

# 稅制改變對股利政策之影響－ 以可扣抵稅額減半為例

邱士豪、余俊憲、王怡心\*

## 要 目

壹、前言	肆、實證結果
貳、文獻回顧	伍、結論與建議
參、研究方法	

## 提 要

我國「所得稅法」於 2014 年修正公布部分條文，在「兩稅合一」制度下，由完全設算扣抵制改為部分扣抵制，將可扣抵稅額予以減半，並增加綜合所得淨額超過新臺幣（以下同）1,000 萬元部分，適用 45% 稅率之規定。因公司營利事業所得稅（以下簡稱營所稅）與個人綜合所得稅（以下簡稱綜所稅）稅率不同，當投資人獲配公司股利時，可能要負擔更高之個人所得稅，或得到較少退稅額度。基此，本文探討在股東稅負壓力下，國內上市公司股利政策受稅制變動之影響。

本文主要觀察可扣抵稅額減半實施前公司股利發放情形，及實施可扣抵稅額減半下個人持股比率對公司股利政策之影響，並分別選取 2011 年至 2013 年期間 1,287 家及 2011 年至 2014 年 1,716 家非管制行業之上市公司進行檢測。研究結果發現：1. 可扣抵稅額減半實施前，公司會增加年度總股利及現金股利之發放。2. 實施可扣抵稅額減半年度，公司仍延續前一年度之股利政策，增發年度總股利及現金股利。3. 在可扣抵稅額減半實施下，公司之個人股東持股比率愈高，其總股利、現金股利愈少，顯示因公司營所稅稅率與個人綜所稅稅率不同，公司將考慮股東稅負壓力，進而調整其股利政策。

\* 作者分別為廣揚會計師事務所會計師、國防大學財務管理學系助理教授及國立臺北大學會計學系教授。

## 壹、前言

我國於 1998 年實施「兩稅合一」制度後，公司繳納之營利事業所得稅（以下簡稱營所稅）可做為個人申報綜合所得稅（以下簡稱綜所稅）之扣抵稅額，除解決在營所稅、綜所稅「分離課稅」制度下，同一筆所得課徵兩次稅款之不合理現象外，更期待促進國內企業盈餘分配，達到資本市場交易熱絡目的。然而，實施兩稅合一後未達原預期促進國內投資目標，反而擴大社會貧富差距，減少國庫稅收。又 OECD 國家紛紛對「兩稅合一」相關制度進行改革，以股利所得部分免稅取代完全扣抵制，甚至部分國家採獨立課稅方式。我國為改善所得分配並適度提高高所得者對社會回饋，參考國際稅制改革趨勢並衡酌我國財經狀況，於 2014 年 5 月 16 日經立法院通過所得稅法部分條文修正案，將個人股東獲配股利之可扣抵稅額減半，及將綜所稅課稅級距由 5 級提高為 6 級，所得淨額超過 1,000 萬元部分適用稅率 45%。

抵稅權減半及高稅率級距增加公司股東租稅負擔，可能影響公司之股利政策。從投資人觀點來看，投資標的之選擇將考量稅率、投資成本等因素。「顧客效果理論」主張，在稅率與投資者個別環境不同情況下，公司制定之股利政策將吸引特定偏好之投資人。此外，「稅率差異理論」亦指出，在現實環境中，由於公司所得稅稅率與個人所得稅稅率的不同，公司可能在股東稅負壓力下調整股利政策。基此，引發本文探討我國稅制變動與公司股利發放關係，分析在實施可扣抵稅額減半下，個人股東持股比率對公司股利政策之影響，檢視公司是否因股東稅負壓力而調整其股利政策。

綜上，本文研究目的如下：一、探討在可扣抵稅額減半實施前一年，公司總股利、現金股利、股票股利發放情形；二、分析可扣抵稅額減半實施年度，公司總股利、現金股利、股票股利發放情形；三、討論在可扣抵稅額減半實施年度，公司股東結構（個人持股比率）對公司總股利、現金股利、股票股利發放之影響。

## 貳、文獻回顧

### 一、兩稅合一發展沿革

公司所得稅之課徵，分為兩類型態：第一為「獨立課稅」制，認為公司為具備獨立納稅能力之課稅主體，對公司盈餘課徵所得稅後，其盈餘分配股東時須再課徵個人綜所稅，兩稅獨立並無相關。其次為「合併課稅」制，主張公司為法律虛擬之個體，不具獨立納稅能力，僅為將盈餘遞送給股東之導管，故公司階段所得與股東階段股利，應僅課徵一次所得稅，此通稱為「兩稅合一」制（或「合併課稅」制）（游松輝，2000）。

1998 年前，我國對於公司營所稅與個人綜所稅係採「獨立課稅」制，此制度引發下列爭議：(一) 股利所得重複課稅：以當時營所稅稅率 25% 及個人最高綜所稅稅率 40% 計算，股利所得最高須負擔 55%  $[ 25\% + (1-25\%) * 40\% ]$  稅負；(二) 影響企業盈餘分配方式：因營利事業若不分配盈餘，個人股東則無須額外繳納綜所稅，故公司選擇不分配盈餘，積壓資金影響資源配置及投資效率；(三) 扭曲公司資金籌措方式：投資人之股利所得須負擔較高稅負而不願投資，公司則因舉債利息具抵稅效果而偏向以舉債籌資，進而造成負債比率過高，扭曲財務結構，增加財務風險；(四) 導致稅法更為複雜：為解決降低重複課稅造成之投資障礙，政府提出多種租稅減免措施，稅額計算更形複雜。

由於「獨立課稅」制引起諸多爭議，政府於 1996 年成立財政部賦稅革新小組，研議營所稅與綜所稅合併之稅務改革方案，決定採行「完全設算扣抵法」及「未分配盈餘加徵」之方式，並自 1998 年實施，即所謂之「兩稅合一」制，渠優、缺點整理於表 1：

