

所得稅制改革對股利政策之影響— 2018 年所得稅制優化方案之實證研究

鄭詠聰、賴靖宜*

要 目

壹、前言	肆、實證結果
貳、文獻回顧	伍、結論
參、研究方法	

提 要

我國自 2018 年施行所得稅制優化方案，內容包括廢除兩稅合一部分設算扣抵制，及改採股利所得課稅新制，此舉期可縮小內、外資股東股利所得稅負之差距。本文探討該所得稅制優化方案之施行，企業是否如 1998 年之兩稅合一制、2010 年之調降營利事業所得稅稅率及 2015 年之股東可扣抵稅額減半等前例，因考量股東稅負壓力而調整其股利政策。實證結果顯示，本國自然人股東持股比率較高之公司，每股盈餘總股利及每股盈餘現金股利皆顯著增加；而其他本國自然人股東持股比率較低之公司，因考量外資股東之租稅負擔在稅改後較為不利，因而傾向不調整其股利政策。

壹、前言

財政部為建立符合國際潮流且具競爭力之公平合理所得稅制，研擬所得稅法部分條文修正草案，該修正草案於 2018 年 1 月 18 日經立法院三讀通過，並於 2018 年 2 月 7 日由總統公布自 2018 年 1 月 1 日施行。據財政部賦稅署新聞

* 本文作者分別為國立中正大學財務金融學系碩士及國立中正大學財務金融學系副教授。

稿¹指出，2018 年所得稅制優化方案兼顧租稅公平、經濟效率、稅政簡化及財政收入四大面向，有助營造投資臺灣優先及有利留才攬才之租稅環境，使全民共享稅制優化效益，該方案之修正重點及效益分述如下：

- 一、綜合所得稅(下稱綜所稅)標準扣除額由新臺幣(下同)9 萬元提高至 12 萬元(有配偶者加倍扣除)、薪資所得特別扣除額與身心障礙特別扣除額由 12.8 萬元提高至 20 萬元及幼兒學前特別扣除額由每名子女 2.5 萬元提高至 12 萬，有助減輕薪資所得、中低所得及育兒家庭稅負。
- 二、刪除綜合所得淨額超過 1,000 萬元部分適用 45%稅率之級距，使綜所稅最高稅率降低至 40%，調整後稅率低於經濟合作暨發展組織(The Organization for Economic Cooperation and Development, OECD)會員國最高稅率平均值(42.47%)，有助企業留才攬才及促進投資，提高國際競爭力。
- 三、廢除兩稅合一部分設算扣抵制，刪除營利事業設置股東可扣抵稅額帳戶、相關記載、計算、分配與罰則之規定，降低納稅義務人依從成本及稽徵機關稽徵成本，減少徵納爭議，有助簡化稅政，符合國際趨勢。
- 四、境內個人居住者改採「合併計稅減除股利可抵減稅額」或「單一稅率分開計稅」二擇一之股利所得課稅新制，本國自然人股東獲配之股利可選擇併入綜合所得總額課稅，並按股利之 8.5%計算可抵減稅額，抵減應納稅額，每一申報戶可抵減金額以 8 萬元為限；或按 28%稅率分開計算稅額，與其他類別所得之應納稅額合併報繳。
- 五、營利事業所得稅(下稱營所稅)稅率由 17%提高至 20%，但課稅所得額未超過 50 萬元者，分 3 年逐年調高 1%，減輕低獲利企業於該期間之稅負及提供調整適應期；未分配盈餘加徵營所稅稅率則由 10%降低至 5%，減輕盈餘保留成本，協助對外籌資不易之中小型及新創企業累積未來轉型升級之投資動能，提高其投資意願，創造就業機會；獨資合夥事業則免徵營所稅，營利所得直接歸課出資者綜所稅。
- 六、外資股東股利所得扣繳率由 20%提高至 21%，並自 2019 年起未分配盈餘加徵稅額不得抵繳應扣繳稅額，縮小內外資股東股利所得稅負之差距。

¹ 財政部賦稅署(2018 年 2 月 7 日)，「所得稅稅改之所得稅法部分條文修正案業經總統公布」新聞稿，<https://www.mof.gov.tw/Detail/Index?nodeid=137&pid=77915>。

綜上所述，所得稅制優化方案修正內容包含調整綜所稅與營所稅之稅率、廢除兩稅合一部分設算扣抵制、改採股利所得課稅新制，及提高外資股東股利所得扣繳率等，股東於 2018 年獲配之股利即適用新制，亦即本國自然人股東改採股利所得課稅新制、外資股東股利所得扣繳率提高至 21%，而營所稅稅率提高至 20%，且未分配盈餘加徵營所稅稅率降低至 5%。

