台灣電子業上市櫃公司股利政策研究

周秀霙*、黎致平**、鍾俊文***

一、前言

股利政策是指公司將營運過程中所獲取之盈餘，決定以何種形式、比率分配予股東，或是將盈餘保留以供日後再投資資金的決策。一般而言，公司以永續經營為目標，為維持穩健經營與擴張，需要維持一定水準之資金以供未來營運所需，因此若盈餘過度發放，將導致公司出現資金缺口情形，而需要辦理現金增資或向外舉債，可能造成經營無效率、投資機會錯失及資金成本增加。反之，若是過度保留大量資金而僅發放少量盈餘，甚或不發放盈餘，可能又無法滿足投資人預期而影響投資意願，進而降低公司價值並導致籌措資金困難。是以，股利政策長久以來一直是公司重要財務決策之一，也是公司經營者、投資人所關注之重要議題。

股利政策廣泛言之，包含現金股利和股票股利，在 2000 年以前上市公司多偏向發放股票股利，但自 2000 年以後，金管會證期局推動「健全股利政策」（平衡股利政策），主張公司在發放股利時，應同時發放現金股利與股票股利，並逐漸增加現金股利之發放，以避免造成公司股本過度膨脹情形發生。

股利行為模式（Model of Dividend Behavior），最早由 Lintner（1956）所提出，Lintner 實證發現，公司有一個長期的現金股利發放目標，且公司決定股利政策考量重點是長期恆常性的盈餘水準，而非短期盈餘變動；因此當公司一旦決定股利政策後，會盡量避免變更現金股利支付率，只有在盈餘出現恆常性變動時，才會考慮改變現金股利發放水準。

本研究主要探討電子業上市（櫃）公司自 1990 年至 2015 年間現金股利政策演變，以研究影響現金股利發放之因素；並進一步分別取 2010 和 2015 年電子業上市（櫃）公司，利用 Tobit 模型，進行橫斷面迴歸分析，探討不同年度下，影響該年度現金股利支付率之因素是否有所變化；此外，考量政府於 2012 年修正公司法，公告公司得以資本公積發放現金股利，故就 2015 年上市公司與上櫃公司之現金股利支付率，單以盈餘發放部分進行研究。

二、研究方法

本文研究方法，分為兩部分迴歸分析，1990 至 2015 年時序部分使用最小平方模型; 2010 和 2015 兩年橫斷面部分，使用考慮截斷資料的 Tobit 模型，詳細說明如下：

(一) 研究方式

1. 時間序列部份

(1)方式：最小平方法 (Ordinary Least Squares) 進行時間序列迴歸分析。

* 東吳大學國貿所學生。
** 台灣經濟新報研究員。
*** 任教於東吳大學國貿系。

(2) 期間：1990 至 2015 年電子業上市（櫃）公司。

2. 橫斷面部份

(1) 方式：以 Tobit 模型進行迴歸分析。

(2) 期間：2010 和 2015 年電子業上市（櫃）公司。

(二) 研究變數的說明及衡量

本研究選擇可能影響現金股利發放之因素，例如：負債比率、獲利能力、公司成長性、公司規模、代理問題及現金充裕性等面向，藉以觀察影響股利政策之因素，並就所選取之變數及衡量方法，說明如下：

1. 應變數

現金股利支付率（CD）

現金股利支付率 = 每股現金股利 / 每股盈餘。

2. 自變數

(1) 負債比率（Debt Ratio，DR）

一般而言，公司負債比率越高時，公司財務風險將會提高，公司為保留資金，將會降低現金股利支付率，以增加股東權益、穩定公司財務結構，並維持因應財務風險之能力。此外，公司債權人為確保其債務並防止惡意掏空資產，會在債務契約中訂定一些限制公司發放股利之條款。因此，當公司負債越高時，為避免違反債務契約，極可能減少發放現金股利，而傾向發放股票股利，且 Eastebrook（1984）、盧美華（2009）研究結果亦驗證，公司風險（負債比率）與現金股利發放呈負相關。故本研究以負債比率（DR）作為影響股利政策之變數，定義如下：

負債比率（DR）= 總負債 / 總資產。

(2) 現金充裕性

當公司在發放現金股利時，必須考慮公司所擁有的現金流量。而 Jensen（1986）指出自由現金流量能反映公司經營所創造出來的現金流量，也代表公司能發給股東的現金流量。張賢智（1998）採用 Jensen（1986）的自由現金流量假說架構進行實證，結果顯示，自由現金流量與股利支付率呈正相關；另外葉春岑（2005）實證研究亦印證相同結果。故本研究以自由現金流量比率（FCF）作為衡量現金充裕性之變數，定義如下：

自由現金流量比率（FCF）=

（現金流量 - 資本支出）/ 總資產 = 自由現金流量 / 總資產。

(3) 公司經營獲利衡量指標

公司經營績效良窳，可以經由公司獲利能力指標得知，當公司獲利能力佳，內部資金使用充裕，其股利發放之機率越高。一般常用以衡量公司獲利能力之指標有：資產報酬率（return on asset，ROA）、淨值報酬率（return on equity，ROE）、銷貨毛利率、銷貨淨利率或每股盈餘（EPS）。由於淨值報酬率（ROE）主要反映股東投入之資金所產生利潤率；而資產報酬率（ROA）則是反映股東與債權人共同之資金所產生利潤率。如若公司無債務情況下，淨值報酬率（ROE）將等於資產報酬率（ROA），但若公司利用高度財務槓桿，則淨值報酬率（ROE）不論是上升或下跌，其變動幅度均較資產報酬率（ROA）劇烈，本研究考量電子業具短期負債高、槓桿程

