(股東可購抵稅額比率)：以股東可扣抵稅額帳戶餘額，占其帳載累積未分配盈餘帳戶餘額之比率，作為稅額扣抵比率；ROA(獲利能力)：(繼續營業部門純益+利息支出×(1-17%))/平均資產總額×100；GROW(成長機會)：普通股股票市值與帳面價值之比值；DEBT(負債比率)：負債總額/資產總額×100；SIZE(公司規模)：總資產取自然對數；IND(產業別)：虛擬變數，以新TSE產業名分類，電子業設為1，而非電子業設為0。

2.***、**、* 分別表示達到1%、5%、10%顯著水準。

三、敏感性分析

為了使研究結果更有一致性，本研究從下列幾個方向進行敏感性分析：

1.將股利發放率改為每股股利

本文主要使用股利支付率來做為迴歸模型的應變數，但過去文獻經常採用股利支付數來做為公司股利政策的代理變數(陳正芳 2013；王蘭芬等 2017)。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流通在外股數作為應變數，計算每股現金股利及每股股票股利，檢視租稅改革後對股利政策之

影響，重新驗證假說 1a 及 1b。迴歸結果如表九，每股現金股利與 POST 迴歸係數為正，且有 1%顯著水準，顯示在租稅改革後，企業會增加每股現金股利，與本研究預期結果不同。而每股股票股利與 POST 迴歸係數為負，且有 1%顯著水準。顯示在租稅改革後，企業會減少每股股票股利，此實證顯示支持本研究預期結果。

表九 租稅改革後對公司股利發放政策影響-以每股股利代替

	每股現金股利			每股股票股利		
	預期方向	迴歸係數	t 值	預期方向	迴歸係數	t 值
截距項		-5.3106	-16.94***		0.3894	7.40***
POST	-	0.1766	3.23***	-	-0.0448	-4.88***
DIVP-CD	+	0.0159	0.90			
DIVP-SD				+	0.0482	6.55***
ITC	+	0.0032	1.08	+	0.0000	-0.08
ROA	+	0.2023	43.69***	+	0.0086	11.06***
GROW	-	0.2999	21.66***	+	0.0088	3.77***
DEBT	-	-0.0061	-3.74***	-	0.0011	4.03***
SIZE	+	0.8464	17.71***	+	-0.0529	-6.60***
CFC	+	-11.6730	-26.36***	-	-0.0401	-0.54
IND		0.3680	6.71***		-0.0471	-5.11***
F-Value		421.874			50.472	
P-Value		0.000			0.000	
Adj-R2		0.407			0.075	
樣本數		5,532			5,532	

註：

1.各項變數定義：

CDROE(現金股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘)×100%；SDROE(股票股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘)×100%；CR(減資政策發放率)：(庫藏股買回之現金流出金額+現金減資總額)/可分配盈餘×100%；POST(租稅改革變數)：虛擬變數，若為 2015~2016 年為 1，2013~2014 年為 0；FAMILY(家族企業)：虛擬變數，若(1)年底最終控制者以個人名義，或透過其所控制之(未)上市(櫃)公司、財團法人等出任之董事席次總和超過或等於年底董事會總席次 50%之樣本公司；(2)最終控制者的總持股數高於 10%。為 1，其餘為 0；DIVP(股利穩定性)：以公司上一年度的股利發放率作為代理變數；ITC(股東可購抵稅額比率)：以股東可扣抵稅額帳戶餘額，占其帳載累積未分配盈餘帳戶餘額之比率，作為稅額扣抵比率；ROA(獲利能力)：(繼續營業部門純益+利息支出×(1-17%))/平均資產總額×100；GROW(成長機會)：普通股股票市值與帳面價值之比值；DEBT(負債比率)：負債總額/資產總額×100；SIZE(公司規模)：總資產取自然對數；IND(產業別)：虛擬變數，以新 TSE 產業名分類，電子業設為 1，而非電子業設為 0。

2.***、**、* 分別表示達到 1%、5%、10% 顯著水準。

2.個人股東持股比率

本文為加深租稅改革後對公司股利發放政策之影響，進一步將樣本以企業個人持股比率做區別，來探討個人持股比率較高的企業是否會考量到租稅改革

後股東稅負提高，而改變其股利政策，相反地，個人持股比率較低之企業，則較不會改變其股利政策。故本文將個人持股比率，以租稅改革前平均個人持股比率的高低分為三群，依次為高中低。

表十為平均數差異 t 檢定，列出個人持股比率分高中低三群，現金股利發放率(CDROE)、股票股利發放率(SDROE)和減資政策發放率(CR)比較租稅改革前後是否顯著增加或減少。現金股利發放率(CDROE)在個人持股比率高的組別中，租稅改革後現金股利發放率增加，且達 5%顯著水準，t 值為 2.40，而其餘兩組則未達顯著水準。股票股利發放率(SDROE)部分，3 個組別在租稅改革後股票股利發放率皆減少，且皆達顯著水準，t 值分別為-3.53、-2.76 及-2.17。而減資政策發放率(CR)，在個人持股比率高的組別中，租稅改革後減資政策發放率增加，且達 5%顯著水準，t 值為 2.30，而其餘兩組則未達顯著水準，顯示個人股東比率高的企業，在租稅改革後，會考量股東稅負壓力，而提高減資政策發放率，而在個人持股比率低的組裡，則未發生此情形。

圖 4、5、6 分別為現金股利發放率(CDROE)、股票股利發放率(SDROE)和減資政策發放率(CR)依個人持股比率分為高中低三群，各年度股利發放率趨勢圖，發現個人持股比率高，在租稅改革後股票股利發放率下降幅度高於其他 2 群，而減資政策發放率增加幅度也高於其他 2 群，顯示在個人持股高的企業，在租稅改革後改變其股利發放政策的幅度較大。

表十一、十二、十三為區分個人持股比率高低來探討租稅改革後對股利發放政策迴歸分析結果。在表十一研究結果顯示，在個人持股比率高和中的組別中，現金股利發放率(CDROE)與主要變數(POST)之係數皆為負數，雖與預期相符，但未達顯著水準；而在個人持股比率低的組別，現金股利發放率(CDROE)與主要變數(POST)之係數為正，一樣未達顯著水準。上述結果表示，個人持股比率高企業在租稅改革後相較於個人持股比率低的企業在現金股利發放率的變化並無明顯差異。表十二研究結果顯示，在個人持股比率高和中的組別中，股票股利發放率(SDROE)與主要變數(POST)之係數皆為負數，且達 1%顯著水準，t 值分別為-4.10 及-2.95；而在個人持股比率低的組別，股票股利發放率(SDROE)與主要變數(POST)之係數為負，但未達顯著水準。上述結果表示，個人持股比率高企業股票股利發放率在租稅改革後相較於個人持股比率低的企業，有明顯降低的情形。而在表三研究結果顯示，在個人持股比率高組別中，減資政策發放率(CR)與主要變數(POST)之係數為正，且達 5%顯著水準；在個人持股比率中的組別，減資政策發放率(CR)與主要變數(POST)之係數為正，且達 10%顯著水準；在個人持股比率低的組別，減資政策發放率(CR)與主要變數(POST)之係數為負，且未達顯著水準。上述結果表示，個人持股比率高企業減資政策發放率在租稅改革後相較於個人持股比率低的企業，有明顯增加的情形。

表十 發放政策依個人持股分群之變動

個人持股比率		改革後	改革前	平均數差異	標準誤差	t 值
高 (n=1,715)	CDROE	0.5557	0.4907	0.0650	0.0270	2.40**
	SDROE	0.0233	0.0462	-0.2296	0.0269	-3.53***
	CR	0.0313	0.0109	0.0204	0.0089	2.30**
中 (n=1,750)	CDROE	0.5850	0.5832	0.0018	0.0288	0.06
	SDROE	0.0253	0.0410	-0.0157	0.0057	-2.76***
	CR	0.0450	0.0104	0.0346	0.0210	1.65
低 (n=1,719)	CDROE	0.5649	0.5456	0.0193	0.0215	0.90
	SDROE	0.0298	0.0441	-0.0142	0.0066	-2.17**
	CR	0.0089	0.0114	-0.0024	0.0060	-0.41

註：

1.各項變數定義：

CDROE(現金股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；SDROE(股票股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；CR(減資政策發放率)：(庫藏股買回之現金流出金額+現金減資總額)/可分配盈餘 \times 100%；POST(租稅改革變數)：虛擬變數，若為2015~2016年為1，2013~2014年為0；FAMILY(家族企業)：虛擬變數，若(1)年底最終控制者以個人名義，或透過其所控制之(未)上市(櫃)公司、財團法人等出任之董事席次總和超過或等於年底董事會總席次50%之樣本公司；(2)最終控制者的總持股數高於10%。為1，其餘為0；DIVP(股利穩定性)：以公司上一年度的股利發放率作為代理變數；ITC(股東可購抵稅額比率)：以股東可扣抵稅額帳戶餘額，占其帳載累積未分配盈餘帳戶餘額之比率，作為稅額扣抵比率；ROA(獲利能力)：(繼續營業部門純益+利息支出 \times (1-17%))/平均資產總額 \times 100；GROW(成長機會)：普通股股票市值與帳面價值之比值；DEBT(負債比率)：負債總額/資產總額 \times 100；SIZE(公司規模)：總資產取自然對數；IND(產業別)：虛擬變數，以新TSE產業名分類，電子業設為1，而非電子業設為0。

2.***、**、* 分別表示達到1%、5%、10%顯著水準。

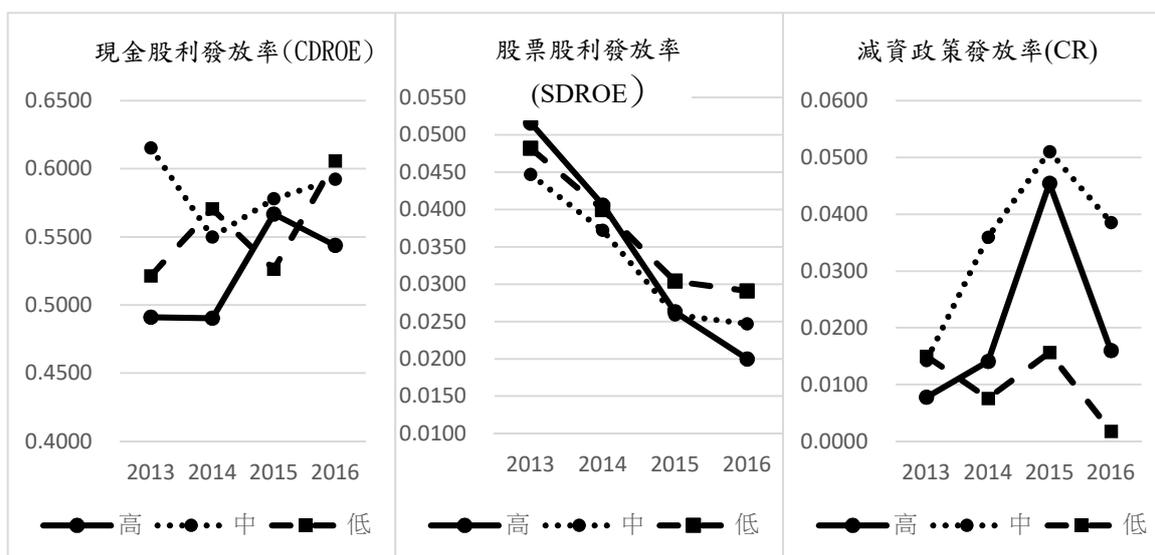


圖4 現金股利發放率趨勢圖

圖5 股票股利發放率趨勢圖

圖6 減資政策發放率趨勢圖

表十一 區分個人持股比率探討租稅改革後對現金股利發放政策之影響

	CDROE(高)		CDROE(中)		CDROE(低)	
	迴歸係數	t 值	迴歸係數	t 值	迴歸係數	t 值
截距項	-0.4822	-2.81***	-0.3179	-1.81*	-0.3074	-3.40***
POST	-0.0036	-0.15	-0.0240	-0.92	0.0085	0.47
DIVP	0.0313	3.71***	0.0699	5.34***	0.1757	11.89***
ITC	0.0203	16.25***	0.0183	12.63***	0.0147	14.93***
ROA	0.0126	6.50***	0.0215	7.67***	0.0185	11.01***
GROW	0.0024	0.48	-0.0295	-2.80***	-0.0008	-0.19
DEBT	-0.0025	-3.55***	-0.0031	-3.77***	-0.0008	-1.55
SIZE	0.1186	4.33***	0.1046	3.92***	0.0799	6.08***
CFC	-0.5820	-4.22***	-1.9184	-6.78***	-1.9443	-8.96***
IND	0.039	1.65*	0.0566	2.15**	0.0125	0.69
F-Value	72.549		45.781		89.881	
P-Value	0.000		0.000		0.000	
Adj-R2	0.273		0.187		0.318	
樣本數	1,715		1,750		1,719	

