

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

盈餘持續性對股利政策影響之研究

The Effect of Earnings Persistence on Dividend Policy

指導教授：詹家昌 博士

傅郁芬 博士

研究生：許郁琳

中華民國 107 年 7 月

東海大學碩士學位論文

學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士班 許郁琳 君

所提之論文(中文)： 盈餘持續性對股利政策的影響之研究

(英文)： The Effect of Earnings Persistence on
Dividend Policy

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人

林丙輝

考試委員

傅郁芬

(指導教授)

詹象昌

(指導教授)

林斐鵬

系所主任

陳春偉

中華民國 107 年 6 月 29 日

東海大學財務金融學系

碩士論文學術倫理聲明書

本人 許郁琳 (學號: G05440026) 已完全了解學術倫理之定義。僅此聲明，本人呈交之碩士論文絕無抄襲或由他人代筆之情事。若被揭露具有違背學術倫理之事實或可能，本人願自行擔負所有之法律責任。對於碩士學位因違背學術倫理而被取消之後果，本人也願一併概括承受。

立證人： 許郁琳 (簽名)

中華民國 107 年 7 月 23 日

謝誌

此篇論文能夠如此順利的完成，最要感謝的莫過於我的兩位指導教授，詹家昌博士與傅郁芬博士。首先感謝詹老師總是提供相當新穎且值得探討的議題讓我們去延伸，並協助我們修正論文的缺失，而傅老師則總是充滿耐心的指導我，所有編寫程式的過程與技巧，並詳細又精闢的解讀所有有關財務決策的理論概念，讓我不僅僅對於數據上的處理能力有所進步外，在學問上的學習也都有大大的提升。除此之外，還要特別感謝口試委員林丙輝博士與林哲鵬博士，在口試時不吝的提出了許多寶貴意見，使得此篇論文的內容能更加豐富完整，也讓論文的品質更加精進。

回首在研究所兩年的時光，雖猶如烏飛兔走，但卻感到相當的踏實與充足。承蒙於所上老師們的薰陶，除了對於學術上的理論有更深入的了解與知曉外，也有幸的藉由半年的交換學生生涯，開闊了自身的視野，領略了大同世界下的同與異，也許正因為我們懷抱著對世界的好奇與包容才鑄造了更完整、更立體的自我。由衷的感謝每位曾經鼓勵我勇敢踏出舒適圈，前往海外交換、學習的師長們與學長姐們，謝謝你們的建議與幫助，讓我的碩班生涯更加璀璨精彩。

最後感謝所有在我碩班兩年，給予我不論是學業上或生活上建議與鼓勵的師長、家人與朋友們，正因為有你們，我在碩班的生活才能如此順利、開心。張愛玲曾說：「日子過得真快，尤其對於中年以後的人，十年八年都好像是指顧之間的事。可是對於年輕人，三年五載就可以是一生一世」，謝謝那些陪伴我走過碩班兩年生涯的夥伴們，而你們就是我的一生一世。

許郁琳 謹誌于

東海大學財務金融所

民國一百零七年七月

盈餘持續性對股利政策影響之研究

摘要

本文以 1990 年至 2017 年的台灣上市、上櫃公司樣本作為研究對象，探討盈餘持續性與公司股利政策關係，並藉由剩餘股利政策理論檢驗盈餘持續性對公司股利政策是否具有不可動搖的地位。另外，進一步探討不同股權結構下，公司股利發放是否會有所改變，最後加入四項影響股利政策的變數，檢測盈餘持續性是否會因為其他控制變數的影響而失去解釋能力。

實證結果顯示，盈餘持續與公司股利政策有存在交互影響的正向關係，並證實盈餘持續在剩餘股利政策理論的架構下，仍具有顯著的影響力。另外，當企業屬於國營企業時盈餘持續性會增加公司的股利支付率，然而若企業由單一家族控制時，則會減少股利的發放。最後本文分別將資本支出、流動性、風險與公司年齡四項影響公司股利的重要變數加入股利支付模型中發現，盈餘持續性對股利政策不因其他變數而失去其影響性。

關鍵字：盈餘持續性、股利政策、剩餘股利政策、股權結構、家族企業

The Effect of Earnings persistence on Dividend Policy

Abstract

Using the sample consisting of listed and OTC companies in Taiwan from 1990 to 2017, this thesis investigates the relationship between earnings persistence and the company's dividend policy, and examines whether earnings persistence has a great influence on company's dividend policy under the theory of residual dividend policy. In addition, we study how the company's dividend payout ratio changes under different ownership structures. Finally, we augment our model to include four potentially important variables that could affect the dividend policy to test whether earnings persistence can maintain its explanatory power over company's dividend payout ratio.

The empirical results show that there is a positive relationship between earnings persistence and the company's dividend policy, and confirm that earnings persistence still has significant influence under the framework of the theory of residual dividend policy. In addition, earnings persistence increases the company's dividend payout ratio for a state-controlled company, but decreases it for a family-controlled company. Finally, with additional four important variables (capital expenditure, liquidity, risk, and company age) added to the dividend payout model, we find that earnings persistence still has strong impacts on dividend policy.

Keywords: Earnings persistence, Dividend policy, Residual dividend policy, Ownership structures, Family Control.

目錄

壹、 緒論.....	1
第一節 研究動機與背景.....	1
第二節 研究目的及貢獻.....	3
第三節 研究架構與流程.....	4
貳、 文獻探討與研究假說.....	6
第一節 盈餘持續性.....	6
第二節 股利政策.....	7
第三節 公司盈餘與股利支付的關係.....	8
第四節 股利訊號理論.....	9
第五節 剩餘股利理論.....	10
第六節 家族企業與股利支付的關係.....	10
第七節 影響股利支付的重要因素.....	11
參、 樣本選取與研究設計.....	13
第一節 樣本選取：.....	13
第二節 模型設計：.....	13
第三節 變數選擇與衡量：.....	15
肆、 實證分析.....	21
第一節 敘述統計分析.....	21
第二節 盈餘持續性與股利的關係.....	22
第三節 股利政策對盈餘持續性的影響.....	25
第四節 剩餘股利理論與盈餘持續性.....	27
第五節 在盈餘持續下，不同股權結構對股利支付的影響.....	30
第六節 影響股利政策的因子.....	34
伍、 結論.....	39
參考文獻.....	42

表目錄

表 3-1	集團控制型態定義表.....	17
表 3-2	變數定義.....	20
表 4-1	敘述統計表.....	22
表 4-2	盈餘持續性對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析.....	24
表 4-3	股利支付率對盈餘持續性影響之迴歸分析.....	26
表 4-4	股利支付率對盈餘持續性影響之迴歸分析.....	26
表 4-5	在剩餘股利理論下盈餘持續性對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析.....	28
表 4-6	在剩餘股利理論下盈餘持續性對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析.....	29
表 4-7	在盈餘持續性下，國營企業對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析.....	32
表 4-8	在盈餘持續性下，家族企業對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析.....	33
表 4-9	在盈餘持續性下，其餘控制變數對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析....	37
表 4-10	在盈餘持續性下，其餘控制變數對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析..	38

壹、 緒論

第一節 研究動機與背景

股利政策在公司的財務決策中占有相當重要的地位。根據訊號理論，股利的發放可以被作為傳達企業對未來盈利前景的看好與對公司經營績效的肯定，然而隨著不同企業的特性、規模與經營策略等都會影響公司的股利決定結果，而如何制定適當又健全的股利政策對於公司的管理者而言，更是一項艱難的挑戰，因為如果企業沒有考量到公司未來營收的可能性或盈餘的程度而發放過多的股利，雖然可使股東獲益並取得應有的回饋，但也可能導致公司在未來的資金上出現缺口，而必須向外融資舉債，使得公司的資金成本提高進而引發經營的無效率甚至是錯失良好的投資機會，損害公司的獲利能力與價值。然而若公司採取過於保守的政策，選擇將公司所賺得的盈餘全數保留於公司內部，以增加公司的持有現金量並加強公司的財務彈性，卻可能因此忽略了股東的權利並造成股東出走的可能性。因此，制訂一套完善又適宜的股利政策，使得公司在價值提昇的同時也能滿足股東的回饋期望，是所有公司管理者們共同追求的目標。

過去文獻提供了相當多的證據表示公司在制定並選擇股利發放時會受到許多關鍵因素的影響，從 Lintner(1956)的研究開始，盈餘一直是大多數研究人員關注的主要決定因素。Lintner(1956)表明企業擁有一個目標支付比率，而當期股利的變化主要是受當期盈餘變化所影響。後來的學者 Fama and Babiak(1968)，Pruitt and Gitman(1991)以及 Baker and Powell(1999)等研究結果也同樣支持 Lintner(1956)的發現。另外，Kuzucu(2015)一文提及公司規模和獲利能力是兩項最常被使用於研究股利發放的重要因子。例如，Al-Najjar and Kilincarslan(2018)發現規模較大的公司更有可能增加股利的支付。而其中最廣為人知與受矚目的文獻莫過於 Fama and French(2001)發現的結果，該文在研究中探討有支付股利的公司特點，發現當公司規模大、利潤高與公司支付股利呈正比，主張股利的發放受公司規模及獲利能力兩項因素的影響。

此外，投資機會與成長機會同樣被視為影響公司股利決策的重要因子，Rozeff(1982)、Myers and Majluf(1984) 與 Jensen, Solberg and Zorn(1992)的文獻皆表示擁有高成長機會的公司更有可能保留內部產生的資金並將其用於投資計畫以增加公司的價值。因此，公司的股利支付與公司的投資成長機會之間存在著相互競爭的關係。Gaver(1993)也證實，高成長機會的企業股利支付率明顯較低，且其股利盈餘率也較低。

根據上述多位學者的研究結果可以得知，公司股利的發放與否及其發放的金額幅度，是為一項複雜且須多方面審慎考慮的決策結果，因此本文也將探討其他可能影響公司股利支付率的因子。遵循過去文獻提供的證據，本文得知盈餘為公司決定是否發放股利的重要因素，而股利支付意味著公司對其長期盈餘的看好。因此本文欲進一步探討公司的盈餘品質是否會顯著的影響公司股利發放的決策，Dechow and Schrand(2004)在研究中表示盈餘持續性可以作為衡量盈餘品質的重要參數，因為公司的盈餘反映其期間績效，如果公司的當期盈餘表現能在後續持續存在的話，那麼即可以假設公司的盈餘具有高品質。Atwood, Drake and Myers(2010)也直接利用盈餘持續性作為衡量盈餘品質的代理變數，探討公司在實施最低稅負制前後盈餘品質的變化情況。因此，本文將以盈餘持續性作為盈餘品質的衡量，以檢測盈餘品質是否會影響公司的股利支付，並根據Higgins(1972)提出的股利剩餘理論來檢測盈餘持續性是否在其他理論的架構下仍為重要解釋變數，加以確認其是否在公司股利支付的決策中佔有舉足輕重的角色。

本文除了探討內部財務情況對於公司股利支付的影響外，更進一步探討當公司在不同股權結構下是否也會改變其股利政策。以家族企業為例，過去研究股利發放與家族企業之間關聯性的文獻，因為不同國家與法令的差異，存在著截然不同的結果，例如Mulyani, Singh and Mishra(2016)的研究發現印度尼西亞的家族企業傾向於支付較低的股利。Setia-Atmaja, Tanewski and Skully(2009)以及 Isakov and Weisskopf(2015)指出在澳洲和瑞士的家族企業傾向支付較高的股利。Pindado and Torre(2008)則發現西班牙的家族企業與公司是否發放股利並無存在顯著的相關性。另外，家族企業因具有直接的監督與實質的控制權，較易產生浪費性支出的代理問題外，家族企業往往也與其他股東的利益相衝突。因此，股利支付可以用來緩解並作為一種控制代理問題的治理機制，因為股利除了能減少關於公司自由現金的濫用，確保每位股東之間的分配比例正確外，更能從控股股東那裡轉移財富(Yoshikawa and Rasheed, 2010; Lau and Block, 2015)。因此，本文想進一步了解並探討以家族企業為大宗的台灣(Yeh et al., 2001)，在公司擁有盈餘持續性的情況下，是否仍會因為股權結構的不同而影響公司股利發放的變化。

最後，本文使用台灣上市櫃公司數據，並利用 Francis, LaFond and Olsson et al.(2004)衡量持續性的模型，算出持續性因子，然後進一步將連續五年有正盈餘之公司設置虛擬變數作為另一種衡量盈餘持續性的指標，來檢驗上述議題。

第二節 研究目的及貢獻

本文研究目的有五：

- 一、基於 Lintner(1956)的股利模型，得知當期盈餘會直接影響公司的股利支付，因此欲探討若公司擁有較穩定的盈餘與較好的盈餘品質時，是否會因此顯著的改變公司的股利支付決策。
- 二、依據著名的訊號理論表示，公司會透過發放股利來傳達其對盈利前景的看好，因此本文藉由公司當期股利發放率對公司未來盈餘持續性的影響，來檢驗公司的股利政策是否符合訊號理論為傳達公司對未來盈利之預期。
- 三、根據 Higgins(1972)提出的剩餘股利理論，欲得知台灣上市櫃公司是否遵循著剩餘股利理論，並進一步了解在剩餘股利理論的架構下，盈餘持續性是否仍可為股利政策的重要解釋變數。
- 四、根據過去文獻，欲了解在家族企業為主的台灣市場，不同的股權結構公司是否會在股利政策方面有不同的決策。
- 五、透過加入影響股利支付的四個重要變數，以檢測盈餘持續性對股利支付率的穩健性。

本文的貢獻。首先，本文提供了實證結果，發現盈餘的持續性對公司的股利支付率有顯著的正向影響，並且證實了當公司的股利發放率越高時，公司未來盈餘持續性會增加，為著名的訊號理論增添實證證據。其次，本文發現台灣的上市櫃公司遵循著 Higgins (1972)一文的剩餘股利政策理論，即公司會優先將盈餘用於投資計劃，有剩餘的盈餘才會回饋於股東，並且發現在剩餘股利理論的框架下，盈餘持續性仍為股利政策的重要解釋變數，是故在探討剩餘股利理論時，仍不可忽略盈餘持續性這項重要的決定因素。再者，本文發現當公司為家族企業時，即使公司有盈餘持續性，仍會顯著的減少股利發放，這也為過去代理問題相關的文獻提供了支持性的證據。最後，本文藉由加入影響股利支付的重要變數，再次證明盈餘持續性對於公司股利政策有重要的解釋能力，且不因其他變數而失去其影響性。

