

租稅確定性與企業股利政策：以臺灣上市櫃公司為例

李婉瑄、何怡澄、郭振雄

2018 中華會計教育學會年會與亞洲會計學會研討會

摘要

股利發放通常被視為企業對未來的預測及前景的訊號。本研究探討企業的租稅不確定與股利支付政策關聯，並加入各項影響股利發放之企業特徵，探討財務受限與成長期企業對租稅不確定與股利支付政策關聯性的調節效果。

本研究採用台灣 2001 年至 2016 年上市櫃公司資料。實證結果顯示，過去租稅不確定對未來股利支付的總額及機率均有負面影響，且在財務受限企業效果更加明顯，而成長期公司則能夠減輕兩者的負向關係。顯示租稅不確定影響公司內部現金的波動，經理人會參酌企業的自由現金做為發放股利及發放數量的依據。對財務受限公司來說，其股利發放政策較不穩定，因此其股利發放受租稅不確定影響更甚。此外，若企業處於企業生命週期的成長階段，由於盈餘較低，會透過調整股利節省現金支出，因此租稅不確定可能並非其股利支付政策影響的重要因素。

股利一直是投資大眾所關心的議題，常被用來預測企業營運情況，投資人可根據本身股利偏好或投資公司之未來發展來選擇其投資標的。本篇提供投資人以另一種角度解讀股利支付政策訊號，認為低股利發放的企業可能背後隱含著該企業的稅務態。

關鍵字：租稅不確定性、股利政策、租稅規避

1. 緒論

有鑑於投資人對企業支付股利政策相當關注，每當企業宣布發放股利便會牽動投資人在資本市場之反應。據駿利亨德森全球股利指數(Janus Henderson Global Dividend Index)顯示 2017 年全球股利派發水準已創歷史新高。¹全球整體股利成長率為 7.7%，且各地區幾乎所有產業的股利支付水準皆呈現正成長。在 41 個指數成份國家，有 11 個國家的股利支付水準打破自身紀錄，臺灣亦包含在內，顯見全球企業體質與經濟環境正漸入佳境。

股利支付政策(Payout policy)一直是企業及投資大眾所關心的議題，以往被用來預測企業營運情況，投資人可以根據其係偏好股利或者投資公司之未來發展來選擇其投資標的，股利支付政策係指公司對股東分派股息以及紅利之決策。當企業獲利時，可選擇將盈餘保留在公司內部、發放現金股利、股票股利亦或者進行股票回購，其中發放現金股利是對投資人最直接的報酬。股利支付政策也被視為是一種減緩代理問題的工具，Jensen (1986)主張持有自由現金流量愈高之公司，可能產生無效率及浪費，而增加代理成本，因此增加股利支付等於減少公司的自由現金流量，並降低股東與經理人間的代理成本(Rozeff,1982)。

影響股利支付政策的因素眾多，諸如企業面臨的其他投資機會、企業的避稅政策(Aboody and Kasznik,2008)、經理人偏好、股東對稅務的偏好、公司規模大小、機構持股人比例(Allen, Bernardo, and Welch, 2000)以及盈利能力等。而 Chay et al.(2009)的研究結果指出現金流量的不確定性是企業支付股利的主導因素。而

¹ 駿利亨德森全球投資公司對全球股息趨勢進行長期研究，分析了每季 1,200 家最大公司以市值計算的股息，其以 2009 年為基準年（指數值為 100）。並按地區，行業和部門進行細分，使投資大眾能夠輕鬆比較各國的發放股息的表現。

當企業進行租稅規避(tax avoidance)時，首要目的即為減少稅負支出，增加企業可運用之現金流量，但在享受此利益下，租稅規避亦會引發租稅不確定性(tax uncertainty)，增加未來被稅捐單位查核及裁罰的風險，而影響到企業未來的現金流量。對此本文擬探究租稅規避所引發之租稅不確定是否會間接影響企業之決策，希望藉以提供經理人在做租稅規避策略時能有更通盤之考量，並提供投資人參考，發放現金股利的增減可能不僅意味著企業盈餘狀況，也能反映出企業的租稅態度以及後續可能面臨的租稅風險。

2. 相關背景及假說發展

2.1 租稅規避

租稅規避 (tax avoidance) 一般定義為納稅義務人透過租稅規劃達到外顯稅負(explicit tax)降低目的之行為，在各學者及不同研究領域下定義未盡相同。

Dyreng et al.(2008)將租稅規避廣泛定義為任何使公司現金有效稅率降低之交易行為，且該行為不一定是違法的，可能存在模糊空間；而 Hanlon and Heitzman (2010) 則承續 Dyreng(2008)的定義，不論其交易目的，任何減少外顯稅負之行為皆稱之，囊括運用合法、良性的租稅策略甚而激進、違法的逃漏行為。因而在此廣泛定義下，並不區分減少外顯稅負的做法，不論是租稅優惠、租稅規劃亦或是透過遊說來減少稅負，都視為租稅規避之一種。

過去租稅規避研究多為探討影響租稅規避的因素(Badertscher et al.,2013; Bradshaw et al.,2016; Chen et al.,2010)，包含公司層面、股東層面以及查核機關面等等。如Chen, et al.(2010)指出稅負多寡直接影響公司的成本，因此公司及股東有充足的誘因去從事租稅規避行為。經濟規模的大小亦對租稅規避有所影響(Rego,2003; Zimmerman,1983)。Hanlon (2010)則探討經理人的自身特質，認為經

理人自身的個性差異才是造成公司有效稅率差異的主要原因。Hoopes、Mescal、and Pittman (2012)探討稅務機關查核機率對於公司進行租稅規劃的影響，發現公司之現金有效稅率會隨著IRS (Internal Revenue Service) 審查率提高而增加，亦即政府的查核力道會影響公司會從事租稅規避行為。而Desai et al.(2007)亦認為稅捐稽徵機關對企業經理人而言，為一有效外部監控機制，稅捐機關的查核能降低代理問題，間接讓股東受益。

亦有許多學者關心的是租稅規避帶來之影響與結果的相關研究，其中不乏有趣的議題，如 Gallemore, Maydew, and Thornock (2014)檢視公司是否在意租稅規避對公司名聲造成負面影響，進而影響公司的價值；Kim et al. (2011) 的研究則發現經理人的自利誘因會引發租稅規避，且公司租稅規避與股價崩盤風險為正相關。Hasan(2014)指出公司的租稅規避政策會使得公司持有更多的預防性現金，證實公司會對日後可能發生之追捕稅負作準備；Jacob(2016)則是驗證了企業會因為租稅不確定而延遲其本身的資本投資，使得整體資本支出下降；Drake et al. (2017) 則是以實證顯示租稅不確定性確實會降低租稅規避的正面評價。從這些文獻可以歸納出租稅規避策略對公司的決策有相當的影響力。Hanlon and Heitzman (2010)則針對近年避稅之相關文獻作較為全面地回顧與更新，並給予總結以及未來稅務研究的建議。雖然歷年之避稅研究已經讓讀者對租稅規避之利弊及影響有部分了解，然而，還有許多相關領域值得探討，尤其是租稅規避產生之租稅不確定性對企業之綜合影響究竟為利多於弊或弊多於利，仍未有定論。因此，本研究擬延伸過去文獻，檢視租稅不確定性對企業決策之影響。

2.2 租稅不確定

租稅規避除前揭文獻所述，除會影響公司價值(Drake, Lusch, and Stekelberg, 2017)、公司的決策(Hanlon, Maydew, and Saavedra .,2017)外，亦會增加被稅務機關審查的風險、未來的稅務支出、利息及罰鍰(Mills 1998, Dyreng et al.,2016)，此也意味著租稅規避會帶來未來的租稅不確定性。Hanlon et al.(2013) 認為近年美國與其他國外稅務機關都有提升租稅規避查核的傾向，即使透過租稅規避能暫時避免稅負，亦有可能增加被查核補稅，甚至遭到裁罰之風險，而若企業被求補稅，將影響其正常之現金運用。

相較租稅規避，租稅不確定(tax uncertainty)的概念較為新穎，且尚未有一致性定義。Guenther (2017)將其定義為企業未來稅負支出的不確定性，而 Dyreng et al.(2014)則認為租稅不確定是喪失租稅利益的可能性。另有更廣義的定義，如 Neubig and Sangha (2004) 則將其視為所有無法預期的稅負結果；根據安永公司(Ernst & Young)在 2012 年的調查結果，從業者把租稅不確定性認定為企業從事租稅規劃之個體交易的非預期結果；而 Neuman (2016)則定義租稅不確定是來自於經濟風險與稅法適用的不確定性之交互作用，且足以影響整個企業的風險(Guenther, Matsunaga, and Williams.,2017)。

本文之租稅不確定性採取 Guenther(2017)的定義，以企業未來稅負支出的波動作為租稅不確定指標。以往文獻常使用租稅規避指標來衡量租稅不確定(Hanlon and Heitzman .,2010; Lisowsky et al., 2013)，如BTDs(Book-tax Differences)、現金有效稅率以及 UTBs(Uncertain tax benefits)等等，這些衡量方法能捕捉租稅規避所帶來的租稅不確定的間接效果(Neuman ,2016)。相關實證研究包括 Gunther et al.(2017)指出租稅不確定與未來股價波動呈現正向關係、租稅不確定是否會對公司的現金持有量造成影響(Hanlon et al. ,2014)；Hanlon et al. (2013) 則是結合租稅因素及預防動機，主張是因為租稅不確定上升，公司必須持有較多現金以預防

未來補稅以預防；而 Lisowsky et al.(2013)研究以租稅庇護所來進行租稅規避的企業，其租稅不確定性較高；Neuman et al.(2016)驗證了租稅不確定與較高的 UTBs、較低的現金有效稅率相關；Hanlon(2017)發現低現金有效稅率與租稅不確定性存有關聯，且兩者之關係在企業有利用租稅天堂及無形資產作移轉訂價等租稅規避手段之下更為強烈，可見租稅規避與租稅不確定性確係存在著某種關聯，而過去研究多以各種租稅規避不同指標探討其與租稅不確定之關聯，租稅規避之影響不僅為有效稅率的降低，亦應包含許多間接性影響，而就討論租稅不確定對企業決策影響之研究相對較少，本文擬以企業股利支付政策代表公司決策來探討其與租稅不確定性之關聯。

2.3 股利支付

2.3.1 現金股利相關文獻

以金融的角度來說，投資股票的收益可分為股票的資本利得與股利兩大類。相對於股票股利來說，現金股利較無價值變動的風險。Myron Gordon(1959)證實股利與股價之關係，並根據盈餘股利假說分析投資者購買股票之目的是為獲取股利。而 Myron Gordon (1963)及 Lintner (1964)提出的一鳥在手理論(bird-in-the-hand)也論及，相較於支付現金股利，投資人認為保留盈餘再投資所產生之資本利得的風險是較高的。²故當企業降低其股利支付時，投資人會要求較高之報酬率作為承擔不確定性的補償。基於假設投資人是風險趨避之下，其指出投資人會偏好現金股利。如同諺語「一鳥在手勝過百鳥在林」，資本利得好比樹林中的鳥群，而現金股利好比手中的鳥，與其盼望能吸引到所有林中鳥，不如緊握手中的那一隻

² 一鳥在手理論(bird-in-the-hand theory)為股利之重要理論，經 Williams(1938)、Lintner(1956)、Gordon(1959)等人發展與推廣，其將投資股票的收益分為股票價值的變動及股利支付，以實證和理論驗證投資者購買股票是因為較具確定性的股利，而非股票價值變動。

鳥較實在。

此外，根據訊號發射理論 (Signaling Theory)，公司內部的管理階層擁有較多關於公司的內部資訊，也能比外部投資人提早一步知悉公司重大訊息。在訊息不對稱的情況之下，管理當局會預測未來盈餘來決定股利的發放，投資人即得依據公司的股利支付政策來判斷公司未來前景。當公司發放的股利高於預期，代表公司管理階層對該公司未來前景是看好的；相對的，若公司發放的股利低於預期，則代表管理階層對公司未來前景抱持不樂觀態度。因此，股利之發放能提供非公開的資訊給資本市場(Bhattacharya .,1979； John and Williams .,1985； Miller and Rock .,1985)，經理人通常會希望維持股利發放的穩定。