註：

1.各項變數定義：

CDROE(現金股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；SDROE(股票股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；CR(減資政策發放率)：(庫藏股買回之現金流出金額+現金減資總額)/可分配盈餘 \times 100%；POST(租稅改革變數)：虛擬變數，若為2015~2016年為1，2013~2014年為0；FAMILY(家族企業)：虛擬變數，若(1)年底最終控制者以個人名義，或透過其所控制之(未)上市(櫃)公司、財團法人等出任之董事席次總和超過或等於年底董事會總席次50%之樣本公司；(2)最終控制者的總持股數高於10%。為1，其餘為0；DIVP(股利穩定性)：以公司上一年度的股利發放率作為代理變數；ITC(股東可購抵稅額比率)：以股東可扣抵稅額帳戶餘額，占其帳載累積未分配盈餘帳戶餘額之比率，作為稅額扣抵比率；ROA(獲利能力)：(繼續營業部門純益+利息支出 \times (1-17%))/平均資產總額 \times 100；GROW(成長機會)：普通股股票市值與帳面價值之比值；DEBT(負債比率)：負債總額/資產總額 \times 100；SIZE(公司規模)：總資產取自然對數；IND(產業別)：虛擬變數，以新TSE產業名分類，電子業設為1，而非電子業設為0。

2.***、**、* 分別表示達到1%、5%、10%顯著水準。

綜合上述結果發現，個人持股比率高的企業，較會考量到股東稅負壓力，而在租稅改革後，減少股票股利發放率來減低股東稅負，且增加減資政策發放率，而在個人持股比率低的企業，在租稅改革後，較不會改變其股利發放政策。

表十二 區分個人持股比率探討租稅改革後對股票股利發放政策之影響

	SDROE(高)		SDROE(中)		SDROE(低)	
	迴歸係數	t 值	迴歸係數	t 值	迴歸係數	t 值
截距項	0.0412	0.89	0.0659	1.89***	0.0480	1.58
POST	-0.0259	-4.10***	-0.0153	-2.95***	-0.0078	-1.31
DIVP	0.1553	9.29***	0.2427	17.90***	0.3562	18.08***
ITC	0.0015	4.42***	0.0006	1.95*	0.0002	0.64
ROA	0.0004	0.79	-0.0006	-1.06	-0.0009	-1.56
GROW	0.0021	1.57	0.0027	1.29	-0.0009	-0.63
DEBT	0.0003	1.31	0.0000	-0.01	0.0002	1.33
SIZE	-0.0036	-0.49	-0.0056	-1.06	-0.0032	-0.72
CFC	0.0446	1.19	0.1467	2.62***	0.1858	2.57***
IND	-0.0175	-2.73***	-0.0212	-4.04***	-0.0256	-4.22***
F-Value	18.389		44.577		43.070	
P-Value	0.000		0.000		0.000	
Adj-R2	0.084		0.183		0.181	
樣本數	1,715		1,750		1,719	

註：

1.各項變數定義：

CDROE(現金股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；SDROE(股票股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；CR(減資政策發放率)：(庫藏股買回之現金流出金額+現金減資總額)/可分配盈餘 \times 100%；POST(租稅改革變數)：虛擬變數，若為2015~2016年為1，2013~2014年為0；FAMILY(家族企業)：虛擬變數，若(1)年底最終控制者以個人名義，或透過其所控制之(未)上市(櫃)公司、財團法人等出任之董事席次總和超過或等於年底董事會總席次50%之樣本公司；(2)最終控制者的總持股數高於10%。為1，其餘為0；DIVP(股利穩定性)：以公司上一年度的股利發放率作為代理變數；ITC(股東可購抵稅額比率)：以股東可扣抵稅額帳戶餘額，占其帳載累積未分配盈餘帳戶餘額之比率，作為稅額扣抵比率；ROA(獲利能力)：(繼續營業部門純益+利息支出 \times (1-17%))/平均資產總額 \times 100；GROW(成長機會)：普通股股票市值與帳面價值之比值；DEBT(負債比率)：負債總額/資產總額 \times 100；SIZE(公司規模)：總資產取自然對數；IND(產業別)：虛擬變數，以新TSE產業名分類，電子業設為1，而非電子業設為0。

2.***、**、* 分別表示達到1%、5%、10%顯著水準。

表十三 區分個人持股比率探討租稅改革後對減資發放政策之影響

	CR(高)		CR(中)		CR(低)	
	迴歸係數	t 值	迴歸係數	t 值	迴歸係數	t 值
截距項	-0.0858	-1.30	0.2514	1.78*	0.0524	1.72*
POST	0.0187	2.09**	0.0345	1.64*	-0.0015	-0.25
DIVP	0.0017	0.54	-0.0096	-0.91	-0.0022	-0.45
ITC	0.0003	0.54	0.0028	2.44**	0.0002	0.73
ROA	-0.0006	-0.80	-0.0019	-0.82	0.0000	-0.05
GROW	-0.0013	-0.66	-0.0088	-1.03	0.0002	0.15
DEBT	-0.0002	-0.87	-0.0003	-0.49	-0.0002	-0.95
SIZE	0.0157	1.49	-0.0363	-1.69*	-0.0057	-1.27
CFC	0.0140	0.26	0.3283	1.44	0.0952	1.30
IND	0.0081	0.90	-0.0144	-0.68	-0.0061	-0.99
F-Value	1.223		2.061		1.058	
P-Value	0.276		0.030		0.391	
Adj-R2	0.001		0.005		0.000	
樣本數	1,715		1,750		1,719	

註：

1.各項變數定義：

CDROE(現金股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；SDROE(股票股利發放率)：(每股現金股利/每股盈餘) \times 100%；CR(減資政策發放率)：(庫藏股買回之現金流出金額+現金減資總額)/可分配盈餘 \times 100%；POST(租稅改革變數)：虛擬變數，若為2015~2016年為1，2013~2014年為0；FAMILY(家族企業)：虛擬變數，若(1)年底最終控制者以個人名義，或透過其所控制之(未)上市(櫃)公司、財團法人等出任之董事席次總和超過或等於年底董事會總席次50%之樣本公司；(2)最終控制者的總持股數高於10%。為1，其餘為0；DIVP(股利穩定性)：以公司上一年度的股利發放率作為代理變數；ITC(股東可購抵稅額比率)：以股東可扣抵稅額帳戶餘額，占其帳載累積未分配盈餘帳戶餘額之比率，作為稅額扣抵比率；ROA(獲利能力)：(繼續營業部門純益+利息支出 \times (1-17%))/平均資產總額 \times 100；GROW(成長機會)：普通股股票市值與帳面價值之比值；DEBT(負債比率)：負債總額/資產總額 \times 100；SIZE(公司規模)：總資產取自然對數；IND(產業別)：虛擬變數，以新TSE產業名分類，電子業設為1，而非電子業設為0。

2.***、**、* 分別表示達到1%、5%、10%顯著水準。

伍、結論與建議

我國政府於2015年實施「財政健全方案」，修改兩稅合一政策，股東可扣抵稅額由全額扣抵改為減半扣抵，同時，個人綜合所得稅最高稅率級距由40%增加到45%，對於個人股東所獲配股利將因此項所得稅法改革而增加股利負擔。本研究主要探討在兩稅合一新制下，在股利負擔提高的情況下，企業是否藉由減少分配現金股利及股票股利，以規避股東的租稅負擔。而目前我國證券交易所所得稅停徵，對於企業實施庫藏股及減資並無特別限制之情況下，是以在2015年採行個人股利可扣抵稅額減半，不利於現金股利發放的情況下，企業是否增加實施減資發放政策為替代方案。而最後探討企業股權集中度之影響，家族企業是否會因為考量到本身之納稅義務，而影響到公司股利發放政策，使家族企業相較於非家族企業，更會減少現金股利之發放，而去增加減資發放政策。

本研究以 2013 年、2014 年(租稅改革前 2 年)及 2015 年、2016 年(租稅改革後 2 年)盈餘分配之上市上櫃公司為研究對象，利用多元迴歸分析探討前述兩稅合一新制下，股東可扣抵稅額減半對股利政策之影響。多元迴歸分析結果顯示：我國企業在租稅改革後現金股利發放率增加，但未達顯著水準，此一結果並不支持假說 H1a。至於股票股利部分，我國企業在租稅改革後股票股利發放率減少，且達 1% 顯著水準，顯示實證結果支持假說 H1b。而減資發放政策方面，我國企業在租稅改革後減資政策發放率增加，且達 5% 顯著水準此一結果支持假說二。接著探討股權結構之影響，研究結果顯示，家族企業在租稅改革後現金股利發放率下降幅度高於非家族企業，且達 10% 顯著水準，此一結果支持假說 3a，表示家族企業之股東確實會考量自身利益而去改變公司股利政策。而家族企業在租稅改革後減資政策發放率增加幅度高於非家族企業，雖於研究預期方向相同，但未達顯著水準。綜合上述結果發現，2015 年實施租稅改革後，現金股利並無顯著減少，可能原因為我國於 2017 討論兩稅合一之廢除及所得稅法修正案，在預期心理下企業提高 2016 年現金股利，而使結果受到影響；但股票股利及減資發放政策在租稅改革後，企業確實因個人股利稅負增加而改變股利政策使股票股利顯著減少，減資發放政策顯著增加。原本在租稅改革後沒有明顯影響之現金股利，在加入股權結構(家族企業)探討後，發現家族企業在租稅改革後現金股利發放率下降幅度高於非家族企業，表示企業在股權結構不同下，租稅改革會使企業產生不一樣之股利政策，則使此次租稅改革有達到企業減少現金股利發放之效果；而家族企業在租稅改革後減資政策發放率增加幅度沒有明顯高於非家族企業，可能原因為家族企業傾向直接把盈餘保留在公司裡作其他用途使用，而不使用減資發放政策發放股利。

本文結果的經濟意涵，首先，與過去兩稅合一制國家的研究結果相同，支持稅制之改變會對股利發放產生影響，尤其在股票股利及減資發放政策方面，主要發現是企業減資發放政策亦會受到稅制之改變而產生變化，透過目前證券交易所得稅停徵的情況，使用減資發放政策來規避稅負，是以前研究較少探討到的部分。另外發現租稅改革後企業股權結構的不同亦會產生不同的股利政策，這也顯示在探討股利政策時，股權結構扮演著重要的角色。