在假設公司各年度盈餘皆全數分配情況下，表 1、表 2 及表 3 分別說明 2018 年所得稅制優化方案施行前後，對適用綜所稅最高稅率之本國自然人、本國法人及外資股東股利所得稅負之影響。由於適用綜所稅最高稅率(2017 年為 45%，2018 年(含)後為 40%)之本國自然人股東，於 2017 年獲配股利仍須併入綜合所得總額合併課稅，其股利所得稅負為 49.675%²；而於 2018 年獲配之股利可選擇 28%稅率分開計算股利所得稅額，股利所得稅負則降低為 40.24%，降幅約 18.99%，表示公司每 1 元之稅前盈餘，經公司階段課徵營所稅及股東階段繳納股利所得稅後，2018 年適用綜所稅最高稅率之本國自然人股東最終可獲得之稅後股利所得由 2017 年 0.50325 元增加為 0.5976 元。

此外，由於本國法人股東投資於國內其他營利事業所獲配股利不計入所得額課稅，因此 2018 年本國法人股東股利所得稅負為 17%，與 2017 年相同。外資股東則因 2018 年股利所得扣繳稅率由 20%提高至 21%，其 2018 年股利所得稅負由 2017 年 33.6%增加為 34.43%，增幅約 2.47%，表示公司每 1 元之稅前盈餘，經公司階段課徵營所稅及股東階段繳納股利所得稅後，2018 年外資股東最終可獲得之稅後股利所得由 2017 年 0.664 元減少為 0.6557 元。

由前揭情況可知，所得稅制優化方案施行後，適用綜所稅最高稅率之本國自然人股東股利所得稅負將合理減輕，外資股東股利所得稅負則加重，企業是否因此調整其股利政策值得進一步探究。本文旨在探究該方案之施行對企業股利政策之影響，惟囿於樣本期間限制，本研究未將方案中有關營所稅之調整納入分析，合先敘明。本文首先介紹租稅負擔與股利政策理論，回顧租稅負擔與股利政策之相關文獻；接著提出研究假說、建立研究方法、定義研究變數，並

² 即公司應納營所稅稅額與股東應納股利所得稅額之和，除以稅前盈餘。即每 1 元之稅前盈餘，公司應納營所稅稅額 0.17 元，稅後盈餘 0.83 元全數分配予本國自然人股東，股東應納股利所得稅稅額 0.32675 元，總計為 $(0.17+0.32675) = 0.49675$ 元。

說明研究樣本選取條件與資料來源；最後分析實證結果並提出結論及研究限制。

表 1 所得稅制優化方案對本國自然人股東股利所得稅負之影響

單位：新臺幣(元)

		公司盈餘年度	2016 年	2017 年	2018 年
		股利發放年度	2017 年	2018 年	2019 年
公 司 階 段	稅前盈餘		1	1	1
	減：營所稅稅額 (稅率 17% → 20%)		0.17	0.17	0.20
	稅後盈餘		0.83	0.83	0.80
	公司應納稅額		0.17	0.17	0.20
股 東 階 段	股利淨額		0.83	0.83	0.80
	加：可扣抵稅額		0.085		
	股利總額		0.915	0.83	0.80
	兩稅合一部分設算扣抵制：				
	股利所得稅額 (稅率 45% → 40%)		0.41175		
	減：可扣抵稅額		0.085		
	股利所得課稅新制：				
	股利所得稅額 (稅率 28%分開計稅)			0.2324	0.224
	股東應納稅額		0.32675	0.2324	0.224
	公司與股東階段應納稅額合計		0.49675	0.4024	0.424

註 1：假設公司各年度盈餘皆全數分配，本國自然人股東適用最高稅率。

註 2：營所稅稅率自 2018 年由 17%提高至 20%。

註 3：本國自然人綜所稅最高稅率自 2018 年由 45%降低至 40%。

註 4：適用綜所稅最高稅率之本國自然人股東，自 2018 年可選擇按 28%稅率分開計算股利所得稅額。

表 2 所得稅制優化方案對本國法人股東股利所得稅負之影響

單位：新臺幣(元)

		公司盈餘年度	2016 年	2017 年	2018 年
		股利發放年度	2017 年	2018 年	2019 年
公司 階 段	稅前盈餘		1	1	1
	減：營所稅稅額 (稅率 17% → 20%)		0.17	0.17	0.20
	稅後盈餘		0.83	0.83	0.80
	公司應納稅額		0.17	0.17	0.20
股 東 階 段	股利總額		0.83	0.83	0.80
	股利所得課稅額		0	0	0
	股東應納稅額		0	0	0
公司與股東階段應納稅額合計			0.17	0.17	0.20