2.3.2 現金股利彌平代理成本

隨著現代企業規模日趨擴大，企業內部分工越趨細部且更具專業。由於所有權與經營權分離，管理者、股東與債權人之間可能存在利益衝突。對此，Jensen 及 Meckling(1976)提出之代理理論(Agency theory)，認為當主理人(Principle)與代理人(Agent)兩者間存在目標衝突及資訊不對稱時，即會衍生代理成本(Agency cost)。³常見的代理關係為股東與管理者，兩者都以自身利益最大為首要考量。以公司經理人的角度言，會希望將現金保留在公司內部，再投注於其偏好之投資而非發還給股東，因此經理人有動機增加其對公司資產的控制權，以增進自己的最大利益；相對來說，股東則是追求公司價值極大。

Jensen (1986) 的自由現金流量理論認為，公司持有自由現金流量會誘使經理人從事自利行為，或者迫使公司進行次佳的投資，使代理成本更為嚴重，因此最

³ Easterbrook(1984)將代理成本分為兩類，第一為監督成本，代理人可能為追求自身的極大利益，而犧牲公司的權益，此時公司為監督代理人，而建立了相對應的監督機制所花費之非生產性額外成本，第二為類為因管理者厭惡風險而傾向選擇低風險、收益較低的投資項目所帶來之相關成本。

有效的解決辦法即為減少經理人可支配的現金流量，而發放股利是最直接的方法之一。藉由增加現金股利或進行股份回購，將公司的自由現金流量以該形式還給股東，能避免經理人將自由現金運用在低收益的投資項目。

此外，Rozeff(1982)亦提出相同理念，認為發放現金股利會降低代理成本。因為支付現金股利會帶給經理人須確保公司之現金流量足以支付股利的壓力；其次，發放現金股利可能使公司需要對外募集資金，由於整體募資流程相較於內部資金較為透明化，股東可藉由募資監控新資金用途。此外，現金股利的發放會排擠經理人對於非最適或非營收為目的的投資數量。而 Officer(2011)亦發現存在代理衝突的公司會宣告較高的股利。Leary and Michaely 認為較無財務受限的企業其資訊不對稱的問題較低，所衍生的代理問題也較少，會傾向高平穩的股利發放制度。

2.3.3 股利發放因素

過去許多文獻試圖說明決定公司現金股利政策的因素。早期的研究發展指出代理問題、信號功能以及股利所得稅等三大傳統動機，被視為是發放股利最主要的決策因素。Chay et al.(2009)的研究結果指出現金流量不確定性是影響企業支付股利的重要決定因素，其會影響股利支付的數量以及股利支付的機率。Chay et al(2009)的研究結果指出現金流量不確定性是影響企業支付股利的重要決定因素，其會影響股利支付的數量以及股利支付的機率。其他因素如代理成本、投資機會、公司規模大小以及盈利能力的影響程度低於現金流量不確定性。Smith and Watts(1992)指出如市場缺乏適當的投資標的，公司可能會轉而把現金用於股利的發放。

林書仔(2017)測試公司生命週期理論的解釋能力，發現台灣上市櫃公司獲利性越高者停發現金股利的機率越低，但成長機會越高的公司，停發現金股利機率越低，其認為是高成長機會的公司受到資訊不確定所引起之代理問題較強烈，為

了避免釋出不力於資本市場的訊號，更不能輕易地停發股利。DeAngelo et al (2006)按照股利生命週期理論，主張現金股利發放政策會與公司所處的生命週期位置有關，成熟的公司發放股利的機率較高，因為其獲利雖高，但相對投資機會少，較可能將盈餘作為現金股利發放。Jensen(1986)、Milgrom and Roberts(1992)以及 Porta et al.(2000)探討企業成長機會與股利支付間關係。指出高成長機會企業，可支配現金流量較少，較不易產生代理問題，因此股利支付較低。實證結果獲得一致結論。

Lintner(1956)指出有現金流量不確定性及大型投資的公司，會透過調整股利來避外部融資及減少股利支付所帶來之負面影響。另一方面，投資人對稅務的態度也會影響被投資公司股利支付政策(Poterba,2004)。股利顧客效果理論(Dividend Clientele Theory)指出租稅負擔會影響投資人對公司股利政策偏好。亦即每人對股利政策的偏好會因為個人稅的適用稅率不同而有所差異，研究發現以獨立投資人為導向的公司，在發布降稅政策後，公司發放股利大量增加(Chetty and Saez,2005)。而由 Farrar and Selwyn(1967)提出稅負偏好理論(Tax differential theory)，指出當股利所得稅率高於資本利得稅時，投資人偏好企業減少股利支付，並將保留盈餘用於再投資。亦即，在股利所得稅高於資本利得稅的情形下，採取低股利政策能使企業股票價值極大化。股利支付的波動亦可能會帶來資本市場反應，因此經理人通常希望維持股利支付水準的一致性(Brav et al.,2005)，此為股利平滑理論(Dividend Smoothing)。有研究指出財務受限公司與現金持有較低的企業有保留現金的需求以支應未預期支出，會傾向股利平滑政策(Almeida,Campello,and Wwisbach.,2004)。Aboody and Kasznik (2008)則發現公司實施避稅政策對公司的薪酬計畫及股利支付政策皆有影響。Desai and Jin(2011)的研究發現投資人會根據股利支付政策來決定其投資標的，公司經理人同時也會為迎合投資人的偏好而調整股利支付。

鑒於租稅規避與租稅不確定之相關研究已日臻明確，有關租稅不確定性對企業各項決策之影響較少被討論。綜合以上相關研究，企業從事租稅規避會引發租稅不確定，進而造成現金流量之不穩定，而現金流量不確定性亦是影響企業股利政策的重要決定因子，因此本文擬就進行租稅規避的企業所產生之租稅不確定性，是否會對其未來股利支付政策造成影響進行探討。

2.4 假說建立

Cazier et al.(2009) 及 Dyreng et al.(2017)等文獻皆支持租稅規避會造成未來的租稅不確定，而租稅不確定性影響層面甚廣，囊括被稅捐機關查核的可能性、公司價值變動，或是對公司各項決策產生影響。本研究參考 Harald(2017)，以 5 年期現金有效稅率變異係數衡量租稅不確定，並以支付普通股股利機率及支付股利總額為公司股利決策指標，控制各項企業特徵，探討租稅不確定性對公司股利決策的影響。

一、 租稅不確定性與股利支付機率

經理人在做股利決策時，會預測企業未來的現金需求以避免資金流動性不足 (Chay and Suh,2009)，企業發放股利的首要考量即為公司內部的現金流量。而租稅規避通常會伴隨著租稅的風險，增加企業現金流量的不確定性。而根據 Hanlon et al.(2016)的研究，高租稅不確定性的企業會引起稅款支付的波動性，增加無法預期的額外稅負，並會損害稅後現金流量的持續性及增加不確定性，間接影響公司的融資計畫及資本市場的反應。因此，租稅規避既會增加未來稅務支出的波動，即可能影響到企業對股利決策之發放，因此本文依循文獻脈絡提出假說如下：

H1a:租稅不確定與股利分配的機率呈負相關。

二、 租稅不確定性與股利支付數量

承續 H1，現金流量波動對股利支付政策應有一定影響，而股利政策包含股利支付的數量及機率，因此本文假設：

H1b:租稅不確定與股利支付總額呈負相關。

三、 財務受限與股利支付政策

有良好獲利記錄的公司，能在短時間內創造出更多的盈餘，信用評等較佳，能以較低的資金成本向外融資借貸；相對而言，信用風險高之企業舉債成本也較高，有進入舉債市場之障礙。股利平滑政策指的是良好且經營完善的公司，不會隨盈餘變動而任意調整每年的每股現金股利。Leary et al.(2011)的研究則發現，股利平滑政策在不受財務受限企業是較為常見的，相對來說，財務受限公司受限於資金來源其股利政策較難維持穩定，高外部融資成本會增強現金流量的不確定性與股利決策之間的關係，Leary and Michaely 認為亦主張較無財務受限的企業較無資訊不對稱的問題，所衍生的代理問題也較少，會傾向高平穩的股利發放制度。因此本文發展出假說 H2a 及 H2b:

H2a:其他情況不變，相對於非財務受限公司，財務受限公司之租稅不確定對股利支付總額的影響程度較高。

H2b:其他情況不變，相對於非財務受限公司，財務受限公司之租稅不確定對股利支付機率的影響程度較高。

四、 企業之股利生命週期與股利支付政策

根據股利生命週期理論(The Life Cycle theory of dividends)，成長期(資本注入階段)公司有相對較大的投資機會，但其盈餘不足以透過內部融資滿足其所有資金需求，其外部融資的成本較高，所以會藉著調整股利的方式來節省現金支出；而成熟公司產生現金的能力超過其找到投資機會的能力，所以公司會將其自由現

金以股息的方式支付給股東。一般來說，成熟公司的保留盈餘較成長期公司來的高，因此相關研究常以企業之保留盈餘來作為企業生命週期階段之衡量。DeAngelo et al. (2006)依股利生命週期理論推論，現金股利發放政策會與公司所處的生命週期位置有關，成長期公司相較於成熟型公司，因內部資源少且有較多投資機會，可能將盈餘進行投資而非以股利方式發還股東。依 DeAngelo(2006)研究，當上市公司的保留盈餘占總權益比例較高時，發放的股利也較高，合於股利生命週期理論；Leary and Michaely(2011)以實證檢驗股利支付水準變動所帶來的成本，發現成熟的公司因易受到代理問題的影響，導致股利支付變動成本較高，因此有誘因維持其股利支付水準(Jensen 1986)；反之，在成長期(資本注入階段)的公司成本較低，對於調整股利支付是比較有彈性的。又綜合代理理論以及訊號發射理論之概念，企業與外部資訊不對稱越嚴重，企業一方面為解決代理問題可能會增加現金股利的發放，另一方面，公司也可藉由發放現金股利向市場釋出正面訊號以提升公司價值。而根據 Baik,Kang,and Kim(2010)的研究，資訊不對稱之公司通常是成長機會高、研究發展費用高之年輕企業，此類企業較須依發放現金股利來降低代理問題，因此在成長期公司對於調整股利支付是比較有彈性的，其發放股利較不易受到租稅不確定影響。本文依照 DeAngelo(2006)方法，將保留盈餘占總權益比例較低者視為成長期公司，並推論假說如下：

H3a:其他情況不變，相對於非成長期公司，成長期公司租稅不確定對股利支付總額的影響程度較低。

H3b:其他情況不變，相對於非成長期公司，成長期公司租稅不確定對股利支付機率的影響程度較低。

3. 研究方法

3.1 樣本篩選與資料來源

本研究資料來源為台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal., TEJ)，以臺灣的上市、上櫃公司作為研究樣本，樣本期間設定在 2001 年至 2016 年。由於金融、保險業、信託產業及公用事業性質與一般產業不同，不僅受政府管制，銀行法第 50 條⁴亦對該等產業盈餘之分配有限制，可能影響該等產業發放股利政策，故參照 Opler et al.(1999)作法，刪去該等產業的觀察值。

參閱表 1

3.2 變數設定

一、 被解釋變數

1. 股利

本研究參考 De Angelo et al.(2006)、Chay and Suh(2009)、Hail, Tahoun and Wang(2014)及 Hoberg et al.(2014)衡量股利的作法，分別以股利支付的機率 (*DIVDECLARE*)及股利分配的總額(*DIV*)來代表股利支付政策:

(1) 股利支付的機率(*DIVDECLARE*):

當年度公司有發放普通股現金股利，設虛擬變數為 1，反之為 0。

(2) 股利分配的總額(*DIV*):以三種方法衡量股利分配數量

⁴ 銀行法第 50 條規定「銀行於完納一切稅捐後分派盈餘時，應先提百分之三十為法定盈餘公積；法定盈餘公積未達資本總額前，其最高現金盈餘分配，不得超過資本總額之百分之十五。銀行法定盈餘公積已達其資本總額時，或財務業務健全並依公司法提法定盈餘公積者，得不受前項規定之限制。」