度較高之特性，故同時以淨值報酬率（ROE）、資產報酬率（ROA）、稅後淨利成長率（Growing rate of the net profit after taxes，NPR）三者作為衡量公司獲利能力或經營績效之代理變數，定義如下：

淨值報酬率（ROE）= 稅後淨利 / 平均淨值總額。

資產報酬率（ROA）= 稅後息前淨利 / 總資產。

稅後淨利成長率（NPR）=

（本期稅後淨利 - 去年同期稅後淨利）/ 去年同期稅後淨利。

(4) 公司成長性

當公司處於快速成長階段時，一般會需要較多現金，因而不會支付太多現金股利，而是以股票股利作為替代，並將保留下來的現金用於對公司有利之投資計畫上。本研究以總資產成長率（GTA）作為衡量公司成長性的變數，定義如下：

總資產成長率（GTA）=

（當期總資產 - 去年同期總資產）/ 去年同期總資產。

(5) 公司規模

一般而言，規模較大的公司承擔風險的能力較規模小的公司強，且向外融資、籌措資金的成本也較低，故現金股利支付率會較規模小的公司高；另外產業規模較大的公司，因不願意繼續膨脹股本，會傾向發放現金股利，較少發放股票股利。公司規模由於衡量標準不一，一般以公司的總資產或總銷售額這兩種方式衡量，本研究以年底的總資產來衡量公司規模（SIZE），但由於各家公司資本額落差大，因此取自然對數來衡量，定義如下：

公司規模（SIZE）=ln（總資產）。

(6) 公司成立時期

成立期間（TIME）以年為單位，計算自成立日至各衡量年度年底之經過期間。

(7) 代理問題

依據 Easterbrook（1984）提出股利發放有助於降低公司代理問題，而俞海琴（1994）實證顯示，內部人持股比率越高的公司，會以股利發放當作利多訊號來傳遞給投資人，藉以增加公司價值並提高內部人的財富。故本研究以內部人士持股比率作為代理問題嚴重性之代理變數，當內部人士持股比率越高，與公司小股東立場一致，也越重視公司營運目標，而內部人士包含董監事、大股東及經理人。內部人士持股比率（INSIDER）定義如下：

內部人士持股比率（INSIDER）= 內部人士持股 / 普通股流通在外股數 = 董監事持股比率 + 大股東持股比率 + 經理人持股比率。

(8) 前期現金股利支付率

由於現金股利之增發可當作傳達給投資人的正面訊息，亦即公司預期未來盈餘會有獲利；而現金股利減少同樣會傳達給投資人公司盈餘不佳之訊息，因此公司會維持一穩定之股利政策，而王俊仁（1998）實證指出，公司會參酌過去股利的發放方式，以作為當年度股利政策之參考。故本研究擬以發放現金股利前一年之現金股利支付率來衡量，定義如下：

前期現金股利支付率（HD）= 前一年度之股利支付率。

本研究將各變數定義與預期方向整理如表一：

表一：各變數定義表

研究變數	變數名稱	代號	變數定義	預期方向
應變數	現金股利支付率	CD	每股現金股利/每股盈餘	
自變數	負債比率	DR	總負債/總資產	-
	自由現金流量比	FCF	自由現金流量/總資產	+
	淨值報酬率	ROE	稅後淨利/平均淨值總額	+
	資產報酬率	ROA	稅後息前淨利/總資產	+
	稅後淨利成長率	NPR	(本期稅後淨利-去年同期稅後淨利)/去年同期稅後淨利	+
	總資產成長率	GTA	(當期總資產-去年同期總資產)/去年同期總資產	-
	公司規模	SIZE	ln(總資產)	+
	成立期間	TIME	衡量年度至各成立年度	+
	內部人士持股比率	INSIDER	內部人士持股/普通股流通在外股數	+
	前期現金股利支付率	HD	前一年度現金股利支付率	+

資料來源：本研究自行整理。

三、實證結果與分析

本節將上市（櫃）時間序列和橫斷面資料，分別先檢視電子業各變數敘述統計情形，再分析迴歸計算結果。

(一) 時間序列資料

1. 敘述性統計

本研究欲探討 1990 年至 2015 年電子業現金股利支付率演變，取淨值報酬率、稅後淨利成長率、政府 2000 年時所推動「健全股利政策」虛擬變數、前期現金股利支付率及時間趨勢因子等五變數，以研究電子業現金股利支付率變化情形，並藉以驗證 Lintner（1956）穩定股利政策是否存在。

就 1990 年至 2015 年共 26 年樣本數，各變數敘述性統計結果整理如表二，說明如下：

表二：電子業 1990 年至 2015 年時間序列之敘述性統計

變數	單位	最大值	最小值	平均數	中位數	標準差
現金股利支付率	%	68.90	1.41	33.36	40.43	22.92
前期現金股利支付率	%	68.90	1.41	31.77	37.99	23.62
淨值報酬率	%	25.67	9.28	14.11	13.36	3.39
稅後淨利成長率	%	158.51	-42.09	35.59	30.88	52.76
時間趨勢	年	26.00	1.00	13.50	13.50	7.65