在研究限制與未來研究建議方面，稅制改變通常需要長時間觀察所產生之影響，本研究以租稅改革前後 2 年為觀察期，若能以更長期間觀察，其稅制改變評估結果將更形完整，但我國又於 2018 年通過兩稅合一的廢除及股利所得課稅制度之改革，廢除兩稅合一設算扣抵制，讓個人選擇將股利所得併入綜合所得總額課稅，按 8.5% 計算抵減稅額、上限 8 萬元，或者分開計算稅額，按單一稅率 28% 計算，並合併報繳。2018 年此次租稅改革為未來可繼續研究分析之方向。

參考文獻

- 王蘭芬、張仲岳與楊麗菊，2017，股東可扣抵稅額減半對股利政策之影響，輔仁管理評論，第 24 卷第 3 期：1-40。
- 汪瑞芝與陳明進，2004，兩稅合一制前後上市公司股利發放之實證研究，管理學報，第 21 卷第 2 期：257-277。
- 林宜勉，1999，訊號、投資機會與現金股利宣告，興大人文社會學報，第 8 期：173-211。
- 林靖傑與李文智，2016，兩稅合一制下調降營利事業所得稅率與股利發放之研究，臺大管理論叢，第 26 卷第 3 期：35-62。
- 林嬌能與許彩蓮，2011，家族企業與租稅規劃之關聯性，會計學報，第 4 卷第 1 期：23-49。
- 洪榮華、曾子耘與林聖傑，2006，從股東稅負壓力探討兩稅合一對股利政策之影響，輔仁管理評論，第 13 卷第 1 期：133-162。
- 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，第 31 卷第 6 期：134-158。
- 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，第 64 卷第 1 期：84-99。
- 黃昭勇，2013，企業賺百億 繳稅比上班族低，天下雜誌，
<https://www.cw.com.tw/index.php/article/article.action?id=5049428>。
- 黃瑞靜、徐守德與廖四郎，2001，兩稅合一對公司價值、股利政策與資本結構之影響—動態資本結構模型之應用與台灣產業的實証研究，管理評論，第 20 卷第 2 期：43-74。
- 詹錦宏、林明薰與溫秀英，2017，台灣上市公司的股利政策與企業價值，會計學報，第 7 卷第 2 期：65-94。
- 鄧佳文，2012，營利事業所得稅調降對公司股利政策之影響，成功大學會計學系碩士論文。
- 鄭桂蕙，2005，庫藏股買回對股利發放之影響，會計評論，第 41 期：77-101。
- Adedeji, A. 1998. Does the pecking order hypothesis explain the dividend payout ratios of firms in the UK? *Journal of Business Finance and Accounting* 25(9-10): 1127-1155.
- Alli, K. L., A. Q. Khan, and G. Ramirez. 1993. Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis. *The Financial Review* 28(4): 523-547.

- Baker, H., and G. Powell. 2000. Determinants of corporate dividend policy: A survey of NYSE firms. *Financial Practice and Education* 10(1): 29-40.
- Baker, H., B. Chang, S. Dutta, and S. Saadi. 2012. Why firms do not pay dividends: The Canadian experience. *Journal of Business Finance and Accounting* 39(9-10): 1330-1356.
- Baker, H., B. Chang, S. Dutta, and S. Saadi. 2013. Canadian corporate payout policy. *Journal of Managerial Finance* 9(3): 164-184.
- Baker, H., E. Veit, and G. Powell. 2001. Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms. *The Financial Review* 36(3): 19-37.
- Baker, H., S. Saadi, S. Dutta, and D. Gandhi. 2007. The perception of dividends by Canadian managers: New survey evidence. *International Journal of Managerial Finance* 3(1): 70-91.
- Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michaely. 2008. Managerial response to the may 2003 dividend tax cut. *Financial Management* 37(4): 611-624.
- Brown, J. R., N. Liang, and S. Weisbenner. 2007. Executive financial incentives and payout policy: Firm responses to the 2003 dividend tax cut. *The Journal of Finance* 62(4): 1935-1965
- Brown, K., and V. Sum. 2010. Determinants of dividend payments. *Journal of Applied Accounting and Finance* 1(1): 40-46.
- Chan, C. H., and M. H. Lin. 2017. Imputation tax system, dividend payout, and investor behavior: Evidence from the Taiwan stock exchange. *Asia Pacific Management Review* 22(3): 146-158
- Chang, R. P., and S. G. Rhee. 1990. The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. *Financial Management* 19(2): 21-31.
- Chen, S., X. Chen, Q. Cheng, and T. Shevlin. 2010. Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial and Economics* 95(1): 41-61.
- Chetty, R., and E. Saez. 2005. Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut. *The Quarterly Journal of Economics* 120(3): 791-833.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. H. Lang. 2000. The separation of ownership and control in eastern Asian corporation. *Journal of Financial Economics* 58(1-2): 81-112.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner. 2004. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics* 72(3):

425–456.

Desai, M., and D. Dharmapala. 2006. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics* 79(1): 145-179.

Deslandes, M., S. Landry, and A. Fortin. 2017. The effects of a tax dividend cut on payout policies: Canadian evidence. *International Journal of Managerial Finance* 11(1): 2-22.

Easterbrook, F. H. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74(4): 650-659.

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

Fama, E. F., and K. R. French. 2001. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60(1): 3-43.

Farrar, D. E., and L. L. Selwyn. 1967. Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Taxes Journal* 20(4): 444-454.

Feldstein, M., and J. Green. 1983. Why do companies pay dividends? *American Economic Review* 73(1): 17-30.

Gordon, M. J. 1963. Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance* 18(2): 264-272.

Graham, J. R., A. Kumar. 2006. Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors. *The Journal of Finance* 61(3): 1305-1336.

Grullon, G. and R. Michaely. 2002. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance* 57(8): 1649-1684.

Halon, M., and J. L. Hoopes. 2014. What do firms do when dividend tax rates change? An examination of alternative payout responses. *Journal of Financial Economics* 144(1): 105-124.

Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover. *American Economic Review* 76(2): 323-329.

Jensen, M., and W. Meckling. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.

Jim, H, and Q. Wang. 2008. Insiders' tax preferences and firms' choices between dividends and share repurchases. *Journal of Financial And Quantitative Analysis* 43(1): 213-244.

Jong, A. D., R. V. Dijk, and C. Veld. 2003. The dividend and share repurchase policies of

- Canadian firms: Empirical evidence based on an alternative research design. *International Review of Financial Analysis* 12(4): 349-377.
- Kaserer, C., M. S. Rapp, and O. Trinchera. 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.
- Kooli, M., and J-F. L'Her. 2010. Dividends versus share repurchases evidence from Canada: 1985-2003. *The Financial Review* 45(1): 57-81.
- Korkeamaki, T., E. Liljebloom, and D. Pasternack. 2010. Tax reform and payout policy: Do shareholder clienteles or payout policy adjust? *Journal of Corporate Finance* 16(4): 572-587.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54(2): 471-517.
- Lintner, J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46(4): 97-113.
- Liu, J. C., J. Chiou, and C. Yang. 2014. Payout policy in Taiwan: cash dividends, stock repurchases and capital reduction. *Review of Securities and Futures Markets* 26(3): 47-96.
- Miller, M. H., and F. Modigliani. 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business* 34(4): 411-433.
- Miller, M. H., and K. Rock. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance* 40(4): 1031-1051.
- Miller, M. H., and M. S. Scholes. 1978. Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics* 6(4): 333-364.
- Mitton, T. 2004. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review* 5(4): 409-426.
- Perez-Gonzalez, F. 2003. Large shareholders and dividends: Evidence from U.S. tax reforms. Working Paper. Columbia University.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 5(3): 249-259.
- Shleifer, A., and R. Vishny. 1997. A survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52(2): 737-783.

Skinner, D. J. 2008. The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 87(3): 582-609.

企業社會責任與企業價值之相互關聯性：兼論無形資產的影響

蔡秉庭

中國文化大學

王茂昌*

中國文化大學

摘要

企業社會責任已成為企業、政府的一項重要議題及執行任務，就全球企業的發展趨勢而言，展望未來投資及改善社會責任與經營策略的結合，已經是企業競爭力的重要來源。過去文獻發現企業社會責任可能透過無形資產影響企業價值，及企業社會責任與企業價值兩者之間可能互為因果關係。本文運用 2010 年至 2014 年台灣大型上市櫃公司的資料，採用聯立方程模型探討企業社會責任、企業價值與無形資產之關聯性，包括：企業社會責任與企業價值之相互關聯性，及無形資產是否會影響企業社會責任與企業價值之相互關聯性。本文實證結果發現：企業社會責任與企業價值有負向的相互關聯性，但無形資產會減緩企業社會責任與企業價值之負向相互關聯性。

關鍵詞：企業社會責任、企業價值、無形資產、聯立方程模型

*通訊作者：

聯絡地址：11114 台北市陽明山華岡路 55 號 中國文化大學會計學系教授

聯絡電話：02-28610511 轉 35534

電子信箱：wmc3@faculty.pccu.edu.tw

Interrelationship between Corporate Social Responsibility and Firm's Value: The Effect of Intangible Assets

Ping-Ting Tsai

Chinese Culture University

Mao-Chang Wang

Chinese Culture University

Abstract

Corporate social responsibility has become a crucial issue and demonstrating this responsibility an essential task for enterprises and governments. In the developmental trends of global enterprises, predicting future investment combinations and how social responsibility and business strategies can be improved has become a vital source of competitiveness among firms. Scholars have argued that corporate social responsibility affects a firm's value through its intangible assets and that causal relationships may exist between corporate social responsibility and firm value. This study used the data of listed companies in Taiwan from 2010 to 2014 to examine the relationships among corporate social responsibility, firm value, and intangible assets by using the simultaneous equations model. The interrelationship between corporate social responsibility and firm value was evaluated, and whether intangible assets affect this interrelationship was determined. The results demonstrated that corporate social responsibility and firm value were negatively interrelated, but also that intangible assets weakened this negative interrelationship.

Keywords: Corporate social responsibility, Firm's value, Intangible assets, Simultaneous equations model.