- i. 現金股利總額除以資產總額，再取對數。

$$DIV_AT = \ln\left(\frac{\text{普通股現金股利總額}_{i,t}}{\text{資產總額}_{i,t}}\right)$$

- ii. 現金股利總額除以股東權益總額，再取對數。

$$DIV_EQ = \ln\left(\frac{\text{普通股現金股利總額}_{i,t}}{\text{股東權益}_{i,t}}\right)$$

- iii. 現金股利總額直接取對數。

$$\ln DIV_{CS} = \ln(\text{普通股現金股利總額}_{i,t})$$

2. 股份回購

(1) 股份回購機率(*REPU*):

當年度公司有進行普通股股份回購，設虛擬變數為 1，反之為 0。

(2) 股份回購數額(*REPURCHASE*):

$$\ln\left[\frac{(0.01 + \text{普通股股份回購(千股)}_{i,t})}{\text{資產總額}_{i,t}}\right]$$

二、 主要控制變數

租稅不確定(*TAX_UNCERTAINTY*_{*i,t-4~t*})

本文之租稅不確定是採取 Guenther(2017)之定義，指企業非預期稅負支出所造成有效稅率的波動。現金有效稅率被認為是能反映該波動的指標，通常具穩定稅負支出的公司相對來說現金有效稅率的變動是較微小的。租稅不

確定有許多種衡量方式，Guenther et al.(2017)及 Hutchens and Rego(2015)之實證研究係採用年度現金有效稅率的標準差來捕捉租稅不確定性；Neuman et al(2016)及 Hanlon et al(2017)則是以未認列租稅利益(UTBs)來作為租稅不確定的代理變數，因台灣尚無揭露未認列租稅利益之相關資料，本研究參照 McGuire et al.(2013)及 Jacob et al.(2016)衡量租稅不確定方式，以現金有效稅率之變異係數作為租稅不確定指標。其優點在於變異係數為標準差除以平均數，能消除分母單位之影響，在此即得彌平租稅規避程度大小對該波動的影響。

此外，在計算年度現金有效稅率時，若當年度稅前純益為負且有支付所得稅，則年度現金有效稅率為 1；若當年度稅前純益為正但有退稅，則年度現金有效稅率為 0。

$$TAX_UNCERTAINTY_{i,t-4\sim t} = \frac{\text{五年之現金有效稅率標準差}}{\text{五年之現金有效稅率平均數}}$$

三、 其他控制變數

1. 現金有效稅率($CASHETR_{i,t-4\sim t}$)

研究租稅規避議題的避稅指標有多種選擇，而每個避稅指標有其優劣，本文採用 Dyreng et al.(2008)之長期現金有效稅率來衡量避稅，以五年現金支付所得稅加總，除以五年之繼續營業部門稅前淨利。

$$CASHETR_{i,t-4\sim t} = \frac{\sum_{k=t-4}^t \text{現金支付所得稅}_{i,t}}{\sum_{k=t-4}^t \text{繼續營業部門稅前純益}_{i,t}}$$

2. 現金流量($CASHFLOW$)

現金流量可以用來衡量企業內部資金，通常企業內部資金較充足者有發放

高額股利的傾向(Fama and French,2001)。

$$CASHFLOW_{i,t} = \frac{\text{來自營運之現金流量}_{i,t} + \text{現金支付所得稅}_{i,t}}{\text{期初資產總額}_{i,t-1}}$$

3. 現金流量波動(*SDCASHFLOW*)

根據 Michael(1998)研究結果，現金流量不確定性與股利支付的比率有密切的關係，兩者有反向結果，本文以五年的現金流量標準差來衡量現金流量的波動。

4. 現金及短期投資(*CASH*)

$$CASH_{i,t} = \frac{(\text{現金} + \text{短期投資})}{\text{資產總額}_{i,t}}$$

5. 成長機會 (*MTB*)

又稱市值帳面比，為企業市場價值對帳面價值之比。其代表公司的成長機會，

6. 銷售成長率(*SALESGROWTH*)

$$SALESGROWTH_{i,t} = \frac{\text{營業收入淨額}_{i,t}}{\text{營業收入淨額}_{i,t-2}}$$

7. 資產成長率(*ASSETGROWTH*)

參照 Hoberg et al.(2014)方法，以當期資產總額除以前期資產總額。

$$ASSETGROWTH_{i,t} = \frac{\text{資產總額}_{i,t}}{\text{資產總額}_{i,t-1}}$$

8. 保留盈餘占權益比(*RETE*)

參照 DeAngelo et al.(2006)方法，加入保留盈餘占權益比例衡量該公司位處企業生命週期的何階段。

$$RETE_{i,t} = \frac{\text{資本公積}_{i,t}}{\text{股東權益總額}_{i,t}}$$

9. 公司年齡(*AGE*)

參照 Hadlock and Pierce(2010)衡量方法，以企業之上市年數加 1 後，取自然對數。

$$AGE_{i,t} = \log(\text{上市年數} + 1)_{i,t}$$

10. 公司規模(*SIZE*)

$$SIZE_{i,t} = \log \text{資產總額}_{i,t}$$

11. 長期負債槓桿比率(*LEV*)

根據 Cazier et al.(2009)的研究，長期負債槓桿比率與租稅不確定呈顯著正相關。此外，長期負債亦可作為衡量代理問題的指標，假若企業有資金，將資金償還債務可以舒緩代理問題，亦降低股利發放需求。

$$lev_{i,t} = \frac{\text{長期負債}_{i,t}}{\text{資產總額}_{i,t}}$$

12. 虧損扣抵(*NOL*)

公司於未來年度有盈餘時，得依所得稅法第 39 條規定將 10 年內各期虧損自當年純益額中扣除後，再行核課。若公司有虧損扣抵餘額，將造成有效稅率降低，因此將虧損扣抵加入迴歸控制。本研究係以所得稅費用推估各年度虧損扣抵數額。

13. 研究發展費用(RD)

$$RD_{i,t} = \frac{\text{研究發展費用}_{i,t}}{\text{期初資產總額}_{i,t-1}}$$

14. 銷管費用(SGA)

$$SGA_{i,t} = \frac{\text{銷售費用}_{i,t} + \text{管理費用}_{i,t}}{\text{期初總資產}_{i,t-1}}$$

15. 資本密集度(CAPINTENSITY)

參照 Graham and Tucker(2006)以及 Neuman et al.(2016)資本密集度之衡量方法。

$$CAPINTENSITY_{i,t} = \frac{\text{不動產、廠房及設備}_{i,t}}{\text{期初總資產}_{i,t-1}}$$

四、 分組變數

1. 財務受限(CONSTRAINTS)

為一虛擬變數，採用台灣經濟新報之信用風險指標(Taiwan Corporate Credit Risk Index,TCRI)，該指標係針對臺灣上市櫃及公開發行公司進行信用評比，將公司對應各公司之放款風險，共分為 9 個等級，等級 1~4 者為低風險；等級 5~6 為中度風險；等級 7~9 為高風險。⁵本研究將等級 1~4 者設定為非財務受限公司(CONSTRAINTS = 0)，等級 5~9 及未

⁵ TCRI 為臺灣經濟新報建置之信用風險指標，受評對象為上市、上櫃及公開發行公司為主(不含金融、證券、投資、建經仲介、及媒體)，以公司之會計品質、產業前景、及經營者風險偏好來評估，共分為 9 等級。第 1~4 等為低風險，宜作信用放款；第 5~6 等為中度風險，宜作非足額擔保放款；第 7~9 等為高風險，宜作足額擔保放款。

受評等樣本則設定為財務受限公司(*CONSTRAINTS* = 1)。

2. 成長期公司(*GROWING*)

又稱為資本注入階段公司，參照 DeAngelo(2006)公司生命週期階段之衡量方法，以保留盈餘佔股東權益比為基礎，占比低者為處成長階段之公司，反之，占比高者為較成熟公司。設立虛擬變數，當年度保留盈餘佔股東權益比例小於年度中位數，代表其為成長期公司，設定為 1，其餘為 0。

3. 稅率變動(*POST*)

為虛擬變數，若樣本年度是調降稅率後(2010年)以後，則設定 *POST* = 1，其餘為 0。

4. 高租稅不確定(*HIGH_TAX_UNCERTAINTY*)

為虛擬變數，若當年度租稅不確定大於年度樣本中位數，則設定為 1，其餘為 0。

3.3 研究模型

一、 租稅不確定與股利支付機率

為探討租稅規避所造成之租稅不確定，對公司股利支付所造成的影響。本研究參酌 Harald(2017)方法，以公司之租稅不確定為主要解釋變數，股利支付機率為被解釋變數，其餘依照相關研究加入控制變數及影響股利支付變數，並控制產業及年度效果，採羅吉斯迴歸，建立迴歸模型如下：

$$\begin{aligned}
& DIVDECLARE_{it} \\
& = \alpha + \beta_1 TAX_UNCERTAINTY_{it-4;t} + \beta_2 CASH_ETR_{it-4;t} \\
& + \beta_3 CASH_FLOW_{it} + \beta_4 SD_CASH_FLOW_{it-4;t} + \beta_5 CASH_{it} \\
& + \beta_6 MTB_{it} + \beta_7 SALES_GROWTH_{it-2;t} + \beta_8 ASSET_GROWTH_{it} \\
& + \beta_9 RE_TE_{it} + \beta_{10} AGE_{it} + \beta_{11} SIZE_{it} + \beta_{12} LEVERAGE_{it} \\
& + \beta_{13} NOL_{it} + \beta_{14} R\&D_{it} + \beta_{15} SGA_{it} + \beta_{16} ADVERTISING_{it} \\
& + \beta_{17} CAP_INTENSITY_{it} + YEAR_{FE} + INDUSTRY_{FE} + \varepsilon_{it} \quad (1)
\end{aligned}$$

其中 i 為公司， t 為年度。本研究以五年的現金有效稅率變異係數為租稅不確定，預期租稅不確定係數為負。

二、 租稅不確定與股利支付總額

如前所述，公司之租稅不確定與股利支付政策有關，另以股利支付總額作為股利支付政策之代變數。以公司之租稅不確定為主要解釋變數，股利支付總額為被解釋變數，採最小平方法 (Ordinary Least Squares) 檢驗，迴歸式如下：

$$\begin{aligned}
DIV_{it} = & \alpha + \beta_1 TAX_UNCERTAINTY_{it-4;t} + \beta_2 CASH_ETR_{it-4;t} + \beta_3 CASH_FLOW_{it} \\
& + \beta_4 SD_CASH_FLOW_{it-4;t} + \beta_5 CASH_{it} + \beta_6 MTB_{it} \\
& + \beta_7 SALES_GROWTH_{it-2;t} + \beta_8 ASSET_GROWTH_{it} + \beta_9 RE_TE_{it} \\
& + \beta_{10} AGE_{it} + \beta_{11} SIZE_{it} + \beta_{12} LEVERAGE_{it} + \beta_{13} NOL_{it} + \beta_{14} R\&D_{it} \\
& + \beta_{15} SGA_{it} + \beta_{16} ADVERTISING_{it} + \beta_{17} CAP_INTENSITY_{it} \\
& + YEAR_{FE} + INDUSTRY_{FE} + \varepsilon_{it} \quad (2)
\end{aligned}$$

其中 i 為公司， t 為年度。以五年的現金有效稅率變異係數為租稅不確定性，預期租稅不確定係數亦為負。又為了進一步檢驗財務受限公司與成長期公司是否會對租稅不確定與股利支付政策有所影響，將樣本分為財務受限公司與非財務受限公司、成長期公司及非成長公司，再分別依迴歸(1)(2)式檢驗 H2 及 H3。

4. 實證結果與分析

4.1 敘述統計

表 2 列示股利支付機率、租稅不確定、控制變數等敘述統計量，為了降低極端值之影響，本研究對所有控制變數採取 *winsorize* 方式處理，將小於百分之一及大於百分之九十九之樣本分別以第百分之一及第百分之九十九之值取代。

本研究採用 2001 年至 2016 年臺灣上市(櫃)企業(不含 TDR、F 股以及金融保險業)，總計有 11,216 個樣本觀察值，平均有 83.77% 的樣本有發放股利，相較於 Haral.d et al.(2017)發放股利平均數(41.5%)高出 1 倍，顯示我國上市櫃企業發放股利的機率較高。

租稅不確定係採取現金有效稅率的變異係數為指標，本研究之租稅不確定平均數為 0.9751，最大值為 2.236，最小值為 0.04959，較 McGuire et al.(2013)的平均數 0.785 及 Jacob et al.(2016)的平均數 0.2436 為高，代表本研究之樣本現金有效稅率的分散程度較大，欄位(7)及欄位(8)分別代表有發放股利樣本之平均數及無發放股利樣本之平均數，其租稅不確定分別為 0.9191 及 1.2646，顯見有發放股利之樣本租稅不確定性較小，符合本研究之預期。