第三節 研究架構與流程

本文的研究架構共分為緒論、文獻探討與假說、樣本選取與研究設計、實證結果分析與最後結論五個章節，而各章節的內容摘要如下所示：

第一章 緒論

本章內容共分成三個小節，依序為研究動機與背景、研究目的及貢獻和研究架構與流程，從本章可以大致的了解本文的主題與相關內容。

第二章 文獻探討與假說

本章內容為彙整過去國內外相關文獻，並闡述主要的研究假設，本章分為七小節。第一節，主要根據相關文獻探討盈餘持續性的定義及其對公司財務報表分析與企業價值評估的重要性。第二節，主要介紹股利理論的相關文獻，並探討股利支付與股票購回的差異與影響。第三節，為盈餘與股利支付相關之研究。第四節，探討股利訊號理論 (Signaling Theory)。第五節，為探討股利支付理論中的剩餘理論。第六節，為探討家族企業與股利支付相關之文獻。最後，第七節為彙整影響股利政策的重要變數文獻。

第三章 樣本選取與研究設計

本章內容為說明樣本選取之過程與模型設計及變數衡量之方法，其中包含三個小節，第一節為樣本的選取與來源。第二節為模型設計。第三節為變數的選擇與衡量方式。

第四章 實證結果分析

本章將針對第二章所提出之假說，利用第三章的研究方法，進行相關的實證分析。本章主要包含六個小節，第一節為基本敘述統計分析。第二節為盈餘持續性與股利的關係。第三節為股利政策對盈餘持續性的影響。第四節為剩餘股利理論與盈餘持續性的相關研究。第五節，為在盈餘持續下不同股權結構對股利支付的影響。最後，第六節為影響股利政策的因子。

第五章 結論

本章將對本文結果進行總結說明，並闡述本文的價值與貢獻。

本文欲探討盈餘持續性對公司股利政策的影響，以下為研究流程：

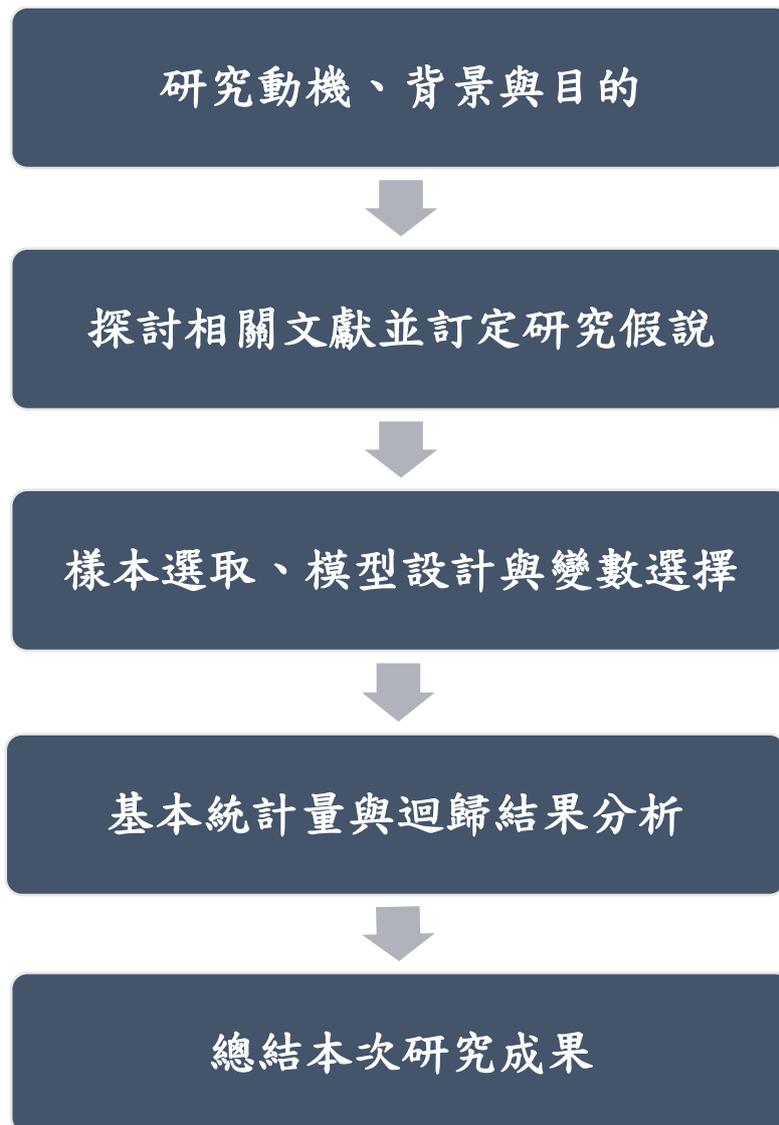


圖 1 研究流程圖

貳、 文獻探討與研究假說

本文主要探討盈餘持續性對公司股利支付的影響，欲藉此了解當公司有盈餘持續性的情況下，是否會更傾向發放股利。因此本章節，將彙整過去國內外相關文獻，並分類為七小節。第一節，主要根據相關文獻探討盈餘持續性的定義及其對公司財務報表分析與企業價值評估的重要性。第二節，主要介紹股利理論的相關文獻，並探討股利支付與股票購回的差異與影響。第三節，為盈餘與股利支付相關之研究。第四節，探討股利訊號理論(Signaling Theory)。第五節，為探討股利支付理論中的剩餘理論。第六節，為探討家族企業與股利支付相關之文獻。最後，第七節為彙整影響股利政策的重要變數文獻。

第一節 盈餘持續性

盈餘持續性通常隱含著公司相當程度的訊息，例如盈餘持續性與公司訊息風險即有直接的相關性，因為較強的持續性與可持續的盈餘相關，如果公司的盈餘存在持續性，那麼投資者就不需要擔心公司這一時期盈餘持續創新(Earnings innovation)的能力，這使得投資者在評價公司時減少了一個不確定性來源，Francis et al.(2004)也提出相關的證據表明此一觀點。除此之外，盈餘持續性更是一項在分析公司財務狀況與評估企業價值時的重要指標(Kothari, Leone and Wasley, 2005)。當公司的盈餘越平滑，其盈餘的波動程度越小，隱含著盈餘的持續性越高，而若公司的盈餘波動程度相對較高的話，其盈餘的持續性則會越低，公司的價值就會隨之下降。因此，公司的股票報酬也會受到盈餘持續性的影響(Yao, 2017)。

盈餘持續性除了作為企業評價與識別風險的變數外，更能作為衡量公司盈餘品質的指標，公司的盈餘反映了期間績效，如果公司的當期盈餘表現能在後續的時期持續存在的話，即可假設盈餘具有高品質，因此，盈餘持續性可以作為衡量盈餘品質的重要參數。盈餘持續性越高的公司，表示其盈餘品質會越好(Dechow and Schrand, 2004)。Atwood et al.(2010)更直接將盈餘持續性作為衡量盈餘品質的代理變數，探討公司在實施最低稅負制前後其盈餘品質的變化情況。

如前述，雖然盈餘持續性可以作為探討與分析公司價值的重要因子，但學者們對於盈餘持續性的計算、衡量方式與定義存有不同的意見。例如，Miller and Rock(1985)與

Easton and Zmijewski(1989)認為盈餘持續性是指當期盈餘變動對未來盈餘造成的修正，而 Anctil and Chamberlain(2005)則認為盈餘持續性為財務報表中盈餘的序列相關性。另外，Yao(2017)使用每季盈餘之間的季節性差異之一階自我相關係數衡量持續性因子，Dichev and Tang(2009)與 Frankel and Litov(2009)則是使用線性迴歸模型，利用本期盈餘預測下期盈餘，當本期盈餘的迴歸係數越大即表示公司越具有盈餘持續性。Cheng and Wu(2013)則是為了減少非線性與異質性的問題而採用縱橫平滑移轉迴歸模型衡量盈餘持續性。雖然上述定義與衡量盈餘持續性的方式皆不盡相同，也各有優缺點，但其根本皆表示盈餘持續性隱含著對公司未來獲利能力的預期，李姝(2017)更表示盈餘持續性能代表一家公司的盈餘穩定性並具有一定的預測價值。

此外，本文將行為財務學中的私房錢效應(House money effect)納入盈餘持續性中作探討。私房錢效應是指投資者會受到先前投資結果的影響而改變其承擔風險的意願，若先前交易為利得時，投資者會增加其風險承擔的意願(Thaler and Johnson, 1990; Chen et al., 2017)。因此，若公司具有盈餘持續性，公司的管理層在執行決策時則會願意承擔較多的風險，也會較願意發放股利回饋於股東，出現類似私房錢效應的行為。

第二節 股利政策

公司賺得的盈餘可以選擇保留以備將來使用，也可以選擇作為股利發還於股東。每間公司與企業都有自己獨特的情況，而有戰略性的決策並對營運產生的資金做出最有價值的決定，是至關重要的。股利政策即為企業最關鍵的決定之一，過去文獻在關於股利政策的研究中非但有不少的爭議外，更形成了許多相互矛盾的理論(Al-kuwari, 2009)。

Miller and Modigliani(1961)最早提出股利無關論，其表示在一定的假設條件下公司的價值取決於公司的獲利能力與其投資決策，而公司賺得的盈餘是否發還於股東，不論發放的金額與比率皆不會影響公司股價表現。然而股利無關論存在著許多假設並不一定能在現實生活中成立，若公司減少或消除股利支付時，等同於暗示著投資人公司的業績不佳。因此，股利政策會直接的影響公司股價，這與 MM 股利無關論的觀點背道而馳(Yilmaz and Gulay, 2006; Anil and Kapoor, 2008)。

Fama and French(2001)及 Von Eije and Megginson(2008)發現，公司減少現金股利的理由之一，是因為現金股利的發放較股票購回方式更具有黏著性，因此多數公司會傾向透過股票購回的方式來回饋股東。Skinner(2008)的研究與 Lintner 模型下的股利假設

(Repurchases are used to pay out earnings)相似。Skinner(2008)發現現在有許多公司的股利政策變得越來越保守、股利成長幅度越來越小、越來越多原本以股利支付的公司開始使用股票購回來發放盈餘的短期成長，並在其文章中提供了相關的證據支持「股票購回可以被用來代替股利支付」的觀點。Jagannathan, Stephens and Weisbach et al.(2000)的研究也指出公司發放股利主要是由公司的永久性現金流支付，而關於股票購回的部分則是採用暫時性的現金流支付。他也提及執行股票購回的公司現金流量的波動通常會較實行股利支付的公司更大。這也是為什麼股票購回計劃有時可以被用來代替股利的支付，因為它們具有彈性。而 Andres, Doumet and Fernau et al.(2015)的研究則表明，股票購回比股利發放更符合預測財務彈性的假設，因為股利主要是由永久性的盈餘來支付，且當公司在實施股票購回後，短暫性盈餘的變化對股利發放的影响力也會大幅下降。

第三節 公司盈餘與股利支付的關係

公司管理者的股利決策，傳達了對該公司獲利前景的訊息。Deng et al.(2017)研究了股利與盈餘品質之間的關係。他們發現，與不發放股利的公司相比，發放股利的公司其當前收入與未來收入之間的關係更為強烈，這表明了股利提供關於公司獲利可持續性的訊息。而當一家公司採取穩定股利的政策時，投資者可以有充分理由將股利變動解讀為管理層對公司未來獲利前景看法的改變，Lintner(1956)著名的股利政策研究發現，公司會維持一定的股利發放率，不會任意調動，特別是避免調升股利，除非當管理層認為盈餘會永久性的成長，並持續維持在新的水平上，公司才會增加股利。因此管理者可透過承諾支付股利的方式，幫助投資者瞭解公司盈餘的品質。Goergen, Renneboog and Silva (2005)對 221 家德國公司股利的變化進行研究，發現淨盈餘是股利變化的關鍵決定因素。

Ben Naceur, Goaid and Belanes (2006)研究突尼西亞的上市公司，發現公司會依據當期盈餘與過往的歷史股利發放情況來決定當期股利支付。然而，研究表明，當期股利支付受到當期盈餘的影響較歷史股利發放的情況大。另外，其文章也證明有穩定盈餘的公司可以承受更大的自由現金流量，從而支付更多的股利，且當公司快速成長時會傾向分配更多的股利。Skinner(2008)的實證結果則顯示，有支付股利的公司其當期盈餘與未來盈餘間的關係較沒有支付股利的公司強烈，即說明有支付股利的公司擁有較高的盈餘持續性與品質。

上述的文獻皆表明公司的盈餘是影響股利發放的重要因素，而盈餘是否具有持續性也隱含著公司的盈餘品質，因此本文根據上述的文獻推論，擁有盈餘持續性的公司，代表其較無盈餘持續性的公司有較長期且穩定的盈餘狀態，而穩定且長期的盈餘對於公司的股利支付率會有正向的影響。另外，本文將盈餘持續性與行為財務學中的私房錢效應合併探討，若公司盈餘具有持續性，公司的管理者在執行決策時更有可能出現行為財務學中的私房錢效應。因此，我們根據此效應推測，若公司擁有盈餘的持續性，則會有類似私房錢效應的行為出現，從而較願意承擔風險，並且發放較多的股利於股東。

因此，綜合上述觀點的推論，本文提出的假設一如下：

H1：盈餘持續性對公司的股利支付率有正向的影響

第四節 股利訊號理論(Signaling Theory)

股利訊號理論，又稱為訊號假說(Signaling Hypothesis)，該理論認為公司內部的管理者與外部投資人之間存在著訊息不對稱的問題，因為公司管理者擁有更多與公司盈利、價值、投資機會等方面有關的內部私有訊息。而管理者通常會藉由執行合適的財務決策向市場傳遞與公司有關的訊號，並向公司外部的投資人傳達公司的真實價值，藉以影響投資人的決策。

股利政策即可被作為一種公司管理者向外界傳遞其掌握內部訊息的一種方式，管理者會利用股利政策來傳遞有關公司未來前景的訊息。因此，如果公司管理者預期公司未來的盈利前景良好，未來業績能有大幅度提升及增長的情況下，就會透過增加股利的發放來將此一訊息即時傳遞予股東及外部潛在的投資人；相反的，如果公司預期未來的發展前景不盡理想、甚至此種不利的情況無法在短時間內回轉時，那麼公司的管理者們則會選擇維持或是降低現有的股利發放水平，向股東及潛在的投資者發出公司對未來盈利前景看淡的訊號(Yu et al., 2016)。因此本文根據訊號理論提出假說二如下：

H2：公司股利政策傳遞著對未來盈餘的預期訊息

第五節 剩餘股利理論(Residual Dividend Theory)