表 1 「兩稅合一」(完全設算扣抵制)之優、缺點彙整表

優點	缺點
公司較易透過資本市場籌措資金。	1.政府稅收減少，不利財政健全。 2.公司設算股東可扣抵稅額複雜，徵納雙方對計算方式常有爭議。
消除股利所得重複課稅情形，降低投資人成本。	1.可能導致貧富差距擴大情形。 2.兩稅合一施行後，股利總稅負由最高 55% 降至 40%，最大受惠者為高股利收入及高所得者。
設算扣抵制下，股利稅負高低依股東個人綜所稅適用稅率而定，符合量能課稅。	營所稅稅率於 2010 年由 25% 調降至 17%，股東可扣抵稅額比率由 33.33% 降至 20.48%，股東抵稅權降低，與低營所稅與高綜所稅之稅率差距，可能使公司傾向不發放股利，以避免大股東增加稅負。

近年參考國際稅制改革趨勢及國內各界意見，財政部提出「財政健全方案」短期稅制調整措施，「所得稅法」部分條文修正案於 2014 年 5 月 16 日經立法院三讀通過，並於同年 6 月 4 日經總統公布，修正內容如下：

- (一) 修正兩稅合一「完全設算扣抵制」為「部分設算扣抵制」：我國境內居住個人股東獲配股利淨額之可扣抵稅額為原可扣抵稅額之半數。
- (二) 修正綜所稅稅率結構：將綜所稅課稅級距由 5 級調整為 6 級，增加綜合所得淨額超過 1,000 萬元部分，適用 45% 稅率規定。

上開稅制修正造成個人股利所得稅負擔增加，盈餘分配與否稅負差距拉大至 24.375% (49.675% - 25.3%)，相較修正前(完全設算扣抵制)，修正後(部分設算扣抵制)稅負增加 9.675% (49.675% - 40%)，前後差異整理如表 2：

表 2 修法前、後稅率差異分析

稅別	盈餘不分配	修法前盈餘分配	修法後盈餘分配
當期營所稅	17%	17%	17%
未分配盈餘加徵稅額	$(1-17%) * 10\% = 8.3\%$	0%	0%
綜所稅（假定適用最高邊際稅率）	0%	$40\% - 17\% = 23\%$	$91.5\% * 45\% - 17\% * 50\% = 32.675\%$
合計	25.3%	40%	49.675%

註：暫不考慮法定盈餘公積。

## 二、股利政策理論與相關租稅研究

股利政策相關理論，最主要為 Miller 及 Modigliani 於 1961 年提出之「股利無關論」，其認為在完美市場（無稅負、交易成本等），投資人皆為理性及對每間公司未來投資計畫與利潤皆能完全掌握等假設下，任何股利政策所產生之效果都可由其他形式之融資取代，不會影響公司價值或資金成本。然而，現實世界中並不存在完美市場，在稅率與投資者個別環境不同情況下，公司制定之股利政策將吸引特定偏好投資人，此現象稱為「顧客效果論」。Elton 及 Gruber (1970) 實證顯示，由於資本利得稅與股利所得稅稅率不同，股利發放率不同之公司在發放股利時，股價反應也會不同；Alltizer 及 Hamill (1999) 以美國 1986 年租稅改革法案 (Tax Reform Act 1986，以下簡稱 TRA) 為研究情境，發現高股利發放率公司比低股利發放率公司出現更顯著之異常報酬情形，進而支持顧客效果存在。

關注稅率改變對投資人之影響方面，Farrar 和 Selwyn 於 1967 年提出「稅率差異理論」，在租稅存在下，投資人手中持股尚未獲利了結時，需繳納其獲配股利而產生之所得稅，俟出售股票則繳納資本利得稅，而大多數國家資本利得稅稅率通常低於股利所得稅稅率，故投資人對於高股利支付率公司因稅負較高而要求較高必要報酬率（給予較低評價）；對低股利支付率公司則要求較低必要報酬率。再者，投資者本身也會因稅負差異而選擇不同公司，是以公司亦因股東稅負壓力而調整股利政策。馬孝璿 (1999) 以 1998 年「兩稅合一」實施前、後

一年有宣告股利發放之上市、櫃公司為研究樣本，分析股利及股價之相對變動關係，實證研究發現兩稅合一實施後，股利發放率及股利額度較實施前顯著增加。陳美嬪及曾俊堯（2000）則以問卷詢問投資人，發現在「兩稅合一」實施後，投資人會考慮自身稅率及股利發放種類等決定是否參加除權息。另外，依據戚務君、俞洪昭及許崇源（2002）之研究，其對「兩稅合一」後臺灣股票市場是否持續維持「填息」與「填權」現象，抱持存疑態度。

在租稅與股利政策文獻部分，以美國租稅改革法案（TRA）為背景，Means、Charoenwong 及 Kang（1992）分析發現，TRA 實施前 2 年，股利支付率呈現下降趨勢。但在實施後僅當年股利支付率增加，之後 2 年並無顯著變化情形，其解釋可能是企業已提早因應租稅政策改變對股東之影響。類似之研究結果，如：Papaioannou 及 Savarese（1994）指出原股利支付率較低者，在 TRA 之後股利增加較為明顯；Hubbard 及 Michaely（1997）則認為稅制改變對現金股利或股票股利之影響僅具短期效果，隨時間增長，影響程度會隨之遞減至無顯著反應。其他國家方面，Wang 及 Guo（2011）探討中國 2005 年調降股利稅負前後對公司股利政策之影響，實證結果顯示，調降股利稅負前，公司個人股東持股數與股利發放率呈顯著負相關；股利稅負調降後，公司個人股東持股數與股利發放率呈顯著正相關，顯示此租稅政策可緩解大股東與小股東間之利益衝突。