租稅規避採用五年期現金有效稅率為指標，並排除五年期現金有效稅率大於 1 及有效稅率小於 0 之樣本，平均數為 15.44%，較本國營利事業所得稅之法定稅率 17% 低，顯示整體樣本稅負偏低，與 Guenther et al.(2017)的實證結果大致相

符。此外，欄位(7)為有發放股利之樣本，其現金有效稅率平均為 14.37%，欄位(8)為無發放股利之樣本，現金有效稅率為 20.93%，顯見發放股利之樣本避稅情形較為嚴重。

其餘控制變數部分皆在合理範圍內，有發放股利樣本之現金流量波動、銷售成長率、虧損扣抵、保留盈餘占權益比、公司年齡長期負債槓桿比率及資本密集度皆較無發放股利樣本為低，反之，現金流量、現金及短期投資、成長機會、資產成長率、公司規模、銷管費用則較無發放股利樣本為高。

參閱表 2

表 3 則列示有發放股利樣本之普通股現金股利總額、租稅不確定、控制變數等敘述統計量，平均發放股利總額為 952,451 元，租稅不確定平均數為 0.9184，略低於全樣本之平均(0.9751)，現金有效稅率平均數為 0.1437，亦略低於全樣本平均之 0.1544，再次佐證本文預期租稅不確定性與股利支付為負向關係。

參閱表 3

表 4 為樣本之產業分布，產業分類係採用 TEJ 新制的產業分類，已先排除金融業及公用事業，剩餘產業中以電子零件業占樣本最大宗，半導體業為次，另就平均租稅不確定性而言，造紙工業之租稅不確定性最高(1.3208)，接續為建材營造業(1.2626)、紡織工業(0.188)，油電燃氣業最低，為 0.6307。顯見各產業之平均租稅不確定性偏高且存有差異。另就平均發放普通股現金股利總額而言，塑

膠工業遠高於其餘產業，其後為油電燃氣與半導體業，各產業之平均普通股股利差異甚大，因此，本研究將依產業別對樣本進行分類，並將產業固定效果納入模型。

參閱表 4

表 5 為皮爾森相關係數表，表示各企業特徵與股利支付機率之關聯，以粗體字表示 1% 的顯著水準。相關性分析結果顯示股利支付機率與租稅不確定呈現負向相關($P < 0.01$)，可以初步解釋租稅不確定對股利支付為反向關係，此外，股利支付機率亦與現金有效稅率、現金流量波動、公司年齡、長期負債槓桿比率、研究費用及資本密集度為反向相關，此與 Hoberg et al.(2014) 的研究結果一致。另外，租稅不確定與現金有效稅率的關係為負向，即現金有效稅率越低，避稅程度越高，租稅不確定也越高。本研究各獨立變數間係數皆小於 0.8，變數間雖達顯著相關，但並無高度相關，不影響後續迴歸結果。

參閱表 5

4.2 實證結果

(一) 租稅不確定與股利支付政策

本章節將會呈現兩種實證結果，其一為股利放機率的相關實證結果，其二為股利支付總額的相關實證結果。

表 6 為租稅不確定對未來股利支付機率的影響，租稅不確定以五年現金有效稅率變異係數來衡量，其值越大，代表不確定性越高，並採用羅吉斯迴歸對全部樣本進行分析，總計 11,216 個樣本。租稅不確定之係數顯著為負，實證結果符合本文的預期，當租稅不確定越高，企業發放股利的機率越低。以邊際效果來看，當租稅不確定上升一個百分比，股利支付的機率會下降 3.277%。

而在控制變數部分，結果顯示股利支付機率與現金有效稅率、現金流量不確定性及長期負債槓桿比率呈現顯著負相關。若以現金有效稅率來作為租稅規避指標，則代表租稅規避程度越高(現金有效稅率越低)的企業，可能節省較多稅負支出，而帶來較高的現金流量足以增加發放股利的機率；而現金流量波動越大的企業，在調度資金上較為困難，會降低其發放股利的機率；而長期負債程度越低，代表公司內部的代理問題無法藉由償債來舒緩，企業可能會以發放股利的方式作為減緩代理問題的工具；另外成長機會較高者代表未來之投資機會較多，因此其資金短缺成本較高，公司會持有較多現金，發放股利機率也較高。

而現金流量、保留盈餘占權益比及成長機會與股利支付機率呈現顯著負相關，符合前述文獻中，現金流量為股利支付重要的決定因素之論述，與 DeAngelo et al.(2006)及 Hoberg et al.(2014)之實證結果一致。

參閱表 6

表 7 呈現租稅不確定對股利支付總額影響，採用發放股利的子樣本。欄位(1)(2)(3)分別係以普通股現金股利總額取自然對數、普通股現金股利總額以資產衡量及普通股現金股利總額以銷貨收入來衡量，樣本數分別為 9,412、9,412 及 9,409。以最小平方法(OLS)來對迴歸式(2)分析，實證結果發現以普通股現金股利總額取自然對數及普通股現金股利總額以資產衡量者與股利支付總額呈現顯著

負相關，支持本文假說 H1a，普通股現金股利總額以銷貨收入來衡量者雖呈現負相關，但結果並非顯著。其餘變數大致與股利支付機率方向一致。

欄位(1)之租稅不確定係數為-0.2136，其經濟意涵代表租稅不確定上升一個標準差，股利支付總額會下降 19.2%⁶；欄位(2)之租稅不確定係數為-0.0067，代表租稅不確定上升一個標準差，股利支付總額會下降 0.6%⁷。

參閱表 7

(二)財務受限公司與股利支付政策

根據前述文獻推論，財務受限公司有較高的外部融資成本，其會增強現金流量的不確定性與股利決策之間的關係。本迴歸將樣本分為兩組，分別為有財務受限及非財務受限公司，財務受限係採用台灣經濟新報之 TCRI 信用風險指標，該指標對應各公司之放款風險，共分為 9 個等級，等級 1~4 者為低風險，本研究將等級 1~4 者設定為非財務受限公司(*CONSTRAINTS* = 0)，等級 5~9 及未受評等樣本則設定為財務受限公司(*CONSTRAINTS* = 1)，測試兩組樣本之租稅不確定對股利支付機率與股利支付總額是否有影響，並分別以羅吉斯迴歸及最小平方法作迴歸分析。

表 8 之實證結果顯示，兩組樣本之租稅不確定都與股利支付政策為顯著負向關係。欄(1)及欄(2)呈現租稅不確定對股利支付總額影響，財務受限公司樣本數為 4,515，係數為-0.0078，非財務受限公司之樣本數為 4,897，係數-0.0047，顯

⁶ $e^{-0.2136} - 1 = -19.2\%$

⁷ $e^{-0.0067} - 1 = -0.6\%$

見財務受限公司之租稅不確定對股利發放政策影響較為強烈，支持假說 H2a。欄位(3)及欄位(4)則呈現租稅不確定對股利支付機率影響，財務受限公司樣本數為 6,194，其邊際效果為-0.084，非財務受限公司樣本數為 5,005，其邊際效果為-0.029，財務受限之公司邊際效果較大，亦符合 H2b。

參閱表 8

(三)企業生命週期與股利支付政策

依據第二章文獻回顧，在成長階段(資本注入階段)的企業，由於變動股利支付所帶來的成本較低，較能自由調整其股利支付政策，通常施行有彈性的股利支付政策，因此預估其受到租稅不確定之影響較微弱。

一般而言，成熟公司的保留盈餘較成長期公司來的高，研究常以企業之保留盈餘來作為企業生命週期階段之衡量。此階段同樣將樣本分為兩組，分別為成長期企業及非成長期企業，若當年度保留盈餘占股東權益比例小於年度中位數，則設定虛擬變數 GROWING 為 1，其餘為 0，測試兩組樣本之租稅不確定對股利支付機率與股利支付總額是否有影響，並分別以羅吉斯迴歸及最小平方法作迴歸分析。

表 9 之實證結果顯示，欄(1)及欄(2)呈現租稅不確定對股利支付總額影響，其中非成長公司係數顯著為負，而成長公司樣本數係數則是顯著為正，代表成長公司受租稅不確定性影響的負面效果較薄弱，符合假說 H3a。欄位(3)及欄位(4)則呈現兩組公司租稅不確定對股利支付機率影響，非成長公司的邊際效果為 -0.2955，較成長公司之邊際效果-0.04955 來的大，亦符合 H3b。而成長期公司係數為正，推測是因此種成長機會較高的年輕公司，其資訊不對稱情況更為嚴重

(Baik, Kang, and Kim,2010)，更迫切需要以發放現金股利來作為彌平代理問題的工具，而此種效果大於租稅不確定所造成的負面影響，亦即成長期公司之租稅不確定對股利支付政策的負面影響確實較微弱。

參閱表 9

4.3 額外測試

4.3.1 稅率變動

為方便閱讀，補充測試及敏感性測試皆以簡表列示分析結果。

我國之股利課稅，自民國 87 年以後採兩稅合一完全設算扣抵制，公司所繳納的營利事業所得稅，在股東繳納綜合所得稅時可以全部扣抵，惟因兩者稅率具有明顯差異，導致公司可能為替股東規避稅負而將盈餘保留而不予分配，而本國之營利事業所得稅稅率自 2010 年調降為 17% 之後，股東可扣抵稅額相對下降。⁸而面對 2015 年再次修法，將股東可扣抵稅額調為半數，已有相關實證發現，在股東可扣抵稅額可全額扣抵的末年(2013 年)，公司會增加該年(發放時點在 2014 年)之總股利及現金股利之發放(楊麗菊，2015)；但對於股票股利之發放並無顯著之影響，顯示公司在決定股利政策時，可能會將股東的租稅壓力列入考量。

本節參考前述文獻，擬以企業面之所得稅率變動切入，探討租稅不確定性對股利支付之關係是否受其影響。設立新虛擬變數代表稅率變動(POST)，若樣本

⁸立法院於 2009 年 5 月修正所得稅法第 5 條，將營利事業所得稅稅率由 25% 降為 20%，復於次年 5 月再將該稅率由 20% 調降為 17%，並自 2010 年度施行至今。

年度為 2010 年稅率調降以後，則設定 POST=1，其餘為 0，另設立一虛擬變數為高租稅不確定(HIGH_TAX_UNCERTAINTY)，若當年度租稅不確定大於年度中位數，則設定為 1，其餘為 0，並將兩者之交乘項放入迴歸，欄位(1)表示稅率變動對股利支付總額的影響，樣本僅含發放股利者；欄位(2)(3)係表示稅率變動對股利支付機率影響，為全部樣本之迴歸結果，並分別以最小平方法及羅吉斯迴歸分析如表 10。

由實證結果可看出稅率變動對股利支付的兩個係數皆為正，亦即當營利事業所得稅率降低時，股利支付總額及機率都會增加，可推論出稅率降低，企業節省的稅務支出增加，現金流量增加導致得發放的自由現金也隨之增加，符合直覺。其次，高租稅不確定與稅率變動之交乘項與股利支付皆顯著為負，代表在不同程度的租稅不確定下，稅率變動對公司支付股利的政策有不同影響，稅率變動對有較高租稅不確定的企業股利支付政策之影響較為薄弱。此測試證明了不僅租稅不確定會對股利支付政策造成影響，當租稅環境改變，股利支付政策也會隨之調整。

參閱表 10

4.3.2 股份回購

當公司有盈餘時，可能會將現金保留在企業內部，亦可能藉由發放股票股利或現金股利將報酬回饋股東，亦或是為推升每股盈餘而進行股份回購(Share Repurchases)。股份回購是由企業出資，經由公開市場買回部分流通在外的股票，其具有幾項優點:當進行股份回購時，市場上的股數減少，可能會推升每股的盈餘，造成股價上升；此外，股份回購還具有稅負上的優勢。資本利得稅通常係低