註 1：假設公司各年度盈餘皆全數分配。

註 2：營所稅稅率自 2018 年由 17%提高至 20%。

註 3：本國法人股東投資於國內其他營利事業所獲配之股利，不計入所得額課稅。

表 3 所得稅制優化方案對外資股東股利所得稅負之影響

單位：新臺幣(元)

		公司盈餘年度	2016 年	2017 年	2018 年
		股利發放年度	2017 年	2018 年	2019 年
公司 階 段	稅前盈餘		1	1	1
	減：營所稅稅額 (稅率 17% → 20%)		0.17	0.17	0.20
	稅後盈餘		0.83	0.83	0.80
	公司應納稅額		0.17	0.17	0.20
股 東 階 段	股利總額		0.83	0.83	0.80
	股利所得扣繳稅額 (稅率 20% → 21%)		0.166	0.1743	0.168
	股東應納稅額		0.166	0.1743	0.168
公司與股東階段應納稅額合計			0.336	0.3443	0.368

註 1：假設公司各年度盈餘皆全數分配。

註 2：營所稅稅率自 2018 年由 17%提高至 20%。

註 3：外資股東股利所得扣繳率自 2018 年由 20%提高至 21%。

貳、文獻回顧

一、租稅負擔與股利政策理論

投資股票之報酬來源，除資本利得尚包含投資人經由除權息所獲股利。投資人獲配股利之多寡與公司股利政策相關，而股利政策即為公司在何時、以何種形式、發放多少股利予股東之決策。文獻上與租稅負擔相關之股利政策理論最常被引述者為顧客效果理論(Clientele Effect Theory)及租稅差異理論(Tax Differential Theory)。

顧客效果理論係由 Miller and Modigliani (1961)所提出，其主張在累進稅制下，由於投資人處於不同課稅級距，所面對之邊際稅率亦不相同，因此對公司是否發放股利產生不同偏好，而企業亦可能為配合投資人股利偏好而調整其股利政策。在完美市場、投資人行為皆理性且完全確定每家公司未來投資計畫及利潤之假設下，公司價值由其投資計畫獲利能力決定，與股利政策無關，因為任何股利政策所產生之效果皆能由其他融資方式替代。例如當公司發放較少股利，投資人可賣出股票換取現金充當股利；公司發放較多股利，則可用股利買進股票再投資。惟實務上，由於投資人需要負擔租稅成本及交易成本，因此股利與資本利得無法完全替代，如需要當期股利收入或採較低邊際稅率之投資人，傾向選擇投資發放較高股利之公司，反之，則可能偏好發放較低股利之公司。因此，顧客效果理論主張企業有動機制定特定且穩定之股利政策以吸引特定偏好之投資人，且當公司改變既有股利政策，不喜好新政策之原投資人將賣出股票，但同時亦將吸引偏好新政策之投資人買進股票。

Farrar and Selwyn (1967)之租稅差異理論則認為，當股利所得稅稅率高於資本利得稅稅率時，投資人即希望公司減少股利發放以保留較多盈餘再投資，待未來股價上漲後再將股票賣出。其間，由於股利所得稅於股利發放後即須課徵，而資本利得稅係於股票賣出時才須支付，相較股利所得稅具稅款遞延支付之貨幣時間價值，所以減少股利發放既能獲得較高之資本利得，又能減輕租稅負擔。同時，為追求最大稅後股利所得，投資人會要求公司提供較高之必要報酬率，此亦促使公司減少發放股利而保留較多盈餘再投資以提升公司價值，進而極大化股東財富。

二、租稅負擔與股利政策

相關文獻曾探討美國 1986 年租稅改革法案(Tax Reform Act of 1986)對公司股利政策之影響，Means, Charoenwong and Kang (1992)發現該法案施行前股利發放率呈下降趨勢，但於個人所得稅最高稅率由 50%降低至 28%，及公司所得稅最高稅率由 46%降低至 34%之租稅改革法案通過後，當年度股利發放即明顯增加，於後則無顯著差異，此結果顯示公司確實會考量股東之租稅負擔減輕而調整其股利分配，且調整後則維持穩定；Papaioannou and Savarese (1994)則發現該法案施行後，原股利發放率較低(60%以下)公司，其股利發放率顯著增加，而原股利發放率較高(80%以上)公司之股利發放率則減少。美國另於 2003 年 5 月通過就業與成長租稅減免協調法案(Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003)，將個人股利所得稅最高稅率由 38%降至 15%，長期資本利得稅率則由 20%降至 15%。Chetty and Saez (2005)實證研究結果顯示該法案通過後，公司即開始或增加發放股利；Brown, Liang, and Weisbenner (2007)亦發現於該法案通過後，經理人持股比率較高公司，其股利發放率隨之增加。