資料來源：TEJ Finance 和 Company 資料庫綜合整理而成。

現金股利支付率最大值為 68.90%（2009 年），最小值為 1.41%（1996 年），平均數為 33.36%；淨值報酬率最大值為 25.67%（1995 年）、最小值為 9.28%（1990 年）、平均數為 14.11%；稅後淨利成長率最大值為 158.51%（1994 年）、最小值為 -42.09%（2001 年）、平均數為 35.59%；虛擬變數 2000 年以前為 0，2000（含）年以後為 1；時間趨勢則由 1990 年序列 1 至 2015 年序列 26，依序排序。

2. OLS 迴歸分析

本研究以最小平方法對電子業 1990 年至 2015 年時間序列進行迴歸分析，分析結果整理如表三。

由結果可知，現金股利支付率確實受到前期現金股利支付率影響，係數為 0.62，達 1% 顯著水準，說明公司經營者發放現金股利時，會考慮到前期現金股利支付率，以維持穩定的股利政策；而稅後淨利成長率亦會影響現金股利支付率，惟兩者間呈現負向關係（係數為 -0.05），在 10%顯著水準下 P 值為 0.074，說明即使在稅後淨利成長率呈微幅負成長時，公司經營者不會減少現金股利支付率，仍然會穩持一固定水準；另 2000 年政府推動「健全股利政策」確實影響現金股利支付率，係數為 14.78，在 1%顯著水準下 P 值為 0.0004。

表三：電子業 1990 年至 2015 年時間序列之迴歸分析

變數	預期方向	係數	標準誤差	T檢定	P值	
截距		9.07	4.23	2.14	0.0445	
前期現金股利支付率	+	0.62	0.09	6.53	0.0000	***
淨值報酬率	+	-0.23	0.34	-0.68	0.5052	
稅後淨利成長率	+	-0.05	0.02	-1.89	0.0740	*
虛擬變數	+	14.78	3.51	4.21	0.0004	***
時間趨勢	+	0.06	0.29	0.22	0.8285	
R-squared		0.97	Mean dependent var		33.86	
Adjusted R-squared		0.97	S.D. dependent var		23.40	
S.E. of regression		4.20	Akaike info criterion		5.91	
Sum squared resid		353.56	Schwarz criterion		6.20	
Log likelihood		-70.82	Hannan-Quinn criter.		5.99	
F-statistic		150.81	Durbin-Watson stat		2.60	
Prob(F-statistic)		0				

註：***、**、* 分別表示在 0.01、0.05、0.1 時（雙尾）的顯著水準。
資料來源：TEJ Finance 和 Company 資料庫綜合整理而成。

(一) 橫斷面資料

本研究取 2010 和 2015 年兩年度現金股利支付率進行橫斷面分析，在初步取得 2010 和 2015 年電子業上市（櫃）公司資料，經過下表四的步驟篩選，獲得最終樣本數，2010 和 2015 年上市公司依序為 323 和 303 家，而上櫃公司則為 290 和 279 家。

表四：樣本篩選表

單位：家

公司別	上市公司		上櫃公司	
年度	2015年	2010年	2015年	2010年
初步樣本數	407	397	422	397
現金股利支付率≧0	318	349	301	319
剔除資料缺失者	-9	-24	-14	-24
樣本數	309	325	287	295
剔除極端值[1]	-6	-2	-8	-5
最終樣本數	303	323	279	290

資料來源：TEJ Finance 和 Company 資料庫綜合整理而成。

1. 敘述統計量

檢視樣本中各變數之敘述性統計量，以了解各變數間之特性，再經過上開所述極端值處理後，將應變數（現金股利支付率）之敘述統計表，整理成表五，內容涵蓋年度、公司別、最大值、最小值、平均數、中位數及標準差。

表五：各年度應變數敘述統計表

公司別	年度	最大值(%)	最小值(%)	平均數(%)	中位數(%)	標準差(%)
上市公司	2015年	158.73	0	65.59	69.86	31.88
	2010年	181.35	0	56.26	61.95	29.96
上櫃公司	2015年	217.39	0	67.32	72.73	38.67
	2010年	131.58	0	48.49	52.74	32.04

資料來源：TEJ Finance 和 Company 資料庫綜合整理而成。

[1] 當每股盈餘接近零時，每股現金股利發放金額越大，越可能造成現金股利支付率產生極端大之值，為避免極端樣本值造成統計衡量誤差，本研究除將三個標準差以上值視為極端值外，另對於自變數之前期現金股利支付率為負值者，亦視為極端值。經過極端值處理後，
2015年上市公司現金股利支付率最大值由 555.56%降為 158.73%，
2015 年上櫃公司現金股利支付率最大值由 5000%降為 217.39%；
2010 年上市公司現金股利支付率最大值 181.35%（未變動），
2010 年上櫃公司現金股利支付率最大值由 375%降為 131.58%。

由上表五得知，不論上市或上櫃公司，2015 年現金股利支付率之平均數（分別為 65.59%、67.32%）均高於 2010 年現金股利支付率之平均數（56.26%、48.49%），顯示現金股利支付率隨時間推移有遞增趨勢。