壹、前言

隨著全球化趨勢及科技進步，企業的經營策略對於在全世界各個國家的國民經濟、社會、環境、人權等方面產生了不小的衝擊，企業社會責任(corporate social responsibility)也受到越來越多的國家重視。例如2001年歐盟發表「促進歐洲企業社會責任架構綠皮書」(Green Paper: Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility)2002年聯合國高峰會發表「企業環境與社會責任(corporate environmental and social responsibility and accountability)」宣言(Getindamar and Husoy 2007)。世界永續發展委員會明確定義企業社會責任為「企業對員工及其家人、社區環境與經濟永續發展的承諾」(World Business Council for Sustainable Development [WBCSD] 2000)；不少大型企業、政府、全球性的組織及產業商會，在過去十多年來以各種不同的形式參與推動企業社會責任，企業社會責任儼然成為企業、政府及社會的一項重要議題及執行任務。

就全球企業的發展趨勢而言，展望未來投資及改善社會責任與經營策略的結合，已經是企業競爭力的重要來源(Porter and Van der Linde 1995)。哈佛商學院著名的競爭策略學者Michael Porter表示企業的經營模式逐漸受到整體社會大眾密切的關注，聯合國、綠色和平組織與其他非營利機構都持續監督，均促使企業不能只顧自身利益，而不承擔起其社會責任(廖婉鈞、林月雲與虞邦祥 2009)。制定一個成功的企業經營戰略，公司必須要意識到企業社會責任的是對企業經營的一個重要因素(Carroll and Shabana 2010；Iwu-Egwuonwu and Chibuike 2010)。企業要落實社會責任必須追求與利害關係人及社會共同創造美好的遠景，而非一味追求企業自身利益，或僅僅將社會責任單純做為建立公益形象的手段。依據資源基礎理論(resource-based theory)的主張，企業社會責任也會影響著公司的企業價值，即各企業具有不同的有形和無形的資源，這些資源可轉變成企業獨特的價值，且是難以流動且複製的，這些獨特的資源與能力是企業持久競爭優勢的源泉(Grant 1991；Wernerfelt 1984)。

近年來，肇因於雷曼兄弟(Lehman Brothers)事件所引爆之金融危機與一連串企業倒閉事件，甚至有些國家經濟遭受嚴重打擊，此一現象除使投資人普遍對資本市場信心不足外，更造成全世界的經濟蕭條與成長衰退，再者台灣企業最近陸續發生了許多問題，由企業掏空案到企業的食安問題等，均導致了民眾對於企業產生信任的問題，尤其是許多著名的企業，在此時亦爆發出一連串的不誠實事件，違背企業良心應負的社會責任，也造成相關企業因觀感不好而影響到企業之經營與存續發展。因此企業是否可以經由企業社會責任的履行，進而提升其本身的企業價值，是一重要的議題。Surroca, Tribo and Waddock(2010)使用28個國家共599家公司為研究樣本，研究結果發現企業社會責任與企業績效或價值之間並沒有直接的關係，而是無形資產具有中介的效果，即企業社會責任對無形資產的累積有正向的影響，進而對企業績效或價值產生正向的影響。故本文將運用2010年至2014年天下雜誌「天下企業公民」公布得獎之大型

上市櫃公司的資料，探討企業價值與企業社會責任之相互關聯性，及無形資產是否會影響企業價值與企業社會責任之相互關聯性。

貳、文獻探討與研究假說

企業社會責任最早係由英國學者Sheldon(1924)提出，但至目前為止，企業社會責任並沒有統一定義。聯合國、世界銀行、歐盟及企業永續發展協會等世界重要組織曾就不同角度分別提出對企業社會責任之看法，說明如下：

- 1.聯合國契約(Global Compact)：認為企業履行社會責任，應遵循「全球契約」十項原則，包括人權、勞工、環境和反腐敗四個方面。定義強調企業社會責任的內容，體現聯合國推崇的價值觀、關注重點和新目標。
- 2.世界銀行：企業社會責任是企業與關鍵利益相關方的關係、價值觀、遵紀守法以及尊重人、社區和環境有關的政策和實踐的集合，是企業為改善利益相關方的生活品質而貢獻於可持續發展的一種承諾。
- 3.歐盟：將企業社會責任的概念定義為，企業在自願的基礎上，將對社會和環境的關切整合入它們的商業營運，以及與其利害關係人的互動中。
- 4.世界企業永續發展協會：企業社會責任是企業承諾持續遵守道德規範，並且改善員工及其家庭、當地整體社區、社會的生活品質。

綜合上述，企業社會責任廣義係指企業除了努力為股東獲取最大利益之外，必須兼顧到其他利害關係人的權益，其中利害關係人包括員工、消費者、供應商、社區與環境等等。就利害關係人的觀點，企業社會責任更是企業與關係人間溝通的一種方式。有些企業家就認為他們較會與實行企業社會責任的企業合作，他們認為當外在投資者對於企業抱持著懷疑的態度時，企業社會責任就可以間接的成為正向的公司宣傳，讓投資者對企業有信心，尤其是當利益關係者對於企業產生負面反彈的影響時，企業社會責任也會形成雙方溝通的橋樑，這也是企業社會責任提倡的主要外在動機(Du, Bhattacharya and Sen 2010)。換言之，企業社會責任即當企業對其利害關係人產生影響時，則應負社會責任的觀念。故企業的責任並不只是對企業經營的績效負責，包括對企業所處環境資源、社會文化、社區經濟等需盡最大的責任。倘若企業能擔負社會責任，必定能得到社會大眾的支持，進而創造更多的利潤，提高本身之企業價值。

目前許多企業常編製企業社會責任報告或將有關該企業所實行的企業社會責任之資訊透過不同的方式揭露給社會大眾瞭解。Guthrie and Mathews(1985)將企業社會責任揭露定義為企業組織於營運環境與社會環境的交互作用下，有關其本身的財務與非財務的資訊之提供，企業常透過編製企業社會責任報告書或其他的方式公開揭露，但有些企業在當企業社會責任與企業營運發生爭議時，企業揭露其社會責任資訊僅會針對有利訊息進行報導，造成利害關係人得到錯誤的資訊，所以編製企業社會責任報告書對於企業是很重要的(鄧昇謨、

O' Donovan and Clift 2010)，這將使利害關係人更可以瞭解該企業對於社會責任的努力與貢獻。

企業社會責任的揭露方法大約分為發佈企業社會責任報告書或其他類似的報告書、揭露於年報中或於企業網站上揭露等三種主要方式，雖然企業社會責任揭露之決定因素的理論架構目前仍不清晰(Reverte 2009)，但目前無論是學術界或實務界對於企業社會責任的議題都有廣泛地討論與研究，然而迄今對於企業社會責任揭露的理論仍無一致性，主要因為過去許多文獻顯示社會與環境的相關資訊對於財務利害關係人而言，有利於其決策之制定(Blacconiere and Northcut 1997；Blacconiere and Patten 1994；Graham, Maher and Northcut 2000；Richardson and Welker 2001)，即這些文獻都以財務利害關係人的觀點來探討企業社會責任揭露，但企業社會責任所涵蓋的構面與衡量範圍大部分屬於非財務資訊，故若以財務的角度來觀之，將無法完全解釋企業社會責任揭露之整體理論架構。因此為了將此理論發展完整，之後的企業社會責任研究文獻產生了多樣的理論架構包括：利害關係人理論、社會影響假說、良好管理理論、抵換假說、資源基礎理論、閒置資源理論，相關理論說明如下：

1.利害關係人理論(stakeholder theory)

此係關於組織管理及商業道德之理論，目的在於解決企業在實行組織管理時，所面臨的道德與價值問題，Freeman(1984)指出「利害關係人」係指在某一組織裡可能影響組織之目標或可能受組織所影響之其他個體或團體，因此，企業若想永續發展且持續經營，其管理者勢必需要制定能考量各種不同利害關係人之策略。Schuler, Cording and Christmann(2006)主張企業經營過程若違反社會之期許，則利害關係人將可能因為企業之是否能實行企業社會責任，亦或依據企業實行社會責任之好壞程度，而改變其行為進而使企業之財務績效受到影響。因此，有揭露企業社會責任資訊的企業將會比沒有揭露企業社會責任資訊的企業擁有較低之維持利害關係人成本，亦即有揭露企業社會責任資訊之企業的財務績效應較高。

2.社會影響假說(social impact hypothesis)

Cornell and Shapiro(1987)主張企業若有較高之社會績效將產生較高之企業財務績效，企業若未達到各種非股東之期許，將會增加企業之成本而降低財務績效，反之若企業藉由執行企業社會責任而提高企業聲譽，將可降低前述之風險並且取得相關主管機關的信任與支持，進而使企業在資本市場上之吸引力增加並吸引更多投資，故滿足不同非股東之需求將可提升企業之財務績效，進而提升企業價值。Preston and O' Bannon(1997)指出若企業能滿足各主要利害關係人如消費者、內部員工)的需求，將可提高企業聲望且對企業之財務績效有正向之影響；但如未達到各主要利害關係人之期許將對企業之財務績效產生負向之影響。故企業有良好之社會績效將導致企業提升其財務績效，並進一步的增

加其企業價值。

3. 良好管理理論(good management theory)

企業欲達成良好之社會績效與良好之財務績效皆需具備管理技能及策略，且企業社會績效與其良好之管理習慣之間係高度相關(Anderson and Frankle 1980; Frooman 1997; Ullmann 1985; Waddock and Graves 1997)。Freeman(1984)主張若企業提高其在企業社會責任領域之專注力時，則將可增加與各主要利害關係人之關係，進而能進一步使企業整體績效提高。Waddock and Graves(1997)認為企業若與內部員工之間建立良好之關係，則將使企業將可提升員工的士氣、生產力及向心力，進而提升企業之財務績效；而良好之社群關係，如公益團體等等將可能刺激地方政府對企業提供優惠政策，例如增加所得稅減免額或放寬法律規範程度，因此，將可使企業降低營運成本並提升競爭力，得以促使其務績效提升。

4. 抵換假說(trade-off hypothesis)

抵換假說主張企業若要實行社會責任必須先想盡辦法增加獲利，即認為企業社會責任之績效應涵蓋財務成本。Becchetti, Ciciretti and Hasan(2007)；Aupperle, Carroll and Hatfield(1985)主張企業若從事社會責任活動(例如，環境保護、慈善及社區發展等)將會使企業之資金必須分配至其他資源，因此，企業實踐社會責任之同時將會增加其財務成本，削減其競爭優勢進而使其財務績效降低。

5. 資源基礎理論(resource-based theory)

主張企業社會責任也會影響著公司的企業價值，即各企業具有不同的有形和無形的資源，這些資源可轉變成企業獨特的價值，且是難以流動且複製的，這些獨特的資源與能力是企業永續競爭優勢的源泉(Grant 1991；Wernerfelt 1984)。

6. 閒置資源理論(slack resources theory)

主張較好的財務績效的企業將會提高閒置資源的可利用性，並給予企業投資在社會責任領域的機會，例如：社區關係、員工關係、或環境等。如果閒置資源是可以利用的，則將這些閒置資源分配到企業社會責任領域上，將會產生較好的企業社會責任績效。Waddock and Graves(1997)指出有財務問題的企業沒有多餘的能力去做企業社會責任的相關活動。

Porter and Kramer(2006)提出企業社會責任的策略應納入企業價值做為策略規劃的一部分，即企業社會責任必需與公司核心競爭力結合。近年來，企業社會責任的觀念愈受到學術界的重視，有很多研究聚焦於企業社會責任與企業財務績效之間的關係(林怡君 2007；李秀英、劉俊儒與楊筱翎 2011；池祥萱、池祥麟與梁綺玲 2016；張幸惠 2018；Becchetti et al. 2007；Dkhili and Ansi

2012)。張幸惠(2018)以台灣證券交易所發行的企業社會責任指數：台灣就業99指數，探討強調就業創造的企業社會責任與企業價值之關係，研究結果顯示企業社會責任與企業價值之關係不顯著。池祥萱等(2016)以美國企業為研究樣本，檢視公司管理當局對於不同利害關係人所實行的企業社會責任活動對企業績效的影響，實證結果顯示公司從事企業社會責任活動會增進公司經營績效。Becchetti et al.(2007)指出企業在員工、社區關係、環境保護與公司治理等作為大部分是為了移轉經營焦點的非利潤極大化行為，故從事這些增加成本的社會責任行為對經營績效及企業價值是不利的。綜上，實證及理論的文獻並沒有定論企業社會責任及企業價值之間的關聯性究竟是正向、負向或無關，學者們認為可能的原因為不同的變數衡量、模型遺漏變數、因果關係尚未明確所致。