另有關其他國家稅制改革與股利政策之文獻，如 Pattenden and Twite (2008)研究澳洲 1987 年由傳統獨立課稅制改採兩稅合一完全設算扣抵制後，股利發放率顯著增加；Wang and Guo (2011)則發現中國大陸於 2005 年股利所得稅稅率調降前，自然人股東持股比率愈高，股利發放率愈低，調降後，則出現相反情形。

為解決營利所得重複課稅問題，我國 1998 年由營所稅與綜所稅並行課徵之獨立課稅制改為兩稅合一制，公司繳納之營所稅可全數扣抵本國自然人股東之綜所稅。國內探討兩稅合一制對股利政策影響之研究相當豐富，如馬孝璿(1999)發現該制度施行當年之總股利發放率及每股總股利皆較前一年顯著增加，但當稅負減輕時，稅制對股利政策之影響力則相對減少；盧育仕(2000)則主張該制施行後，現金股利發放率增加，但股票股利發放率減少，而公司之稅額扣抵比率與現金股利發放率及股票股利發放率呈顯著正相關，表示稅額扣抵比率愈高之公司，為使股東獲得更多綜所稅扣抵權，將增加現金股利及股票股利之發放率；張恆華(2003)亦發現兩稅合一制施行後總股利發放率顯著增加，且不因產業別不同而有顯著差異；現金股利發放率顯著增加、股票股利發放率

則顯著減少，但高科技產業變動幅度顯著低於一般產業。此外，高科技產業盈餘分配仍以股票股利為主，一般產業則改以現金股利為主，而稅額扣抵比率與現金股利發放率呈正相關、與股票股利發放率則呈負相關。

再者，汪瑞芝與陳明進(2004)之追蹤資料模型(Panel Data Methods)顯示兩稅合一制施行後，現金股利發放率較施行前增加，推測可能與健全股利政策及 2000 年 1 月 1 日起取消股票股利緩課規定有關。洪榮華、曾子耘與林聖傑(2006)進一步從股東稅負壓力角度探討兩稅合一制對公司股利政策之影響，以施行前公司之現金股利發放率代表股東稅負壓力，研究結果顯示在該制施行後，股東稅負壓力最大之公司群組，現金股利發放率增加而股票股利發放率減少之情形最為明顯。

2010 年配合促進產業升級條例租稅減免落日契機，營所稅稅率自 25%降至 17%，由於我國施行兩稅合一制，營所稅稅率調降後，若公司分配盈餘，股東可扣抵稅額比率上限由 33.33%降至 20.48%，股東綜所稅稅負將因此增加；若公司未分配盈餘，公司營所稅總稅負將由 32.5%降至 25.3%，對股東租稅負擔之考量可能促使公司調整其股利政策。鄧佳文(2012)及陳正芳(2013)之實證結果皆顯示於營所稅稅率調降後，現金股利發放率顯著減少，而股票股利發放率雖增加但不顯著，其中，鄧佳文(2012)亦發現本國自然人大股東持股比率愈高之公司，其現金股利發放率愈低而股票股利發放率愈高；蔡明城(2013)指出營所稅稅率調降後，每股總股利顯著增加，但總股利發放率及股票股利發放率顯著減少，而現金股利發放率及資本公積配股率則無顯著改變；林靖傑與李文智(2016)擴充研究樣本發現營所稅稅率調降後，總股利發放率、現金股利發放率及股票股利發放率皆顯著減少，此外，股利發放穩定之公司，其總股利發放率不因營所稅稅率調降而有不同，惟現金股利與盈餘配股具替代效果。

財政部為改善所得分配、適度增加高所得者對社會之回饋，並充裕國庫稅收，推動財政健全方案所得稅制改革，並自 2015 年起施行，主要修正內容包含兩稅合一完全設算扣抵制改為部分設算扣抵制，即本國自然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，外資股東獲配股利淨額之可扣抵稅額中，屬加徵 10%營所稅部分亦調整為原可扣抵稅額之半數，及調整綜所稅稅率結構，即新增綜合所得淨額超過 1,000 萬元部分適用 45%稅率之規定。對此