上市公司 2010 和 2015 年自變數敘述性統計表，整理如下表六，該表顯示，自由現金流量比平均數從 2010 年（2.13%）到 2015 年（4.88%），說明越來越多公司處於成熟階段，而自由現金流量比亦隨公司趨於成熟而提高；負債比率不論是最大值、最小值、平均數及標準差，2010 與 2015 年兩者落差不大，顯示上市公司維持一固定水準之負債比率。

表六：上市公司各年度自變數敘述性統計表

年度	樣本數	自變數	單位	最大值	最小值	平均數	中位數	標準差
2015年	303	FCF	%	66.63	-23.41	4.88	4.66	7.67
		DR	%	81.89	1.14	39.58	39.21	15.89
		ROE	%	56.97	-2.36	11.2	9.88	7.95
		ROA	%	35.27	-0.86	6.92	6.13	5.12
		NPR	%	3805.53	-459.62	27.44	-0.31	246.86
		GTA	%	87.46	-39.17	2.99	1.45	12.79
		SIZE		21.56	13.35	16.11	15.84	1.4
		TIME	年	61.98	2.3	25.79	25.88	10.57
		INSIDER	%	85.1	0.92	25.95	24.24	17.21
		HD	%	239.23	0	64.57	69.52	35.32
2010年	323	FCF	%	36.58	-45.79	2.13	3.64	10.74
		DR	%	83.98	3.25	39.33	39.5	16.16
		ROE	%	66.23	-11.12	14.32	13.07	9.58
		ROA	%	34.72	-5.08	8.7	7.69	5.61
		NPR	%	16509.34	-1752.17	183.98	38.37	1018.38
		GTA	%	281.53	-47.27	16.74	10.58	31.3
		SIZE		21.05	12.88	15.93	15.69	1.36
		TIME	年	49.88	1.18	21.3	21.02	9.68
		INSIDER	%	88.96	0.85	26.01	22.38	17.52
		HD	%	529.41	0	60.38	65.57	49.28

註：表中各變數之定義為自由現金流量比（FCF）；負債比率（DR）；淨值報酬率（ROE）；資產報酬率（ROA）；稅後淨利成長率（NPR）；總資產成長率（GTA）；公司規模（SIZE）；公司成立期間（TIME）；內部持股比率（INSIDER）及前期現金股利支付率（HD）。

資料來源：TEJ Finance 和 Company 資料庫綜合整理而成。

在財務指標方面，淨值報酬率不論最大值、平均數、中位數及標準差，2015 年整體數值均較 2010 年有下滑情形，顯示淨值報酬率在 2015 年呈現減少情形；資產報酬率平均數由 2010 年（8.7%）到 2015 年（6.92%），標準差亦由 2010 年（5.61%）到 2015 年（5.12%），顯示在 2015 年時，各上市公司間資產報酬率落差已縮小；稅後淨利成長率最大值由 2010 年（16509.34%）[2] 到 2015 年（3805.53%），平均數由 2010 年（183.98%）到 2015 年（27.44%），標準差由 2010 年（1018.38%）到 2015 年（246.86%），說明 2015 年各上市公司稅後淨利成長率已較 2010 年時相對縮小落差；總資產成長率平均數由 2010 年（16.74%）到 2015 年（2.99%），標準差由 2010 年（31.3%）到 2015 年（12.79%），即顯示總資產成長率有趨向緩慢成長情形。

公司指標方面，公司規模中位數由 2010 年（15.69）到 2015 年（15.84），意味由 2010 年到 2015 年變化不大；公司成立期間平均數由 2010 年（21.3 年）到 2015 年（25.79 年）；內部持股比率平均數由 2010 年（26.01%）到 2015 年（25.79%），標準差由 2010 年（17.52%）到 2015 年（10.57%）。

有關前期現金股利支付率，平均數由 2010 年（60.38%）到 2015 年（64.57%），標準差由 2010 年（49.28%）到 2015 年（35.32%），顯示前期現金股利支付率有提高情形。

另上櫃公司 2010 和 2015 年樣本數分別為 290 和 279 家，敘述性統計如表七，由該表得知，自由現金流量比如同上市公司一樣隨時間經過而提高；負債比率不論是最大值、平均數及標準差，2010 與 2015 年間落不大，顯示上櫃公司維持一固定負債比率。

在財務指標方面，淨值報酬率 2015 年整體數值均較 2010 年有下滑情形，其中平均數由從 2010 年（13.89%）到 2015 年（11.58%），顯示淨值報酬率在 2015 年呈現減少情形；資產報酬率平均數由 2010 年（8.9%）到 2015 年（7.62%），顯示 2015 年上櫃公司資產報酬率有下滑情形；稅後淨利成長率最大值由 2010 年（22066.79%）[3] 到 2015 年（7126.15%），平均數由 2010 年（335.78%）到 2015 年（80.87%），標準差由 2010 年（1585.38%）到 2015 年（483.53%），顯示 2010 年時上櫃公司間稅後淨利成長率差距極大，到 2015 年時差距已相對縮小；總資產成長率平均數由 2010 年（18.69%）到 2015 年（8.26%），標準差由 2010 年（32.23%）到 2015 年（24.79%），意味總資產成長率於 2015 年出現成長趨緩，差距縮小情形。