管理者的成功與否有時取決於他們最大化股東財富的能力。為了實現這個目標，管理者需要充分了解股利政策機制。Higgins(1972)一文提出的剩餘股利理論可以解釋股利政策的重要性。該理論指出，每間公司皆有一個目標資本結構，當公司有投資計劃時，會依據此結構進行投資與融資，並且會根據融資順位理論優先使用公司內部的保留盈餘，而當公司在進行完項目投資後尚有盈餘時才會向股東支付股利。然而，擁有大量自由現金流的企業管理者並不總是為了股東的最佳利益而行事，因為他們可能會用這筆現金進行負淨現值(NPV)的投資項目(Jensen, 1986)。因此，最理想的情況是當公司在投資完所有淨現值大於零的項目後，將剩餘盈餘用來支付股利給股東，而透過支付股利將會減少由管理者自己消費或使用這筆現金，減少其過度投資的範圍並有助於緩解傳統的代理問題，從而提高公司的市場價值(Baker and Smith, 2006; Abdullah, Parvez and Tooheen, 2017)。

Alli, Khan and Ramires (1993)利用美國 1985-1987 年 105 家公司的樣本作為研究對象，發現當公司風險大、預期資本支出和投資機會較高時會明顯降低股利的支付，並提供證據支持剩餘股利理論。根據此論，本文將使用台灣樣本，以檢驗台灣的上市櫃公司是否遵循著剩餘股利理論，並加入盈餘持續性因子，測試盈餘持續性在股利剩餘理論的架構下是否仍為重要的解釋變數？因此本文提出了第三個假說如下：

H3：盈餘持續性與自由現金流量，皆為影響公司股利政策之重要變數

第六節 家族企業與股利支付的關係

家族企業的所有權者可以作為大股東充當監督者的角色，從而減少公司代理和資訊不對稱的問題。但這理論並不一定適用於所有國家，例如，美國因為制度上對少數股東提供的保護較少，因此在家族企業中會發生少數股東利益被剝奪的現象(Almeida and Wolfenzon, 2006)。

而先前研究股利支付政策與家族企業之間關聯性的文獻，大致可以被歸納為以下兩類觀點。第一類，認為家族企業對公司股利政策有正向影響，因為家族企業的管理層和所有權通常不會分開，家族成員通常佔據最高管理職位並坐在董事會上，而其他管理者沒有權力和權限來使用公司的內部現金流量。由於所有權結構高度集中，所有權和管理

層重疊，因此家族企業的代理問題應該比非家族企業少，這表示家族企業應比其他非家族企業支付更高的股利(Anderson and Reeb, 2003; Gugler and Yurtoglu, 2003; Aksu and Kosedag, 2006)。第二類，則認為家族企業對公司的股利支付有負向的影響(Boubakri, Guedhami and Mishra, 2010; Michaely and Roberts, 2011)，因為所有權集中度高的一個缺點就是，大(控制)股東和少數(外部)股東的利益可能不盡相同。當大股東持有幾乎完全的控制權時，卻因為缺乏有效的監督甚至為了自己的利益而隨意使用、轉移或浪費公司內部自由現金，將導致損害少數股東的利益，那麼就會產生嚴重的代理問題，而這也進一步表明股利的支付可以減輕大股東和小股東之間的利益衝突，因為股利可以保證所有股東按比例分配現金，並限制大股東控制自由現金。因此，較高的自由現金流量與代理問題具有較高的相關性，這意味著有些公司為了克服代理問題而需要支付更高的股利(Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006; Mulyani et al., 2016)。

基於上述兩類迥異的觀點，本文將探討台灣的家族企業與股利發放之間是否存在相關性，並進一步觀察在公司有盈餘持續性的情況下，家族企業對股利發放的效果又是如何？雖然根據訊號理論的正向觀點認為，家族控股的企業會傾向增加股利，以表示其看好公司的獲利前景，但根據代理問題解釋下的負向觀點預測，本文認為即使公司存在盈餘持續性，公司的股利政策與發放股利的多寡仍會受到不同股權結構所影響，而屬於家族控制的公司可能會傾向於減少股利，以增加企業使用資源與管理的自由決策權。因此本文根據代理問題提出第四個假說如下：

H4：即使公司有盈餘持續性，家族企業仍會減少公司的股利支付

第七節 影響股利支付的重要因素

許多文獻提供了證明公司的股利政策受到盈餘的影響(Lintner, 1956; Fama and Babiak, 1968; Pruitt and Gitman, 1991; Baker and Powell, 1999)，但其實股利政策仍會受到其他公司特性與週期影響，下面本文將探討數個主要影響公司股利政策的重要變數。

公司規模與獲利能力是兩項最常被研究決定公司股利支付的因素。當公司規模越大時，越容易被市場接受，因為規模大的公司其公司內部資訊較其他規模小的公司更佳透明，因此較不易有外部融資的限制與困難，在市場上被接受的機會也更高，而有較高獲利的公司則是會增加股利的發放來傳遞公司績效良好的訊息，藉以吸引投資人的投資並

回饋股東(Labhane and Mahakud, 2016; Kheirkhah, Asadi and Zendehtdel, 2017; Al-Najjar and Kilincarslan, 2018)。成長機會和投資機會也同樣為影響公司股利決策的重要因素。有高成長機會的企業，根據融資順位理論，更有可能保留內部產生的資金並將其用於資助其未來的成長與投資機會(Jensen et al., 1992; Labhane and Mahakud, 2016; Al-Najjar and Kilincarslan, 2018)。因此，成長及投資機會與股利之間應存在負向關係。

盈餘與現金持有，Lintner(1956)表示公司的盈餘會影響股利發放的情況。換言之，盈餘是公司決定是否發放股利的重要因素。因為有足夠盈餘的公司才有能力支付股東股利並分享公司獲利 (Chay and Suh, 2009; Caliskan and Doukas, 2015; Attig and Boubakri et al., 2016)。而現金持有與股利支付率之間的關係，根據 DeAngelo and Stulz.(2006)表明獲利能力強的公司有可能持有現金為公司未來的投資計劃提供資金，但擁有超額現金的公司則可能會以股利發放的方式分配多餘現金給股東以降低代理問題。因此現金持有對股利支付率的影響存在模糊的可能性(Chay and Suh, 2009; Coulton and Ruddock, 2011; Attig and Boubakri et al., 2016; Oliverzhen, Hang and Ni, Chenkai et al., 2017; Chen, Leung and Goergen, 2017)。

槓桿，高度槓桿化的公司意味著有較高的利息支出，這將導致股東報酬率的風險上升，而且高槓桿的公司交易成本較高，企業為避免外部融資成本上升或支付高股利導致公司處於弱勢地位。因此，高槓桿公司會傾向保留更多盈餘而不是向股東分配股利，以降低外部資金的交易成本。另外，高槓桿公司更具有風險和不穩定性，且不論是在對公司股東的股利支付、融資或投資計劃方面都會較低槓桿公司困難(Al-Kuwari, 2009; Sim, 2011; Al-Najjar and Kilincarslan, 2018)。

參、 樣本選取與研究設計

本文主要探討盈餘持續性對公司股利支付的影響，欲藉此了解當公司有盈餘持續性的情況下，是否會更傾向發放股利。本章將說明本文的樣本選取過程與模型設計及變數衡量之方法，其中包含三個小節，第一節為樣本的選取與來源。第二節為模型設計。第三節為變數的選擇與衡量方式。

第一節 樣本選取：

本文欲探討公司盈餘持續性與股利支付率之關係，使用的樣本期間為 1990 年至 2017 年，以台灣上市、上櫃公司為主要研究對象，資料頻率採用年資料。另外，本文的財務報表資料來自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)中的合併報表，股票購回金額資料來源為台灣經濟新報資料庫(TEJ)中的庫藏股資料庫，而集團控制型態分類則依據台灣經濟新報資料庫(TEJ)中公司治理的股權結構資料庫。在樣本篩選的過程中，本文除了排除掉與金融相關的產業與 F 股外，也將資料有遺漏或缺失的樣本加以排除，總計得到 22715 個觀察值。

第二節 模型設計：

1. 盈餘持續性定義：本文以下列迴歸式(1)做為衡量盈餘持續性的方法，此迴歸模型係參考 Francis et al.(2004)所提出之模型，其以盈餘的一階自我迴歸斜率係數 β 作為盈餘持續性的代表，而本文則利用盈餘除以資產總額的資產報酬率一階自我迴歸模型，並將其 t 年向前推移至 $t-10$ ，計算出其斜率係數 β 值作為盈餘持續性的代表。模型中各個變數的下標 i 表示公司別， t 表示年度別。

$$ROA_{i,t+1} = \alpha_i + \beta_i ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

除此之外，本文另使用連續五年有正盈餘之公司以變數 Persist5 設置虛擬變數為 1，其他為 0，以便觀察其結果是否與迴歸式(1)的 Beta 持續性一致。

2. 股利支付率模型：本文使用 Attig and Boubakri et al.(2016)為研究不同國家的家族企業對股利發放率的影響所提出的模型，作為股利支付率與總支付率之模型參考。本

文根據欲研究方向加入盈餘持續性與其他影響股利支付的因子，形成下列迴歸式(2)，並以 Tobit 切齊迴歸(Tobit censored regression)模型對迴歸式(2)進行測試，以檢驗盈餘持續性是否會對公司股利支付率形成影響。由於本文的被解釋變數股利支付率介於 0 至 1 之間，因此本文採用 Tobit 切齊迴歸模型，解決因被解釋變數受到值域的限制時，可能發生的估計偏誤。

$$\begin{aligned} \frac{\text{Div}}{\text{E}}_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{Persist}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{SGR}_{i,t} + \beta_4 \text{CASHTA}_{i,t} + \beta_5 \text{TETA}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{NDETE}_{i,t} + \beta_7 \text{MBV}_{i,t} + \beta_8 \text{SIZE}_{i,t} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中，Div/E 為股利發放率，Persist 為盈餘持續性因子，ROA 為資產報酬率，SGR 為銷貨成長率，CASHTA 為現金資產比，TETA 為股東權益資產比，NDETE 為盈餘權益比，MBV 為權益市價帳面價值比，SIZE 為公司規模，Fixed Effects 包含年度與產業的固定效果。

3. 股利發放影響盈餘持續性模型：本文使用下列迴歸式(3)作為公司股利發放對盈餘持續性影響之模型參考。此模型為 Arnott and Asness (2001)為研究股利支付率對公司未來十年營收成長率的影響。

$$10\text{Yr Earnings Growth} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{\text{Div}}{\text{E}}_{i,t} \quad (3)$$

本文根據過去文獻(Arnott and Asness, 2001)，將迴歸式(3)中的營收成長率更改為盈餘品質¹，並參考 Skinner and Soltes(2011)將原本一期的訊號效果，延伸為本期股利支付率對未來五年(FPersist5)及十年(FBeta)盈餘持續性的影響，形成下列迴歸式(4)進行測試，以檢驗股利支付率是否具有訊號效果，能傳達公司對未來的盈利前景的預期。

¹ 盈餘品質分別以未來 10 年及 5 年的盈餘持續性作為代理變數

$$FPersist_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{Div}{E}_{i,t} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

此外，我們根據 Fama and French (2006)一文表示，當公司的投資機會(MBV)增加時，公司獲利能力會上升，因此在迴歸式(4)中加入投資機會因子，形成下列迴歸式(5)，以檢驗當公司投資機會增加時，是否會影響公司未來的盈餘持續性。

$$FPersist_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{Div}{E}_{i,t} + \beta_2 MBV_{i,t} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中，FPersist_{i,t+1}為未來盈餘持續性因子，Div/E為股利發放率，MBV為權益市價帳面價值比，Fixed Effects包含年度與產業的固定效果。

關於未來盈餘持續性定義：本文以原迴歸式(1)做為衡量未來盈餘持續性的方法，此迴歸模型係參考 Francis et al.(2004)年所提出之模型，其以盈餘的一階自我迴歸斜率係數β作為盈餘持續性的代表，而本文則利用盈餘除以資產總額的資產報酬率一階自我迴歸模型，並將其 t+1 年向後推移至 t+10，計算出其斜率係數β值作為未來盈餘持續性的代表。模型中各個變數的下標 i 表示公司別，t 表示年度別。

$$ROA_{i,t+1} = \alpha_i + \beta_i ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

除此之外，本文將未來連續五年有正盈餘之公司以變數 FPersist5 設置虛擬變數為 1，否則為 0，以便觀察其結果是否與迴歸式(1)的β持續性一致。

第三節 變數選擇與衡量：

本節將分別介紹應變數、自變數與控制變數的衡量方式與變數選擇原因，並分別預測各變數對公司股利支付率的影響情況。

1. 應變數

股利支付率(Div/E):根據過去研究(Chay and Suh, 2009)，本文主要使用股利支付率作

為本文的應變數。股利支付率的計算方式為現金股利與稅後淨利之比率。另外，本文為了使股利支付率介於 0 至 1 之間，進一步將現金股利大於稅後淨利的股利支付率設為 1，對於不支付現金股利或者稅後淨利為負的公司，則將其股利支付率設為 0。

總支付率(T/E)²：總支付率為本文第二項應變數，總支付率的計算方式為現金股利加上股票購回金額後除以稅後淨利，其如同前述與股利支付率的設定一致，將公司總支付金額大於稅後淨利的總支付率設為 1，對同時無發放現金股利與進行股票購回或稅後淨利為負的公司，將其總支付率設為 0，使公司的總支付率介於 0 到 1 之間。

2. 自變數

盈餘持續性(Beta)：以 Francis et al.(2004)所提出的迴歸式(1)，將資產報酬率的一階自我迴歸之斜率係數 β 作為盈餘持續性的變數。

$$ROA_{i,t+1} = \alpha_i + \beta_i ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

盈餘持續性(Persist5)：將連續五年有正盈餘的公司設置虛擬變數為 1，其他為 0。

家族企業(F₁₀)：首先，本文依據台灣經濟新報資料庫(TEJ)內公司治理股權結構中的集團控制型態分類³，將單一家族主導之企業列出，並參考湯麗芬(2010)計算家族持股的方式，將單一家族主導的企業最終控制者以「個人」、「未公開發行公司」、「基金會」與「公開發行公司」名義持有該公司股票比率相加，最後參考 Attig and Boubakri et al.(2016)的定義將最終控制者持股門檻大於 10%的公司，設置虛擬變數為 1，否則為 0。另外，進一步將家族企業(F₁₀)與盈餘持續性相乘建立交乘項，以觀察在有盈餘持續性的情況下，家族企業是否會影響公司的股利政策。