我國相關研究部分，多以 1998 年「兩稅合一」（完全設算扣抵制）為焦點進行探討，研究顯示「兩稅合一」實施後，稅額扣抵比率高低與股利發放率呈正向關係，且公司大多會增發現金股利（如馬孝璿，1999；盧育仕，2000；江衍陞，2001；黃智群，2002 等）。汪瑞芝及陳明進（2004）以「兩稅合一」前後 3 年 206 家上市公司為樣本進行研究，探討兩稅合一是否能有效導正過去獨立課稅制下租稅對股利發放政策之扭曲，達到租稅中立目的。其結果指出，兩稅合一實施後，公司盈餘分配時所繳納之所得稅可給予股東全數扣抵，避免所得重複課稅進而降低股東稅負，因此稅額扣抵比率愈高之公司，總股利發放率、現金股利發放率及盈餘配股發放率愈高。洪榮華、曾子耘及林聖傑（2006）則進一步探討股東稅負壓力不同之公司，在兩稅合一後股利政策之調整。結果顯示，股東稅負壓力最大之公司群組，在兩稅合一實施後，公司股利政策調整最為顯

著，隱含公司在制定股利政策時，會考量其股東之稅負壓力。

最後，關於 2014 年「兩稅合一」新制（部分設算扣抵制）之研究方面，陳聽安及陳國樑（2015）倡議，讓公司回歸獨立課稅主體。楊麗菊（2015）探討我國採行新修正之所得稅法（股東可扣抵稅額減半及綜合所得淨額超過 1,000 萬元者課 45% 之累進稅率）對公司股利政策之影響，結果指出，股東可扣抵稅額可全額扣抵的最後一年（2013 年），公司會增加該年（發放時點在 2014 年）總股利及現金股利之發放；但對於股票股利之發放並無顯著影響。黃國庭（2015）指出：（一）在發布稅制改革消息年度，公司現金股利及總股利支付率顯著增加；（二）股東可扣抵稅額減半實施後，公司各項股利支付率均較稅制改革消息發布時顯著降低；（三）稅制改革有提前反應之公司，在股東可扣抵稅額減半實施後，會顯著調降各項股利之支付；相反地，面對稅制改革未提前反應之公司，在股東可扣抵稅額減半實施後，反而顯著調升其各項股利之支付，以補償股東稅負增加之衝擊。

## 叁、研究方法

### 一、研究假說

為避免重複課稅等問題，我國自 1998 年實施完全扣抵「兩稅合一」制，營利事業所繳納之營所稅，得以扣抵其個人之綜所稅，期間相關研究指出，兩稅合一後，公司股利發放率及總股利均顯著增加（如馬孝璿，1999；江衍陞，2001）。不過個別而言，其對現金股利與股票股利反應卻不盡相同，盧育仕（2000）發現兩稅合一會增加現金、股票股利之發放；黃智群（2002）卻指出，將增加現金股利，但對股票股利並無影響；洪榮華、曾子耘及林聖傑（2006）之實證研究指出，在考慮股東稅負下，兩稅合一會增加現金股利、減少股票股利之支付率。

2010 年調降企業營所稅稅率至 17% 後，蔡明城（2012）發現，公司總股利發放金額顯著增加、盈餘配股率顯著下降，但現金股利發放率及資本公積配股率無顯著改變。另外，陳正芳（2013）研究指出，營所稅稅率調降會造成現金股利支付率減少、股票股利支付率增加。

至於 2014 年實施「兩稅合一新制」，將股東可扣抵稅額減半，楊麗菊（2015）研究發現，在公司執行可扣抵稅額減半前一年，公司會大幅增發總股利及現金股利，但股票股利則無；黃國庭（2015）亦在政府宣布稅制改革消息發布年度（實施可扣抵稅額減半前一年）發現相似結果。綜上關於稅制改變對股利政策影響之研究得知，政府對企業營所稅、股東個人綜所稅額度及扣抵方式之調整，將影響公司股利政策。基此，本文參酌以往研究，分析股東可扣抵稅額減半實施前，公司股利政策調整情形。研究推論在股東可扣抵稅額減半實施前，公司會發放較多的總股利、現金股利、股票股利，以彌補股東未來可能因稅制變化而遭受損失，並提出下列對立假說 H1、H2、H3：

H1：在股東可扣抵稅額減半實施前，公司會發放較多總股利。

H2：在股東可扣抵稅額減半實施前，公司會發放較多現金股利。

H3：在股東可扣抵稅額減半實施前，公司會發放較多股票股利。

「稅率差異理論」主張，因公司稅（營所稅）與個人稅（個人綜所稅）不同，租稅負擔為追求極大化投資報酬投資人之重要投資參考依據，高股利支付率公司因稅負較高，投資人要求較高必要報酬率；反之，則被要求較低必要報酬率，因此稅率差異會影響公司股利政策及價值（馬孝璿，1999）。黃國庭（2015）研究指出，在股東可扣抵稅額減半實施後，公司各項股利支付率均較稅制改革消息發布時顯著降低。

是以，本文考慮股東結構之影響，推論在股東可扣抵稅額減半及綜合所得淨額超過 1,000 萬元者課徵 45% 之累進稅率實施後，公司個人股東比率（受公司稅與個人稅稅率差異影響者）會影響公司總股利之發放。此外，個人股東可能會因現金股利而須繳付更多所得稅，爰偏好股票股利。基此，提出下列對立假說 H4、H5、H6：