公司指標方面，公司規模， 2010 與 2015 年均相差無幾，顯示那幾年公司規模變化不大；而公司成立期間平均數由 2010 年（18.96 年）到 2015 年（22.16 年）；內部持股比率平均數由 2010 年（27.81%）到 2015 年（26.06%），

[2] 3698 隆達，2010 年稅後淨利成長率（NPR）為 16509.34%，致 2010 年上市公司 NPR 之平均數與標準差均受到影響，因該公司其餘指標無異狀，雖會影響整體分析，但仍予以保留該樣本。

[3] 8040 九暘，2010 年稅後淨利成長率（NPR）為 22066.79%，致 2010 年上櫃公司 NPR 之平均數與標準差均受到影響，因該公司其餘指標無異狀，雖會影響整體分析，但仍予以保留該樣本。

說明 2010 年到 2015 年在內部持股比率變化不大。

有關前期現金股利支付率，平均數由 2010 年（54.42%）到 2015 年（61.92%），顯示前期現金股利支付率亦有提高情形。

表七：上櫃公司各年度敘述性統計表

年度	樣本數	自變數	單位	最大值	最小值	平均數	中位數	標準差
2015年	279	FCF	%	46.09	-26.76	3.59	4.28	9.55
		DR	%	82.97	1.27	35.73	34.61	15.77
		ROE	%	49.38	-10.76	11.58	9.45	9.29
		ROA	%	34.24	-7.97	7.62	6.09	6.27
		NPR	%	7126.15	-111.28	80.87	0.36	483.53
		GTA	%	168.54	-47.72	8.26	2.65	24.79
		SIZE		17.8	12.4	14.65	14.6	0.95
		TIME	年	48.89	1.37	22.16	21.35	9.02
		INSIDER	%	88.89	0.35	26.06	21.48	18.22
		HD	%	405.41	0	61.92	65.3	41.5
2010年	290	FCF	%	19.37	-51.59	-1.75	0.62	10.74
		DR	%	79.86	4.06	36.42	35.44	15.34
		ROE	%	66.44	-1.64	13.89	12.2	10.27
		ROA	%	49.53	-0.68	8.9	7.85	6.58
		NPR	%	22066.79	-887.5	335.78	77.62	1585.38
		GTA	%	316.04	-49.31	18.69	12.12	32.23
		SIZE		17.86	12	14.49	14.37	0.93
		TIME	年	43.89	0.6	18.96	18	8.69
		INSIDER	%	91.75	1.3	27.81	24.1	18.25
		HD	%	800	0	54.42	50.73	76.23

註：表中各變數之定義為自由現金流量比（FCF）；負債比率（DR）；淨值報酬率（ROE）；資產報酬率（ROA）；稅後淨利成長率（NPR）；總資產成長率（GTA）；公司規模（SIZE）；公司成立期間（TIME）；內部持股比率（INSIDER）及前期現金股利支付率（HD）。

資料來源：TEJ Finance 和 Company 資料庫綜合整理而成。

1. Tobit 迴歸分析

本研究取 2010 和 2015 年度電子業上市（櫃）公司樣本進行迴歸分析，結果如下述。表八為 2010 年上市公司現金股利支付率迴歸分析結果如下。

負債比率越高，現金股利支付率相對越低，係數為 -0.26，達 10%顯著水準，符合預期方向，說明當負債比率越高，公司財務風險將提高，公司為保留現金，將減少現金股利發放。

總資產成長率與現金股利支付率呈反向變動，係數為 -0.23，達 1%顯著水準，說明當公司處於成長階段時，為保留現金以用於對公司有益之投資計畫上，將減少現金股利發放，因此總資產成長率與現金股利支付率呈反向關係，實證結果與預期相符。

內部持股比率與現金股利支付率呈反向變動關係，係數為 -0.17，達 10%顯著水準，此應是 2010 年營業所得稅由 20%降為 17%，公司分配給股東之可扣抵稅額變低，股東要繳的綜合所得稅變高，因而造成現金股利支付率有減少情形，此亦驗證陳正芳（2013）探討營業稅稅率調降造成公司現金股利支付率減少之實證結果。

前期現金股利支付率確實正向影響現金股利支付率，係數為 0.25，達 10%顯著水準，表示前期現金股利支付率確實會影響到現金股利支付率，此亦印證 Lintner（1956）公司傾向維持一穩定股利政策。

表八：2010 年上市公司現金股利支付率迴歸分析結果

變數	預期方向	係數	標準誤差	Z值	P值	
截距		26.7	20.09	1.33	0.1839	
自由現金流量比	+	0.10	0.18	0.57	0.5704	
負債比率	-	-0.26	0.16	-1.66	0.0978	*
淨值報酬率	+	0.10	0.53	0.19	0.8478	
資產報酬率	+	0.96	0.93	1.03	0.3012	
稅後淨利成長率	+	0.00	0.00	0.36	0.7193	
總資產成長率	-	-0.23	0.08	-2.87	0.0041	***
公司規模	+	1.07	1.26	0.85	0.3947	
成立期間	+	0.21	0.17	1.25	0.2095	
內部持股比率	+	-0.17	0.09	-1.91	0.0555	*
前期現金股利支付率	+	0.25	0.03	7.63	0.0000	***