公股主導(G)：如同上述，本文依據台灣經濟新報資料庫(TEJ)內公司治理股權結構中的集團控制型態分類，將屬於公股主導之公司設置虛擬變數為 1，否則為 0。另

² 總支付率較股利支付率的觀察值少，主因為當股利支付率為零而股票購回為缺漏值時，總支付率會被視為缺漏值，因此會有總支付率較股利支付率的觀察數少之現象。

³ 參考表 3-1，資料來源為台灣經濟新報資料庫(TEJ)。

外，進一步將其與盈餘持續性相乘建立交乘項，以觀察在有盈餘持續性的情況下，公股主導的公司是否會影響公司的股利政策。

本文並未進一步探討關於共治型態與專業經理人治理的企業，主要是因為考量單一家族企業與公股主導的股權結構較為特殊，具有明顯集中且單一的特徵。

表 3-1 集團控制型態定義表

控制型態	定義
單一家族主導	公司之最終控制者由具有相同利益及目標之一群人(自然人)組成，該一群人彼此間具有「親屬關係」。
共治型態	公司之最終控制者由兩個以上團體(可能為家族、集團或政府)組成，這些個別團體在不與其他團體合作下，無法單方面主導公司營運及重要決策。
專業經理人治理	公司無明顯大股東，或雖有大股東但大股公不直接參與公司營運及決策，公司重大政策由經理人(最終控制者)主導。
公股主導	公司之最終控制者為地方政府或中央政府。

3. 控制變數

獲利能力(ROA)：Fama and French(2001)的研究表示資產報酬率(ROA)可以作為獲利能力的替代指標。因此，本文使用資產報酬率(ROA)作為獲利能力的指標，並預期當公司獲利能力上升，會使得公司的股利支付率增加，即兩者呈現正相關(Chay and Suh, 2009; Attig and Boubakri et al., 2016; Coulton and Ruddock, 2011; Chen, Leung and Goergen, 2017)。

規模(SIZE)：Fama and French(2001)的研究結果顯示，當公司的規模越大，表示其被市場接受的程度較高，而在資金調配方面，也較其他規模較小的公司更有彈性，因此會較願意發放股利給股東。根據上述推論，本文預期公司規模與股利支付率呈現正相關。另外，本文以資產總額取對數作為衡量公司規模的代理變數(Coulton and Ruddock, 2011; Caliskan and Doukas, 2015; Attig and Boubakri et al., 2016; Chen, Leung and Goergen, 2017)。

投資機會(MBV)：Higgins(1972)提及當公司的投資機會增加時，公司會將盈餘用於投資可使公司獲利或取得報酬的投資上，進而減少股利的發放，而許多學者的研究

中也證實這一點(Fama and French, 2001; Bhattacharyya, Mawani, and Morrill, 2008; Chay and Suh, 2009; Caliskan and Doukas, 2015)。因此，本文使用股東權益的市值帳面比作為公司投資機會的代理變數，並預期投資機會與股利發放率為負相關。

銷貨成長率(SGR)：DeAngelo et al.(2006)根據企業生命週期理論發現成長機會高的公司會有較低的股利支付率，而成長機會較低的公司則會有較高的股利發放率。而 Attig and Boubakri et al.(2016)以銷貨成長率作為公司成長機會的代理變數，因此本文依據 Attig and Boubakri et al.(2016)的文獻將銷貨成長率放入模型中，檢驗其對股利支付率的影響性，並預期其對股利支付率有負向的影響。本文銷貨成長率的計算方式為當期銷貨收入除以前期銷貨收入後取對數。

現金資產比(CashTA)：現金持有與股利支付率之間的關係，根據 DeAngelo et al.(2006)表明其對股利政策的影響存在模糊的可能性。因為獲利能力強的公司更有可能持有現金為公司未來的投資計劃提供資金，但擁有超額現金的公司則可能會以股利發放的方式分配多餘現金給股東以降低代理成本。因此本文預期現金持有對股利支付率的影響方向不一定，而本文以現金與約當現金對資產總額的比率作為衡量公司現金持有之變數(Chay and Suh, 2009; Coulton and Ruddock, 2011; Attig and Boubakri et al., 2016; Oliverzhen and Hang et al., 2017; Chen, Leung and Goergen, 2017)。

權益資產比(TETA)：Rozeff(1982)表示當公司的負債比率愈高，隱含著公司有融資限制的情況，因此導致公司減少股利的發放，而且即使公司有盈餘，也會考量到利息支付的影響而不敢承諾股東長期的股利支付。因此，本文利用權益資產比作為負債成本的代理變數，當權益資產比率越高，表示公司的負債比率越低，公司會傾向增加股利支付。本文利用股東權益總額除以資產總額計算權益資產比，並預期權益資產比與股利支付率呈現正相關(Coulton and Ruddock, 2011; Attig and Boubakri et al., 2016)。

盈餘權益比(NDETE)：Lintner(1956)表示公司的盈餘會影響股利發放的情況。換言之，盈餘是公司決定是否發放股利的重要因素。因此本文以未分配盈餘除以股東權益總額作為盈餘權益比，並預期盈餘權益比越高的公司，會因為有足夠的盈餘與考量到股東利益的因素，而分配較多的股利給股東(Chay and Suh, 2009; Caliskan and Doukas, 2015; Attig and Boubakri et al., 2016)。

自由現金流量(FCF)：Higgins(1972)提出的剩餘股利理論，認為公司傾向將賺得的現

金優先進行對公司有利之投資活動(淨現值為正)，爾後才會將剩餘現金以股利發放的方式回饋股東。因此本文以自由現金流量作為衡量公司是否符合剩餘股利理論的假設。本文衡量自由現金流量的方式為： $(\text{稅後淨利} + \text{折舊攤銷} - \text{資本支出} - \text{淨營運資金變動})$ 並以資產總額予以平減(Oliverzhen and Hang et al., 2017)。

除了上述公司層面的變數之外，本文另外使用不同年度與不同產業之虛擬變數，將其放入回歸模型中，以固定年度與產業的效果。下表 3-2，為所有應變數、自變數與控制變數的衡量方式總整理。

表 3-2 變數定義

變數	定義
Div/E	股利支付率， $Div/E = \frac{\text{現金股利}}{\text{稅後淨利}}$
T/E	總支付率， $T/E = \frac{(\text{現金股利} + \text{股票購回})}{\text{稅後淨利}}$
Beta	盈餘持續性由公式(1)計算
FBeta	未來 10 年盈餘持續性由公式(1)計算
Persist5	虛擬變數，連續五年盈餘為正的公司為 1，否則為 0
FPersist5	虛擬變數，未來連續五年盈餘為正的公司為 1，否則為 0
Persist * F ₁₀	交乘項，盈餘持續性乘上最終控制者持股大於 10% 之家族企業
Persist * G	交乘項，盈餘持續性乘上國營企業
ROA	資產報酬率， $ROA = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{資產總額}}$
SGR	銷貨成長率， $SGR = \text{Log} \left(\frac{\text{本期銷貨收入}}{\text{前期銷貨收入}} \right)$
CashTA	現金資產比率， $CashTA = \frac{\text{現金與約當現金}}{\text{資產總額}}$
TETA	權益資產比， $TETA = \frac{\text{股東權益總額}}{\text{資產總額}}$
NDETE	盈餘權益比， $NDETE = \frac{\text{未分配盈餘}}{\text{股東權益總額}}$
MBV	權益市值帳面比， $MBV = \frac{\text{股東權益市場價值}}{\text{股東權益帳面價值}}$
SIZE	公司規模， $SIZE = \text{log}(\text{資產總額})$
FCF	自由現金流量， $FCF = \frac{(\text{稅後淨利} + \text{折舊攤銷} - \text{資本支出} - \text{淨營運資金變動})}{\text{資產總額}}$

肆、 實證分析

本文主要探討盈餘持續性對公司股利支付的影響，欲藉此了解當公司有盈餘持續性的情況下，是否會更傾向發放股利。本章將針對第二章所提出之假說，利用第三章的研究方法，進行相關的實證分析。本章主要包含六個小節，第一節為基本敘述統計分析。第二節為盈餘持續性與股利的關係。第三節為股利政策對盈餘持續性的影響。第四節為剩餘股利理論與盈餘持續性的相關研究。第五節，為在盈餘持續下不同股權結構對股利支付的影響。最後，第六節為影響股利政策的因子。

第一節 敘述統計分析

表 4-1 為本次研究全部樣本之敘述統計表。從表中可以看出樣本公司平均的股利支出比率為 0.2954。公司的獲利能力代表資產報酬率的平均為 0.0411。而銷貨成長率的部分平均超過 0.06，其中最大值為皇普建設股份有限公司(2528)，根據台灣經濟新報資料庫(TEJ)的合併報表顯示，其銷貨成長率在 2013 年 11 月有大幅度的成長，而其主要原因為建案「我泉山莊」於下半年完工交屋，因此營收遽增。另外比較特別的是，樣本公司中的盈餘權益比平均值為負數，本文發現這是因為受到部分極端值的影響，例如盈餘權益比最小值為 2011 年貿易百貨產業的來思達(8066)公司，而第二順位最小值為從事紡織產業的裕豐(1438)公司，根據其財務報表顯示，裕豐自 2000 年即因為面臨傳統產業轉型的衝擊且未有妥善的應對措施，因此開始為期將近 10 年的連年賠損，而公司的未分配盈餘也在 2009 年金融危機時期降至最低點，因此公司在 2010 年改為以委託營造廠商興建商業大樓、工業大樓及住宅出租出售的主要業務，並將原始起家的紡織工業之產銷及其附屬事業改為次要經營項目。

表 4-1 敘述統計表

此表涵蓋 1990 年至 2017 年共 22715 筆公司年資料樣本。其中變數定義如下：Div/E 為股利支付率，T/E 為總支付率，Beta 為以迴歸式(1)所衡量之盈餘持續性因子，ROA 為資產報酬率，SGR 為銷貨成長率，CashTa 為現金資產比，TETA 為權益資產比，NDETE 為盈餘權益比，MBV 權益市值帳面比，SIZE 為公司規模。

	觀察值	平均數	最小值	第一四分位數	中位數	第三四分位數	最大值	標準差
Div/E	22715	0.2954	0.0000	0.0138	0.2297	0.5039	0.9936	0.3098
T/E	22077	0.3214	0.0000	0.0138	0.2669	0.5420	0.9936	0.3205
Beta	22907	0.5542	-12.3457	-0.0699	0.2690	0.5633	21.2467	3.0984
ROA	22907	0.0411	-1.0470	0.0091	0.0442	0.0823	0.4328	0.0970
SGR	22907	0.0644	-2.6887	-0.0564	0.0608	0.1804	2.9050	0.3297
CashTa	22907	0.1293	0.0012	0.0479	0.0952	0.1778	0.6980	0.1137
TETA	22907	0.5912	0.0980	0.4741	0.5890	0.7136	0.9565	0.1649
NDETE	22907	-0.0275	-41.1661	0.0231	0.1111	0.1981	0.6614	1.6334
MBV	22907	2.2218	0.5467	1.3312	1.8343	2.5852	29.8230	1.7878
SIZE	22907	15.3098	11.9988	14.4024	15.1305	16.0337	19.9748	1.2971

第二節 盈餘持續性與股利的關係

本節主要探討盈餘持續性對公司股利支付率與總支付率是否存在顯著的影響性，過去的文獻表明公司的股利支付主要受到公司當期的盈餘影響，並提供證據表示公司的股利發放會較股票購回無彈性，所以公司傾向將暫時性的盈餘以股票購回的方式回饋於股東，換句話說，長期且穩定的盈餘對公司的股利支付而言，扮演著至關重要的角色。本節將延伸過去的文獻，將盈餘持續性的因子考量進股利支付的模型中，以測試是否盈餘持續對公司的股利支付率有顯著的影響性。

表 4-2 為盈餘持續性對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析結果。本文根據假說一的預測，當公司存在盈餘持續性，公司會傾向增加股利的發放。為了檢測此項預測的結果，本文分別使用了二種不同的方式衡量盈餘的持續性並以此作為觀察變數，藉以檢驗不同的衡量方式，是否能獲得一致的結果。表 4-2 的第一條與第二條迴歸為以 Beta 作為持續性因子的結果，其結果顯示當持續性每增加一單位，公司的股利支付率與總支付會分別增加 0.0026 與 0.0027，且兩者都有 5% 之顯著水準，而若從第三條、四條迴歸結果看，則可得知當盈餘持續性由 Persist5 衡量時，其結果顯示當持續性每增加一單位，公司的股利支付率與總支付會分別增加 0.2382 與 0.2334，且兩者皆具有 1% 之顯著水

準。

綜合上述，本文從表 4-2 的迴歸結果可以得知，盈餘持續性對於公司不論是在股利支付率或總支付率都有顯著的正向影響，表明當公司存在盈餘持續性時，會傾向將盈餘分配於股東，不論是以現金股利或股票購回的方式，都可以滿足股東的期望，並傳遞公司盈利能力前景看好的訊號，這與過去的股利訊號理論及本文的假說一預期結果相符合。

除此之外，從表 4-2 中可以看出當公司有較高的獲利(ROA)能力、權益資產比(TETA)、盈餘權益比(NDETE)及較大的公司規模(SIZE)時，皆會傾向於增加公司的股利支付率與總支付率，這與過去的研究結果一致(Fama and French, 2001; DeAngelo et al., 2006; Denis and Osobov, 2008; Kirkulak and Kurt, 2010)。而若當公司擁有較多的投資機會(MBV)與成長機會(SGR)，則公司會傾向將所賺得的盈餘留存於公司內部，作為未來投資計劃的資金來源，並避免利用高成本的外部融資機會，因此公司會降低甚至是取消股利發放與股票購回的政策，這實證結果也與過去的文獻結果相一致(Fama and French, 2001)。

在所有控制變數中最特別的是關於現金資產比的部分，本文原本預期其對股利政策的影響存在不明確的方向，因為公司可能透過累積大量的現金持有量以增加流動性或是為未來淨現值大於零的項目留存投資資金，而擁有超額現金的公司則可能會利用股利發放的方式將多餘現金分配給股東以降低可能的代理問題。然而本文的迴歸結果則顯示，現金資產比對公司的股利政策沒有顯著的影響性，表示其在統計上沒有意義。

表 4-2 盈餘持續性對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析

此表涵蓋 1990 年至 2017 年共 22715 筆公司年資料觀察值。探討盈餘持續性對公司股利支付率與總支付率之影響。根據本文的假說，認為盈餘持續性會增加公司的股利發放。其中變數定義如下：Persist5 為盈餘持續性之虛擬變數，若公司連續五年正盈餘則為 1，否則為 0。Div/E 為股利支付率，T/E 為總支付率，Beta 為以迴歸式(1)所衡量之盈餘持續性因子，ROA 為資產報酬率，SGR 為銷貨成長率，CashTa 為現金資產比，TETA 為權益資產比，NDETE 為盈餘權益比，MBV 權益市值帳面比，SIZE 為公司規模。下括弧為 T 值，***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。本文使用的為 Tobit 切齊迴歸模型如下：

$$\frac{\text{Div}}{\text{E}}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{persist}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{SGR}_{i,t} + \beta_4 \text{CASHTA}_{i,t} + \beta_5 \text{TETA}_{i,t} + \beta_6 \text{NDETE}_{i,t} + \beta_7 \text{MBV}_{i,t} + \beta_8 \text{SIZE}_{i,t} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t}$$