王蘭芬、張仲岳與楊麗菊(2017)研究發現股東大會之召開時程於該法修正通過之前後，確實影響企業股利政策，其中，在修法通過後召開之企業，其分配之每股總股利及每股現金股利顯著較前 1 年高。黃國庭(2015)則發現於稅制改革消息公布當年，企業之總股利發放率及現金股利發放率皆顯著增加，顯示企業已於方案實施前提前因應，且該類公司於方案施行後，其總股利發放率、現金股利發放率及股票股利發放率皆顯著降低，而未提前因應之公司則顯著增加。

蘇子云(2016)另從股東稅負壓力角度探討股東可扣抵稅額減半施行對公司股利政策之影響。實證結果發現，該制度施行後使股東可扣抵稅額愈大之公司，其股東損失數額愈大，稅負壓力愈高，故企業總股利發放率顯著減少，反之，由於施行股東可扣抵稅額減半，對全體法人股東之影響不大，所以全體法人股東持股比率愈高之公司，公司之股東稅負壓力愈低，企業總股利發放率則顯著增加；邱士豪、余俊憲與王怡心(2017)研究發現股東可扣抵稅額減半施行前 1 年，每股總股利及每股現金股利顯著增加，施行當年公司仍延續前 1 年之股利政策，此外，本國自然人股東之持股比率愈高，其每股總股利及每股現金股利即愈少。

綜上所述，我國於 1998 年施行兩稅合一制、2010 年調降營所稅稅率，及 2015 年施行股東可扣抵稅額減半等稅制改革，皆影響股東稅負壓力，並促使公司調整其股利政策。本文立基於過去稅改經驗，針對 2018 年所得稅制優化方案，探討企業是否亦將股東稅負壓力納入考量而調整其股利政策。

參、研究方法

一、研究假說

前述文獻實證研究結果多顯示公司於制定股利政策時，會考量股東稅負壓力，即若稅制改革減輕股東股利所得稅負，公司將增加股利發放，反之則減少。本次所得稅制優化方案自 2018 年施行，因此適用綜所稅最高稅率之本國自然人股東於 2018 年獲配之股利所得稅負將減少，降幅約 18.99%，而外資股東之股利所得稅負反將增加，增幅約 2.47%。因此預期 2018 年所得稅制優化方案施行後，公司由盈餘分配之每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利及每股盈餘股票股利將增加。基於上述推論，建立假說如下：

假說 1：在控制公司特徵與財務表現下，2018 年所得稅制優化方案施行後，公司每股盈餘總股利將增加。

假說 2：在控制公司特徵與財務表現下，2018 年所得稅制優化方案施行後，公司每股盈餘現金股利將增加。

假說 3：在控制公司特徵與財務表現下，2018 年所得稅制優化方案施行後，公司每股盈餘股票股利將增加。

二、研究方法與變數定義

本文以每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利及每股盈餘股票股利衡量公司股利發放水準，並利用成對母體平均數差異 t 檢定分析所得稅制優化方案施行後，三者是否顯著增加。

由於公司股利政策可能受公司特徵或財務表現影響，因此實證分析進一步使用迴歸模型，參考過去實證研究結果，將獲利能力、公司規模、負債比率、公司成長性及現金充裕度作為控制變數，始能在剔除其他影響因素下，重新檢視稅改對企業股利政策之影響。迴歸模型設定如下：

模型 1

$$TD_{it} = \beta_0 + \beta_1 YEAR_{it} + \beta_2 PROF_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型 2

$$CD_{it} = \beta'_0 + \beta'_1 YEAR_{it} + \beta'_2 PROF_{it} + \beta'_3 SIZE_{it} + \beta'_4 DEBT_{it} + \beta'_5 GROW_{it} + \beta'_6 CASH_{it} + \varepsilon'_{it} \quad (2)$$

模型 3

$$SD_{it} = \beta''_0 + \beta''_1 YEAR_{it} + \beta''_2 PROF_{it} + \beta''_3 SIZE_{it} + \beta''_4 DEBT_{it} + \beta''_5 GROW_{it} + \beta''_6 CASH_{it} + \varepsilon''_{it} \quad (3)$$

其中， $\beta_j, \beta'_j, \beta''_j$ ($j = 1, 2, \dots, 6$) 為待估計之迴歸係數， $\varepsilon_{ij}, \varepsilon'_{ij}, \varepsilon''_{ij}$ 代表迴歸誤差，下標 i 表示個別公司，下標 t 表示年度，其他變數說明如後。