註：***、**、* 分別表示在 0.01、0.05、0.1 時的顯著水準。
資料來源：TEJ Finance 和 Company 資料庫綜合整理而成。

表九為 2010 年上櫃公司現金股利支付率迴歸分析結果，由表可知，自由現金流量比與現金股利支付率呈正向關係，係數為 0.90，達 1%顯著水準，說明自由現金流量比越高，公司越會發放較多現金股利，符合預期；而前期現金股利支付率確實會影響現金股利支付率且為正相關，係數為 0.12，達 1%顯著水準。

對於 2015 年上市公司現金股利支付率迴歸分析結果，整理如下表十，從表看出自由現金流量比與現金股利支付率呈正向關係，符合預期，係數為 0.56，達 5%顯著水準，說明自由現金流量比較高公司，確實較有能力且會給付較高現金股利。

表九：2010 年上櫃公司現金股利支付率迴歸分析結果

變數	預期方向	係數	標準誤差	Z值	P值	
截距		-11.40	35.18	-0.32	0.7459	
自由現金流量比	+	0.90	0.24	3.78	0.0002	***
負債比率	-	-0.10	0.21	-0.47	0.6367	
淨值報酬率	+	-0.27	0.73	-0.37	0.7119	
資產報酬率	+	1.82	1.23	1.48	0.1382	
稅後淨利成長率	+	0.00	0.00	-0.21	0.8335	
總資產成長率	-	0.06	0.09	0.61	0.5429	
公司規模	+	2.70	2.45	1.11	0.2690	
成立期間	+	0.10	0.24	0.42	0.6764	
內部持股比率	+	0.01	0.12	0.10	0.9189	
前期現金股利支付率	+	0.12	0.03	4.34	0.0000	***

註：***、**、* 分別表示在 0.01、0.05、0.1 時的顯著水準。
資料來源：TEJ Finance 和 Company 資料庫綜合整理而成。

表十：2015 年上市公司現金股利支付率迴歸分析結果

變數	預期方向	係數	標準誤差	Z值	P值	
截距		34.93	20.21	1.73	0.0839	
自由現金流量比	+	0.56	0.23	2.45	0.0141	**
負債比率	-	-0.58	0.17	-3.35	0.0008	***
淨值報酬率	+	1.52	0.78	1.94	0.0524	*
資產報酬率	+	-2.82	1.30	-2.17	0.0304	**
稅後淨利成長率	+	0.00	0.01	-0.21	0.8327	
總資產成長率	-	-0.05	0.14	-0.34	0.7307	
公司規模	+	1.10	1.23	0.90	0.3702	
成立期間	+	-0.04	0.15	-0.26	0.7980	
內部持股比率	+	0.06	0.09	0.67	0.5003	
前期現金股利支付率	+	0.53	0.05	11.38	0.0000	***

註：***、**、* 分別表示在 0.01、0.05、0.1 時的顯著水準。
資料來源：TEJ Finance 和 Company 資料庫綜合整理而成。

負債比率與現金股利支付率呈反向關係，係數為 -0.58，達 1%顯著水準，實證結果亦符合預期。

淨值報酬率與現金股利支付率呈正相關，係數為 1.52，達 10%顯著水準，說明淨值報酬率越高，代表公司以自有資本賺錢能力越高，越有能力發放更多現金股利，故兩者呈正向關係，符合預期。

另實證結果顯示，資產報酬率與現金股利支付率為負相關，係數為 -2.82，達 5%顯著水準，與預期不符，主因係淨值報酬率越高除代表公司會賺錢外，另一可能是公司舉債高，而基於資產報酬率 = 稅後淨利 / 資產總額，而資產總額 = 股東權益 + 負債，故當負債顯著增加時，此時將導致資產報酬率減少。

前期現金股利支付率確實會影響現金股利支付率，且為正相關，係數為 0.53，達 1%顯著水準，實證結果顯示符合預期。

本研究以 2010 年、2015 年電子業上市、上櫃公司現金股利支付率為應變數，探討影響現金股利之變數，但考量到政府於 101 年 1 月 4 日修正公布公司法第 241 條第 1 項有關公司無虧損者，得依股東會決議，將資本公積中屬於「超過票面金額發行股票所得之溢額」及「受領贈與之所得」之全部或一部，按股東原有股份之比例發給現金，即表示公司得以不具股東出資額性質之資本公積項目發放現金股利予股東。是以，2012 年以後之現金股利可以

盈餘發放現金股利，或以資本公積發放現金股利，又或兩者合計發放現金股利，亦即 2012 年以後現金股利支付率，包含盈餘發放現金股利與資本公積發放之現金股利兩種。

本研究以源於盈餘之現金股利支付率（下稱現金股利支付率 _ 盈餘）為應變數，自變數中前期現金股利支付率改為源於盈餘之前期現金股利支付率（下稱前期現金股利支付率 _ 盈餘），進行迴歸分析，整理如表十一。實證結果顯示，現金股利支付率 _ 盈餘，與自由現金流量比、負債比率、淨值報酬率、資產報酬率及前期現金股利支付率 _ 盈餘等五個自變數，均與現金股利支付率相同，達顯著水準。

另實證結果亦發現，稅後淨利成長率與現金股利支付率 _ 盈餘有正向關聯，係數為 0.01，達 10%顯著水準，顯示稅後淨利成長率越高，現金股利支付率 _ 盈餘亦越高，換言之，稅後淨利成長率越高，越有更多盈餘可用以發放現金股利，兩者呈正向關係，符合預期。