於股利所得稅，且股份回購沒有實際上的獲利，相較於發放現金股利來說是有節稅效果的(Bernheim,1991)。

根據 Jagannathan et al.(2000)的研究，相較於調整股利支付，調整股份回購所耗費之成本較低，也就是股份回購是較具有彈性的。Brav et al.(2005)亦對 384 位企業財務主管進行深入訪談，發現大部分管理者因為股份回購富有彈性且能夠增加每股收益，是贊成進行股份回購的。本節欲測試租稅不確定對於盈餘分配的管道之不同是否有影響。根據過去文獻推論，股份回購因具有稅負優勢且成本較低，較一般發放股利具有彈性，因此本文假設租稅不確定性對股份回購之總額及機率的負面影響較微弱。

同前述測試，表 11 欄位(1)表示租稅不確定對股利支付總額的影響，樣本僅含有股份回購者；欄位(2)(3)係表示租稅不確定對股份回購機率影響，為全部樣本之迴歸結果，並分別以最小平方法及羅吉斯迴歸分析如表 11。平均 83.9% 的企業樣本有從事股份回購，由結果顯示兩者之迴歸結果皆顯著為正，代表租稅不確定對股份回購政策是有正向關係，欄(3)的邊際效果為 0.0305，代表租稅不確定增加一個標準差，股份回購機率反而增加 3%。與本文的主要迴歸相比，有股份回購的情形之下，租稅不確定性對股利支付政策所帶來的負面效果被彌平許多，支撐本文的推論，也可推論出租稅不確定性對股利分配政策之影響，會依盈餘分配的管道不同而受影響。

參閱表 11

5. 結論與建議

5.1 結論與建議

探討企業的股利支付影響因素一直是企業、學界及投資者共同關心的議題，Chay et al.(2009)指出現金流量不確定性是影響企業支付股利的重要決定因子，能主導股利支付的數量以及股利支付的機率。而就租稅規避所造成之風險與租稅不確定性，已有相當多的實證研究顯示兩者存有一定關聯性。Dyrenge et al.(2017)研究租稅不確定性與租稅規避之關聯，實證結果顯示租稅規避與租稅不確定性確係存在顯著正向關係，Cazier(2009)亦發現未認列租稅利益與企業利用某些企業特徵來規避稅負有所關連。租稅不確定性代表著未來稅負支出的波動，且租稅規避行為可能為企業帶來後續遭受稽徵機關補稅，甚至裁處罰鍰，對企業內部之現金流量有直接的影響。因此本文假設進行租稅規避的企業所產生之租稅不確定性，會對其未來股利支付政策造成影響。

本研究著重該租稅不確定性對企業股利決策所造成之影響，參酌 McGuire et al.(2013)及 Jacob et al.(2016)之作法，以過去 5 年之現金有效稅率變異係數作為租稅不確定性代理變數，來探討其對企業普通股現金股利支付數額及機率之關聯性。實證結果支持本文推論，租稅不確定性對企業股利支付會有負面影響。雖然經理人為避免資本市場的負面反應會傾向維持股利支付水準，但在做股利決策時首要考量還是企業的內部現金，在租稅不確定性會直接影響到公司內部資金的情況下，經理人會評估企業資金流量及需求來調整股利的發放。

在確立租稅不確定性與股利支付之負向關係後，本文再進一步探討在不同財務狀況以及不同公司生命週期之階段下，對租稅不確定性與股利政策關係的調節效果。一般來說，有良好獲利能力或者信用評等較佳的公司，外部融資成本較低。而就財務受限公司來說，因為公司財務結構較不穩定，流動性亦較差，較不容易

維持股利平滑政策。而本文將樣本依台灣經濟新報之 TCRI 資料庫對上市櫃公司信用評等做分類，將樣本分為財務受限及非財務受限公司，看兩組樣本是否有顯著不同，實證結果顯示兩組樣本的租稅不確定性增加皆使股利政策受到影響，而財務受限公司的影響較甚。

在公司生命週期方面，Leary and Michaely(2011)檢驗公司在不同生命週期階段代理問題所導致的成本變化，發現成熟的公司因易受到代理問題的影響，導致成本較高，因此有誘因維持其股利支付水準(Jensen 1986)。本文參照 DeAngelo(2006)研究，將公司分為成長期公司及非成長公司。成長期公司代表公司處於企業生命週期之資本注入階段，而非成長公司則代表公司處於成熟階段，實證結果顯示成長期公司其租稅不確定性對股利支付之影響較微弱。

在 2012 年公司法第 232 條修正以前⁹，無盈餘及嚴重虧損企業仍可發放股息及紅利，在未將法定盈餘公積用來彌補虧損的情況下，將嚴重影響公司營運。陶富美(105)以實證結果証實在負盈餘及公司體質較差企業發放現金股利並無法替公司帶來顯著的異常報酬，一反過去多數文獻支持發放現金股利能增加公司價值的概念。由於投資人對公司的獲利狀況及財務體質均相當重視，在選股投資時可能並非單純僅考量企業發放股利的多寡，公司的整體營運狀況也相當重要。本文確立前述文獻提及之多種影響股利的因素外，企業從事租稅規避所引發之租稅不確定性，對其未來股利支付政策有影響。經由本文實證結論，若是以公司長久穩定發展為目的而投資的股東，應考量在股利發放減少的情形之下，是否意味著該公司也隱含更高的租稅不確定，將來可能須面臨租稅規避所帶來之風險，遭受補稅甚至裁處罰鍰，進而侵蝕到企業資本的困境，亦可能使市場對企業失去信心，進而造成股價下跌；另一方面，穩定經濟乃為政府之職責，本文希冀政府單位能

⁹ 修正後公司法第 232 條：「公司非彌補虧損及依本法規定提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利。公司無盈餘時，不得分派股息及紅利。」

以更全面之角度看待租稅不確定性之影響程度。當政府面對從事租稅規避之企業時，應考量其後果不僅會使財政收入減少，企業得利而造成逃漏稅之風氣，根據本文之結論，亦可能因其引發之租稅不確定性影響企業股利支付政策，造成資本市場的不穩定，進而危害整體經濟發展。

5.2 研究限制

一般對租稅不確定性的認知是租稅規避行為造成被補稅的機率，由於本國稅務行政救濟程序從復查、訴願乃至行政訴訟，至案件確定耗時冗長，縱使遭受補稅，在訴訟尚未確定之前亦無法評估被補稅的幅度以及正確性，是本文對租稅不確定性概念取自租稅所造成後續被補稅、裁罰的稅務支出，進而提高平均稅率，並五年的平均有效稅率標準差作為租稅不確定性的代理變數。

由於臺灣上市櫃公司的稅務資料並非公開資訊，本研究使用之現金有效稅率僅得自公司財報的所得稅費用所推估，且因我國所得稅法第 67 條之暫繳規定，當年度之所得稅支付數為前年度應納稅額扣除已暫繳部分稅額，再加上本期暫繳數額，因此並無法完全代表當年之應付所得稅，可能會帶來衡量錯誤的問題。

另外，本文於篩選樣本時，剔除了稅前淨利及所得稅費用為負者及現金有效稅率大於 1、小於 0 者，目的是希望能夠排除極端值影響，然所得稅費用或現金有效稅率為負者亦可能為較激進租稅規避之結果，應有其值得討論之處，惟因受限於樣本數量未能獨立進行探討，此為本文限制之一。

再者，誠如前述文獻所說，影響股利的因素眾多。多數文獻指出現金流量的不確定性是企業支付股利的重要決定因素，本文參酌多篇文獻，將可能影響股利支付的因子列為控制變數，然因本國自民國 87 年即採用兩稅合一的扣抵制度，股利在公司階段先課徵營利事業所得稅，至發放予股東後，併入股東之所得計算綜合所得稅，再以其可扣抵稅額扣抵綜合所得稅。此作法雖能避免重複課稅問題，

卻造成稅制計算困難，本研究未能找尋一合適指標代表股利課稅，故未能將此因素納入研究。最後，本研究亦可能含有內生性問題，建議未來後續相關研究可以用工具變數來檢測本研究是否有內生性的問題。

參考文獻

- Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michaely. 2005. "Payout policy in the 21st century." *Journal of Financial Economics* 77 (3): 483–527.
- Chay, J. B., and J. Suh. 2009. "Payout policy and cash-flow uncertainty." *Journal of Financial Economics* 93 (1): 88–107.
- Chetty, R., and E. Saez. 2005. "Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut." *Quarterly Journal of Economics* 120 (3): 791–833.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. M. Stulz. 2006. "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory." *Journal of Financial Economics* 81 (2): 227–254.
- Denis, D. J., and V. Sibilkov. 2009. "Financial constraints, investment, and the value of cash holdings." *Review of Financial Studies* 23 (1): 247–269.
- Desai, M. A., and L. Jin. 2011. "Institutional tax clienteles and payout policy." *Journal of Financial Economics* 100 (1): 68–84.
- Drake, K. D., S. J. Lusch, and J. Stekelberg. 2017. "Does Tax Risk Affect Investor Valuation of Tax Avoidance?" *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*: forthcoming.
- Dyreng, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew. 2008. "Long-run corporate tax avoidance." *The Accounting Review* 83 (1): 61–82.
- Dyreng, S., Hanlon, M. and Maydew, E. 2017. "When does tax avoidance result in tax uncertainty?" Working paper, Duke University.
- Fama, E. F., and K. R. French. 2001. "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?" *Journal of Financial Economics* 60 (1): 3–43.
- Farre-Mensa, J., R. Michaely, and M. Schmalz. 2014. "Payout Policy Annual." *Review of Financial Economics* 6: 75–134.
- Farre-Mensa, J., and A. Ljungqvist. 2016. "Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints?" *Review of Financial Studies* 29 (2): 271–

308.

- Grullon, G., and R. Michaely. 2002. "Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis." *The Journal of Finance* 57 (4): 1649–1684.
- Guenther, D. A., S. R. Matsunaga, and B. M. Williams. 2017. "Is Tax Avoidance related to Firm Risk?" *The Accounting Review* 92 (1): 115–136.
- Hanlon, M., and S. Heitzman. 2010. "A review of tax research." *Journal of Accounting and Economics* 50 (2–3): 127–178.
- Hanlon, M., E. L. Maydew, and D. Saavedra 2017. "The Taxman Cometh: Does Tax Uncertainty Affect Corporate Cash Holdings?" *Review of Accounting Studies: forthcoming*.
- Harald Amberger 2017. "Tax Uncertainty and Dividend Payouts." WU International. *Taxation Research Paper Series*
- Hoberg, G., G. Philipps, and N. R. Prabal.a. 2014. "Product Market Threats, Payouts, and Financial Flexibility." *The Journal of Finance* 69 (1): 293–324
- Hutchens, M., and S. O. Rego. 2015. "Does Greater Tax Risk Lead to Increased Firm Risk?" Working Paper: University of Illinois and Indiana University
- Jacob, M., and M. Jacob. 2013. "Taxation, Dividends, and Share Repurchases: Taking Evidence Global." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48 (4): 1241–1269.
- Jagannathan, M., C. P. Stephens, and M. S. Weisbach. 2000. "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases." *Journal of Financial Economics* 57 (3): 355–384.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–360.
- Jensen, M. C. 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *The American Economic Review* 76 (2): 323–329.
- Leary, M. T., and R. Michaely. 2011. "Determinants of Dividend Smoothing: Empirical." *Evidence. Review of Financial Studies* 24 (10): 3197–3249.
- Lintner, J. 1956. "Distribution of incomes of operations among dividends, retained

earnings, and taxes. ”*The American Economic Review* 46 (2): 97–113.

McGuire, S. T., S. S. Neuman, and T. C. Omer. 2013. “Sustainable tax strategies and earnings persistence.” Working Paper: Texas A&M University, University of Missouri at Columbia, and University of Nebraska at Lincoln.

Miller, M. H., and F. Modigliani. 1961. “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. ”*The Journal of Business* 34 (4): 411–433.

Neuman, S. S., T. C. Omer, and A. P. Schmidt. 2016. “Assessing Tax Risk: Practitioner

Perspectives. ” Working Paper: University of Missouri at Columbia, University of Nebraska at Lincoln, and North Carolina State University.

Saavedra, D. 2017. “Less Successful Tax Avoiders. Working Paper: University of California, Los Angeles.