H4：在股東可扣抵稅額減半實施後，個人持股對公司總股利有所影響。

H5：在股東可扣抵稅額減半實施後，個人持股比例愈高，公司發放現金股利愈少。

H6：在股東可扣抵稅額減半實施後，個人持股比例愈高，公司發放股票股利愈多。



## 二、樣本篩選與資料來源

本文分析股東可扣抵稅額減半對公司股利政策之影響，公司股利及財務資料取自「台灣經濟新報社資料庫」(TEJ)。因我國於 2010 年調降企業營所稅稅率至 17%，故調查資料始於 2011 年。其中，可扣抵稅額減半實施前對公司股利政策影響之檢測部分(研究假說 H1、H2、H3)，研究期間為 2011 年至 2013 年(2013 年度所得為企業可行使股東可扣抵稅額全額扣抵之最後一年度所得)。至於在可扣抵稅額減半實施後，個人股東持股對公司股利政策影響方面(研究假說 H4、H5、H6)，研究期間則為 2011 年至 2014 年(2014 年開始實施股東可扣抵稅額減半)。取樣標準如下：(一) 非管制行業之上市公司(金融、郵電、燃氣除外)；(二) 刪除負盈餘與盈餘為 0 公司(EPS 小於或等於 0 者)；(三) 刪除總股利為 0，與缺乏股利資料者；(四) 刪除財務資料不全者。

## 三、統計分析方法

本文以單變量及迴歸模型進行實證分析，在可扣抵稅額減半實施前對公司股利政策影響之檢測方面(研究假說 H1、H2、H3)，分別將公司總股利(TOTAL)、現金股利(CASH)、股票股利(STOCK)設定為應變數，測試變數為可扣抵稅額減半實施前一年(DISBFR)，以 2013 年時間虛擬變數為衡量，檢測營所稅可全額扣抵個人綜所稅之最後一年對公司股利政策之影響。其中，在不考慮其他控制變數下，進行獨立樣本 t 檢定檢測，作為初步分析依據。在加入其他如公司特性等控制變數(孫梅瑞及陳憲民，2005；楊麗菊，2015)後，進行迴歸分析，考量本文實證資料具有 Panel Data 特性，故採用固定效果模型(Fixed Effect Model)(汪瑞芝及陳明進，2004)進行實證，迴歸模型如下列式(1)：

$$\begin{aligned} \text{TOTAL/CASH/STOCK}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{EPS}_{it} + \alpha_2 \text{DEBT}_{it} + \alpha_3 \text{SIZE}_{it} \\ & + \alpha_4 \text{FREECASH}_{it} + \alpha_5 \text{ITC}_{it} \\ & + \alpha_6 \text{DISBFR}_t + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1) \end{aligned}$$

其中，TOTAL<sub>it</sub>為公司i在時間t之每股總股利，衡量方法為：(現金股利+盈餘轉增資股票股利)/年底普通股流通在外股數；CASH<sub>it</sub>為公司i在時間t之每股現金股利，為現金股利/年底普通股流通在外股數；STOCK<sub>it</sub>為公司i在時間t之每股

股票股利，衡量方法為：盈餘轉增資股票股利/年底普通股流通在外股數； $EPS_{it}$  為公司*i*在時間*t*之每股盈餘，衡量方法為：稅後淨利/流通在外普通股加權股數； $DEBT_{it}$ 為公司*i*在時間*t*之負債比率，衡量方法為：負債總額/資產總額； $SIZE_{it}$ 為公司規模，以LN(資產總額)衡量； $FREECASH_{it}$ 為自由現金，衡量方法為：(來自營運之現金流量－購置不動產廠房設備＋處分不動產廠房設備)/資產總額； $ITC_{it}$ 為公司*i*在時間*t*之股東可扣抵稅額比率，衡量方法為：股利分配日股東可扣抵稅額帳戶餘額/累計未分配盈餘帳戶餘額； $DISBFR_t$ 為可扣抵稅額減半實施前一年（亦為全額扣抵最後一年度），衡量方法為：當年度為2013年度時設定為1，其餘為0。

可扣抵稅額減半實施後，個人股東持股對公司股利政策影響部分（研究假說H4、H5、H6），採固定效果模型進行分析，模型之應變數分別為公司總股利（TOTAL）、現金股利（CASH）、股票股利（STOCK），自變數為可扣抵稅額減半實施年度（DISHALF），可扣抵稅額減半實施年度與個人持股比率交乘項（DISHALF\*PERSON），控制變數包括：每股盈餘（EPS）、負債比率（DEBT）、公司規模（SIZE）、自由現金（FREECASH）、股東可扣抵比率（ITC），實證模型如下列式（2）：

$$\begin{aligned} \text{TOTAL/CASH/STOCK}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}_{it} + \beta_2 \text{DEBT}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} \\ & + \beta_4 \text{FREECASH}_{it} + \beta_5 \text{ITC}_{it} \\ & + \beta_6 \text{DISBFR}_t + \beta_7 \text{DISHALF}_t \\ & + \beta_8 \text{DISHALF*PERSON}_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2) \end{aligned}$$

此處，TOTAL 為公司每股總股利、CASH 為每股現金股利、STOCK 為每股股票股利、EPS 為每股盈餘、DEBT 為負債比率、SIZE 為公司規模、FREECASH 為自由現金、ITC 為股東可扣抵稅額比率，其相關變數定義同式（1）之變數說明； $\text{DISHALF}_t$  為可扣抵稅額減半實施年度，當年度為 2014 年度時設定為 1，其餘為 0； $\text{PERSON}_{it}$  為公司股東個人持股比率，衡量方法為：個人股東持股數/流通在外普通股加權股數。