(一)應變數

TD ：為每股盈餘總股利，公司發放股利當年由盈餘分配之每股現金股利與每股股票股利之和；

CD：為每股盈餘現金股利，公司發放股利當年由盈餘分配之每股現金股利；

SD：為每股盈餘股票股利，公司發放股利當年由盈餘分配之每股股票股利。

過去文獻有以每股股利發放金額(陳正芳，2013；王蘭芬等，2017；邱士豪等，2017)或股利發放率(汪瑞芝與陳明進，2004；洪榮華等，2006；林靖傑與李文智，2016)衡量公司發放股利之水準。其中，股利發放率為股利占淨收益之比率，乃考量企業股利發放應與其獲利相關。惟本文針對之股東應納股利所得稅額係依據其獲配之股利總額計算，因此實證分析宜採每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利及每股盈餘股票股利為研究對象，即以之作為迴歸方程式之被解釋變數，至於企業獲利之影響則透過解釋變數的設定加以控制，將說明於後。

(二)自變數

YEAR：為一虛擬變數，所得稅制優化方案施行後為 1，否則為 0。過去國內文獻探討 1998 年施行兩稅合一制(汪瑞芝與陳明進，2004；洪榮華等，2006)、2010 年調降營所稅稅率(陳正芳，2013；林靖傑與李文智，2016)及 2014 年施行股東可扣抵稅額減半(王蘭芬等，2017；邱士豪等，2017)對股利政策之影響，皆將稅制改革前後年度轉換為虛擬變數，以分析稅制改革前後對股利政策之影響。

(三)控制變數

PROF：為公司發放股利前 1 年年底之每股盈餘，代表獲利能力。獲利能力較高公司，其稅後盈餘較多、資金較充足，較有能力發放股利(Chang and Rhee, 1990; Fama and French, 2001; Mitton, 2004)。預期獲利能力與每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利及每股盈餘股票股利呈正相關。

SIZE：為公司規模，以公司發放股利前 1 年年底之資產總額取自然對數。規模較大公司通常營運狀況優於規模較小公司，且因其資金籌措能力較佳、融資成本較低，較有能力發放現金股利(Crutchley and Hansen, 1989; Chang and Rhee, 1990; Fama and French, 2001)。預期公司規模與每股盈餘現金股利呈正相關，惟不確定其與每股盈餘總股利及每股盈餘股票股利之相關性。

DEBT：為財務槓桿，以負債比率衡量，計算方式為公司發放股利前 1 年年底之負債總額除以資產總額。負債比率較高公司，因其財務風險較高，較須保留盈餘償還債務，且債權人為保障自身權益，經常於債務契約加入保護性條款以限制公司發放股利予股東，因而公司較不會發放股利(Easterbrook, 1984)。預期負債比率與每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利及每股盈餘股票股利皆呈負相關。

GROW：為公司發放股利前 1 年年底之普通股市值除以股東權益總額，代表公司的成長性。成長機會較高公司，其投資機會較多，對資金需求亦較高，較須保留現金再投資，遂較不會發放現金股利(Crutchley and Hansen, 1989; Chang and Rhee, 1990; Fama and French, 2001)，此時為吸引投資人買進股票，企業多以股票股利替代之。預期公司成長性與每股盈餘現金股利呈負相關，與每股盈餘股票股利呈正相關，惟不確定其與每股盈餘總股利之相關性。

CASH：為公司發放股利前 1 年年底之自由現金流量除以資產總額，代表資金的充裕度。自由現金流量係公司營業活動現金流量扣除資本支出所剩可供自由運用之現金，流量較大公司，因其易有權益代理問題，故較須藉由發放現金股利以降低問題之發生(Jensen, 1986)。預期現金充裕度與每股盈餘現金股利呈正相關，與每股盈餘股票股利呈負相關，惟不確定其與每股盈餘總股利之相關性。

三、樣本與資料來源

本文研究期間為 2018 年所得稅制優化方案施行前 1 年(2017 年)及施行當年(2018 年)。研究對象為研究期間皆於我國上市或上櫃公司，惟排除上市金融保險產業、上櫃金融產業、第一上市或上櫃公司(F 股)及第二上市或上櫃公司(TDR)，並刪除股利政策、股權結構或財務資料不完整公司，另排除 2018 年與 2017 年每股盈餘總股利之差大於或小於其平均數加減 5 個標準差之公司。股利政策、股權結構及財務資料則取自台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)資料庫。