再就 2015 年上櫃公司電子業現金股利支付率進行迴歸分析，結果整理如表十二，依該表顯示，公司規模與現金股利支付率呈正關聯，係數為 4.71，達 10%顯著水準，符合預期，說明公司規模越大，籌措資本能力越強、資產越多，現金股利支付率相對越高；或產業規模較大的公司，因不願意繼續膨脹股本，亦會傾向多發放現金股利。

表十一：2015 年上市公司現金股利支付率（盈餘）迴歸分析結果

變數	預期方向	係數	標準誤差	Z值	P值	
截距		29.41	18.54	1.59	0.1127	
自由現金流量比	+	0.57	0.21	2.76	0.0058	***
負債比率	-	-0.48	0.16	-3.06	0.0022	***
淨值報酬率	+	1.34	0.72	1.87	0.0608	*
資產報酬率	+	-2.65	1.19	-2.22	0.0261	**
稅後淨利成長率	+	0.01	0.01	1.65	0.0993	*
總資產成長率	-	0.01	0.13	0.10	0.9240	
公司規模	+	0.72	1.12	0.64	0.5190	
成立期間	+	-0.01	0.14	-0.07	0.9406	
內部持股比率	+	0.13	0.09	1.53	0.1250	
前期現金股利支付率_盈餘	+	0.60	0.05	12.38	0.0000	***

註：***、**、* 分別表示在 0.01、0.05、0.1 時的顯著水準。
資料來源：TEJ Finance 和 Company 資料庫綜合整理而成。

表十二：2015 年上櫃公司現金股利支付率迴歸分析結果

變數	預期方向	係數	標準誤差	Z值	P值	
截距		-28.69	35.86	-0.80	0.4237	
自由現金流量比	+	0.28	0.26	1.05	0.2926	
負債比率	-	-0.17	0.21	-0.78	0.4366	
淨值報酬率	+	-0.50	0.99	-0.51	0.6128	
資產報酬率	+	0.89	1.55	0.57	0.5660	
稅後淨利成長率	+	-0.01	0.00	-1.16	0.2450	
總資產成長率	-	-0.12	0.12	-1.05	0.2927	
公司規模	+	4.71	2.48	1.90	0.0572	*
成立期間	+	0.00	0.24	-0.02	0.9843	
內部持股比率	+	-0.01	0.12	-0.07	0.9421	
前期現金股利支付率	+	0.49	0.06	8.94	0.0000	***

註：***、**、* 分別表示在 0.01、0.05、0.1 時的顯著水準。
資料來源：TEJ Finance 和 Company 資料庫綜合整理而成。

如同上開所述，前期現金股利支付率確實會影響現金股利支付率且為正相關，符合預期，係數為 0.49，達 1%顯著水準。

如同就 2015 年上市公司公司現金股利支付率 _ 盈餘進行迴歸分析，本研究亦對上櫃公司之現金股利支付率 _ 盈餘進行迴歸分析，結果詳參表十三。實證結果發現，除公司規模及前期現金股利支付率 _ 盈餘兩變數會影響到現金股利支付率 _ 盈餘外，總資產成長率亦對現金股利支付率 _ 盈餘造成影響，兩者為負相關，係數為 -0.20，達 10%顯著水準，符合預期，說明總資產成長率越高，為保留現金以供日後他用，將減少現金股利支付率 _ 盈餘發放。

表十三：2015 年上櫃公司現金股利支付率（盈餘）迴歸分析結果

變數	預期方向	係數	標準誤差	Z值	P值	
截距		-31.66	34.54	-0.92	0.3593	
自由現金流量比	+	0.36	0.25	1.42	0.1557	
負債比率	-	0.02	0.20	0.09	0.9276	
淨值報酬率	+	-0.58	0.95	-0.60	0.5465	
資產報酬率	+	1.62	1.49	1.09	0.2772	
稅後淨利成長率	+	-0.01	0.00	-1.15	0.2506	
總資產成長率	-	-0.20	0.11	-1.74	0.0816	*
公司規模	+	4.13	2.38	1.73	0.0829	*
成立期間	+	-0.02	0.23	-0.10	0.9214	
內部持股比率	+	0.04	0.12	0.36	0.7159	
前期現金股利支付率_盈餘	+	0.43	0.06	7.69	0.0000	***

註：***、**、* 分別表示在 0.01、0.05、0.1 時的顯著水準。
資料來源：TEJ Finance 和 Company 資料庫綜合整理而成。

第四章、結論

(一) 以 1990 至 2015 年時間序列分析結果：

1. 前期現金股利支付率確實影響本期現金股利支付率，說明公司不會輕易減少現金股利發放，已藉此向投資人傳達公司經營之正面訊息，實證結果印證 Lintner（1956）所述公司經營者在除非有永久性之盈餘調整，才會改變股利政策，否則會維持一個穩定股利政策。
2. 稅後淨利成長率亦會影響現金股利支付率，且兩者為負相關，意謂當稅後淨利呈現微幅負成長，公司經營者為穩定公司股價，不會立即減少現金股利支付率，仍會給付某一水準現金股利，實證結果顯示公司確實採偏好穩定股利政策。
3. 自從 2000 年政府推動「健全股利政策」後，現金股利支付率確實有增加趨勢。