## 肆、實證結果

### 一、基本統計量

實施可扣抵稅額減半前對公司股利政策影響方面，敘述性統計整理於表 3 之 Panel A，公司總股利 (TOTAL) 平均數為 2.314，表示平均每股之總股利為 2.314 元。現金股利 (CASH) 平均數為 2.144，表示平均每股之現金股利為 2.144 元。股票股利 (STOCK) 平均 0.170，顯示平均每股之股票股利為 0.17 元，從總股利、現金股利、股票股利之平均數亦可看出，我國上市公司之股利發放多以現金為主。此外，公司每股盈餘 (EPS) 平均數為 3.339；負債比率 (DEBT) 平均 91.669；公司規模 (SIZE) 平均為 16.198；自由現金 (FREECASH) 平均為 0.047，表示公司自由現金約占公司資產總額 4.7%。股東可扣抵稅額比率 (ITC) 平均為 15.491，顯示公司之股東可扣抵稅額約占未分配盈餘 16%。可扣抵稅額減半實施前一年 (DISBFR) 平均 0.333，因此階段分析期間為 2011 年至 2013 年，共 3 年，此數值顯示，可扣抵稅額減半實施前一年約占此研究主題樣本數 1/3。

至於實施可扣抵稅額減半對公司股利政策影響方面，敘述性統計整理於表 3 之 Panel B，此部分之分析主要在第一階段「實施可扣抵稅額減半前對公司股利政策影響」研究下，加入實施可扣抵稅額減半年度 (2014 年)，進行擴充樣本分析。從數據而言，此部分之敘述性統計與上一階段相仿，本文僅針對新增之研究變數進行說明。其中，可扣抵稅額減半實施第 1 年 (DISHALF) 平均 0.250，因此階段分析期間為 2011 年至 2014 年，共 4 年，此數值顯示，可扣抵稅額減半實施第 1 年約占此研究主題樣本數 1/4。個人持股比率 (PERSON) 平均為 55.243，顯示個人股東持股比率約占公司總股數 55%。

實施可扣抵稅額減半前對公司股利政策影響之相關係數部分，結果詳表 4，Pearson 相關係數結果與 Spearman 相關係數結果相似，故本文僅以 Pearson 相關係數進行說明。各變數相關係數方面，總股利 (TOTAL) 與現金股利 (CASH) 相關係數為 0.962，此結果除受計算公式 (總股利=現金股利+股票股利) 影響外，亦顯示公司股利發放主要以現金股利為主。公司每股盈餘 (EPS) 與總股利 (TOTAL)、現金股利 (CASH) 相關係數分別高達 0.824 與 0.820，顯示當公司每股盈餘愈高，其股利發放愈多。此外，其餘變數之相關係數約介於 -0.217 至 0.278 之間，均低於 0.7。再者，各變數間 VIF 值均低於 10，顯示在迴歸分析中，

自變數間無明顯共線性問題。另外，實施可扣抵稅額減半對公司股利政策影響方面，相關係數結果整理於表 5，結果多與表 4 相似，故僅說明個人持股比率（PERSON）與各變數之相關情形，結果顯示個人持股比率（PERSON）與各變數之相關係數介於-0.527 至 0.069 之間，無過高之相關情形。此外，VIF 檢測結果亦低於 10，顯示無明顯共線性問題。

表 3 敘述性統計量

<b>Panel A：實施可扣抵稅額減半前對公司股利政策影響（N=1,287）</b>					
變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
TOTAL	2.314	1.700	2.413	0.100	28.500
CASH	2.144	1.500	2.356	0.000	28.500
STOCK	0.170	0.000	0.659	0.000	14.000
EPS	3.339	2.360	4.229	0.010	71.640
DEBT	91.669	69.770	165.957	3.670	4104.870
SIZE	16.198	16.013	1.367	13.668	21.562
FREECASH	0.047	0.043	0.099	-0.468	1.593
ITC	15.491	15.870	7.497	0.000	40.200
DISBFR	0.333	0.000	0.472	0.000	1.000
<b>Panel B：實施可扣抵稅額減半對公司股利政策影響（N=1,716）</b>					
TOTAL	2.387	1.700	2.735	0.100	51.000
CASH	2.232	1.500	2.699	0.000	51.000
STOCK	0.160	0.000	0.597	0.000	14.000
EPS	3.447	2.390	5.302	0.010	144.910
DEBT	91.863	69.765	162.389	3.670	4104.870
SIZE	16.235	16.038	1.372	13.668	21.625
FREECASH	0.045	0.044	0.094	-0.468	1.593
ITC	15.579	16.000	7.331	0.000	40.200
DISHALF	0.250	0.000	0.433	0.000	1.000
PERSON	55.243	56.445	22.961	2.220	100.000

註：變數定義：TOTAL：公司總股利；CASH：現金股利；STOCK：股票股利；EPS：每股盈餘；DEBT：負債比率；SIZE：公司規模；FREECASH：自由現金；ITC：股東可扣抵比率（%）；DISBFR：可扣抵稅額減半實施前一年（虛擬變數）；DISHALF：可扣抵稅額減半實施第 1 年（虛擬變數）；PERSON：個人持股比率（%）。

**表 4 相關係數矩陣（檢測 H1、H2、H3，N=1,287）**

變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
TOTAL	(1)	0.950*	0.114*	0.908*	-0.038	0.087*	0.352*	-0.100*
CASH	(2)	0.962*	-0.129*	0.862*	-0.066*	0.094*	0.359*	-0.059*
STOCK	(3)	0.223*	-0.052	0.114*	0.105*	0.002	-0.025	-0.106*
EPS	(4)	0.824*	0.820*	0.086*	0.041	0.147*	0.287*	-0.147*
DEBT	(5)	-0.045	-0.050	0.013	-0.020	0.420*	-0.363*	-0.079*
SIZE	(6)	0.106*	0.123*	-0.050	0.178*	0.278*	-0.166*	-0.217*
FREECASH	(7)	0.272*	0.265*	0.049	0.169*	-0.116*	-0.121*	0.001
ITC	(8)	-0.085*	-0.060*	-0.096*	-0.145*	0.007	-0.217*	-0.015