林怡君(2007)以歐洲地區的銀行業為研究對象，使用聯立方程模型檢視企業社會績效與企業財務績效兩者之間的因果關係。實證結果發現，以資產報酬率衡量財務績效時，銀行業的社會績效與財務績效之間互為正向因果關係，當歐洲的銀行業在善盡社會責任時，對其財務績效有正向的影響，代表當他們承擔企業社會責任時，可能改善與利害關係人的關係，提高其財務績效。以股票報酬率衡量財務績效時，銀行業的社會績效與財務績效之間互為反向因果關係，當歐洲的銀行業在善盡社會責任時，對其財務績效有負向的影響，代表當他們承擔企業社會責任時，可能導致經營成本增加，競爭優勢降低，以及財務績效的下降；其次，當歐洲的銀行業有較佳(較差)的財務績效時，其善盡社會責任的程度會減少(增加)，代表他們在財務績效較差時，可能會透過善盡社會責任的作法，以掩飾其不佳的財務績效。此外，過往文獻多將企業社會責任及企業價值分別視為各自獨立的變項，甚或歸屬於外生變數而非企業可決定之內生變數(張幸惠 2018；池祥萱等 2016；李秀英等 2011)。若逕以外生變數視之或獨立加以估計，除了使實證結果具內生性(endogeneity)疑慮，更易產生偏誤與不一致的錯誤估計係數，故一般咸信，此二變數皆同時由企業特性變數所共同決定並相互影響，不可逕行歸屬於外生變數或內生變數以及視為個別獨立變項估算，故宜採用聯立方程模型進行研究(曾昭玲與周小玲 2007)。本文擬探討企業社會責任與企業價值的相互關聯性，進而提出本文的假說一。

H1：企業社會責任與企業價值有相互關聯性。

在企業公佈的資產負債表中，無形資產漸漸成為財務報表組成的重要部分(Lhaopadchan 2010)。Galbraith(1969)認為無形資產是運用腦力的行為，而不單是知識和純粹的智力，並提出無形資產同時可用來解釋造成企業市場價值與帳面價值間的差距。許多研究在探討企業社會責任和企業價值或財務績效之間的關係，但是這關係還尚未得到無可爭議的研究結果(Griffin and Mahon 1997；McWilliams and Siegel 2000)，很有可能是有缺點的變數衡量問題或因果關係尚未明確，因此加入更多變數在研究模型理，透過中介變數來分析企業社會責任

與企業價值之間的關聯性(Surroca et al. 2010)。

Luo and Bhattacharya(2006)探討企業社會責任與無形資產的關係，研究發現企業對於企業社會責任的策略，會影響其無形資產的表現。Konar and Cohen(2001)以美國S&P 500指數的公司為樣本，研究發現不良環境績效與公司的無形資產價值呈負相關，且合法排放的有毒化學品對上市公司的無形資產價值有重大影響，有毒化學品排放量減少10%導致市場價值增加3400萬美元。Waddock and Graves(1997)探討企業社會責任績效與財務績效之關係，以良好管理理論及閒置資源理論來解釋二者的正向相關。綜上本文推論，企業社會責任的投資提高了無形資產，間接導致有更高或更低的財務績效來影響企業價值，進而以無形資產的再投資來提高或降低企業社會責任，如此形成了循環作用；即企業社會責任與企業價值的聯結中，因為無形資產(包括:遞延退休金成本、土地使用權淨額、商譽淨額、特許權、其他無形資產淨額等)可產生其經濟效益，即無形資產會影響企業社會責任與企業價值的相互關聯性，故在企業社會責任與企業價值之間無形資產係扮演著中介的角色。本文採用聯立方程模型進一步驗證，無形資產是否影響企業社會責任與企業價值之相互關聯性，故提出本文假說二：

H2：無形資產會影響企業社會責任與企業價值之相互關聯性。

參、研究方法

一、研究變數定義

1.研究變數

(1)企業社會責任績效(CSR)

《天下雜誌》在2007年開始辦理「天下企業公民」調查，由具公信力與社會聲望各界專家，每個企業依公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等四大構面的指標來評比企業社會責任，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。每個構面以1到10分評分，然後平均得到總分，評選出年度「天下企業公民」(天下雜誌 2014)。本文定義企業社會責任績效(CSR)為：《天下雜誌》所公布「天下企業公民」的企業之總分。

(2)企業價值(MV)

以市價的自然對數作為企業價值的代理變數。

市價=當年度期末收盤價(元)×期末流通在外股數。

企業價值(MV)定義為：當年度期末收盤價(元)×期末流通在外股數，然後再取自然對數。

(3)無形資產(INTANG)

無形資產係指無實體形式的非貨幣性資產，符合下列三項條件：A.具有可辨認性。B.可被企業控制。C.具有未來經濟效益。

本文定義無形資產(INTANG)為： $(\text{遞延退休金成本} + \text{土地使用權淨額} + \text{商譽淨額} + \text{特許權} + \text{其他無形資產淨額}) \div \text{期末總資產} \times 100\%$ 。

無形資產的定義係採財務會計準則的定義而得，這是從財務報表可得知係較具客觀性及可靠性的資料，但可能未包括一般認知上較具主觀性或攸關性的無形資產內容。

2.控制變數

(1)研究發展費用率(RD)

Morck, Shleifer and Vishny(1988)及McConnell and Servaes(1990)提到由於公司的研究發展支出或費用愈高，表示公司投資在有助於增進公司未來績效的無形資產上愈多，未來愈具有成長潛力使得該企業價值提高。本文定義研究發展費用率(RD)為： $\text{研究發展費用} \div \text{營業收入淨額} \times 100\%$ 。

(2)資產報酬率(ROA)

衡量企業經營績效的變數，可用以會計為基礎的衡量指標，如資產報酬率。本文定義資產報酬率(ROA)為： $\text{企業稅前息前淨利} \div \text{平均總資產} \times 100\%$ 。

(3)公司規模(LNASSET)

不同規模之公司，其價值可能也會不同，公司規模是影響公司績效的重要因素(Demsetz and Villalonga 2001)。本文定義公司規模(LNASSET)為：公司的期末總資產取自然對數。

(4)負債比率(DEBT)

Morck et al.(1988)提到公司的負債比率為公司的財務風險，會對公司的績效產生影響。負債比率低，表示企業資本結構較健全，對債權人的保障越大，因此也造成較高的企業價值。本文定義負債比率(DEBT)為： $\text{期末負債} \div \text{期末總資產} \times 100\%$ 。

(5)成立年數(AGE)

成立年數較長的企業，獲利相對穩定，聲譽也較高。Calantone, Cavusgil and Zhao(2002)認為成立年數較長的公司，相較於年數短的公司，較能有效率地反應市場資訊，且能有較佳的企業績效。本文定義成立年數(AGE)為：截至得獎前一年度止，該公司已設立的年度，即公司得獎前一年度減公司設立年度。

(6)營收成長(SALESG)

公司的營收成長愈高，代表公司處於一個相對成長的產業或是未來的市場佔有率將愈高，愈能鞏固其競爭地位與提升經營績效，故公司的營收成長會影

響績效(Luo and Hachiya 2005; Mak and Kusnadi 2005)。本文定義營收成長(SALES_{SG})為：(營業收入淨額－去年同期營業收入淨額)除以去年同期營業收入淨額。

二、研究樣本

本文研究構想始於2015年初，研究期間設定為最近五個年度為2010年至2014年，且以積極建構及執行「企業公民」概念的大型企業為研究對象，故選用天下雜誌「天下企業公民」得獎之大型企業為研究樣本。原始樣本取自天下雜誌「天下企業公民」公布得獎之大型企業資料共150筆，企業社會責任績效資料取自天下雜誌所公布之分數，其餘變數資料取自台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal)，並剔除非上市櫃公司及資料不完整者共30筆，最後得到樣本數為120筆。

三、實證模型

聯立方程模型的建立是以經濟理論為基礎，以檢視多個變數之間的相互關係。在聯立方程模型中，由於一個方程的應變數又是另一個方程的自變數，從而使得模型中各方程之間是聯立的，而並非是獨立的。由於企業社會責任與企業價值之間可能會有內生性問題，即企業社會責任會影響企業價值，而企業價值也會影響企業社會責任，故存在聯立的關係。本文運用聯立方程模型(Simultaneous Equations Model)來設定實證模型。

$$MV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{i,t} + \alpha_2 CSR_{i,t} * INTANG_{i,t} + \alpha_3 RD_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 LNASSET_{i,t} + \alpha_6 DEBT_{i,t} + \alpha_7 AGE_{i,t} + \alpha_8 SALES_{SG_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$CSR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MV_{i,t} + \beta_2 MV_{i,t} * INTANG_{i,t} + \beta_3 RD_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LNASSET_{i,t} + \beta_6 DEBT_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 SALES_{SG_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

實證模型中，MV為企業價值，CSR為企業社會責任績效，CSR*INTANG為企業社會責任績效與無形資產的交乘項，MV*INTANG為企業價值與無形資產的交乘項，RD為研究發展費用，ROA為資產報酬率，LNASSET為資產總額，DEBT為負債比率，AGE為成立年數，SALES_{SG}為營收成長率。實證模型未放入單獨的無形資產(INTANG)變數是為了避免其主效果的可能影響。

肆、實證分析

一、敘述性統計

樣本之敘述性統計量如表一所示。表一顯示在應變數方面，企業價值(MV)平均數為24.687，標準差為1.765；企業社會責任績效(CSR)平均數為7.748，標準差為0.865；無形資產(INTANG)平均數為13.625，標準差為2.743；企業價值*無形資產(MV*INTANG)平均數為339.860，標準差為85.617；企業社會責任績

效*無形資產(CSR*INTANG)平均數為106.351，標準差為27.748；研究發展費用(RD)平均數為3.088，標準差為4.654；資產報酬率(ROA)平均數為10.909，標準差為9.286；資產總額(LNASSET) 平均數為25.205，標準差為2.033；負債比率(DEBT)平均數為48.532，標準差為23.628；成立年數(AGE)平均數為28.308，標準差為14.725；營收成長率(SALESG)平均數為6.686，標準差為18.120。從表1的結果我們可以發現別企業因產業不同、經營型態及財務結構不同，而使各個變數產生差異。

表一 敘述性統計量

變數	N	平均值	標準差	最小值	最大值
MV	120	24.687	1.765	20.542	28.927
CSR	120	7.748	0.865	5.860	9.450
INTANG	120	13.625	2.743	6.780	19.500
MV*INTANG	120	339.860	85.617	151.058	480
CSR*INTANG	120	106.351	27.748	39.196	184.242
RD(%)	120	3.088	4.465	0	21.130
ROA(%)	119	10.909	9.286	-8.760	44.570
LNASSET	120	25.205	2.033	20.74319	29.452
DEBT(%)	120	48.532	23.628	8.620	95.650
AGE	120	28.308	14.725	6	65
SALESG(%)	120	6.686	18.120	-55.390	50.300

註：MV 為企業價值；CSR 為企業社會責任績效；INTANG 為無形資產；CSR*INTANG 為企業社會責任績效與無形資產的交乘項；MV*INTANG 為企業價值與無形資產的交乘項；RD 為研究發展費用；ROA 為資產報酬率；LNASSET 為資產總額；DEBT 為負債比率；AGE 為成立年數；SALESG 為營收成長率。

二、相關性分析

本文在進行迴歸分析之前，先利用皮爾森(Pearson)相關係數檢測兩個變數間之相關程度及方向，以了解變數之間的相關性程度。由表二得知，企業價值(MV)與企業社會責任績效(CSR)達顯著正向相關，說明了企業社會責任績效較好，對於企業價值有良好的影響。企業價值(MV)與無形資產(INTANG)達顯著正向相關，說明了企業無形資產越高，則企業價值也越高。企業價值(MV)與企

業社會責任績效*無形資產(CSR*INTANG)達顯著正向相關，表示企業社會責任績效及無形資產的相乘效果越高，可以為企業價值帶來正向的提升及影響。在控制變數部份，企業價值(MV)與資產報酬成長率(ROA)、負債比率(DEBT)、營收成長率(SALESG)、資產總額(LNASSET)等變數分別為顯著正向相關；而企業價值(MV)與研究發展費用(RD)為顯著負向相關。