	Beta		Persist5	
	Div/E	T/E	Div/E	T/E
Intercept	-0.3688*** (-3.98)	-0.4239*** (-4.18)	-0.3521*** (-3.19)	-0.4515*** (-3.72)
Persist	0.0026** (2.19)	0.0027** (2.16)	0.2382*** (31.39)	0.2334*** (28.08)
ROA	1.1696*** (14.99)	0.9142*** (10.92)	1.3061*** (16.66)	1.0437*** (12.29)
SGR	-0.0338*** (-3.55)	-0.0592*** (-5.77)	-0.0052 (-0.54)	-0.0302*** (-2.88)
CashTa	0.0371 (1.27)	0.0615* (1.95)	0.0235 (0.79)	0.0494 (1.52)
TETA	0.3754*** (15.54)	0.4229*** (16.16)	0.3034*** (12.41)	0.3474*** (13.01)
NDETE	1.3939*** (45.93)	1.3883*** (43.67)	1.0755*** (34.97)	1.0911*** (33.63)
MBV	-0.0537*** (-18.54)	-0.0594*** (-19.07)	-0.0534*** (-17.18)	-0.0604*** (-17.93)
SIZE	0.0216*** (8.09)	0.0290*** (10.00)	0.0130*** (4.80)	0.0199*** (6.70)
Year effect	YES	YES	YES	YES
Industry effect	YES	YES	YES	YES
N	22715	22077	21254	20623
Pseudo-R²	0.3398	0.2963	0.3688	0.3169

第三節 股利政策對盈餘持續性的影響

本節主要探討公司股利支付率對盈餘持續性是否存在顯著的影響性，過去的文獻表明公司的股利政策受到盈餘的影響，而當公司預期未來盈餘能有穩定的持續性時，甚至會藉由增加股利的發放來將此訊息傳達給投資人，是為著名訊號理論，而 Skinner and Soltes(2011)一文中更利用公司是否支付股利來對本期到下期盈餘持續性之影響，提供了明確的證據，表明有股利支付公司的盈餘更具持續性。因此，本節將參照過去的文獻 (Arnott and Asness, 2001)，將股利支付因子放入影響盈餘持續性的模型中，並參考 Skinner and Soltes(2011)一文中將訊號效果從原本的一期延伸為本期股利支付率對未來五年 (FPersist5)及十年 (FBeta)盈餘持續性之訊號效果，以測試台灣公司的股利發放是否符合訊號理論，即當公司股利發放率提高時是否隱含著公司未來盈餘有持續的現象。

表 4-3 與表 4-4 分別為公司股利支付率對盈餘持續性影響之迴歸分析結果。兩張表中的第一條迴歸皆為以迴歸式(1)之資產報酬率一階自我迴歸斜率係數所衡量的未來十年盈餘持續性因子 FBeta 的結果；第二條迴歸結果的盈餘持續性因子是以虛擬變數 Persist5 所衡量，若公司未來連續五年正盈餘為 1，否則為 0。

從表 4-3 中的二條迴歸可以看出，當公司的股利發放率越高，隱含公司對未來盈餘具有信心，並且公司未來的盈餘持續性能提高，這與 Skinner and Soltes(2011)發現的結果一致，即公司的股利發放增加與公司的盈餘持續性具有正向關係，並提供新的證據表明公司的股利發放率，不僅對盈餘持續性有正向的影響性，且其期間長達五年至十年。

表 4-4 藉由公司的股利支付率(Div/E)與投資機會(MBV)兩項變數，觀察其對公司未來的盈餘持續性是否有顯著的影響性。

從表 4-4 中可以看出，當公司的股利發放率越高，表示公司對未來盈利前景越看好，因此盈餘持續性會提高，符合訊號理論。另外，根據 Fama and French (2006)一文表示，當公司的投資機會(MBV)增加時，公司的獲利能力會上升，雖然公司可能會利用盈餘來支應投資計畫而減少股利的發放，但因為公司進行投資計畫，增加了公司的價值與競爭力，使得公司在未來的獲利與盈餘都有持續的現象，即當公司的投資計畫增加時，公司會因為執行投資機會使得公司價值提升，進而促使盈餘穩定增加，維持盈餘的持續性。

表 4-3 股利支付率對盈餘持續性影響之迴歸分析

此表涵蓋 1990 年至 2017 年所有樣本公司之年資料。探討股利的支付是否會影響公司的盈餘持續性。其中變數定義如下：FBeta 為預測未來 10 年以迴歸式(1)之斜率係數所衡量的盈餘持續性因子。FPersist5 為盈餘持續性之虛擬變數，若公司未來連續五年正盈餘則為 1，否則為 0。Div/E 為股利支付率。下括弧為 T 值，***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。我們使用的迴歸模型如下：

$$FPersist_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{Div}{E}_{i,t} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t}$$

	FBeta ⁴	FPersist5 ⁵
Intercept	0.6428*** (5.36)	-0.6032 (0.1369)
Div/E	0.0054* (1.93)	0.4423*** (0.0000)
Year effect	YES	YES
Industry effect	YES	YES
N	15701	22860
Adjusted R²	0.0399	0.0411

表 4-4 股利支付率對盈餘持續性影響之迴歸分析

此表涵蓋 1990 年至 2017 年所有樣本公司之年資料。探討股利的支付是否會影響公司的盈餘持續性。其中變數定義如下：FBeta 為預測未來 10 年以迴歸式(1)之斜率係數所衡量的盈餘持續性因子。FPersist5 為盈餘持續性之虛擬變數，若公司未來連續五年正盈餘則為 1，否則為 0。Div/E 為股利支付率。MBV 權益市值帳面比。下括弧為 T 值，***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。我們使用的迴歸模型如下：

$$FPersist_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{Div}{E}_{i,t} + \beta_2 MBV_{i,t} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t}$$

	FBeta	FPersist5
Intercept	0.5838*** (3.16)	-1.3177** (0.0312)
Div/E	0.0066** (2.20)	0.4833*** (0.0000)
MBV	0.0267*** (9.88)	0.1781*** (0.0000)
Year effect	YES	YES
Industry effect	YES	YES
N	9512	15974
Adjusted R²	0.0426	0.0611

⁴使用最小平方方法的迴歸模型。

⁵因為被解釋變數為虛擬變數，使用邏輯斯迴歸模型，下括弧為 P 值，***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。

第四節 剩餘股利理論與盈餘持續性

本節主要探討在剩餘股利理論下盈餘持續性對股利支付率與總支付率是否仍存在顯著的影響性，表 4-5 與表 4-6 即為在剩餘股利理論下盈餘持續性對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析結果，表 4-5 為以 Beta 作為持續性因子之結果，而表 4-6 則為以 Persist5 作為持續性因子之結果。本文藉由公司的自由現金流量(FCF)與投資機會(MBV)兩項變數，觀察台灣上市櫃公司是否會遵循著 Higgin(1972)提出的剩餘股利理論，即將所賺得的盈餘，優先使用於可使公司獲利並提升價值的投資計劃中，若投資完所有淨現值為正的計畫後，仍有自由現金流量才會回饋於股東。

表 4-5 的第一條與第二條迴歸為尚未納入持續性因子的剩餘股利理論模型，從表中可以看出，當公司的投資機會(MBV)增加時，公司會因為將盈餘用於投資計畫，以增加公司的價值與競爭力，因缺乏多餘現金來負擔股利支出的部分，進而減少股利支付的可能性，但當公司將所賺得的盈餘進行投資與購買固定資產設備後，仍有剩得的自由現金流量(FCF)時，則公司會傾向增加股利的支付，以滿足股東的期望。

另外，本文將盈餘持續性的因子加入剩餘股利模型中，藉以測試在剩餘股利的理論下，盈餘持續性是否仍對公司的股利發放有顯著的影響性。表 4-5 的第五條與第六條迴歸即為其實證結果，本文發現在股利剩餘理論下，盈餘持續性對公司的股利支付雖然從 0.0025 降至 0.0024 但是仍有 10%之顯著水準的正向影響，由此再次證明盈餘持續性對公司股利政策具有重要的影響力，並且其影響力不因處於剩餘股利理論下而消失，因此當本文在考量公司是否遵循剩餘股利理論時，仍需將盈餘持續性的因子納入其中。

表 4-6 以 Persist5 作為持續性因子之結果與表 4-5 一致，其結果也符合本文的假說二，即台灣上市櫃公司遵循著剩餘股利理論，且盈餘持續性在剩餘股利理論中仍為重要解釋變數，因此得知盈餘持續性與自由現金流量皆為影響公司股利支付之重要變數。

表 4-5 在剩餘股利理論下盈餘持續性對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析

此表涵蓋 1990 年至 2017 年共 22664 筆公司年資料觀察值。探討在剩餘股利理論下盈餘持續性對公司股利支付率與總支付率之影響。其中變數定義如下：Div/E 為股利支付率，T/E 為總支付率，Beta 為以迴歸式(1)所衡量之盈餘持續性因子，FCF 為自由現金流量，ROA 為資產報酬率，SGR 為銷貨成長率，CashTa 為現金資產比，TETA 為權益資產比，NDETE 為盈餘權益比，MBV 權益市值帳面比，SIZE 為公司規模。下括弧為 T 值，***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準本文使用的迴歸模型如下：

$$\frac{\text{Div}}{\text{E}}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Beta}_{i,t} + \beta_2 \text{FCF}_{i,t} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{SGR}_{i,t} + \beta_5 \text{CashTa}_{i,t} + \beta_6 \text{TETA}_{i,t} + \beta_7 \text{NDETE}_{i,t} + \beta_8 \text{MBV}_{i,t} + \beta_9 \text{SIZE}_{i,t} + \text{Fixed Effects} + \epsilon_{i,t}$$

	Div/E	T/E	Div/E	T/E	Div/E	T/E
Intercept	-0.3400*** (-3.68)	-0.3877*** (-3.85)	-0.3637*** (-3.92)	-0.4216*** (-4.15)	-0.3391*** (-3.67)	-0.3867*** (-3.84)
Beta			0.0025** (2.19)	0.0027** (2.16)	0.0024* (1.89)	0.0025* (1.76)
FCF	0.3636*** (11.33)	0.5253*** (15.11)			0.3619*** (11.28)	0.5236*** (15.06)
ROA	1.0322*** (13.13)	0.7124*** (8.47)	1.1656*** (14.93)	0.9117*** (10.88)	1.0359*** (13.18)	0.7160*** (8.51)
SGR	-0.0150 (-1.55)	-0.0323*** (-3.12)	-0.0333*** (-3.50)	-0.0587*** (-5.72)	-0.0149 (-1.54)	-0.0322*** (-3.11)
CashTa	0.0609** (2.09)	0.0966*** (3.07)	0.0374 (1.29)	0.0619** (1.96)	0.0599** (2.06)	0.0956*** (3.04)
TETA	0.3493*** (14.46)	0.3879*** (14.87)	0.3735*** (15.45)	0.4210*** (16.07)	0.3489*** (14.45)	0.3875*** (14.86)
NDETE	1.3732*** (45.37)	1.3575*** (43.03)	1.3956*** (45.94)	1.3891*** (43.66)	1.3725*** (45.36)	1.3568*** (43.02)
MBV	-0.0516*** (-17.86)	-0.0564*** (-18.19)	-0.0536*** (-18.47)	-0.0593*** (-19.01)	-0.0518*** (-17.91)	-0.0566*** (-18.23)
SIZE	0.0199*** (7.46)	0.0269*** (9.31)	0.0213*** (7.92)	0.0289*** (9.90)	0.0199*** (7.44)	0.0269*** (9.29)
Year effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	22664	22027	22664	22027	22664	22027
Pseudo-R²	0.3428	0.3016	0.3396	0.2906	0.3428	0.3017

表 4-6 在剩餘股利理論下盈餘持續性對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析

此表涵蓋 1990 年至 2017 年共 20210 筆公司年資料觀察值。探討在剩餘股利理論下盈餘持續性對公司股利支付率與總支付率之影響。其中變數定義如下：Persist5 為盈餘持續性之虛擬變數，若公司連續五年正盈餘則為 1，否則為 0。Div/E 為股利支付率，T/E 為總支付率，FCF 為自由現金流量，ROA 為資產報酬率，SGR 為銷貨成長率，CashTa 為現金資產比，TETA 為權益資產比，NDETE 為盈餘權益比，MBV 權益市值帳面比，SIZE 為公司規模。下括弧為 T 值，***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。本文使用的迴歸模型如下：

$$\frac{\text{Div}}{\text{E}}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Persist5}_{i,t} + \beta_2 \text{FCF}_{i,t} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{SGR}_{i,t} + \beta_5 \text{CashTa}_{i,t} + \beta_6 \text{TETA}_{i,t} + \beta_7 \text{NDETE}_{i,t} + \beta_8 \text{MBV}_{i,t} + \beta_9 \text{SIZE}_{i,t} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t}$$

	Div/E	T/E	Div/E	T/E	Div/E	T/E
Intercept	-0.3375*** (-2.97)	-0.4400*** (-3.55)	-0.3470*** (-3.14)	-0.4493*** (-3.69)	-0.3311*** (-3.01)	-0.4232*** (-3.50)
Persist5			0.2382*** (31.33)	0.2333*** (28.01)	0.2324*** (30.57)	0.2239*** (26.96)
FCF	0.3623*** (10.66)	0.5299*** (14.33)			0.2735*** (8.26)	0.4420*** (12.20)
ROA	1.1759*** (14.23)	0.8437*** (9.49)	1.3023*** (16.59)	1.0417*** (12.25)	1.2019*** (15.14)	0.8714*** (10.14)
SGR	-0.0116 (-1.16)	-0.0289*** (-2.68)	-0.0049 (-0.50)	-0.0299*** (-2.84)	0.0071 (0.72)	-0.0108 (-1.02)
CashTa	0.0429 (1.41)	0.0764** (2.30)	0.0241 (0.81)	0.0499 (1.54)	0.0370 (1.25)	0.0718** (2.22)
TETA	0.3422*** (13.62)	0.3785*** (13.89)	0.3023*** (12.35)	0.3464*** (12.96)	0.2849*** (11.63)	0.3203*** (12.01)
NDETE	1.3806*** (44.26)	1.3708*** (41.98)	1.0771*** (34.97)	1.0919*** (33.61)	1.0684*** (34.75)	1.0790*** (33.35)
MBV	-0.0536*** (-16.77)	-0.0596*** (-17.30)	-0.0533*** (-17.12)	-0.0603*** (-17.88)	-0.0523*** (-16.81)	-0.0585*** (-17.40)
SIZE	0.0180*** (6.42)	0.0247*** (8.14)	0.0128*** (4.68)	0.0199*** (6.65)	0.0121*** (4.44)	0.0188*** (6.31)
Year effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	21210	20580	21210	20580	21210	20580
Pseudo-R²	0.3453	0.3015	0.3683	0.3164	0.3702	0.3203