附錄

附表 1 租稅不確定與稅率變動

被解釋變數	股利支付總額		股利支付機率	
	(1)	(2)	(3)	
	係數 (標準誤)	係數 (標準誤)	邊際效果	
稅率變動	0.0006 (0.6130)	0.3146** (0.0332)	0.0231	
高租稅不確定性*稅率變動	-0.0058*** (0.0000)	-0.6550*** (0.0000)	-0.0482	
五年期現金有效稅率	-0.0438*** (0.0000)	-2.8775*** (0.0000)	-0.2118	
現金流量	0.1011*** (0.0000)	3.7110*** (0.0000)	0.2732	
現金流量不確定性	-0.0009 (0.9104)	-3.7902*** (0.0000)	-0.2790	
現金及短期投資	0.0252*** (0.0000)	-0.7150 (0.1475)	-0.0526	
成長機會	0.0111*** (0.0000)	0.2126*** (0.0077)	0.0156	
銷售成長率	0.0004 (0.5206)	0.1572** (0.0462)	0.0115	
資產成長率	0.0000 (0.7175)	0.0130*** (0.0029)	0.0009	
保留盈餘占權益比	0.0608*** (0.0000)	9.8512*** (0.0000)	0.7252	
公司年齡	0.0001 (0.8518)	-0.2696*** (0.0016)	-0.0198	
公司規模	-0.0035*** (0.0000)	0.2513*** (0.0020)	0.0185	
長期負債比率	-0.0548*** (0.0000)	-3.1080*** (0.0000)	-0.2288	

虧損扣抵	0.0000 (0.2537)	0.0000 (0.2012)	1.7342
研究發展費用	-0.0289 (0.1582)	(0.2998) -0.8391	-0.0617
銷管費用	-0.0033 (0.7826)	(0.6566) 3.3036***	0.2432
資本密集度	-0.0088* (0.0587)	(0.0021) 0.6378	0.0469
截距項	0.0548***	(0.1292)	
控制年度、產業效果	是	是	
調整 R^2	0.5674	0.5867	
樣本數	7,707	8,936	

註 1:第一欄為子樣本，僅含有股利回購之樣本(REPURCHASE>0)，第二、三欄為全樣本，分別以最小平方法及羅吉斯迴歸作迴歸，且皆控制年度及產業效果。

註 2:第一欄之被解釋變數為股利回購數量(REPURCHASE)加 0.01，取對數後再除以總資產；第二、三欄之被解釋變數為股利回購機率，當年度有股利回購設立虛擬變數 REPU 樣本數分別為 9,412 個及 11,216 個。

註 3：*、**、***分別為 p 值<0.1、<0.05、<0.01，括號內為標準誤。

附表 2 租稅不確定與股份回購

被解釋變數	股份回購總額		股份回購機率
	(1)	(2)	(3)
	係數 (標準誤)	係數 (標準誤)	邊際效果
租稅不確定	0.4330*** (0.0009)	0.2667*** (0.0007)	0.0305
五年期現金有效稅率	-0.0438*** (0.0000)	-2.8775*** (0.0000)	0.0487
現金流量	0.1011*** (0.0000)	3.7110*** (0.0000)	0.0571
現金流量不確定性	-0.0009 (0.9104)	-3.7902*** (0.0000)	-0.0006
現金及短期投資	0.0252*** (0.0000)	-0.7150+ (0.1475)	6.4331
成長機會	0.0111*** (0.0000)	0.2126*** (0.0077)	-0.0446
銷售成長率	0.0004 (0.5206)	0.1572** (0.0462)	-0.0118
資產成長率	0.0000 (0.7175)	0.0130*** (0.0029)	-0.0010
保留盈餘占權益比	0.0608*** (0.0000)	9.8512*** (0.0000)	-0.1028
公司年齡	0.0001 (0.8518)	-0.2696*** (0.0016)	-0.0068
公司規模	-0.0035*** (0.0000)	0.2513*** (0.0020)	0.0149
長期負債比率	-0.0548*** (0.0000)	-3.1080*** (0.0000)	0.2116
虧損扣抵	0.0000 (0.2537)	0.0000 (0.2012)	2.500
研究發展費用	-0.0289+ (0.1582)	(0.2998) -0.8391	0.3989
銷管費用	-0.0033	(0.6566)	-0.1698

	(0.7826)	3.3036***	
資本密集度	-0.0088*	(0.0021)	-0.1191
	(0.0587)	0.6378	
截距項	0.0548***	(0.1292)	
控制年度、產業效果	是		是
調整 R^2	0.1889		0.5867
樣本數	9,412		11,216

註 1:第一欄為子樣本，僅含有股利回購之樣本(REPURCHASE>0)，第二、三欄為全樣本，分別以最小平方法及羅吉斯迴歸作迴歸，且皆控制年度及產業效果。

註 2:第一欄之被解釋變數為股利回購數量(REPURCHASE)加 0.01，取對數後再除以總資產；第二、三欄之被解釋變數為股利回購機率，當年度有股利回購設立虛擬變數 REPU 樣本數分別為 9,412 個及 11,216 個。

註 3：*、**、***分別為 p 值<0.1、<0.05、<0.01，括號內為標準誤。

表 1 研究樣本篩選

	樣本數
TEJ資料庫之上市櫃公司在2001-2016年度 (不含金融保險業、TDR與F股)	22,318
刪除	
稅前淨利小於零	(4,094)
所得稅費用小於零	(27)
5年期現金有效稅率小於零或大於1	(220)
其他相關控制變數缺漏值	(7,201)
採用樣本數	11,216

表 2 敘述統計_發放股利機率

變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	代號	樣本數	平均值	標準值	最小值	最大值	發放股利 平均值	未發放股利 平均值
被解釋變數								
股利支付機率	$DIVDECLARE_{i,t}$	11,216	0.8377	0.3687	0.0000	1.0000	1.0000	0.0000
主要解釋變數								
租稅不確定	$TAX_UNCERTAINTY_{i,t-4\sim t}$	11,216	0.9751	0.5218	0.0495	2.2360	0.9191	1.2646
控制變數								
現金有效稅率	$CASHETR_{i,t-4\sim t}$	11,216	0.1544	0.1230	0.0000	0.9939	0.1437	0.2093
現金流量	$CASHFLOW_{i,t}$	11,216	0.0929	0.1102	-0.3805	0.4725	0.1041	0.035
現金流量波動	$SDCASHFLOW_{i,t}$	11,216	0.0827	0.0804	0.0075	0.6293	0.0793	0.1003
現金及短期投資	$CASH_{i,t}$	11,216	0.1612	0.1460	0.0027	0.7029	0.1649	0.1421
成長機會	$MTB_{i,t}$	11,216	1.7056	1.2130	0.32	8.3900	1.8012	1.2119
銷售成長率	$SALESGROWTH_{i,t}$	11,216	0.1993	0.7713	-0.825	8.6418	0.2236	0.7372
資產成長率	$ASSETGROWTH_{i,t}$	11,216	8.7062	19.7705	-36.37	168.31	9.8267	2.9218
保留盈餘占權益	$RETE_{i,t}$	11,216	0.2673	0.1781	-2.2193	0.6846	0.0305	0.0726
比								
公司年齡	$AGE_{i,t}$	11,216	2.0875	0.8716	0.0000	3.8066	2.0754	2.1499
公司規模	$SIZE_{i,t}$	11,216	15.3248	1.2911	12.1505	19.1943	15.3997	14.938
長期負債槓桿比	$LEVERAGE_{i,t}$	11,216	0.0624	0.0873	0.000	0.3932	0.05846	0.083
率								
虧損扣抵	$NOL_{i,t}$	11,216	-20,775	110278	-926,508	0.0000	-19,464	-27,543
研究發展費用	$RD_{i,t}$	11,216	0.0252	0.0375	0.0000	0.2568	0.0259	0.022
銷管費用	$SGA_{i,t}$	11,216	0.0788	0.0786	0.0079	0.5906	0.0809	0.0684
資本密集度	$CAPINTENSITY_{i,t}$	11,216	0.2078	0.1813	0.0002	0.9086	0.2070	0.2116

表3 敘述統計_發放股利總額(元)

變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	代號	樣本數	平均值	標準差	最小值	最大值
被解釋變數						
股利支付總額	$DIV_{i,t}$	9,409	952,451	4,932,067	519	182,000,000
主要解釋變數						
租稅不確定	$TAX_UNCERTAINTY_{i,t-4\sim t}$	9,409	0.9184	0.5107	0.0495	2.2360
控制變數						
現金有效稅率	$CASHETR_{i,t-4\sim t}$	9,409	0.1437	0.0986	0.0000	0.9934
現金流量	$CASHFLOW_{i,t}$	9,409	0.1041	0.1085	-0.3805	0.4725
現金流量波動	$SDCASHFLOW_{i,t}$	9,409	0.0793	0.0745	0.0075	0.6293
現金及短期投資	$CASH_{i,t}$	9,409	0.1649	0.1472	0.0027	0.7029
成長機會	$MTB_{i,t}$	9,409	1.8009	1.2552	0.3200	8.3900
銷售成長率	$SALESGROWTH_{i,t}$	9,409	0.2238	0.7145	-0.8250	8.6418
資產成長率	$ASSETGROWTH_{i,t}$	9,409	9.8239	19.0923	-36.37	168.31
保留盈餘占權益比	$RETE_{i,t}$	9,409	0.3052	0.1465	-0.1906	0.6846
公司年齡	$AGE_{i,t}$	9,409	2.0744	0.8782	0.0000	3.8066
公司規模	$SIZE_{i,t}$	9,409	15.3980	1.2872	12.4032	19.1943
長期負債槓桿比率	$LEVERAGE_{i,t}$	9,409	0.05838	0.0833	0.0000	0.3932
虧損扣抵	$NOL_{i,t}$	9,409	-19,395	107,721	-926,508	0.0000
研究發展費用	$RD_{i,t}$	9,409	0.0258	0.0379	0.0000	0.2568
銷管費用	$SGA_{i,t}$	9,409	0.0809	0.0809	0.0079	0.5906
資本密集度	$CAPINTENSITY_{i,t}$	9,409	0.2072	0.1789	0.0002	0.9086

表 4 樣本產業分布-全樣本

TSE 產業別	樣本數	百分比	平均 租稅不確定	平均發放普通股 現金股利總額(元)
1 水泥工業	76	0.6776	1.1862	1,241,814
2 食品工業	274	2.4429	0.9358	489,241
3 塑膠工業	259	2.3092	1.0683	3,664,312
4 紡織工業	380	3.3880	1.2188	470,957
5 電機機械	674	6.0092	0.9072	212,907
6 電器電纜	113	1.0074	1.1813	198,269
8 玻璃陶瓷	41	0.3655	0.8382	206,671
9 造紙工業	68	0.6062	1.3208	373,342
10 鋼鐵工業	346	3.0848	1.1510	1,079,181
11 橡膠工業	133	1.1858	1.0277	915,520
12 汽車工業	65	0.5795	0.8597	2,000,515
14 建材營造	537	4.7878	1.2626	390,352
15 航運	110	0.9807	1.1270	627,448
16 觀光	108	0.9629	0.8301	191,127
18 貿易百貨	200	1.7831	0.9883	591,449
20 其他	627	5.5902	0.9155	447,441
21 化學工業	365	3.2542	0.8913	327,056
22 生技醫療	519	4.6273	0.8480	128,851
23 油電燃氣	125	1.1144	0.6307	3,439,370
24 半導體業	955	8.5146	1.0685	2,165,903
25 電腦及周邊設備業	868	7.7389	0.8867	1,022,475
26 光電業	701	6.25	1.1330	399,232
27 通訊網路業	626	5.5813	0.9705	1,613,423
28 電子零件業	1644	14.6576	0.9052	303,896
29 電子通路業	338	3.0135	0.7565	405,685
30 資訊服務業	277	2.4696	0.8705	115,638
31 其他電子業	667	5.9468	0.8938	801,008
32 文化創意業	120	1.0699	0.9185	133,009
總數	11,216	100	0.9751	798,903