註：1.\*代表 p 值 < 0.05。

2.下方三角為 Pearson 相關係數；上方三角為 Spearman 相關係數。

3.變數定義同表 3。

**表 5 相關係數矩陣（檢測 H4、H5、H6，N=1,716）**

變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
TOTAL	(1)	0.955*	0.092*	0.915*	-0.034	0.094*	0.359*	-0.115*	-0.214*
CASH	(2)	0.976*	-0.139*	0.875*	-0.059*	0.105*	0.367*	-0.081*	-0.222*
STOCK	(3)	0.169*	-0.050*	0.093*	0.103*	-0.007*	-0.037	-0.093*	0.029
EPS	(4)	0.853*	0.851*	0.060*	0.035	0.149*	0.309*	-0.159*	-0.243*
DEBT	(5)	-0.042	-0.046	0.017	-0.020	0.428*	-0.365*	-0.080*	-0.042
SIZE	(6)	0.122*	0.136*	-0.054*	0.162*	0.284*	-0.169*	-0.228*	-0.506*
FREECASH	(7)	0.259*	0.252*	0.044	0.175*	-0.125*	-0.126*	0.001	-0.019
ITC	(8)	-0.081*	-0.061*	-0.096*	-0.112*	0.001	-0.224*	-0.023	0.071*
PERSON	(9)	-0.210*	-0.221*	0.037	-0.182*	-0.065*	-0.527*	-0.022	0.069*

註：1.\*代表 p 值 < 0.05。

2.下方三角為 Pearson 相關係數；上方三角為 Spearman 相關係數。

3.變數定義同表 3。

## 二、實施可扣抵稅額減半前對公司股利政策影響

本文討論股東可扣抵稅額減半實施前一年度，該「股東可扣抵稅額減半」政策對公司股利政策之影響（研究假說 H1、H2、H3）。為瞭解相關政策效果，研究設定股東可扣抵稅額減半實施前一年度（DISBFR）之時間虛擬變數為測試變數，公司股利政策（總股利、現金股利、股票股利）為應變數或檢定變數，進行單變量與迴歸分析。

在獨立樣本 t 檢定部分，結果詳表 6，相較「非可扣抵稅額減半實施前一年」，公司在「可扣抵稅額減半實施前一年」有顯著較多之總股利（t 值=1.855，p 值=0.064）及現金股利（t 值=1.930，p 值=0.054）發放，結果初步支持研究假說 H1、H2。

在迴歸分析結果部分，本文考量研究資料性質為 Panel Data，以固定效果模型進行分析，結果詳表 7。迴歸分析之主要測試變數為可扣抵稅額減半實施前一年度（DISBFR），分別對公司總股利（TOTAL）、現金股利（CASH）、股票股利（STOCK）進行檢測。研究結果顯示，在顯著水準  $p < 0.05$  下，可扣抵稅額減半實施前一年度（DISBFR）與總股利（TOTAL）呈顯著正相關（t 值=2.417，p 值=0.016），可扣抵稅額減半實施前一年度（DISBFR）與現金股利（CASH）呈顯著正相關（t 值=2.924，p 值=0.004）。此結果顯示，在實施可扣抵稅額減半之前一年度，公司會對股東加發股利，以彌補股東未來可能因稅制變化而遭受的損失，此結果支持研究假說 H1、H2。

控制變數部分，在顯著水準  $p < 0.1$  下，每股盈餘（EPS）與總股利（TOTAL）（t 值=2.840，p 值=0.005）、現金股利（CASH）（t 值=16.630，p 值=0.000）、股票股利（STOCK）（t 值=1.752，p 值=0.080）呈顯著正相關，顯示當公司每股盈餘（EPS）愈高時，公司發放之總股利、現金股利、股票股利愈多。負債比率（DEBT）與總股利（TOTAL）呈顯著負相關（t 值=-3.104，p 值=0.002），顯示公司負債比率愈高時，債權人可能為保護債權，進而限制公司股利發放。公司規模（SIZE）與現金股利（CASH）呈顯著正相關（t 值=2.164，p 值=0.031），可能因為大公司為吸引投資人青睞，而發放更多現金股利。最後，自由現金（FREECASH）與總股利（TOTAL）呈顯著正相關（t 值=1.742，p 值=0.082），表示公司自由現金愈多，股利發放愈多。

綜上結果顯示，公司在實施可扣抵稅額減半之前一年度，會加發總股利、現金股利（支持研究假說 H1、H2），以對此政策進行回應，而股票股利則無顯著增加，可能因為股票股利按面額課稅，個人稅負負擔所受影響較少之因素。此外，當公司每股盈餘愈多，其各項股利發放愈多；再者，公司負債比率、公司規模、及自由現金等因素亦影響公司股利政策。

**表 6 獨立樣本 t 檢定 (N=1,287)**

檢定變數	平均數		平均差 (I) - (J)	t 值 (p 值)
	可扣抵稅額減半 實施前一年 (I)	非可扣抵稅額減半 實施前一年 (J)		
TOTAL	2.504	2.219	0.285	1.855* (0.064)
CASH	2.340	2.047	0.293	1.930* (0.054)
STOCK	0.160	0.170	-0.008	-0.198 (0.825)

註：1.\*\*\*、\*\*、\*分別代表 p 值 < 0.01、p 值 < 0.05、p 值 < 0.1。

2.變數定義：TOTAL：公司總股利；CASH：現金股利；STOCK：股票股利。

**表 7 可扣抵稅額減半實施前對公司股利發放之影響 (N=1,287)**

變數	Y= TOTAL (H1)		Y= CASH (H2)		Y= STOCK (H3)	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
Constant	-1.166	-0.215	-7.040	-1.766*	5.874	1.445
EPS	0.230	2.840***	0.202	16.630***	0.028	1.752*
DEBT	-0.001	-3.104***	-0.001	-1.366	0.000	-0.212
SIZE	0.177	0.526	0.536	2.164**	-0.359	-1.413
FREECASH	0.852	1.742*	0.420	1.382	0.431	1.270
ITC	-0.011	-1.261	-0.011	-1.579	0.000	0.022
DISBFR	0.167	2.417**	0.149	2.924***	0.018	0.506
Adj-R <sup>2</sup>	0.870		0.903		0.308	
F (p 值)	20.745*** (p<0.001)		28.478*** (p<0.001)		2.322*** (p<0.001)	