肆、實證結果

一、敘述統計分析

全體樣本 1,449 家公司中，共 445 家公司於 2017 年或 2018 年每股盈餘為零或負數，即表示部分公司於樣本期間曾發生未獲利情形。本文考量企業在未獲利年度之股利政策較易受公司獲利能力不佳干擾，因此篩除此 445 家樣本。此外，考量公司實施既有不分配盈餘之股利政策亦可能干擾實證研究，因此再刪除 47 家樣本期間每股盈餘總股利皆為 0 元之公司，最終就 2017 年與 2018 年每股盈餘皆為正數且有分配盈餘之 957 家有效樣本進行統計分析。

敘述統計分析結果如表 4，2017 年每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利及每股盈餘股票股利之平均數分別為 2.28 元、2.20 元及 0.07 元；而 2018 年每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利及每股盈餘股票股利之平均數則分別為 2.39 元、2.30 元及 0.08 元，皆較 2017 年高。3 個股利相關變數平均數皆高於中位數，隱含其股利樣本傾向右偏分配，若以標準差相對平均數作為樣本分散狀態之比較，明顯發現股票股利之發放平均差異較大。

2017 年每股盈餘平均數為 3.39 元，2018 年為 3.40 元；2017 年資產總額之平均數約為 60.77 億元，2018 年約為 64.53 億元；2017 年負債總額占資產總額比率之平均數為 39%，2018 年為 40%；2017 年市價淨值比之平均數約為 1.8 倍，2018 年為 1.97 倍；2017 年與 2018 年自由現金流量占資產總額比率之平均數皆為 5%。公司特徵變數與財務變數在 2 年間似無顯著變化。

表 4 樣本敘述統計分析

研究變數	2018 年所得稅制優化方案施行前(2017 年, 樣本數=957)				
	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
<i>TD</i>	2.28	3.17	0.00	1.50	63.50
<i>CD</i>	2.20	3.16	0.00	1.49	63.50
<i>SD</i>	0.07	0.26	0.00	0.00	2.40
<i>YEAR</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>PROF</i>	3.39	6.37	0.01	2.23	169.47
<i>SIZE</i>	15.62	1.42	12.68	15.39	21.68
<i>DEBT</i>	0.39	0.16	0.02	0.39	0.97
<i>GROW</i>	1.80	1.47	0.36	1.37	15.44
<i>CASH</i>	0.05	0.08	-0.70	0.05	0.40
研究變數	2018 年所得稅制優化方案施行後(2018 年, 樣本數=957)				
	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
<i>TD</i>	2.39	3.54	0.00	1.50	72.50
<i>CD</i>	2.30	3.53	0.00	1.40	72.50
<i>SD</i>	0.08	0.32	0.00	0.00	4.50
<i>YEAR</i>	1.00	0.00	1.00	1.00	1.00
<i>PROF</i>	3.40	7.19	0.01	2.03	193.65
<i>SIZE</i>	15.68	1.43	12.80	15.45	21.95
<i>DEBT</i>	0.40	0.17	0.04	0.41	0.96
<i>GROW</i>	1.97	1.52	0.41	1.55	15.67
<i>CASH</i>	0.05	0.08	-0.40	0.05	0.32
研究變數	全研究期間(2017 年與 2018 年, 樣本數=1,914)				
	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
<i>TD</i>	2.33	3.36	0.00	1.50	72.50
<i>CD</i>	2.25	3.35	0.00	1.47	72.50
<i>SD</i>	0.08	0.30	0.00	0.00	4.50
<i>YEAR</i>	0.50	0.50	0.00	0.50	1.00
<i>PROF</i>	3.39	6.79	0.01	2.11	193.65
<i>SIZE</i>	15.65	1.43	12.68	15.41	21.95
<i>DEBT</i>	0.40	0.17	0.02	0.40	0.97
<i>GROW</i>	1.89	1.50	0.36	1.47	15.67
<i>CASH</i>	0.05	0.08	-0.70	0.05	0.40

註：*TD*：每股盈餘總股利；*CD*：每股盈餘現金股利；*SD*：每股盈餘股票股利；*YEAR*：所得稅制優化方案施行虛擬變數；*PROF*：獲利能力；*SIZE*：公司規模；*DEBT*：負債比率；*GROW*：公司成長性；*CASH*：現金充裕度。

二、成對母體平均數差異 t 檢定分析

針對所得稅制優化方案實施前後之每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利與每股盈餘股票股利，進行成對母體平均數差異 t 檢定分析之單尾檢定，其結果列於表 5。2018 年之每股盈餘總股利與每股盈餘現金股利，分別在 1%與 5%的顯著水準下，較 2017 年明顯提高，然而 2018 年與 2017 年之每股盈餘股票股利，在 10%顯著水準下，仍無法證實有明顯差別。