第五節 在盈餘持續下，不同股權結構對股利支付的影響

本節主要探討在盈餘持續下，不同股權結構對股利支付的影響。企業的所有權也是影響公司股利政策的重要因素，過去文獻研究所有權對股利政策的影響，主要關注在國營企業與家族企業兩種別具特色之企業。

對於由政府主導的國營企業，過去研究多數認為因為政府相對於其他民營企業較無籌資與融資的困難，因此當國營企業獲利增加時，會傾向於將盈餘作為股利分發給股東。然而，過去的文獻在探討家族企業對公司的股利政策影響時，則存在兩種截然不同的觀點，第一種觀點認為，家族企業可以更好地監督與管理公司，因為內部大股東和管理者之間擁有更好的溝通協調機會，也被稱為協調效應(alignment effect)，與更一致的利益觀點，促使家族企業能有效的施行高股利政策(Dechun, 2006)。然而，第二種觀點則涉及到代理問題，這意味著大多數家族企業會藉由自己的權利，犧牲小股東的利益來濫用公司的資源與價值，而若當這種情況發生時，即會產生較低效的低股利政策(Boubakri and Mishra et al., 2010)。

因此本文根據台灣經濟新報資料庫(TEJ)內，公司治理股權結構中的集團控制型態分類，將單一家族主導企業與政府主導企業分別與盈餘持續性相乘形成交乘項，作為研究對象，探討不同股權結構下的台灣上市櫃公司其股利政策的差異。而台灣企業以家族企業為大宗，因此為家族企業此項研究探討提供了相當合適的樣本，根據本文先前的實證結果發現，盈餘持續性對公司的股利支付存在著顯著的正相關，並進一步證明盈餘持續性在剩餘股利理論下仍為公司股利支付的重要解釋變數。接下來本文欲探討，在政府主導的國營企業與家族企業兩種迥異的股權結構下，公司的股利政策是否會發生改變，而當公司的盈餘持續性改變時，不同股權結構的公司又會實施什麼樣的措施。

表 4-7 與表 4-8 為在有盈餘持續性的情況下，不同股權結構的公司，對其股利支付率與總支付率影響之迴歸分析結果，表 4-7 為以政府主導的國營企業之迴歸分析結果，表 4-8 則為以單一家族企業主導，且最終控制者持股大於 10%之迴歸分析結果。兩表的第一條與第二條迴歸為皆為以持續性因子 Beta 衡量之結果，而第三條與第四條迴歸則為以持續性因子 Persist5 衡量之結果。

從表 4-7 的交乘項 Persist * G 可以發現，當企業控制型態為政府主導時，盈餘持續性的增加會使公司的股利支付率上升，這是因為國營企業較無籌資與融資限制的問題，因此政府較不需要保留多於的盈餘或降低股利支付來作為未來投資計畫的資金，並且可

以通過發放股利來減少代理問題的存在，因此當國營企業的盈餘持續性越高時，會進一步提高企業的股利發放率來回饋股東，這與 Wang et al.(2011)的研究結果相一致。

另外，從表 4-8 中的交乘項 $Persist * F_{10}$ 中可以看出，當公司的控制型態為單一家族企業，且其最終控制者持股大於 10% 以上，公司會顯著的減少股利的發放，這表示當公司為家族企業時，盈餘持續性的增加，公司非但不會增加股利的發放，反而會傾向將盈餘留於公司內部並減少股利的支付，藉此累積個人的巨額財富，進而導致損害其他少數股東的權益，形成嚴重的代理問題，也會藉由減少股利的發放來增加企業使用資源與管理盈餘的彈性及決策權，這與 Michaely and Roberts(2012)與 Mulyani et al.(2016)的研究結果相一致。

由上述的實證結果可以得知，在台灣的樣本下，由政府主導的國營企業當盈餘持續性越高時，會增加股利的發放以減少代理問題的存在，而由單一家族控制的企業管理層，則會因為欲獲取私人利益的緣故，在盈餘持續性越高的情況下，選擇侵占公司資源減少股利的發放，而導致損害少數股東的資源，發生嚴重代理問題。

此結果符合本文的假說四，即在公司有盈餘持續性的情況下，家族企業會因為代理問題與為獲取私人利益而減少股利的發放。

表 4-7 在盈餘持續性下，國營企業對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析

此表涵蓋 1990 年至 2017 年共 22715 筆公司年資料觀察值。探討不同股權結構下，盈餘持續性對公司股利支付率與總支付率之影響。根據本文的假說，國營企業下的管理者會為了減少代理問題的存在，而傾向多發放股利於股東。其中變數定義如下：Persist5 為盈餘持續性之虛擬變數，若公司連續五年正盈餘則為 1，否則為 0。Persist*G 為持續性與國營企業之交乘項，Div/E 為股利支付率，T/E 為總支付率，Beta 為以迴歸式(1)所衡量之盈餘持續性因子，FCF 為自由現金流量，ROA 為資產報酬率，SGR 為銷貨成長率，CashTa 為現金資產比，TETA 為權益資產比，NDETE 為盈餘權益比，MBV 權益市值帳面比，SIZE 為公司規模。下括弧為 T 值，***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。本文使用的迴歸模型如下：

$$\frac{\text{Div}}{\text{E}}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Persist}_{i,t} + \beta_2 \text{Persist}_{i,t} * \text{G} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{SGR}_{i,t} + \beta_5 \text{CashTa}_{i,t} + \beta_6 \text{TETA}_{i,t} + \beta_7 \text{NDETE}_{i,t} + \beta_8 \text{MBV}_{i,t} + \beta_9 \text{SIZE}_{i,t} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t}$$

	Beta		Persist5	
	Div/E	T/E	Div/E	T/E
Intercept	-0.3553*** (-3.84)	-0.4122*** (-4.07)	-0.3163*** (-2.87)	-0.4245*** (-3.49)
Persist	0.0024** (2.09)	0.0025** (2.07)	0.2345*** (30.86)	0.2306*** (27.68)
Persist*G	0.1555*** (5.36)	0.1383*** (4.42)	0.1536*** (6.06)	0.1168*** (4.22)
ROA	1.1628*** (14.91)	0.9086*** (10.85)	1.2906*** (16.46)	1.0330*** (12.16)
SGR	-0.0338*** (-3.55)	-0.0592*** (-5.77)	-0.0050 (-0.51)	-0.0300*** (-2.86)
CashTa	0.0372 (1.28)	0.0616* (1.96)	0.0227 (0.77)	0.0488 (1.51)
TETA	0.3726*** (15.44)	0.4204*** (16.07)	0.2933*** (11.99)	0.3397*** (12.70)
NDETE	1.3968*** (46.02)	1.3908*** (43.74)	1.0866*** (35.23)	1.0993*** (33.77)
MBV	-0.0540*** (-18.65)	-0.0597*** (-19.15)	-0.0538*** (-17.33)	-0.0608*** (-18.03)
SIZE	0.0211*** (7.89)	0.0285*** (9.84)	0.0115*** (4.23)	0.0188*** (6.29)
Year effect	YES	YES	YES	YES
Industry effect	YES	YES	YES	YES
N	22715	22077	21254	20623
Pseudo-R²	0.3405	0.2967	0.3694	0.3173

表 4-8 在盈餘持續性下，家族企業對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析

此表涵蓋 1990 年至 2017 年共 22715 筆公司年資料觀察值。探討不同股權結構下，盈餘持續性對公司股利支付率與總支付率之影響。根據本文的假說，家族企業多數存在代理問題，公司所有者會為了累積私人財富，而減少股利的發放。其中變數定義如下：Persist5 為盈餘持續性之虛擬變數，若公司連續五年正盈餘則為 1，否則為 0。Persist*F10 為持續性與家族企業最終控制者持股大於 10% 的交乘項，Div/E 為股利支付率，T/E 為總支付率，Beta 為以迴歸式(1)所衡量之盈餘持續性因子，ROA 為資產報酬率，SGR 為銷貨成長率，CashTa 為現金資產比，TETA 為權益資產比，NDETE 為盈餘權益比，MBV 權益市值帳面比，SIZE 為公司規模。下括弧為 T 值，***表示 1% 之顯著水準，**表示 5% 之顯著水準，*表示 10% 之顯著水準。本文使用的迴歸模型如下：

$$\frac{\text{Div}}{\text{E}}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Persist}_{i,t} + \beta_2 \text{Persist}_{i,t} * \text{F10} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{SGR}_{i,t} + \beta_5 \text{CashTa}_{i,t} + \beta_6 \text{TETA}_{i,t} + \beta_7 \text{NDETE}_{i,t} + \beta_8 \text{MBV}_{i,t} + \beta_9 \text{SIZE}_{i,t} + \text{Fixed Effects} + \epsilon_{i,t}$$

	Beta		Persist5	
	Div/E	T/E	Div/E	T/E
Intercept	-0.3713*** (-4.01)	-0.4265*** (-4.21)	-0.3609*** (-3.27)	-0.4599*** (-3.79)
Persist	0.0031** (2.34)	0.0033** (2.31)	0.2545*** (28.88)	0.2497*** (25.84)
Persist*F10	-0.0140** (-2.34)	-0.0145** (-2.24)	-0.0298*** (-3.65)	-0.0297*** (-3.32)
ROA	1.1706*** (15.01)	0.9155*** (10.93)	1.3002*** (16.58)	1.0376*** (12.22)
SGR	-0.0342*** (-3.60)	-0.0596*** (-5.81)	-0.0054 (-0.56)	-0.0303*** (-2.89)
CashTa	0.0362 (1.25)	0.0606* (1.92)	0.0193 (0.65)	0.0451 (1.39)
TETA	0.3751*** (15.53)	0.4225*** (16.14)	0.3033*** (12.41)	0.3475*** (13.01)
NDETE	1.3944*** (45.94)	1.3885*** (43.68)	1.0790*** (35.06)	1.0943*** (33.70)
MBV	-0.0538*** (-18.58)	-0.0595*** (-19.10)	-0.0535*** (-17.22)	-0.0605*** (-17.96)
SIZE	0.0217*** (8.13)	0.0291*** (10.04)	0.0126*** (4.62)	0.0194*** (6.53)
Year effect	YES	YES	YES	YES
Industry effect	YES	YES	YES	YES
N	22715	22077	21254	20623
Pseudo-R²	0.3399	0.2964	0.3690	0.3171

第六節 影響股利政策的因子

本節主要探討在股利支付率模型中，加入其他影響股利支付的重要變數後，是否會改變盈餘持續性對公司股利支付的影響力。本文將根據先前文獻將資本支出、淨營運資金、風險與公司年齡分別納入原始之股利支付率模型，以檢驗盈餘持續性對公司股利支付率的穩健性。

流動性(Workcap)⁶：公司的流動性狀況是保持其財務彈性的重要因素之一，對於確定資本預算過程中的股利政策也至關重要。流動性限制會影響公司股利支付的能力，而流動性強的公司，表示其現金可用性更高，更有可能發放股利。這種正向的關係與訊號理論是一致的，高流動性的公司向市場傳達正面的訊號，因為它們能夠輕鬆支付股利及清還債務，從而降低違約風險。另外，流動性可以作為交易成本的反向替代因素，對股利支付也具有正面的影響效果(Manos, 2003; Ho, 2003)。因此本文參考 Swanson and Krishnan(2014)使用淨營運資金作為公司流動性的代理變數，並預期公司的流動性與股利支付率為正向關係。

資本支出(CapexTA)⁷：資本支出可以作為公司投資活動的代理變數，當公司將所賺得的盈餘用來進行資產投資與置換時，就表示公司能支付給股東的股利將減少，因此本文預期資本支出與公司的股利支付率呈現負相關(Bhattacharyya and Mawani et al., 2008; Caliskan and Doukas, 2015)。本文以現金流量表中的購置固定資產金額作為公司資本支出的項目，並將其以資產總額平減。

風險(RISK)⁸：從交易成本理論的角度來看，交易成本直接與公司風險相關，如果公司具有較高的經營和財務槓桿，則公司對外部融資的依賴性會增加，因為其盈餘波動較大，而當公司的風險越大，公司對未來盈餘的不確定性越高，其現金流的不確性與波動性較高，破產的可能性就越大，公司會為了保護未來可能的盈餘劇減，或是降低盈餘波動及可能的資金短缺及違約的可能性，而選擇在有獲利時保留現金，甚至是降低股利的支付來因應未來的衝擊，因此公司風險與股利支付的關係應該為負相關(Al-Najjar, 2009; Areri, Nyang and Nyakondo, 2018)。因此本文參考 Boțoc and Pirtea (2014)以公司過去四年

⁶流動性，Workcap=
$$\frac{\text{流動資產}-\text{流動負債}}{\text{資產總額}}$$

⁷資本支出率，CapexTA=
$$\frac{\text{購置固定資產金額}}{\text{資產總額}}$$

⁸風險，RISK= 資產報酬率過去四年的標準差

的資產報酬率標準差作為衡量公司風險的代理變數並預期其與公司股利支付率呈現負相關(Caliskan and Doukas, 2015; Oliverzhen and Hang et al., 2017; Chen, Leung and Goergen, 2017)。

公司年齡(AGE)⁹：Kuzucu(2015)在其研究中表示，公司的年齡對其股利支付政策有重要的影響力，根據企業生命週期理論的角度來看，股利的增加是公司生命週期變化的指標，當公司越年輕處於成長階段時，公司會有較多成長機會而偏好採取較保守的股利政策，選擇將盈餘留存於公司內部作為投資資金，而當公司成立時間較長，進入成熟與衰退的階段時，其投資機會和成長機會遞減並下降，且開始產生較多的自由現金流量，因此會將多餘的現金流分配給股東，以顯示其績效良好之狀況外，更滿足股東的期望(Kirkulak and Kurt, 2010; Wardhana and Tandelilin, 2018; Al-Najjar and Kilincarslan, 2018)。因此本文使用當年度減去公司成立年度加一，作為公司年齡之判斷依據，並預期公司年齡與股利支付率呈現正相關。

表 4-9 與表 4-10 即為將資本支出、淨營運資金、風險與公司年齡分別納入股利支付率模型後的迴歸分析結果。表 4-9 為以 Beta 作為持續性因子之結果，表 4-10 則為以 Persist5 作為持續性因子之結果。