表 5 皮爾森相關係數表

		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
A	股利支付機率	1.0000									
B	租稅不確定	-0.0274	1.0000								
C	現金有效稅率	-0.1714	-0.3443	1.0000							
D	現金流量	0.3438	-0.0734	-0.0647	1.0000						
E	現金流量波動	-0.0442	0.1430	-0.0663	-0.0416	1.0000					
F	現金及短期投資	0.1099	-0.0065	-0.0834	0.1289	-0.0416	1.0000				
G	成長機會	0.1471	-0.0149	-0.1463	0.2458	0.2296	0.0670	1.0000			
H	銷售成長率	0.0346	0.1115	-0.1693	0.0737	0.3040	-0.0157	0.2134	1.0000		
I	資產成長率	0.1120	0.0793	-0.1911	0.0176	0.3010	-0.0023	0.3553	0.4264	1.0000	
J	保留盈餘占權益比	0.5130	-0.0319	-0.1271	0.3180	-0.0479	0.1191	-0.0307	0.0513	0.1764	1.0000
K	公司年齡	-0.0800	0.0672	-0.0329	-0.1508	-0.2444	0.1177	-0.2083	-0.1268	-0.2184	-0.0474
L	公司規模	0.2268	0.0175	-0.1277	0.0430	-0.1768	0.5494	-0.1025	-0.0893	-0.1067	0.2528
M	長期負債比率	-0.1249	0.0870	-0.0295	-0.0929	-0.0822	0.0628	-0.0804	0.0032	0.0101	-0.1072
N	虧損扣抵	0.0768	-0.0760	0.0499	0.0433	0.0553	-0.1239	0.0668	0.0209	0.0599	0.0688
O	研究發展費用	-0.0346	0.0338	-0.1176	0.0556	0.1701	0.0013	0.3154	0.1322	0.2148	-0.0707
P	銷管費用	0.0260	-0.0679	0.0670	0.1422	0.1244	-0.1117	0.2881	0.1548	0.2876	-0.0414
Q	資本密集度	-0.0647	0.0344	-0.0461	0.1176	-0.1563	0.0021	-0.0126	0.0763	0.1503	-0.0369

表 5 皮爾森相關係數表 (續前頁)

		K	L	M	N	O	P	Q
K	公司年齡	1.0000						
L	公司規模	0.3626	1.0000					
M	長期負債比率	0.0603	0.2308	1.0000				
N	虧損扣抵	-0.1407	-0.2054	-0.1091	1.0000			
O	研究發展費用	-0.2565	-0.2849	-0.1617	0.0364	1.0000		
P	銷管費用	-0.1861	-0.3829	-0.1300	0.0837	0.2503	1.0000	
Q	資本密集度	-0.0081	-0.0071	0.3548	-0.0081	-0.0897	0.0257	1.0000

註 1:粗體為顯著水準達 10%

註 2:變數定義:股利支付機率為一虛擬變數, t 年度有發放股利定義虛擬變數為 1; 租稅不確定為第 t-4 年至第 t 年之現金有效稅率之變異係數; 現金有效稅率為第 t 年度現金支付所得稅除以繼續營業部門稅前純益; 現金流量為來自營運之現金流量加現金支付所得稅, 再除以 t-1 年資產總額; 現金流量波動為五年之現金流量標準差; 現金及短期投資為現金加短期投資, 再除以資產總額; 成長機會為市值與帳面價值之比值; 銷售成長率為第 t 年營業收入淨額除以第 t-1 年營業收入淨額; 資產成長率為第 t 年資產總額除以第 t-1 年資產總額; 保留盈餘占權益比為第 t 年保留盈餘除以第 t 年資本公積; 公司年齡為上市年數加 1 後, 再取對數; 公司規模為第 t 年資產總額取對數; 長期負債槓桿比率為第 t 年長期負債除以第 t 年總資產; 虧損扣抵係將各年度所得稅費用推估各年度虧損扣抵數額; 研究發展費為第 t 年研究發展費用除以第 t-1 年資產總額; 資本密集度為第 t 年不動產、廠房及設備除以第 t-1 年總資產。

表 6 租稅不確定對股利支付機率之影響

被解釋變數	股利支付機率	
	係數 (標準誤)	邊際效果
租稅不確定	-0.7220*** (0.0000)	-0.0327
五年期現金有效稅率	-3.1454*** (0.0000)	-0.1427
現金流量	3.6789*** (0.0000)	0.1670
現金流量不確定性	-3.8239*** (0.0000)	-0.1736
現金及短期投資	-0.4722 (0.2805)	-0.0214
成長機會	0.1816** (0.0169)	0.0082
銷售成長率	0.2010*** (0.0027)	0.0091
資產成長率	0.0128*** (0.0003)	0.0005
保留盈餘占權益比	10.5198*** (0.0000)	0.4775
公司年齡	-0.2077** (0.0011)	-0.0094
公司規模	0.2489*** (0.0002)	0.0112
長期負債比率	-3.1373*** (0.0000)	-0.1424
虧損扣抵	0.0000 (0.2806)	0.0428
研究發展費用	-1.7994 (0.3031)	-0.0816
銷管費用	2.9157*** (0.0033)	0.1323
資本密集度	0.5973 (0.1108)	0.0271
截距項	-2.8775*** (0.0069)	

控制年度、產業效果	是
Pseudo R^2	0.4108
樣本數	11,216

註 1:本迴歸係採用全部樣本，包含發放股利及為發放股利樣本，總計共 11,216 個樣本。

註 2:被解釋變數為股利支付機率(DIVDECLARE)，在第 t 年度有發放股利者設定虛擬變數為 1。

註 3：以羅吉斯迴歸為架構，第一欄為基本迴歸結果之係數及標準誤，第二欄為邊際效果

註 4: *、**、***分別為 p 值 < 0.1、<0.05、<0.01，括號內為標準誤。

註 5:變數定義:股利支付機率為一虛擬變數，t 年度有發放股利定義虛擬變數為 1；租稅不確定為第 t-4 年至第 t 年之現金有效稅率之變異係數；現金有效稅率為第 t 年度現金支付所得稅除以繼續營業部門稅前純益；現金流量為來自營運之現金流量加現金支付所得稅，再除以 t-1 年資產總額；現金流量波動為五年之現金流量標準差；現金及短期投資為現金加短期投資，再除以資產總額；成長機會為市值與帳面價值之比值；銷售成長率為第 t 年營業收入淨額除以第 t-1 年營業收入淨額；資產成長率為第 t 年資產總額除以第 t-1 年資產總額；保留盈餘占權益比為第 t 年保留盈餘除以第 t 年資本公積；公司年齡為上市年數加 1 後，再取對數；公司規模為第 t 年資產總額取對數；長期負債槓桿比率為第 t 年長期負債除以第 t 年總資產；虧損扣抵係將各年度所得稅費用推估各年度虧損扣抵數額；研究發展費為第 t 年研究發展費用除以第 t-1 年資產總額；資本密集度為第 t 年不動產、廠房及設備除以第 t-1 年總資產。

表 7 租稅不確定對股利支付總額之影響

被解釋變數	股利支付總額		
	(1)	(2)	(3)
	股利總額 ($\ln DIV_{CS}$) (標準誤)	股利總額(以資產衡量) (DIV_{AT}) (標準誤)	股利總額(以銷貨衡量) (DIV_{SL}) (標準誤)
租稅不確定	-0.2136*** (0.0000)	-0.0067*** (0.0000)	-0.0023 (0.5025)
五年期現金有效稅率	-1.5958*** (0.0000)	-0.0467*** (0.0000)	-0.1348*** (0.0000)
現金流量	2.0488*** (0.0000)	0.0960*** (0.0000)	0.0913*** (0.0000)
現金流量不確定性	-0.4112** (0.0358)	-0.0026 (0.7189)	-0.0972*** (0.0001)
現金及短期投資	0.5951*** (0.0000)	0.0306*** (0.0000)	0.0501*** (0.0005)
成長機會	0.1519*** (0.0000)	0.0104*** (0.0000)	0.0145*** (0.0000)
銷售成長率	0.0203 (0.2205)	0.0000 (0.9561)	-0.0080*** (0.0004)
資產成長率	0.0018*** (0.0015)	0.0000+ (0.1800)	0.0004*** (0.0000)
保留盈餘占權益比	1.5574*** (0.0000)	0.0629*** (0.0000)	0.1121*** (0.0000)
公司年齡	-0.0225 (0.2109)	0.0005 (0.5436)	0.0006 (0.8298)
公司規模	0.9810*** (0.0000)	-0.0025*** (0.0002)	-0.0030 (0.1531)
長期負債比率	-1.5406*** (0.0000)	-0.0503*** (0.0000)	-0.0114 (0.5608)
虧損扣抵	0.5765 (0.2466)	0.0237 (0.2552)	-0.0296 (0.3155)
研究發展費用	0.000 (0.5035)	-0.0000** (0.0151)	-0.0000 (0.1289)
銷管費用	-0.8309** (0.0266)	-0.0300 (0.1221)	-0.2370*** (0.0000)
資本密集度	0.3039 (0.1387)	0.0013 (0.9050)	-0.2400*** (0.0000)
截距項			
控制年度、產業效果	是	是	是

調整 R^2	0.8220	0.5579	0.3039
F-統計量	1437.3***	2601.08***	14.75***
樣本數	9,412	9,412	9,409

註 1:本迴歸僅採用有發放股利之子樣本，以最小平方方法迴歸，皆控制年度及產業效果。

註 2:被解釋變數為股利支付總額(DIV)，分別係以普通股現金股利總額取自然對數、普通股現金股利總額以資產衡量及普通股現金股利總額以銷貨收入來衡量，樣本數分別為 9,412、9,412 及 9,409。

註 3：*、**、***分別為 p 值 < 0.1、<0.05、<0.01，括號內為標準誤。

註 4:變數定義:股利支付機率為一虛擬變數，t 年度有發放股利定義虛擬變數為 1；租稅不確定為第 t-4 年至第 t 年之現金有效稅率之變異係數；現金有效稅率為第 t 年度現金支付所得稅除以繼續營業部門稅前純益；現金流量為來自營運之現金流量加現金支付所得稅，再除以 t-1 年資產總額；現金流量波動為五年之現金流量標準差；現金及短期投資為現金加短期投資，再除以資產總額；成長機會為市值與帳面價值之比值；銷售成長率為第 t 年營業收入淨額除以第 t-1 年營業收入淨額；資產成長率為第 t 年資產總額除以第 t-1 年資產總額；保留盈餘占權益比為第 t 年保留盈餘除以第 t 年資本公積；公司年齡為上市年數加 1 後，再取對數；公司規模為第 t 年資產總額取對數；長期負債槓桿比率為第 t 年長期負債除以第 t 年總資產；虧損扣抵係將各年度所得稅費用推估各年度虧損扣抵數額；研究發展費為第 t 年研究發展費用除以第 t-1 年資產總額；資本密集度為第 t 年不動產、廠房及設備除以第 t-1 年總資產。

表 8 租稅不確定對股利支付政策影響_財務受限(分組迴歸)

被解釋變數	股利支付總額		股利支付機率	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	非財務受限公司	財務受限公司	非財務受限公司	財務受限公司
	係數 (標準誤)	係數 (標準誤)	邊際效果	邊際效果
租稅不確定	-0.0047*** (0.0000)	-0.0078*** (0.0000)	-0.02904	-0.08401
五年期現金有效稅率	-0.0595*** (0.0000)	-0.0404*** (0.0000)	-0.2119	-0.3047
現金流量	0.1163*** (0.0000)	0.0759*** (0.0000)	0.2011	0.3688
現金流量不確定性	0.0101 (0.1439)	-0.0074 (0.1477)	-0.2145	-0.3703
現金及短期投資	0.0234*** (0.0000)	0.0338*** (0.0000)	0.0081	-0.0772
成長機會	0.0103*** (0.0000)	0.0097*** (0.0000)	0.0043	0.0110
銷售成長率	-0.0011 (0.1071)	0.0008 (0.1111)	0.0011	0.023
資產成長率	-0.0000 (0.7533)	0.0001*** (0.0011)	0.0011	0.0009
保留盈餘占權益比	0.0575*** (0.0000)	0.0613*** (0.0000)	0.5738	1.0248
公司年齡	-0.0005 (0.4247)	0.0010** (0.0490)	-0.012	-0.0207
公司規模	-0.0040*** (0.0000)	-0.0037*** (0.0000)	0.0060	0.0247
長期負債比率	-0.0530*** (0.0000)	-0.0408*** (0.0000)	-0.1582	-0.3063
虧損扣抵	0.0229 (0.1698)	0.0007 (0.9848)	0.1274	17.236
研究發展費用	-0.0155 (0.2663)	-0.0390*** (0.0006)	-0.1995	-0.0901
銷管費用	-0.0087+ (0.1626)	0.0191*** (0.0006)	0.1573	0.3038
資本密集度	-0.0115*** (0.0001)	-0.0053** (0.0282)	0.0150	0.0812