企業社會責任績效(CSR)與無形資產(INTANG)達顯著正向相關，說明了企業無形資產越高，則企業社會責任績效表現越好。企業社會責任績效(CSR)與企業價值*無形資產(MV*INTANG)達顯著正向相關，顯示當企業價值與無形資產的相乘效果越高，則可驅動企業達成較佳的企業社會責任績效(CSR)。在控制變數部份，企業社會責任績效(CSR)與資產報酬成長率(ROA)、資產總額(LNASSET)等變數分別為顯著正向相關；而企業社會責任績效(CSR)與成立年數(AGE)為顯著負向相關。

三、聯立方程模型分析

本文之聯立方程模型迴歸分析結果彙整如表三。由實證結果得知，各個研究模式之調整後R2約達0.8390及0.8532；各個自變數的VIF值小於10，依Greene(2008)之建議，各個自變數間的共線性問題應不嚴重。故本文的聯立方程模型在探討企業社會責任、無形資產與企業價值之關聯性方面可獲得有效的解釋。表三顯示聯立方程模型迴歸結果CSR與MV為負向相互關聯性，與表二顯示CSR與MV為顯著正相關的方向不同，由於聯立方程模型的迴歸分析CSR與MV的迴歸係數，會受到無形資產交乘項及控制變數的影響，而相關係數係僅為探討CSR與MV兩變數的關係，故聯立方程模型迴歸分析應較相關性分析為嚴謹，故本文做結論時係以聯立方程模型的結果為主。由表3聯立方程模型實證結果得知，企業社會責任績效(CSR)的迴歸係數為-0.3873(t-value為-3.0243，且達1%顯著水準)，企業價值(MV)的迴歸係數為-5.1884(t-value為-2.1930，且達5%顯著水準)；即企業社會責任績效對企業價值有負向影響；且企業價值對企業社會責任績效也有負向影響，所以企業社會責任績效與企業價值有負向的相互關聯性；故本文實證結果支持假說1：企業社會責任與企業價值有相互關聯性。

企業社會責任績效與無形資產的交乘項(CSR*INTANG)的迴歸係數為0.0125(t-value為2.4087，且達5%顯著水準)，企業價值與無形資產的交乘項(MV*INTANG)的迴歸係數為0.0194(t-value為1.7280，且達10%顯著水準)；即企業社會責任績效與無形資產的交乘項，對企業價值有正向影響；且企業價值與無形資產的交乘項，對企業社會責任績效也有正向影響，所以無形資產會減緩企業價值與企業社會責任之負向相互關聯性；故本文實證結果支持研究假說2：

表二 相關性分析表

	MV	CSR	INTANG	MV*INTAN	CSR*INTAN	RD	ROA	DEBT	SALES	AGE	LNASSE
MV	1										
CSR	0.421***	1									
INTANG	0.726***	0.335***	1								
MV*INTANG	0.649***	0.383***	0.978***	1							
CSR*INTAN	0.534***	0.682***	0.912***	0.815***	1						
RD	0.286***	0.025	-0.266***	-0.279***	-0.189**	1					
ROA	0.103**	0.209**	0.017	0.054	0.105	0.145	1				
DEBT	0.284***	0.007	0.350***	0.336***	0.259***	-0.542***	-0.445***	1			
SALES	0.062**	0.092	0.033	-0.004	-0.028**	0.083	0.216***	-0.101	1		
AGE	-0.072	-0.199**	-0.095	-0.110	-0.169*	-0.124	-0.137	-0.126	0.179*	1	
LNASSET	0.736***	0.313***	0.653***	0.714***	0.711***	-0.391***	-0.266***	0.643***	-0.051	-	1

註：
 1.MV 為企業價值；CSR 為企業社會責任績效；INTANG 為無形資產；CSR*INTANG 為企業社會責任績效與無形資產的交乘項；MV*INTANG 為企業價值與無形資產的交乘項；RD 為研究發展費用；ROA 為資產報酬率；LNASSET 為資產總額；DEBT 為負債比率；AGE 為成立年數；SALEG 為營收成長率。
 2.***：達 1%顯著水準；**：達 5%顯著水準；*：達 10%顯著水準。

表三 聯立方程模型迴歸分析結果

自變數	應變數：MV		自變數	應變數：CSR	
	係數	t 統計值		係數	t 統計值
常數	4.6296	2.8367***	常數	22.3075	1.9860**
CSR	-0.3873	-3.0243***	MV	-5.1884	-2.1930**
CSR*INTANG	0.0125	2.4087**	MV*INTANG	0.0194	1.7280*
RD	-0.0047	-0.2447	RD	-0.0232	-0.2456
ROA	0.0515	5.6896***	ROA	0.2525	2.1490**
LNASSET	0.8844	13.5820***	LNASSET	4.3489	2.2400**
DEBT	-0.0243	-5.2789***	DEBT	-0.1185	-2.1439**
AGE	0.0037	0.7299	AGE	0.0195	0.7068
SALESG	-0.0029	-0.7034	SALESG	-0.0145	-0.6682
sample	120		Sample	120	
Adj-R ²	0.8390		Adj-R ²	0.8532	

註：

1.MV 為企業價值；CSR 為企業社會責任績效；CSR*INTANG 為企業社會責任績效與無形資產的交乘項；MV*INTANG 為企業價值與無形資產的交乘項；RD 為研究發展費用；ROA 為資產報酬率；LNASSET 為資產總額；DEBT 為負債比率；AGE 為成立年數；SALESG 為營收成長率。

2.***：達 1%顯著水準；**：達 5%顯著水準；*：達 10%顯著水準。

無形資產會影響企業社會責任與企業價值之相互關聯性。

在控制變數的部分，資產報酬率(ROA)、資產總額(LNASSET)分別與企業價值(MV)及企業社會責任績效(CSR)呈現正向顯著關係。負債比率(DEBT)與企業價值(MV)及企業社會責任績效(CSR)呈現負向顯著關係。研究發展費用(RD)、成立年數(AGE)、營收成長率(SALESG)分別與企業價值(MV)及企業社會責任績效(CSR)並無顯著的關係。實證結果顯示資產報酬率越高及資產總額越高則有助於提升企業價值及履行企業社會責任。負債比率越低也有助於提升企業價值及履行企業社會責任。

綜上，本文實證結果發現企業社會責任與企業價值有負向的相互關聯性，

但無形資產會減緩企業價值與企業社會責任之負向相互關聯性；本文推論可能部分公司盲目從事與本身核心事業無關的社會責任活動，導致該活動對於企業自身的產品或服務所創造的回饋效果並不明顯，降低企業經營績效及企業價值，這也會使企業價值高的企業不願意投入企業社會責任的活動。但如果企業擁有較多的無形資產，或履行社會責任活動能為企業創造無形的資產，則可以減緩企業社會責任與企業價值之負向相互關聯性。

伍、結論與建議

世界永續發展委員會明確定義 企業社會責任是「企業對員工及其家人、社區環境與經濟永續發展的承諾」。很多大型企業、政府、全球性的組織及產業的組織等，在過去十多年來以各種不同的形式參與推動企業社會責任，企業社會責任儼然成為企業、政府及社會的一項重要議題及執行任務。就全球企業的發展趨勢而言，展望未來投資及改善社會責任與經營策略的結合，已經是企業競爭力的重要來源。哈佛商學院著名的競爭策略學者Michael Porter在2007年提到，企業的經營模式逐漸受到整體社會大眾密切的關注，聯合國、綠色和平組織與其他非營利機構都持續監督，均促使企業不能只顧自身利益而不承擔社會責任。企業在制訂經營策略時必須要體認到企業社會責任是企業經營的一個重要關鍵因素，企業在落實社會責任時，也為利害關係人及社會共同創造美好的遠景，故企業社會責任與企業價值兩者之間可能有互為因果關係。過去文獻發現企業社會責任對無形資產的累積有正向的影響，進而對企業績效或價值產生正向或反向的影響，故無形資產可能會影響企業社會責任與企業價值之相互關聯性。

本文運用2010~2014年天下雜誌「天下企業公民」所公布之大型上市櫃公司的資料，採用聯立方程模型探討企業社會責任、無形資產與企業價值之關聯性，包括：企業社會責任與企業價值之相互關聯性，及無形資產是否會影響企業社會責任與企業價值之相互關聯性。本文實證結果發現：企業社會責任與企業價值有負向的相互關聯性，但無形資產會減緩企業社會責任與企業價值之負向相互關聯性；本文推論可能部分公司盲目從事與本身核心事業無關的社會責任活動，導致該活動對於企業自身的產品或服務所創造的回饋效果並不明顯，並降低企業經營績效及企業價值，這也會使得企業價值高的企業不願意投入企業社會責任的活動。但如果企業擁有較多的無形資產，或履行社會責任活動能為企業創造無形資產，則可以減緩企業社會責任與企業價值之負向相互關聯性；即在推動社會責任之企業，應該於無形資產、研發創新方面更加投入，方可提升其企業的價值。

本文研究貢獻建議企業在履行社會責任時，應避免落入善盡社會責任卻增加經營成本與降低競爭優勢的負面效果，且可以將企業資源策略性的分配於社會責任的履行，以創造企業的無形資產，並提升企業的價值；對資本市場的貢獻方面，可供資本市場參與者於進行企業價值評估時，需考量無形資產及企業

社會責任之參考依據；對主管機關的貢獻方面，可供無形資產、研發創新及建構企業社會責任資訊揭露等相關政策或規範的審酌參考。

本文僅以天下雜誌「天下企業公民」公布得獎之大型上市櫃公司進行研究，其係邀請或企業自主報名參賽，可能無法代表台灣整體企業，故可能存在自我選擇的問題，且不同年度衡量及評分基準可能不一致，為本文的研究限制。建議未來可聚焦於台灣整體企業、不同產業的差異等，進行相關研究。

參考文獻

- 天下雜誌，2014，天下企業公民 [線上資料] ，
<http://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>。
- 池祥萱、池祥麟與梁綺羚，2016，企業社會責任之策略性分析，管理評論，第35卷第1期：21-45。
- 李秀英、劉俊儒與楊筱翎，2011，企業社會責任與公司績效之關聯性，東海管理評論，第13卷第1期：77-111。
- 林怡君，2007，企業社會績效與企業財務績效關聯性之分析—以道瓊 STOXX 永續性指數為例，台北大學合作經濟學系研究所未出版之碩士論文。
- 曾昭玲與周小玲，2007，企業成長機會之於融資政策及股利政策影響之多期性研究，東吳經濟商學學報，第57期：47-77。
- 張幸惠，2018，企業社會責任與企業價值—以台灣就業 99 指數為例，評價學報，第12期：31-56。
- 廖婉鈞、林月雲與虞邦祥，2009，知覺組織利害關係人重要程度與組織績效之關係：企業責任作為之中介效果，管理學報，第26卷第2期：213-232。
- 鄧昇謨、G. O' Donovan 與 R. Clift，2010，台灣企業之社會責任報導：提供增額資訊或進行管理捕捉？，會計理論與實務研討會論文集，台北：淡江大學。
- Anderson, J. C., and A. W. Frankle. 1980. Voluntary social reporting: An Iso-Beta portfolio analysis. *Accounting Review* 55(3): 467-479.
- Aupperle, K. E., A. B. Carroll, and J. D. Hatfield. 1985. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal* 28(2): 446-463.
- Becchetti, L., R. Ciciretti, and I. Hasan. 2007. Corporate social responsibility and shareholder's value: An event study analysis. Working Paper. Federal reserve bank of Atlanta.
- Blacconiere, W. G., and D. M. Patten. 1994. Environmental disclosures, regulatory costs and changes in firm value. *Journal of Accounting and Economics* 18(3): 357-377.
- Blacconiere, W., and D. Northcut. 1997. Environmental information and market reaction to environmental legislation. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 12(2): 149-178.