從表 4-9 的第一條和第二條迴歸可以看出，當公司的資本支出增加時，公司會因為投資與購買設備的資金需求而減少股利的發放，造成當公司資本支出上升時，降低了公司的股利與總支付率。第三條和第四條迴歸則顯示，當公司的淨營運資金增加，會顯著的提升公司的股利支付，這是因為淨營運資金代表著一間公司的流動性，當公司越具有流動性表示其資金越有彈性，而資金彈性越大的公司，則越有空間增加股利的支付，因此淨營運資金越高的公司股利支付就會越高，這與 Manos(2003) 和 Ho(2003)的研究結果相符合。

從表 4-9 的第五條和第六條迴歸可以發現，當公司的風險越高時，公司的盈餘波動越大，公司為了避免突如其來的盈餘劇減與衝擊，通常會選擇減少對股東的股利支付承諾，以因應盈餘波動造成的資金缺口與違約的可能性，因此公司風險與股利支付的關係為負相關，這個結果與 Trang (2012)及 Areri and Nyang et al.(2018)的結果相一致。

另外，從表 4-9 的第七條和第八條迴歸可以看出，公司的年齡與股利支付呈現正相

⁹公司年齡，AGE=當年度-公司成立年+1

關，這是因為企業有專屬的生命週期，年輕的公司會處於生命週期的成長期而具有較多的成長機會，因此需要將盈餘保留作為未來投資機會的資金而減少股利發放，反之，成熟期後的公司則會因為較沒有成長機會，因此會將公司的盈餘轉向發還給股東，藉此向股東及投資人傳遞公司獲利的好消息，因此公司的年齡與股利發放會呈現正向關係，這與過去 Wardhana and Tandelilin(2018)與 Al-Najjar and Kilincarslan(2018)的研究結果也具有有一致性。

表 4-10 以 Persist5 作為持續性因子之結果與表 4-9 結果一致，由上述的實證結果可以得知，雖然資本支出、淨營運資金、風險與公司年齡皆為影響公司股利政策的重要因素，而在將其分別納入本文的股利支付模型後，發現盈餘持續性對於公司來說仍分別具有 5%及 1%之顯著水準的正向影響力，這表示盈餘持續性對於公司股利政策的影響性，不受其他股利支付的控制變數所影響，因此提供了證據表明盈餘持續性對於公司的股利政策具有相當重要且穩健的解釋能力。

表 4-9 在盈餘持續性下，其餘控制變數對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析

此表涵蓋 1990 年至 2017 年共 22664 筆公司年資料觀察值。探討在加入其他影響股利支付的控制變數後，盈餘持續性對公司股利支付率與總支付率之影響。其中變數定義如下：Div/E 為股利支付率，T/E 為總支付率，Beta 為迴歸式(1)所衡量之盈餘持續性因子，ROA 為資產報酬率，SGR 為銷貨成長率，CashTa 為現金資產比，TETA 為權益資產比，NDETE 為盈餘權益比，MBV 權益市值帳面比，SIZE 為公司規模，CapexTa 為資本支出，Workcap 為淨營運資金，RISK 為公司風險，AGE 為公司年齡。下括弧為 T 值，*** 表示 1% 之顯著水準，** 表示 5% 之顯著水準，* 表示 10% 之顯著水準。本文使用的迴歸模型如下：

$$\frac{\text{Div}}{\text{E}}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Beta}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{SGR}_{i,t} + \beta_4 \text{CASHTA}_{i,t} + \beta_5 \text{TETA}_{i,t} + \beta_6 \text{NDETE}_{i,t} + \beta_7 \text{MBV}_{i,t} + \beta_8 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_9 \text{CapexTa}_{i,t} + \beta_{10} \text{Workcap}_{i,t} + \beta_{11} \text{RISK}_{i,t} + \beta_{12} \text{AGE}_{i,t} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t}$$

	Div/E	T/E	Div/E	T/E	Div/E	T/E	Div/E	T/E
Intercept	-0.3353*** (-3.62)	-0.3896*** (-3.84)	-0.3828*** (-4.13)	-0.4410*** (-4.35)	-0.2776*** (-3.01)	-0.3360*** (-3.34)	-0.3357*** (-3.61)	-0.3935*** (-3.87)
Beta	0.0025** (2.13)	0.0026** (2.10)	0.0025** (2.13)	0.0026** (2.10)	0.0027** (2.50)	0.0029** (2.45)	0.0025** (2.17)	0.0027** (2.14)
ROA	1.1699*** (15.00)	0.9155*** (10.94)	1.1200*** (14.33)	0.8634*** (10.30)	1.2002*** (15.46)	0.9480*** (11.37)	1.1672*** (14.96)	0.9127*** (10.90)
SGR	-0.0295*** (-3.10)	-0.0541*** (-5.27)	-0.0345*** (-3.64)	-0.0600*** (-5.86)	-0.0275*** (-2.89)	-0.0529*** (-5.16)	-0.0321*** (-3.37)	-0.0574*** (-5.59)
CashTa	0.0034 (0.12)	0.0230 (0.72)	-0.0795** (-2.45)	-0.0645* (-1.84)	0.0654** (2.26)	0.0913*** (2.90)	0.0478 (1.64)	0.0720** (2.27)
TETA	0.3625*** (15.01)	0.4088*** (15.62)	0.2801*** (10.49)	0.3195*** (11.03)	0.3784*** (15.76)	0.4257*** (16.35)	0.3670*** (15.16)	0.4147*** (15.80)
NDETE	1.4052*** (46.30)	1.4005*** (44.06)	1.3735*** (45.08)	1.3643*** (42.75)	1.3382*** (44.24)	1.3279*** (41.87)	1.3980*** (46.06)	1.3917*** (43.77)
MBV	-0.0513*** (-17.64)	-0.0567*** (-18.12)	-0.0523*** (-18.06)	-0.0580*** (-18.60)	-0.0486*** (-16.83)	-0.0542*** (-17.40)	-0.0523*** (-17.96)	-0.0581*** (-18.51)
SIZE	0.0214*** (7.99)	0.0291*** (9.99)	0.0258*** (9.42)	0.0337*** (11.35)	0.0173*** (6.47)	0.0247*** (8.49)	0.0185*** (6.65)	0.0261*** (8.65)
CapexTa	-0.4405*** (-7.52)	-0.5045*** (-7.96)						
Workcap			0.2085*** (8.16)	0.2250*** (8.13)				
RISK					-0.8937*** (-16.59)	-0.9137*** (-15.77)		
AGE							0.0013*** (3.98)	0.0013*** (3.65)
Year effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	22664	22027	22664	22027	22664	22027	22664	22027
Pseudo-R²	0.3410	0.2976	0.3413	0.2976	0.3470	0.302	0.3399	0.2963

表 4-10 在盈餘持續性下，其餘控制變數對股利支付率與總支付率影響之迴歸分析

此表涵蓋 1990 年至 2017 年共 22664 筆公司年資料觀察值。探討在加入其他影響股利支付的控制變數後，盈餘持續性對公司股利支付率與總支付率之影響。其中變數定義如下：Persist5 為虛擬變數，若公司連續五年正盈餘則為 1，否則為 0。Div/E 為股利支付率，T/E 為總支付率，ROA 為資產報酬率，SGR 為銷貨成長率，CashTa 為現金資產比，TETA 為權益資產比，NDETE 為盈餘權益比，MBV 權益市值帳面比，SIZE 為公司規模，CapexTa 為資本支出，Workcap 為淨營運資金，RISK 為公司風險，AGE 為公司年齡。下括弧為 T 值，***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。本文使用的迴歸模型如下：

$$\frac{\text{Div}}{\text{E}}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Persist5}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{SGR}_{i,t} + \beta_4 \text{CASHTA}_{i,t} + \beta_5 \text{TETA}_{i,t} + \beta_6 \text{NDETE}_{i,t} + \beta_7 \text{MBV}_{i,t} + \beta_8 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_9 \text{CapexTa}_{i,t} + \beta_{10} \text{Workcap}_{i,t} + \beta_{11} \text{RISK}_{i,t} + \beta_{12} \text{AGE}_{i,t} + \text{Fixed Effects} + \varepsilon_{i,t}$$

	Div/E	T/E	Div/E	T/E	Div/E	T/E	Div/E	T/E
Intercept	-0.3150*** (-2.85)	-0.4146*** (-3.41)	-0.3596*** (-3.26)	-0.4621*** (-3.80)	-0.3027*** (-2.74)	-0.4023*** (-3.31)	-0.3252*** (-2.94)	-0.4295*** (-3.53)
Persist5	0.2390*** (31.50)	0.2342*** (28.18)	0.2351*** (30.90)	0.2298*** (27.57)	0.2174*** (27.65)	0.2105*** (24.46)	0.2377*** (31.28)	0.2328*** (27.96)
ROA	1.3050*** (16.65)	1.0439*** (12.30)	1.2675*** (16.12)	1.0031*** (11.78)	1.3154*** (16.76)	1.0570*** (12.44)	1.3014*** (16.59)	1.0406*** (12.24)
SGR	-0.0014 (-0.15)	-0.0258** (-2.46)	-0.0062 (-0.64)	-0.0313*** (-2.99)	-0.0037 (-0.38)	-0.0289*** (-2.75)	-0.0042 (-0.44)	-0.0292*** (-2.78)
CashTa	-0.0103 (-0.34)	0.0119 (0.36)	-0.0676** (-2.05)	-0.0529 (-1.47)	0.0400 (1.35)	0.0674** (2.08)	0.0329 (1.10)	0.0578* (1.78)
TETA	0.2896*** (11.84)	0.3328*** (12.46)	0.2295*** (8.51)	0.2644*** (8.97)	0.3101*** (12.69)	0.3549*** (13.29)	0.2971*** (12.12)	0.3419*** (12.77)
NDETE	1.0864*** (35.32)	1.1026*** (33.97)	1.0629*** (34.42)	1.0752*** (33.01)	1.0697*** (34.72)	1.0816*** (33.27)	1.0802*** (35.09)	1.0948*** (33.70)
MBV	-0.0507*** (-16.26)	-0.0575*** (-17.00)	-0.0523*** (-16.80)	-0.0592*** (-17.56)	-0.0505*** (-16.20)	-0.0572*** (-16.93)	-0.0522*** (-16.71)	-0.0594*** (-17.51)
SIZE	0.0132*** (4.83)	0.0203*** (6.82)	0.0165*** (5.91)	0.0240*** (7.86)	0.0110*** (4.02)	0.0179*** (5.98)	0.0104*** (3.71)	0.0177*** (5.76)
CapexTa	-0.4859*** (-7.93)	-0.5394*** (-8.08)						
Workcap			0.1652*** (6.41)	0.1848*** (6.57)				
RISK					-0.5623*** (-9.52)	-0.6119*** (-9.58)		
AGE							0.0011*** (3.39)	0.0010*** (2.82)
Year effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	22664	20580	22664	20580	22664	20580	22664	20580
Pseudo-R²	0.3399	0.3181	0.3694	0.3175	0.3710	0.3191	0.3686	0.3166

伍、 結論

本文主要探討盈餘持續性對公司股利支付的影響，欲藉此了解當公司有盈餘持續性的情況下，是否會更傾向發放股利。本文除了使用 Francis et al.(2004)所提出的模型，將資產報酬率的一階自我迴歸之斜率係數 β 作為盈餘持續性的代理變數外，還另外將連續五年有正盈餘的公司設置虛擬變數，作為另一種衡量盈餘持續性的方式，以便觀察是否在不同的衡量方式下，皆可獲得一致性的結果，並採用 Arnott and Asness(2001)的模型檢驗台灣公司的股利政策是否符合訊號理論。另外，本文觀察在剩餘股利政策的框架下，盈餘持續性是否對於公司的股利支付仍具有重要解釋能力，並進一步參考 Attig and Boubakri et al.(2016)所提出的股利支付模型，探討在不同股權結構下，公司股利發放的結果是否有異。最後，本文將過去文獻證實為影響公司股利發放的重要變數加入模型中，測試盈餘持續性是否會因為其他控制變數的加入，而改變其對公司股利支付的影響性。接下來，本文將實證結果與結論彙整為五個部分如下：

一、盈餘持續性與股利支付

雖然過去有許多文獻對公司的股利政策進行研究，並提供證據指出公司股利會受到當期盈餘與過往的股利發放程度影響，如 Lintner(1956)與 Ben Naceur and Goaid et al.(2006)等。但卻少有文獻進一步研究並探討關於盈餘持續性對公司股利發放的影響，因此本文將依據過往的文獻加以延伸來探討盈餘持續性對公司股利支付的影響。本文的實證結果顯示，當公司存在盈餘持續性時，會明顯的增加股利的發放率。

二、股利支付對公司盈餘持續性的影響

本文在第一部分證實了盈餘持續性對公司的股利發放具有顯著的正向影響，而其表明當公司有較穩定的盈餘時，會願意透過股利發放的模式將多餘資金回饋給股東以降低代理問題。然而根據訊號理論，當公司有股利發放時表示公司對未來的盈利前景看好，若公司增加股利時更表示公司對未來的盈餘穩定性具有一定的信心。因此，本文進一步探討公司股利支付率對公司未來盈餘持續性是否存在顯著的相關性。本文的實證結果顯示，當公司的股利發放率越高時，公司未來的盈餘持續性會增加，這表示公司在增加股利的同時，確實對未來盈利前景有絕對性的看好，此與訊號理論的假設相符合，即公司管理者會透過股利政策向外部投資人傳遞公司的價值。另外，透過加入投資機會(MBV)

的變數發現，當公司的投資機會增加時，公司雖然可能會利用盈餘來支付投資計畫而減少股利的發放，但因為公司進行的投資計畫，增加了公司的價值與競爭力，使得公司在未來的獲利與盈餘都有持續性的現象，即當公司的投資計畫增加時，公司會因為執行投資機會而使得公司的價值提升，進而促使盈餘更加穩定與持續。

三、剩餘股利理論下，盈餘持續性與股利支付

過往關於公司股利政策的研究可謂不可勝數，而 Higgins(1972)一文提出著名的剩餘股利理論，該理論指出，當公司有投資計畫時，會根據融資順位理論優先使用公司內部的保留盈餘，而當公司在進行完項目投資後尚有盈餘時才會向股東支付股利。因此，當公司在投資完所有淨現值(NPV)大於零的項目後，才會將剩餘盈餘用來支付股利給股東。根據此論，本文以台灣的上市、上櫃公司樣本，檢驗台灣市場是否也遵循著剩餘股利理論，並在模型中加入盈餘持續性因子，以測試盈餘持續性在剩餘股利理論中是否仍為重要的解釋變數。實證結果顯示，當公司的自由現金流量增加、投資機會減少都會顯著的增加股利的發放，這也進一步暗示台灣的公司遵循著剩餘股利理論。另外，本文的實證結果也發現在剩餘股利理論的架構下，公司若有盈餘持續性也會顯著的增加股利的發放率，由此可知盈餘持續性在剩餘股利理論下仍具有重要的影響性，因此當本文在解讀剩餘股利理論的同時，仍不可忽視盈餘持續性對公司股利決策的影響性。