(二) 對 2010 和 2015 年上市公司橫斷面分析結果：

1. 負債比率與現金股利支付率呈負相關，2010 和 2015 年兩年實證結果均符合預期，說明當負債比率越高，公司財務風險將提高，公司為保留現金，將減少現金股利支付，
2. 自由現金流量比較高之公司，較有能力給付較高現金股利，因此現金股利支付率亦相對提高，2015 年實證結果符合預期。
3. 2015 年實證結果發現，淨值報酬率與現金股利支付率呈正相關，說明淨值報酬率越高，代表公司以自有資本賺錢能力越高，越有能力發放更多現金股利，故兩者呈正向關係，符合預期；而資產報酬率與現金股利支

付率為負相關，與預期不符，主因係淨值報酬率越高除代表公司會賺錢外，另一可能是公司舉債高，而基於資產報酬率 = 稅後淨利 / 資產總額，而資產總額 = 股東權益 + 負債，故當負債顯著增加時（此亦驗證上述 1 有關負債比率之實證結果），而此時將導致資產報酬率減少。

4. 總資產成長率與現金股利支付率呈反向變動，表示當公司處於成長階段，為保留現金以用於對公司有益之投資計畫上，將減少現金股利發放，2010 年實證結果與預期相符。
5. 內部人持股比率部分，因受到 2010 年營業稅由 20%降為 17%，公司分配給股東之可扣抵稅額變低，股東要繳的綜合所得稅變高，致當年度現金股利支付率受影響，惟兩者實證結果為負向關係。
6. 前期現金股利支付率會正向影響現金股利支付率，不論是 2010 或 2015 年，實證顯示，公司會維持穩定股利政策，藉以穩固公司股價。
7. 進一步將 2015 年現金股利支付率拆分為盈餘配發現金股利（下稱現金股利支付率 _ 盈餘），及資本公積配發現金股利，以現金股利支付率 _ 盈餘為應變數，實證結果顯示，稅後淨利成長率與現金股利支付率 _ 盈餘有正向關聯，說明稅後淨利成長率越高，公司越有能力發放更多現金股利，因而現金股利支付率 _ 盈餘亦越高，符合預期。

(三) 對 2010 和 2015 年上櫃公司橫斷面分析結果：

1. 2010 年實證結果，自由現金流量比較高之公司，其現金股利支付率亦相對較高，符合預期。
2. 比起規模小的公司，公司規模越大，向外融資、籌措資金的成本也較低，現金股利支付率相對較高；另外產業規模較大的公司，因不願意繼續膨脹股本，會傾向多發放現金股利，故 2015 年實證結果符合預期。
3. 前期現金股利支付率會正向影響現金股利支付率，不論是 2010 或 2015 年，即說明公司會維持穩定股利政策，藉以穩固公司股價。
4. 當進一步將 2015 年現金股利支付率拆分為盈餘配發現金股利（下稱現金股利支付率 _ 盈餘）及資本公積配發現金股利，以現金股利支付率 _ 盈餘為應變數，實證結果顯示，總資產成長率與現金股利支付率 _ 盈餘呈反向變動，說明當公司處於成長階段時，為保留現金以用於對公司有益之投資計畫上，將減少現金股利發放，2015 年實證結果與預期相符。

綜上，現金股利支付率在不同年度下，影響該年度現金股利支付率之變數隨亦不相同，但唯一共通點是，不論是時間序列分析或是橫斷面分析，前期現金股利支付率確實會影響現金股利支付率，說明公司為維持一個穩定股利政策，確實不會輕易減少現金股利支付率，也驗證 Lintner（1956）理論。此外，進一步比較 2010 和 2015 年上市（櫃）公司前期現金股利支付率之迴歸分析係數，整理如表十四，由表可知，2015 年不論是上市或上櫃公司，前期現金股利支付率迴歸分析係數均較 2010 年時之係數值高，意味 2015 年前期現金股利支付率較 2010 年時穩定性較高。

表十四：前期現金股利支付率迴歸分析係數比較表

時間	上市公司前期現金股利支付率迴歸分析係數	上櫃公司前期現金股利支付率迴歸分析係數
2010年	0.25	0.12
2015年	0.53	0.49

資料來源：本研究自行整理。

參考文獻

1. Easterbrook, F. H. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, Vol.74, p650-659
2. Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, p323-329
3. Lintner, John. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review*, Vol.46 , p97-113
4. 王俊仁 (1998)，「台灣上櫃公司股利政策動機之研究」，東海大學管理研究所碩士論文。
5. 俞海琴 (1994)，「內部人士持股比率與融資策略關係之實證研究」，管理評論，第 13 卷第 2 期，頁 109-131。
6. 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」，台灣銀行季刊第六十四卷第一期。
7. 張賢智 (1998)，「自由現金流量假說—以台灣上市公司為例」，國立東華大學國際經濟研究所碩士論文。
8. 盧美華 (2009)，「台灣上市公司股利政策之發展沿革與其影響因素之探討」，國立中正大學企業管理研究所碩士論文。
9. 葉春岑 (2001)，「成長機會、資訊不對稱與可支配現金流量對股利政策影響之研究」，朝陽科技大學企業管理學系碩士論文。