- Calantone, R. J., S. T. Cavusgil, and Y. Zhao. 2002. Learning orientation, firm innovation capability, and firm performance. *Industrial Marketing Management* 31(6): 515-524.
- Carroll, A. B., and K. M. Shabana. 2010. The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice. *International Journal of Management Reviews* 12(1): 85-105.
- Cornell, B., and A. Shapiro. 1987. Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial Management* 16(1): 5-14.
- Demsetz, H., and B. Villalonga. 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7(3): 209-233.
- Dkhili, H., and H. Ansi. 2012. The link between corporate social responsibility and financial performance: The case of Tunisian companies. *Journal of Organizational Knowledge Management* 2(4): 20-12.
- Du, S., C. B. Bhattacharya, and S. Sen. 2010. Maximizing business returns to corporate social responsibility (CSR): The role of CSR communication. *International Journal of Management Reviews* 12(1): 8-19.
- Freeman, R. E. 1984. *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston. Pitman Publishing.
- Frooman, J. 1997. Socially irresponsible and illegal behavior and shareholder wealth. *Business & Society* 36(3): 221-249.
- Galbraith, J. K. 1969. *The new industrial state*. Princeton, N.J. Princeton University Press.
- Getindamar, D., and K. Husoy. 2007. Corporate social responsibility practices and environmentally responsible behavior: The case of the United Nations Global Compact. *Journal of Business Ethics* 76(2): 163-176.
- Graham, A., J. J. Maher, and W. D. Northcut. 2001. Environmental liability information and bond ratings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 16(2): 93-116.
- Grant, R. M. 1991. The resource-based theory of competitive advantage: Implications for strategy formulation. *California Management Review* 33(3): 114-135.
- Greene, W. H. 2008. *Econometric analysis*. Upper Saddle River, N.J. Prentice Hall Publishing.
- Griffin, J. J., and J. F. Mahon. 1997. The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business and Society* 36(5): 5-31.

- Guthrie, J. E., and M. R. Mathews. 1985. Corporate social accounting in Australasia. *Corporate Social Performance and Policy* 7(27): 251-277.
- Iwu-Egwuonwu, D., and R. Chibuike. 2010. Does corporate social responsibility(CSR) impact on firm performance? A literature evidence. Working Paper. Nigeria. University of Abuja.
- Konar, S., and M. A. Cohen. 2001. Does the market value environmental performance? *The Review of Economics and Statistics* 83(2): 281-289.
- Lhaopadchan, S. 2010. Fair value accounting and intangible assets: Goodwill impairment and managerial choice. *Journal of Financial Regulation and Compliance* 18(2): 120-130.
- Luo, X., and C. B. Bhattacharya. 2006. Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing* 70(4): 1-18.
- Luo, Q., and T. Hachiya. 2005. Corporate governance, cash holdings, and firm value: Evidence from Japan. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies* 8(4): 613-636.
- Mak, Y. T., and Y. Kusnadi. 2005. Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal* 13(3): 301-318.
- McConnell, J. J., and H. Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics* 27(2): 595-612.
- McWilliams, A., and D. Siegel. 2000. Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal* 21: 603-609.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. (1988). Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers. Chicago. University of Chicago Press.
- Porter, M. E., and M. R. Kramer. 2006. Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review* 84(12): 78-92.
- Porter, M. E., and C. Van der Linde. 1995. Green and competitive. *Harvard Business Review* 73(5):120-134.
- Preston, L. E., and P. O'Bannon. 1997. The corporate social-financial performance relationship. *Business and Society* 36(4): 419-429.
- Reverte, C. 2009. Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by

Spanish listed firms. *Journal of Business Ethics* 88: 351–366.

Richardson, A., and M. Welker. 2001. Social disclosure, financial disclosures and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society* 26(7): 597-616.

Schuler, D., M. Cording, and P. Christmann. 2006. Fair trade: An ethical alternative or just another marketing gimmick? The Society for Business Ethics Annual Conference.

Sheldon, O. 1924. *The philosophy of management*. N.Y. Routledge.

Surroca, J., J. A. Tribo, and S. Waddock. 2010. Corporate social responsibility and financial performance: the Role of intangible resources. *Strategic Management Journal* 31(5): 463-490.

Ullmann, A. A. 1985. Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. firms. *Academy of Management Review* 10(3): 540-557.

Waddock, S. A., and S. B. Graves. 1997. The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal* 18(4): 303-319.

Wernerfelt, B. 1984. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal* 5(1): 171-180.

WBCSD. 2000. *WBCSD CSR report 2000*. WBCSD.

會計與公司治理

徵稿規則

1. 論文以中英文撰寫皆可。
2. 中文摘要以350字、英文摘要以200字為限，關鍵詞不超過5個。
3. 論文包括封面頁、摘要頁、正文、註釋、附錄及參考文獻，並請依序編入頁碼。作者姓名及相關資訊只能出現於首頁。
4. 封面頁請包括中英文論文名稱、作者姓名、服務機構名稱。並附上聯絡地址、電話、傳真及E-mail。
5. 論文編撰格式請參照本刊「論文編撰格式說明」。
6. 論文將由兩位專家學者匿名評審。
7. 恕不接受已發表或已投其他國內外期刊之論文。來稿經本刊發表後，作者須同意非專屬授權予出版單位做下述利用：
 - (1)以紙本或是數位方式出版。
 - (2)進行數位化典藏、重製、透過網路公開傳輸、授權用戶下載、列印、瀏覽等資料庫銷售或提供服務之行為。
 - (3)再授權國家圖書館或其他資料庫業者將本論文納入資料庫中提供服務。
 - (4)為符合各資料庫之系統需求，並得進行格式之變更。
8. 本期刊為半年刊，每年6月及12月出刊。
9. 來稿請以電子郵件將論文全文(word檔及pdf檔)以附檔方式寄送至 jacg@mail.fcu.edu.tw (主旨標註：投稿會計與公司治理期刊論文<篇名>)
10. 論文被接受後，須按本刊之編排格式排版，並將論文檔案寄回。
11. 來稿發表後由本刊贈期刊一份及抽印本五份。
12. 「會計與公司治理」聯絡人：陳鵬年先生

電話：04-24517250 轉4207

傳真：04-24516885

E-mail：jacg@mail.fcu.edu.tw

網址：<http://jacg.rd.fcu.edu.tw>

JOURNAL OF ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE

Submission Guide

1. Manuscripts can be written either in English or in Chinese.
2. Manuscripts should include an abstract of about 200 words (in English) or 350 words (in Chinese) and up to five key words.
3. Manuscripts should include cover page, abstract page, subject, footnote, appendix, and reference. All pages should be numbered consecutively. To assure anonymous review, authors should not identify themselves directly or indirectly in the papers (except the cover page).
4. The cover page of the manuscript should contain the following information : (1) the title; (2) name(s) and institutional affiliation(s); (3) the address, phone and fax numbers, and e-mail address of the author to whom correspondence should be addressed.
5. The Chinese manuscript should follow the preparation guidelines of this journal, and the English manuscript should follow the preparation guidelines of *The Accounting Review* (published by the American Accounting Association).
6. Manuscripts will be reviewed by two anonymous professional scholars.
7. Manuscripts currently under consideration by another journal or publisher should not be submitted. If the manuscripts being accepted by the JOURNAL OF ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE, hereinafter referred to as the PUBLISHER, the Author hereby grants a non-exclusive license to the PUBLISHER to :
 - I. publish the ARTICLE by paper or digital format;
 - II. digital archive, reproduce, transmit publicly by Internet, or authorize users to download, print, browse, or conduct other sales or service providing of database;
 - III. grant National Central Library or other database providers a sublicense to collect the ARTICLE, for the purpose of service providing, in its database;
 - IV. change the format of the ARTICLE to meet the system requirement of each database.
8. The journal is published semiannually in June and December.
9. Manuscripts should be submitted via email with both MS Word format and PDF format attachment, and send mail to : <jacg@mail.fcu.edu.tw> [Subject : Submitting to JOURNAL OF ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE (Title of the essay)].
10. Upon acceptance of an article, any manuscript which does not conform to the preparation guidelines of the journal may be returned for the necessary revision before publication.
11. One copy of the journal along with 5 reprints of each paper will be supplied free of charge to the corresponding author.
12. Corresponding information :

Department of Accounting, Feng Chia University
100 Wenhwa Rd., Seatwen Taichung, Taiwan 40724, R.O.C.
Telephone : 886-4-24517250 ext.4207
Fax : 886-4-24516885
E-mail : jacg@mail.fcu.edu.tw
http : //jacg.rd.fcu.edu.tw

論文編撰格式說明

一、一般事項

1. 稿件以 A4 紙從左而右橫式打寫，全文行間的距離為固定行高 18pt。稿件左緣留 3 公分、右緣留 2.5 公分之空間，上緣留 3 公分、下緣留 2 公分之空間，段落間距為上下(與前、後段距離)各 0.5 列(即 6pt)。中文字型為標楷體，英文字型為 Times New Roman。
2. 論文應盡量簡潔，中文稿本文以不超過 15,000 字、英文稿本文以不超過 7,000 字為原則。論文需附中英文摘要，中文摘要以不超過 350 字、英文摘要以不超過 200 字為原則，關鍵詞不超過 5 個，每英文關鍵詞之第一個字母大寫，其餘小寫。
3. 論文稿中任何地方應避免直接或間接提及作者本人姓名或身份，以便於評審作業之公平。若為單一作者，不得使用「我們」字眼。
4. 稿件封面需註明文章名稱、作者姓名、工作單位、聯絡資料、感謝詞(若無亦可)及作者是否願意將資料提供他人使用。
5. 中文稿中之英文詞及括弧內之英文對照，除固有名詞外一律小寫。
6. 稿件頁次(包括正文、附錄、參考文獻)應連續編號。

二、內文之編撰

1. 內文段落之排序：第一節為「緒論」或「前言」(introduction)，最後一節為「結論與建議」(conclusion 或 summary)，中間為主文，最後為「參考文獻」(references)。若有「附錄」(appendix)，則列示於「結論與建議」與「參考文獻」之間。
2. 字型大小：除另有規定外，以中文撰寫者，內文之中、英文字型皆為 13 號字，中文摘要及「參考文獻」段之中文字型為 13 號字，英文摘要及「參考文獻」段之英文字型為 12 號字。以英文撰寫者，除中文摘要之字型為 13 號字外，其餘皆為 12 號字。
3. 以中文撰寫者：大標題應置中、粗體、16 號字、與前、後段距離各 0.5 列，次標題為靠左對齊、粗體、14 號字、與前、後段距離各 0.5 列，再次標題為靠左對齊、13 號字、與前、後段距離各 0.5 列。
各段落之標明，請按下列順序排列：壹、一、1、(1)、A、a。

舉例如下：

壹、前言(置中、粗體、16 號字)

一、事件研究法(靠左對齊、粗體、14 號字)

1. 初步測試(靠左對齊、13 號字)

- (1)(靠左對齊、13 號字)

若有兩個或兩個以上之附錄，則附錄亦須編號，如「附錄一」(置中、粗體、16 號字)，並儘可能加標題。

4. **以英文撰寫者**：大標題均採大寫，其後標題僅每一個字(介係詞除外)之第一個字母為大寫，且文字與標題號碼間須空一格。大標題應置中、粗體、15 號字、與前、後段距離各 0.5 列，次標題為靠左對齊、粗體、13 號字、與前、後段距離各 0.5 列，再次標題為靠左對齊、12 號字、與前、後段距離各 0.5 列。