註：1.\*\*\*、\*\*、\*分別代表 p 值 < 0.01、p 值 < 0.05、p 值 < 0.1。

2.變數定義同表 3。

### 三、實施可扣抵稅額減半後對公司股利政策影響

在探討實施股東可扣抵稅額減半對公司股利政策之影響方面（研究假說 H4、H5、H6），依據稅率差異理論，投資人會因稅負差異選擇公司，公司也會因股東稅負壓力而調整股利政策。故對此議題，本文著眼於股東可扣抵稅額減半下，個人股東持股比率對公司股利政策之影響，以可扣抵稅額減半實施第一年（DISHALF）、可扣抵稅額減半實施第一年與個人持股比率交乘項（DISHALF\*PERSON）為測試變數，應變數為公司股利政策（總股利、現金股利、股票股利），進行迴歸分析。考量資料型態為 Panel Data，以固定效果模型分析，實證結果詳表 8。

在顯著水準  $P < 0.1$  下，可扣抵稅額減半實施第一年（DISHALF）與總股利（TOTAL）（ $t$  值=2.166， $p$  值=0.031）、現金股利（CASH）（ $t$  值=2.201， $p$  值=0.028）呈顯著正相關，結果顯示，實施可扣抵稅額減半會對公司股利政策產生影響，且顯著增加其總股利、現金股利之發放。整體而言，公司可能憂心驟然改變前一年度（2013 年）之高股利政策將失去部分投資人信心，爰持續增發股利，並藉此發送訊息。

在實施可扣抵稅額減半下，可扣抵稅額減半實施第一年與個人持股比率交乘項（DISHALF\*PERSON）與總股利（TOTAL）（ $t$  值=-2.216， $p$  值=0.027）、現金股利（CASH）（ $t$  值=-2.172， $p$  值=0.030）呈顯著負相關，支持研究假說 H4、H5。實證結果顯示，當公司個人股東持股比率愈高，公司發放總股利、現金股利愈低。由此可知，就個人持股比率較多之公司而言，將考慮股東所得稅負擔情形，進而調整其股利政策。此結果除支持稅率差異理論所述，公司所得稅率與個人所得稅率差異會影響公司股利政策外，亦顯示公司於股利發放會考慮股東持股型態，進而產生「顧客效果」。控制變數部分，實證結果與前一階段分析結果相似，公司每股盈餘（EPS）、負債比率（DEBT）、公司規模（SIZE）及自由現金（FREECASH）等變數仍顯著影響公司股利發放。

總之，在我國實施股東可扣抵稅額減半下，將影響公司股利政策，為避免個人股東因可扣抵稅額減半增加個人所得稅負，個人股東持股比率較高之公司會降低總股利與現金股利發放，此情形符合稅率差異效果理論。



表 8 實施可扣抵稅額減半對公司股利發放之影響 (N=1,716)

變數	Y= TOTAL (H4)		Y= CASH (H5)		Y= STOCK (H6)	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
Constant	-10.620	-2.306**	-15.136	-3.626***	4.516	1.650*
EPS	0.302	6.568***	0.286	6.180***	0.015	1.464
DEBT	-0.001	-2.280**	-0.001	-1.339	0.000	0.230
SIZE	0.738	2.589***	1.008	3.894***	-0.270	-1.574
FREECASH	0.716	1.278*	0.261	0.498	0.455	1.773*
ITC	-0.001	-0.112	0.003	0.374	-0.004	-1.425
DISBFR	0.070	1.388	0.055	1.284	0.015	0.491
DISHALF	0.514	2.166**	0.507	2.201**	0.007	0.129
DISHALF *PERSON	-0.008	-2.216**	-0.008	-2.172**	-0.000	-0.503
Adj-R <sup>2</sup>	0.884		0.905		0.311	
F (p 值)	31.026*** (p<0.001)		38.361*** (p<0.001)		2.776*** (p<0.001)	

註：1.\*\*\*、\*\*、\*分別代表 P 值<0.01、P 值<0.05、P 值<0.1。

2.變數定義同表 3。

## 伍、結論與建議

### 一、結論

我國於 2014 年修正公布所得稅法部分條文，其中「兩稅合一」制度，由以往完全設算扣抵，修正為公司營所稅可扣抵稅個人綜所稅稅額減半之部分設算扣抵制（股東可扣抵稅額減半）；並將個人綜所稅稅率級距由 5 級提高為 6 級，增加所得淨額超過 1,000 萬元者適用 45% 稅率之規定，期藉此增加稅收與降低貧富差距。

本文在可扣抵稅額減半之政策情境下，分析稅制改變對公司股利政策之影響，實證結果顯示：

- (一) 可扣抵稅額減半實施前一年度，可能因股東受未來需負擔較高稅負影響，公司會增發股利，彌補股東未來損失。

- (二) 可扣抵稅額減半實施當年度，股利發放仍較以往年度為多，可能因為公司若驟然改變前一年度（2013 年）增發股利政策，將失去部分投資人信心，或因受抵稅權減半影響，選擇持續增發股利以彌補股東稅負損失。
- (三) 在股東可扣抵稅額減半實施下，個人股東持股比率愈高之公司，其股利發放（總股利、現金股利）有顯著減少情形。此亦顯示因受抵稅權減半影響，個人股東可能須承受較高稅負壓力，而導致公司調整其股利政策。