四、盈餘持續性下，不同股權結構對股利政策的影響

企業的所有權也是影響公司股利政策的重要因素，過去文獻研究所有權對股利政策的影響，主要關注在國營企業與家族企業兩種別具特色之企業。

由過去研究多數認為國營企業相對於其他民營企業較無籌資與融資的困難，因此當國營企業獲利增加時，會傾向分發股利給股東。然而，過去文獻在探討家族企業對公司的股利政策的影響時，則存在著兩種迥異的觀點。Anderson and Reeb(2003)認為家族企業存在的代理問題較少，因此家族企業會較非家族企業支付更高的股利。而 Boubakri and Guedhami et al.(2010)則認為，家族企業會因為私人利益的留存而出現更多的代理問題，進而導致股利發放的減少。另外，不同國家因為有著不同的市場環境與法令規定及限制，也會造成結果上的差異。因此，本文以政府主導的國營企業與台灣市場最多的家族企業作為研究對象。本文的實證結果顯示，由政府主導的國營企業，當公司盈餘持續性增

加，公司會顯著的增加股利的發放，而若公司為單一家族主導且其最終控制者持有公司股票大於 10% 時，當公司盈餘持續性增加，家族企業仍會顯著的減少公司的股利發放。這表明家族企業會因為私人利益的獲取與累積個人財富而選擇犧牲其他股東的利益，產生嚴重的代理問題。這一個結果也提供了證據支持張明芬(2010)的代理理論觀點。

五、影響股利支付的重要因素

本文透過將資本支出、淨營運資金、風險與公司年齡四項影響公司股利支付的重要變數納入本文的股利支付模型中，藉以檢測盈餘持續性是否會因為其他控制變數的影響而改變其對公司股利支付的影響性。本文的結果顯示，盈餘持續性對公司股利政策的影響性並不會受到以上四項因子的加入而失去其解釋能力與影響性，這也表明盈餘持續性對於公司股利政策的決定具有相當重要且穩健的解釋能力。

參考文獻

- 李姝、梁郁欣、田馬飛(2017),「內部控制品質,產權性質與盈餘持續性」,審計與經濟研究,頁 23-37。
- 林嬋娟、張哲嘉(2009),「董監事異常變動,家族企業與企業舞弊之關聯性」,會計評論,第四十八卷,頁 1-33。
- 張明芬(2010),「家族企業與股利發放政策之研究」,政治大學會計研究所學位論文,頁 1-82。
- 湯麗芬(2010),「家族企業特質與盈餘品質之關聯性」,當代會計,11(S),頁 371-410。
- Abdullah, Mohammad Nayeem, Kamruddin Parvez, and Rahat Bari Tooheen. (2017), Residual Dividend Policy: The Case of Bangladesh. *Journal of Accounting* 7(1).
- Aksu, Mine, and Arman Kosedag. (2006), Transparency and disclosure scores and their determinants in the Istanbul Stock Exchange. *Corporate Governance: An International Review* 14(4), 277-296.
- Al-Kuwari, Duha. (2009), Determinants of the Dividend Policy of Companies Listed on Emerging Stock Exchanges: The Case of the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries.
- Alli, Kasim L., A. Qayyum Khan, and Gabriel G. Ramirez. (1993), Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis. *Financial Review* 28(4), 523-547.
- Almeida, Heitor V., and Daniel Wolfenzon. (2006), A theory of pyramidal ownership and family business groups. *The Journal of Finance* 61(6), 2637-2680.
- Al-Najjar, Basil, and Erhan Kilincarslan. (2018), Revisiting Firm-Specific Determinants of Dividend Policy: Evidence from Turkey. *Economic Issues* 23(1), 3-34.
- Al-Najjar, Basil. (2009), Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. *Studies in Economics and Finance* 26(3), 182-197.
- Anctil, Regina M., and Sandra Chamberlain. (2005), Determinants of the time series of earnings and implications for earnings quality. *Contemporary Accounting Research* 22(3), 483-517.
- Anderson, Ronald C., and David M. Reeb. (2003), Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The journal of finance* 58(3), 1301-1328.
- Andres, Christian, Markus Doumet, Erik Fernau, and Erik Theissen. (2015), The Lintner model revisited: Dividends versus total payouts. *Journal of Banking and Finance* 55, 56-69.
- Anil, Kanwal, and Sujata Kapoor. (2008), Determinants of dividend payout ratios-a study of Indian information technology sector. *International Research Journal of Finance and*

Economics 15(1), 63-71.

- Areri, Bosire Jared, Au Nyang, and Vincent Nyakondo. (2018), An Evaluation of Determinants of Dividend Policy A Study of the Banking Sector in Kenya. *Clear International Journal of Research In Commerce & Management* 9(3), 19-22.
- Arnott, Robert, and Clifford Asness. (2001), Does dividend policy foretell earnings growth?
- Attig, Najah, Narjess Boubakri, Sadok El Ghouli, and Omrane Guedhami. (2016). The global financial crisis, family control, and dividend policy. *Financial Management* 45(2), 291-313.
- Atwood, T. J., Michael S. Drake, and Linda A. Myers. (2010), Book-tax conformity, earnings persistence and the association between earnings and future cash flows. *Journal of Accounting and Economics* 50(1), 111-125.
- Baker, H. Kent, and Gary E. Powell. (1999), How corporate managers view dividend policy? *Quarterly Journal of Business and Economics* 38(2), 17-35.
- Baker, H. Kent, and David M. Smith. (2006), In search of a residual dividend policy. *Review of Financial Economics* 15(1), 1-18.
- Ben Naceur, Samy, Mohamed Goaid, and Amel Belanes. (2006), On the determinants and dynamics of dividend policy. *International review of Finance* 6(1-2), 1-23.
- Bhattacharyya, Nalinaksha, Amin Mawani, and Cameron Morrill. (2008), Dividend payout and executive compensation: theory and evidence. *Accounting & Finance* 48(4), 521-541.
- Boțoc, Claudiu, and Marilen Pirtea. (2014), Dividend payout-policy drivers: Evidence from emerging countries. *Emerging Markets Finance and Trade* 50(sup4), 95-112.
- Boubakri, Narjess, Omrane Guedhami, and Dev Mishra. (2010), Family control and the implied cost of equity: Evidence before and after the Asian financial crisis. *Journal of International Business Studies* 41(3), 451-474.
- Caliskan, Deren, and John A. Doukas. (2015), CEO risk preferences and dividend policy decisions. *Journal of Corporate Finance* 35, 18-42.
- Chay, Jong-Bom, and Jungwon Suh. (2009), Payout policy and cash-flow uncertainty. *Journal of Financial Economics* 93(1), 88-107.
- Chen, Chiehshuo, et al. (2017), The role of house money effect and availability heuristic in investor behavior. *Management Decision* 55(8), 1598-1612.
- Cheng, Chehui, and Pochin Wu. (2013), Nonlinear earnings persistence. *International Review of Economics & Finance* 25, 156-168.

- Chen, Jie, Woonsau Leung, and Marc Goergen. (2017), The impact of board gender composition on dividend payouts. *Journal of Corporate Finance* 43, 86-105.
- Coulton, Jeffrey J., and Caitlin Ruddock. (2011), Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory. *Accounting & Finance* 51(2), 381-407.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and René M. Stulz. (2006), Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics* 81, 227-254.
- Dechow, Patricia M., and Catherine M. Schrand. (2004), Earning Quality. The Research Foundation of CFA Institute.
- Dechun, Wang. (2006), Founding family ownership and earnings quality. *Journal of accounting research* 44(3), 619-656.
- Deng, Lu, Sifei Li, and Mingqing Liao. (2017), Dividends and earnings quality: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance* 48, 255-268.
- Denis, David J., and Igor Osobov. (2008), Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial economics* 89(1), 62-82.
- Dichev, Ilia D., and Vicki Wei Tang. (2009), Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of accounting and Economics* 47(1-2), 160-181.
- Easton, Peter D., and Mark E. Zmijewski. (1989), Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements. *Journal of Accounting and economics* 11(2-3), 117-141.
- Fama, Eugene F., and Harvey Babiak. (1968), Dividend policy: An empirical analysis. *Journal of the American Statistical Association* 63, 1132-1161.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. (2001), Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60, 3-43.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. (2006), Profitability, investment and average returns. *Journal of Financial Economics* 82(3), 491-518.
- Francis, Jennifer, Ryan LaFond, Per M. Olsson, and Katherine Schipper. (2004), Costs of equity and earnings attributes. *The accounting review* 79(4), 967-1010.
- Frankel, Richard, and Lubomir Litov. (2009), Earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics* 47(1-2), 182-190.
- Gaver, Jennifer J., and Kenneth M. Gaver. (1993), Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and

- compensation policies. *Journal of Accounting and Economics* 16(1-3), 125-160.
- Goergen, Marc, Luc Renneboog, and Luis Correia Da Silva. (2005), When do German firms change their dividends? *Journal of corporate finance* 11(1-2), 375-399.
- Gugler, Klaus, and B. Burcin Yurtoglu. (2003), Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review* 47(4), 731-758.
- Higgins, Robert C. (1972), The corporate dividend-saving decision. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 7(2), 1527-1541.
- Ho, Horace. (2003), Dividend policies in Australia and Japan. *International Advances in Economic Research* 9(2), 91-100.
- Isakov, Dušan, and Jean-Philippe Weisskopf. (2015), Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance* 33, 330-344.
- Jagannathan, Murali, Clifford P. Stephens, and Michael S. Weisbach. (2000), Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of financial Economics* 57(3), 355-384.
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, and Thomas S. Zorn. (1992), Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(2), 247-263.
- Jensen, Michael C. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review* 76(2), 323-329.
- Kheirkhah, Rozita, Abdorreza Asadi, and Ahmad Zendehtdel. (2017), The Effect of Product Market on Dividend Policy and Firms' Dividends. *International Journal of Management, Accounting & Economics* 4(12), 1161-1175.
- Kirkulak, Berna, and Guluzar Kurt. (2010), Are dividends disappearing or shrinking? Evidence from the Istanbul Stock Exchange. *Emerging Markets Finance and Trade* 46(2), 38-52.
- Kothari, Sagar P., Andrew J. Leone, and Charles E. Wasley. (2005), Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics* 39(1), 163-197.
- Kuzucu, Narman. (2015), Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Analysis for Turkish Listed Firms. *International Journal of Business and Management* 10(11), 149-160.
- Labhane, Nishant B., and Jitendra Mahakud. (2016), Determinants of dividend policy of Indian companies: A panel data analysis. *Paradigm* 20(1), 36-55.
- Lau, James, and Jorn H. Block. (2015), Corporate payout policy in founder and family firms.
- Lintner, John. (1956), Distribution of incomes of corporations among dividends, retained

- earnings and taxes. *American Economic Review* 6, 97-113.
- Manos, Ronny. (2003), Dividend policy and agency theory: Evidence from Indian firms. *South Asia Economic Journal* 4(2), 275-300.
- Michaely, Roni, and Michael R. Roberts. (2011), Corporate dividend policies: Lessons from private firms. *The Review of Financial Studies* 25(3), 711-746.
- Miller, Merton H., and Franco Modigliani. (1961), Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business* 34(4), 411-433.
- Miller, Merton H., and Kevin Rock. (1985), Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of finance* 40(4), 1031-1051.
- Mulyani, Evy, Harminder Singh, and Sagarika Mishra. (2016), Dividends, leverage, and family ownership in the emerging Indonesian market. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 4316-29.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13(2), 187-221.
- Oliverzhen, Li, Liu, Hang, Ni, Chenkai., and Ye, Kangtao. (2017), Individual Investors' Dividend Taxes and Corporate Payout Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52(3), 963-990.
- Pindado, Julio, and Chabela de la Torre. (2008), Financial decisions as determinants of ownership structure: Evidence from Spanish family controlled firms. *Managerial Finance* 34(12), 868-885.
- Pruitt, Stephen W., and Lawrence J. Gitman. (1991), The interactions between the investment, financing and dividend decisions of major US firms. *Financial Review* 26(3), 409-430.
- Rozeff, Michael S. (1982), Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 5(3), 249-259.
- Setia-Atmaja, Lukas, George A. Tanewski, and Michael Skully. (2009), The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance & Accounting* 36(7-8), 863-898.
- Sim, Lee Wei. (2011), A Study on Leading Determinants of Dividend Policy in Malaysia Listed Companies for Food Industry under Consumer Product Sector". *2nd International Conference on Business and Economic*, 946-976.
- Skinner, Douglas J., and Eugene Soltes. (2011), What do dividends tell us about earnings

- quality? *Review of Accounting Studies* 16(1), 1-28.
- Skinner, Douglas J. (2008), The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of financial economics* 87(3), 582-609.
- Swanson, Zane and V. Sivarama Krishnan. (2014), Determinants of Dividend Payout. *International Journal of Business, Accounting, & Finance* 8(2), 111-119.
- Thaler, Richard H., and Eric J. Johnson. (1990), Gambling With the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Choice. *Management Science* 36, 643–660
- Trang, Nguyen Thi Xuan. (2012), Determinants of dividend policy: The case of Vietnam. *International Journal of Business, Economics and Law* 1(1), 48-57.
- Villalonga, Belen, and Raphael Amit. (2006), How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of financial Economics* 80(2), 385-417.
- Von Eije, Henk, and William L. Megginson. (2008), Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of financial economics* 89(2), 347-374.
- Wang, Xi, David Manry, and Scott Wandler. (2011), The impact of government ownership on dividend policy in China. *Advances in Accounting* 27(2), 366-372.
- Wardhana, Leo Indra, and Eduardus Tandelilin. (2018), Do We Need a Mandatory Dividend Regulation? The Case of the Indonesian Capital Market. *Gadjah Mada International Journal of Business* 20(1), 33-58.
- Yao, Li. (2017), Earnings persistence, fundamentals, and anticipation of breaking earnings strings. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration* 34(3), 260-276.
- Yeh, Yinhua, Tsunsiou Lee, and Tracie Woidtke. (2001), Family Control and Corporate governance: Evidence from Taiwan. *International Review of Finance* 2, 21-48.
- Yilmaz, Amustafa Kemal, and Guzhan Gulay. (2006), Dividend policies and price-volume reactions to cash dividends on the stock market: evidence from the Istanbul Stock Exchange. *Emerging Markets Finance and Trade* 42(4), 19-49.
- Yoshikawa, Toru, and Abdul A. Rasheed. (2010), Family control and ownership monitoring in family-controlled firms in Japan. *Journal of Management Studies* 47(2), 274-295.
- Yu, Chinghua, Taiyuan Chen, and Benchang Shia. (2016), Earnings management and the signalling of cash dividend changes for future profitability. *Journal of Data Analysis* 11(2), 37-46.