各段落之標明，請按下列順序排列：1、1.1、1.1.1。

舉例如下：

1. INTRODUCTION(置中、粗體、15 號字)

3.3 Definition of Variables(靠左對齊、粗體、13 號字)

3.3.1 Corporate Value

附錄之編號為 APPENDIX 1、APPENDIX 2、...(置中、粗體、15 號字)。

5. 翻譯名詞及縮寫之用法

- (1) 文中第一次提及特定中文翻譯名詞時，須附英文原名，其後再出現時，不必再附加英文原名。
- (2) 中文稿中之英文名詞及括弧內之英文對照，除固有名詞外一律小寫。
- (3) 中文次標題後若附加英文專有名詞，則每一個字(介係詞除外)之第一個字母應大寫，若英文名詞為出現在其後標題時，則不必大寫。

舉例如下：

一、盈餘管理(Earnings Management)

1. 財務專家(sophisticate users)

- (4) 採用縮寫時，應於該字第一次出現時說明，例如，在美國發行之存託憑證稱為 American Depository Receipts(簡稱 ADR)。一旦決定採用簡稱，必須前後一致，不可將全名及簡稱交換使用。
6. 公式或迴歸式之字型為 Times New Roman 13 號字，與前、後段內文距離各為 0.5 列，縮排 2 字元，各式編號以(1)、(2)、.....排序，編號置右邊緣。

舉例如下：

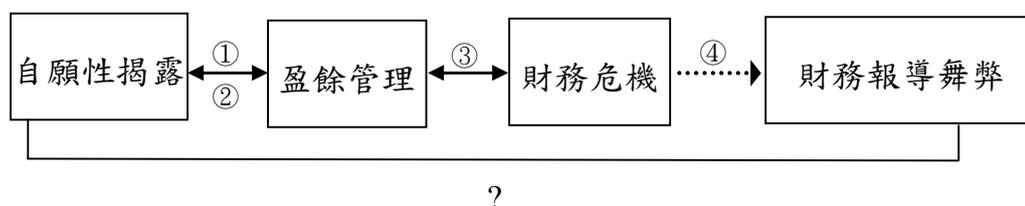
$$E[g(X)] = \Sigma\Sigma\dots\Sigma g(X)f(X) \quad (1)$$

7. 圖與表之處理

- (1) 圖與表請穿插於主文中，與前、後段內文距離各為 0.5 列，其標題均為粗體、置中。英文稿之圖(Figure)標題與表(Table)標題，除介係詞、冠詞外，每一個字之第一個字母均採大寫。
- (2) 圖與表之標號，中文稿以國字數一、二、.....連續編號，英文稿以阿拉伯數字 1、2、.....連續編號。
- (3) 圖標題置於圖之下方，表標題置於表之上方；若有文字說明，置於圖、表之下方，字體以 9 號字為原則。

- (4) 之格線以二橫線或三橫線為原則，表中不要有直線。若使用二橫線型式，線條寬度為 1.5pt；若使用三橫線型式，上下線條寬度為 1.5pt，中間線條寬度為 0.5pt，

舉例如下(圖)：



圖二 自願性揭露與財務報導舞弊之關連性

舉例如下(表)：

表二 各變數 Pearson 相關係數(n=102)

	FREQ	DHEALTH	GROWTH	RISK
FREQ	1.000	0.151 (0.130)	0.116 (0.200)	0.072 (0.430)
DHEALTH		1.000	-0.193 (0.050)**	-0.268 (0.010)**
GROWTH			1.000	-0.033 (0.720)
RISK				1.000

註：括弧內數字為p值，***及**分別代表1%及5%的顯著水準。

8. 附註採 10 號字，置於頁底，舉例如下：
經濟部已再次研擬修公司法²

² 請參閱中國時報 2007.04.26-「管理私募公司債，經部擬修公司法」一文。(10 號字)

三、文獻引用

- 同時引用數篇文獻時，應按出版時間先後次序排列，但同一人有兩篇以上時，則列在一起，例如，Hayton (2005, 2006)。另引用之作者名字置於括弧外或內，視情況而定。
 - 置於括弧外，例如，Rowbottom, Allam and Lymer(2005)的研究發現，公司於網站部落格發佈訊息遂成為一種最有效率的溝通橋樑。
 - 置於括弧內，例如，用以掩飾財務困境之窘況，此時盈餘管理行為亦會暴增(林嬋娟、洪櫻芬與薛敏正 1997)
- 三個以上之作者時，正文第一次引用時須列出所有作者，第二次以後引用只須列出第一位作者，例如，(Rowbottom et al. 2005)。

3. 同一作者同一年度有兩篇或兩篇以上時，以 a、b、c、... 表示，例如，(Riahi-Belkaoui 1999a, 1999b)。
4. 引用文獻若同時包含中、英文，中文在前，英文在後，並依年度排列。
5. 引用文獻之出版年度一律以西元列示，例如，絕大部份均為財務性有關之資訊(金志遠 2000；周建宏 2007)。
6. 引用文獻來自機構之出版物時，該機構名稱可用縮寫，例如，(AICPA Cohen Commission Report 1977)。
7. 除非會造成誤解，在中英文引註頁碼時，不使用"第...頁"、"p."或"pp."，例如，周建宏(2007, 58)或 Debreceny et al.(2002, 371-394)。

四、參考文獻

1. 僅列出文中已引用者，中文文獻列於前，英文文獻列於後。
2. 中文文獻依作者(第一作者)姓氏筆劃順序排列，英文文獻則依作者(第一作者)姓氏字母順序排列。作者英文名字用縮寫，而不用全名，多位作者並列時，請依姓名(縮寫)，名(縮寫)姓，名(縮寫)姓之方式編排。
3. 出版年度置於作者名字之後，其後再接文章篇名、期刊名稱(英文期刊以斜體字標示，需完整表示不得加以簡化)、期數、卷數(以月份或季別優先，查無資料者略)、頁次；或其後再接書名、出版地及出版社。

舉例如下：

林嬋娟、洪櫻芬與薛敏正，1997，財務困難公司之盈餘管理實證研究，管理學報，第 14 卷第 1 期：15-38。(第二行凸排 2 個字元)

李冠皓與鍾俊文，2005，ECB 轉換價與股價報酬率之探討，貨幣觀測與信用評等，第 52 期：192-140。

吳春光，2005，可轉換股權之有價證券的問題，財團法人國家政策研究基金會-國政評論，財金(評)094033 號。

馬嘉應譯，Dipiazza, S. A., and R. G. Eccles. 2003，財務報表革命-公司治理的徹底解決方案，商周出版社。

Eining, M. M., D. R. Jones, and J. K. Loebbecke. 1997. Reliance on decision aids: An examination of auditors' assessment of management fraud. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 16(2): 1-19.(文章篇名除字首為大寫外，其餘均小寫)

Debreceny, R., G. L. Gray, and A. Rahman. 2002. The determinants of internet financial reporting. *Journal of Accounting and Public Policy* 21: 371-394.(查無月份或季節得略)

Watts, R., and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall Inc.(書名以斜體字標示)

「會計與公司治理」期刊評審辦法

- (一)、本期刊來稿之評審由編輯委員及相關領域之學者擔任。
- (二)、評審委員之遴聘由編輯委員決定之。
- (三)、文章內容與本刊性質及方向顯有不合者，逕予退還並建議改投其他刊物。
- (四)、每篇文章至少由兩位專家學者評審,除了陳述審查意見之外並於下述四項審查建議勾選其中一項：
- 1.接受。
 - 2.修正後接受。
 - 3.修正後再審(送交原審查人)。
 - 4.不宜接受。
- (五)、審查意見之處理方式：

處理方式		第二位評審意見			
		接受	修正後接受	修正後再審	不宜接受
第一位評審意見	接受	刊登	寄回修改	寄回修改 再行複審	第三位評審*
	修正後接受	寄回修改	寄回修改	寄回修改 再行複審	第三位評審*
	修正後再審	寄回修改 再行複審	寄回修改 再行複審	再行複審	退稿
	不宜接受	第三位評審*	第三位評審*	退稿	退稿

* 關於第三位評審意見如為「接受」或「修改後接受」時，將採兩位正方評審意見予以刊登；如第三位之評審意見為「修正後再審」或「不宜接受」，本刊將採兩位負方評審意見予以退稿。

- (六)、是否刊登文件事關投稿人權益，本刊將針對審查意見及結果函送投稿人，並說明處理方式。
- (七)、作者須以表列方式分別就審查人的建議回覆修改之章節或說明無法修改該項建議之理由。
- (八)、評審作業相關人員對評審委員身分應予保密。
- (九)、本辦法經編輯委員會會議通過核定後施行，修正時亦同。

Journal of Accounting and Corporate Governance

The Journal of Accounting and Corporate Governance is published semiannually by the Department of Accounting, Feng Chia University and Feng Chia Accounting Educational Foundation. The Journal provides a forum for the publication of high-level theoretical and applied accounting manuscripts with academic significance in terms of their originality and contribution. Correspondence may be addressed to The Editor, Journal of Accounting and Corporate Governance.

Publisher :	Man-Chun Li	(Feng Chia Accounting Education Foundation)
Editor :	Chuan-Chuan Huang	(Feng Chia University)
Executive Editor :	Guang-Zheng Chen	(Feng Chia University)
Editorial Board :	Han-Min Wang	(Feng Chia University)
	Kuang-Hua Wang	(Feng Chia University)
	Hsiang-Tsai Chiang	(Feng Chia University)
	Tsing-Zai Wu	(Asia University)
	Sou-Shan Wu	(National Taiwan Normal University)
	Yuan-Tong Lee	(Feng Chia University)
	William Wei-Min Sheng	(National Taichung University of Science and Technology)
	Su-Ming Lin	(National Taiwan University)
	Yu-Chih Lin	(National Yunlin University of Science & Technology)
	Tin-Gji Lin	(Feng Chia University)
	Yi-Mien Lin	(National Chung Hsing University)
	Wei-Heng Lin	(National Taipei University of Business)
	Chan-Jane Lin	(National Taiwan University)
	Jiao-Neng Lin	(Feng Chia University)
	Nien-Su Shih	(Feng Chia University)
	Chen-En Ko	(National Taiwan University)
	Chia-Ying Ma	(Soochow University)
	Shen-Ho Chang	(Feng Chia University)
	Ruey-Dang Chang	(National Chung Hsing University)
	Chung-Yuan Hsu	(National Chengchi University)
	Yu-Cheng Chen	(National Chung Hsing University)
	Kuei-Tuan Chen	(Feng Chia University)
	Chunghuey Huang	(National Taipei University)
	Chyan-Long Jan	(Soochow University)
	Yu-Hsin Lu	(Feng Chia University)
	Tzy-Yih Hsiao	(Feng Chia University)
	Gene C. Lai	(Washington State University)
	Fujiing N. Shiue	(National Taipei University)

Subscription : The subscription fee is US\$10.00 per issue. Charge includes surface delivery to all countries. Claim for missing issues will be honored, free of charge, if made within four months after the publication date of the issue.

Submission : Authors should submit three double-spaced, one-sided copies of the manuscript and follow the format of the Accounting Review. A cover page or title page should indicate the author to whom correspondence should be addressed. All papers are subject to blind review.

Editorial Address :

The Editor
JOURNAL OF ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE
Department of Accounting
Feng Chia University
100 Wenhwa Rd., Seatwen Taichung, Taiwan 40724, R.O.C.
Telephone : 886-4-24517250 ext.4207
Fax : 886-4-24516885
E-mail : jacg@mail.fcu.edu.tw
[http : //jacg.rd.fcu.edu.tw](http://jacg.rd.fcu.edu.tw)