本文延伸以往關於稅制之相關研究，另完整分析可扣抵稅額減半實施前、後之影響。在研究方法考慮資料型態使用固定效果模型，以取得更為穩健之實證結果。最後，實證發現公司、個人所得稅之差異確實影響公司股利政策，此結果支持「稅率差異理論」；此外，公司股利政策之選擇，將考慮股東結構，個人股東持股比率高之公司會降低其現金股利，以避免投資人負擔較高稅負，此亦與「顧客效果」理論相呼應。

## 二、建議

依研究結果，本文針對學術研究、政府機關、市場投資人及公司提出相關建議，分述如下：

- (一) 對學術研究建議：由於兩稅合一制度於 2014 年 5 月 16 日經立法院三讀通過，於 2015 年開始實施股東可扣抵稅額減半。本文受限於時間因素僅能觀察 2014 年度（發放年度為 2015 年）股利發放與過去增減變動情形。因此，若未來研究期間拉長，可能會有不同結果，建議後續研究可延伸樣本期間，再行檢視其效果。
- (二) 對政府機關建議：由本文結果得知，無論在抵稅權減半政策實施前、後，公司均會增加股利發放；從稅收角度而言，似將增加政府稅收。然考慮股權結構後，研究發現個人股東持股比率高之公司會減少發放現金股利，以降低股東稅負損失。如此一來，不但侵蝕政府稅基，更無法達到縮減貧富差距之目的。因此，建議政府推行新政策前，宜有完善配套措施，以達成原設定目標及符合人民期待。
- (三) 對市場投資人建議：兩稅合一新制實施，增加投資人取得股利成本。尤其

對以長期投資取得股利為目的之投資人而言，稅負為影響其投資報酬率之重要因素之一。因此，投資人評估選擇投資標的時，應審慎分析比較，將資金投資在相對有利之部位。

- (四) 對公司建議：由租稅角度得知，對於個人持股比率較高之公司而言，其股利政策受到股東稅負壓力因素影響較大。因此，公司發放股利時，應避免過度重視稅務因素而忽略其他因素，建議公司應站在多數投資人立場，維持一貫股利政策，除可避免公司價值受損，亦可增加投資人信心。

## 參考文獻

### 一、中文部分

1. 江衍陞（2001），《兩稅合一對我國資訊電子業上市上櫃公司股利政策影響之實證研究》，碩士論文，國立中央大學企業管理研究所。
2. 汪瑞芝、陳明進（2004），「兩稅合一制前後上市公司股利發放之實證研究」，《管理學報》，21（2），頁 257-277。
3. 洪榮華、曾子耘、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》，13（1），頁 133-162。
4. 馬孝璿（1999），《兩稅合一對上市上櫃公司股利政策影響之探討》，碩士論文，國立中山大學財務管理研究所。
5. 孫梅瑞、陳憲民（2005），「台灣上市公司股利政策趨勢與公司特性之研究」，《企業管理學報》，66，頁 77-100。
6. 戚務君、俞洪昭、許崇源（2002），「兩稅合一下損益兩平稅率之研究」，《會計評論》，35，頁 91-105。
7. 黃智群（2002），《兩稅合一對公司股利政策之影響—傳統產業與高科技產業比較》，碩士論文，國立中央大學企業管理研究所。
8. 黃國庭（2015），《股東可扣抵稅額減半對公司股利政策影響之實證研究》，碩士論文，國立成功大學會計學研究所。
9. 游松輝（2000），《兩稅合一實務：中小企業實用版》，瑞昇文化。

- 10.楊麗菊 (2015),《股東可扣抵稅額減半對股利政策之影響》,碩士論文,國立臺北大學會計學系研究所。
- 11.盧育仕 (2000),《兩稅合一對我國上市公司股利政策影響之實證研究》,碩士論文,逢甲大學會計與財稅研究所。
- 12.陳美嬪、曾俊堯 (2000),「兩稅合一對股票投資人影響之研究」,《朝陽學報》, 5, 頁 227-240。
- 13.陳正芳 (2013),「營利事業所得稅稅率調降對公司股利政策之影響」,《臺灣銀行季刊》, 64 (1), 頁 84-99。
- 14.陳聽安、陳國樑 (2015),「二十一世紀我國所得稅制度的構建—營利事業所得稅部分」,《社會科學論叢》, 9 (1), 頁 95-188。
- 15.蔡明城 (2012),《營利事業所得稅減稅對公司股利政策影響之實證研究》,碩士論文,國立臺北大學會計學系研究所。

## 二、英文部分

1. Alltizer, R. L. and J. R. Hamill (1999), "The Effect of Tax Rates and Dividend Payouts on Common Stock Returns," *American Business Review*, 17, 24-33.
2. Elton, E. J., and M. J. Gruber (1970), "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect," *Review of Economics and Statistics*, 52, 68-74.
3. Farrar, D. and L. Selwyn (1967), "Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors," *National Tax Journal*, 20 (4), 444-454.
4. Hubbard, J. and R. Michaely (1997), "Do Investors Ignore Dividend Taxation? A Reexamination of the Citizens Utilities Case," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32 (1), 117-135.
5. Miller, M.H. and F. Modigliani, (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, 34, 411-433.
6. Means Jr, D. B., charoenwong, C. and Young-Kwon, K (1992), "Changing Dividend Policies Caused by the Tax Reform Act of 1986: An Empirical Analysis," *Journal of Economics and Finance*, 16 (3), 153-160.

7. Papaioannou, G. J. and C. M. Savarese (1994), “Corporate Dividend Policy Response to the Tax Reform Act of 1986,” *Financial Management*, 23, 56-63.
8. Wang, C. F. and Y. Guo (2011), “Do Dividend Tax Cuts Lead Firms to Increase Dividends: Evidence from China,” *Journal of Accounting Research*, 4, 197-209.