截距項	0.0848*** (0.0000)	0.0806*** (0.0000)		
控制年度、產業效果	是	是	是	是
Pseudo R ²	0.5303	0.5681		
樣本數	4897	4515	5005	6194
係數差異檢定	β_1			
非財務受限-財務受限	3.2			
Pro > χ^2	0.0734			

註 1:欄位(1)(2)迴歸係採用子樣本，僅含發放股利樣本，再分組為非財務受限公司(CONSTRAINTS=0)及財務受限公司(CONSTRAINTS=1)。欄位(3)(4)迴歸係採用全部樣本，包含發放股利及為發放股利樣本，再分組為非財務受限公司(CONSTRAINTS=0)及財務受限公司(CONSTRAINTS=1)。

註 2:欄位(1)(2)被解釋變數為股利支付總額(DIV)除以總資產。欄位(3)(4)被解釋變數為股利支付機率(DIVDECLARE)

註 3：使用 *suest* 檢定來檢驗兩組間係數之差異，結果為非顯著差異。

註 4: *、**、***分別為 p 值 < 0.1、<0.05、<0.01，括號內為標準誤。

註 5:變數定義:股利支付機率为—虚拟變數，t 年度有發放股利定義虚拟變數為 1；租稅不確定為第 t-4 年至第 t 年之現金有效稅率之變異係數；現金有效稅率为第 t 年度現金支付所得稅除以繼續營業部門稅前純益；現金流量為來自營運之現金流量加現金支付所得稅，再除以 t-1 年資產總額；現金流量波動為五年之現金流量標準差；現金及短期投資為現金加短期投資，再除以資產總額；成長機會為市值與帳面價值之比值；銷售成長率为第 t 年營業收入淨額除以第 t-1 年營業收入淨額；資產成長率为第 t 年資產總額除以第 t-1 年資產總額；保留盈餘占權益比为第 t 年保留盈餘除以第 t 年資本公積；公司年齡為上市年數加 1 後，再取對數；公司規模為第 t 年資產總額取對數；長期負債槓桿比率為第 t 年長期負債除以第 t 年總資產；虧損扣抵係將各年度所得稅費用推估各年度虧損扣抵數額；研究發展費為第 t 年研究發展費用除以第 t-1 年資產總額；資本密集度為第 t 年不動產、廠房及設備除以第 t-1 年總資產。

表 9 租稅不確定對股利支付政策之影響_成長期公司(分組迴歸)

被解釋變數	股利支付總額		股利支付機率	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	非成長期公司 係數 (標準誤)	成長期公司 係數 (標準誤)	非成長期公司 邊際效果	成長期公司 邊際效果
租稅不確定	-0.0081*** (0.0000)	0.0013* (0.0922)	-0.0495	-0.0295
五年期現金有效稅率	-0.0693*** (0.0000)	-0.0140*** (0.0000)	-0.1555	-0.2693
現金流量	0.0992*** (0.0000)	0.0488*** (0.0000)	0.1792	0.3819
現金流量不確定性	-0.0023 (0.6739)	-0.0127*** (0.0087)	-0.1445	-0.4354
現金及短期投資	0.0367*** (0.0000)	0.0215*** (0.0000)	-0.0253	-0.0436
成長機會	0.0116*** (0.0000)	0.0031*** (0.0000)	0.0144	0.0126
銷售成長率	-0.0002 (0.6517)	0.0009* (0.0619)	0.0112	0.0180
資產成長率	0.0000 (0.6159)	0.0001*** (0.0000)	0.0008	0.0010
保留盈餘占權益比	0.0413*** (0.0000)	0.1305*** (0.0000)	0.0350	2.7396
公司年齡	0.0004 (0.4553)	-0.0008+ (0.1170)	-0.0068	-0.0147
公司規模	-0.0030*** (0.0000)	-0.0003 (0.4783)	0.0073	0.0357
長期負債比率	-0.0590*** (0.0000)	-0.0361*** (0.0000)	-0.1299	-0.3614
虧損扣抵	-0.0000** (0.0110)	0.0000* (0.0796)	0.0156	0.0775
研究發展費用	-0.0413*** (0.0001)	-0.0230* (0.0618)	-0.0364	-0.1921
銷管費用	-0.0047 (0.3598)	0.0256*** (0.0000)	0.0938	0.3515
資本密集度	-0.0091*** (0.0001)	-0.0021 (0.3570)	0.0093	0.1170
截距項	0.0600***	-0.0164		

	(0.0000)	(0.3434)		
控制年度、產業效果	是	是	是	是
Pseudo R^2	0.5338	0.3846		
樣本數	6,917	2,490	7,165	4,003
係數差異檢定	β_1			
非成長期-成長期	33.72			
Pro > χ^2	0.0000			

註 1:欄位(1)(2)迴歸係採用子樣本，僅含發放股利樣本，分組為成長期公司(GROWING=1)及非成長期公司(GROWING=0)。欄位(3)(4)迴歸係採用全部樣本，包含發放股利及為發放股利樣本，分組為成長期公司(GROWING=1)及非成長期公司(GROWING=0)。

註 2:欄位(1)(2)被解釋變數為股利支付總額(DIV)除以總資產。欄位(3)(4)被解釋變數為股利支付機率(DIVDECLARE)

註 3：使用 *suest* 檢定來檢驗兩組間係數之差異，結果為顯著差異。

註 4: *、**、***分別為 p 值 < 0.1、<0.05、<0.01，括號內為標準誤。

註 5:變數定義:股利支付機率為一虛擬變數，t 年度有發放股利定義虛擬變數為 1；租稅不確定為第 t-4 年至第 t 年之現金有效稅率之變異係數；現金有效稅率為第 t 年度現金支付所得稅除以繼續營業部門稅前純益；現金流量為來自營運之現金流量加現金支付所得稅，再除以 t-1 年資產總額；現金流量波動為五年之現金流量標準差；現金及短期投資為現金加短期投資，再除以資產總額；成長機會為市值與帳面價值之比值；銷售成長率為第 t 年營業收入淨額除以第 t-1 年營業收入淨額；資產成長率為第 t 年資產總額除以第 t-1 年資產總額；保留盈餘占權益比為第 t 年保留盈餘除以第 t 年資本公積；公司年齡為上市年數加 1 後，再取對數；公司規模為第 t 年資產總額取對數；長期負債槓桿比率為第 t 年長期負債除以第 t 年總資產；虧損扣抵係將各年度所得稅費用推估各年度虧損扣抵數額；研究發展費為第 t 年研究發展費用除以第 t-1 年資產總額；資本密集度為第 t 年不動產、廠房及設備除以第 t-1 年總資產。

表 10 租稅不確定與稅率變動

被解釋變數	股利支付總額		股利支付機率	
	(1)	(2)	(2)	(3)
	係數 (標準誤)	係數 (標準誤)		邊際效果
稅率變動	0.0006 (0.6130)	0.3146** (0.0332)		0.02316
高租稅不確定性*稅率變動	-0.0058*** (0.0000)	-0.6550*** (0.0000)		-0.04822
控制變數	是	是	是	
控制年度、產業效果	是		是	
調整 R ²	0.5674		0.5867	
樣本數	7,707		8,936	

註 1:本國營利事業所得稅於 2010 年自 25%降自 17%，若樣本年度為 2010 年之後，設立虛擬變數稅率變動(POST)為 1，其餘為 0。

註 2:第一欄為子樣本，僅含發放股利樣本(DIV>0)，第二、三欄為全樣本(包含發放股利及未發放股利樣本)，分別以最小平方法及羅吉斯迴歸作迴歸，且皆控制年度及產業效果。

註 3:第一欄之被解釋變數為股利支付數量(DIV)，以普通股現金股利除以資產衡量發放股利數量，第二、三欄之被解釋變數為股利支付機率，樣本數分別為 7,707 個及 8,936 個。

註 4:變數定義:股利支付機率为—虛擬變數，t 年度有發放股利定義虛擬變數為 1；租稅不確定為第 t-4 年至第 t 年之現金有效稅率之變異係數；現金有效稅率為第 t 年度現金支付所得稅除以繼續營業部門稅前純益；現金流量為來自營運之現金流量加現金支付所得稅，再除以 t-1 年資產總額；現金流量波動為五年之現金流量標準差；現金及短期投資為現金加短期投資，再除以資產總額；成長機會為市值與帳面價值之比值；銷售成長率為第 t 年營業收入淨額除以第 t-1 年營業收入淨額；資產成長率為第 t 年資產總額除以第 t-1 年資產總額；保留盈餘占權益比為第 t 年保留盈餘除以第 t 年資本公積；公司年齡為上市年數加 1 後，再取對數；公司規模為第 t 年資產總額取對數；長期負債槓桿比率為第 t 年長期負債除以第 t 年總資產；虧損扣抵係將各年度所得稅費用推估各年度虧損扣抵數額；研究發展費為第 t 年研究發展費用除以第 t-1 年資產總額；資本密集度為第 t 年不動產、廠房及設備除以第 t-1 年總資產。

表 11 租稅不確定與股份回購

被解釋變數	股份回購總額		股份回購機率	
	(1)	(2)	(3)	
	係數 (標準誤)	係數 (標準誤)	邊際效果	
租稅不確定	0.4330*** (0.0009)	0.2667*** (0.0007)	0.03056	
控制變數	是	是	是	
控制年度、產業效果	是	是	是	
調整 R^2	0.1889	0.5867		
樣本數	9,412	11,216		

註 1:第一欄為子樣本，僅含有股利回購之樣本(REPURCHASE>0)，第二、三欄為全樣本，分別以最小平方法及羅吉斯迴歸作迴歸，且皆控制年度及產業效果。

註 2:第一欄之被解釋變數為股利回購數量(REPURCHASE)加 0.01，取對數後再除以總資產；第二、三欄之被解釋變數為股利回購機率，當年度有股利回購設立虛擬變數 REPU 樣本數分別為 9,412 個及 11,216 個。

註 3：*、**、***分別為 p 值<0.1、<0.05、<0.01，括號內為標準誤。

註 4:變數定義:股利支付機率为—虛擬變數，t 年度有發放股利定義虛擬變數為 1；租稅不確定為第 t-4 年至第 t 年之現金有效稅率之變異係數；現金有效稅率为第 t 年度現金支付所得稅除以繼續營業部門稅前純益；現金流量為來自營運之現金流量加現金支付所得稅，再除以 t-1 年資產總額；現金流量波動為五年之現金流量標準差；現金及短期投資為現金加短期投資，再除以資產總額；成長機會為市值與帳面價值之比值；銷售成長率为第 t 年營業收入淨額除以第 t-1 年營業收入淨額；資產成長率为第 t 年資產總額除以第 t-1 年資產總額；保留盈餘占權益比为第 t 年保留盈餘除以第 t 年資本公積；公司年齡為上市年數加 1 後，再取對數；公司規模為第 t 年資產總額取對數；長期負債槓桿比率为第 t 年長期負債除以第 t 年總資產；虧損扣抵係將各年度所得稅費用推估各年度虧損扣抵數額；研究發展費為第 t 年研究發展費用除以第 t-1 年資產總額；資本密集度為第 t 年不動產、廠房及設備除以第 t-1 年總資產。

Tax Uncertainty and Corporate Dividend Payout: Evidence From Taiwan

Abstract

Dividend payout policy is usually regarded as a signal, which represents the prosperity and provision of firms' future. The paper aims to examine the association between tax uncertainty and dividend payout policy. Furthermore, the study examines whether financially constrained firms and firms at the capital-infusion stage (which means growing firms) have ability to regulate the association between tax uncertainty and dividend payout policy. I collect publicly available data of dividend payouts by publicly traded companies in Taiwan between 2001 and 2016, and applied OLS and logit to regress dividend on tax uncertainty.

The empirical results show negative effect of tax uncertainty on dividend payout levels. The results are economically meaningful as a one standard deviation higher tax uncertainty leads to a 19.2% point lower payout amounts or 3.3% point lower probability. Taken together, my findings provide investors with different perspectives to dividend payouts. The low dividend payouts may imply firms' attitude toward tax avoidance.

Keywords: Tax uncertainty, Dividend payout, Tax Avoidance