表 5 成對母體平均數差異 t 檢定結果

研究變數	TD		CD		SD	
	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年
平均數	2.39	2.28	2.30	2.20	0.08	0.07
標準差	3.54	3.17	3.53	3.16	0.32	0.26
樣本數	957	957	957	957	957	957
t 統計量	2.3427***		2.2022**		1.0065	

註 1：TD：每股盈餘總股利；CD：每股盈餘現金股利；SD：每股盈餘股票股利。

註 2：*、**與***分別表示單尾檢定之 t 統計量達 10%、5%與 1%之顯著水準。

三、複迴歸分析

儘管前述統計分析已發現 2018 年所得稅制優化方案施行後，公司每股盈餘總股利及每股盈餘現金股利皆顯著增加，惟此結果可能受公司特徵或其間財務表現影響，因此本文進一步控制企業獲利能力(*PROF*)、公司規模(*SIZE*)、負債比率(*DEBT*)、公司成長性(*GROW*)及現金充裕度(*CASH*)等因素干擾，透過複迴歸分析再次驗證研究假說是否成立。

迴歸變數間之相關係數列於表 6，每股盈餘總股利與每股盈餘現金股利之相關係數大於 0.99，且每股盈餘總股利與獲利能力之相關係數及每股盈餘現金股利與獲利能力之相關係數皆大於 0.9，隱含每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利與獲利能力間皆呈高度正相關，表示公司進行盈餘分配時，主要係發放現金股利，且當公司每股盈餘愈高，由盈餘分配之現金股利愈多。其他自變數間之相關係數皆介於-0.2023 與 0.4116，表示自變數間無高度相關情形。

表 6 迴歸變數間之相關係數分析結果

研究變數	<i>TD</i>	<i>CD</i>	<i>SD</i>	<i>YEAR</i>	<i>PROF</i>	<i>SIZE</i>	<i>DEBT</i>	<i>GROW</i>	<i>CASH</i>
<i>TD</i>	1								
<i>CD</i>	0.9961	1							
<i>SD</i>	0.0783	-0.0097	1						
<i>YEAR</i>	0.0161	0.0145	0.0195	1					
<i>PROF</i>	0.9157	0.9150	0.0400	0.0014	1				
<i>SIZE</i>	0.1632	0.1675	-0.0433	0.0205	0.1665	1			
<i>DEBT</i>	-0.0601	-0.0635	0.0359	0.0235	-0.0464	0.4116	1		
<i>GROW</i>	0.4978	0.4892	0.1156	0.0573	0.3556	-0.0571	-0.0468	1	
<i>CASH</i>	0.2180	0.2223	-0.0411	-0.0021	0.1225	-0.0409	-0.2023	0.1763	1

註：*TD*：每股盈餘總股利；*CD*：每股盈餘現金股利；*SD*：每股盈餘股票股利；*YEAR*：所得稅制優化方案施行虛擬變數；*PROF*：獲利能力；*SIZE*：公司規模；*DEBT*：負債比率；*GROW*：公司成長性；*CASH*：現金充裕度。

表 7 為複迴歸估計結果，顯示 3 組模型的所得稅制優化方案施行虛擬變數 *YEAR* 之係數，在 10% 的顯著水準下皆呈現不顯著，表示在控制獲利能力、公司規模、負債比率、公司成長性及現金充裕度條件下，於 2018 年所得稅制優化方案施行後，公司每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利及每股盈餘股票股利皆未明顯增加，與表 5 簡單統計分析具相當差異，隱含股利發放之改變就整體而言與稅改因素關係並不直接。其他控制變數對應變數大抵相當顯著，影響方向也多如預期。

由於過去實證研究(如洪榮華等，2006；鄧佳文，2012；蘇子云，2016；邱士豪等，2017)曾發現公司於制定股利政策時會將股東稅負壓力納入考量，亦即企業面對稅改之因應可能與其股東結構相關，因此本文進一步將樣本公司依其 2018 年股東會前之本國自然人股東持股比率，由低至高分為 3 組樣本進行實證分析，分別稱之低、中與高本國自然人股東持股比率分群，每組樣本各 319 家樣本公司，最後再以分群樣本分別進行迴歸分析，迴歸模型設定與模型 1 至模型 3 完全一致。由於本國自然人股東持股比率愈高代表該公司有愈多本國自然人股東愈能享有 2018 年所得稅制優化方案之合理減稅利益，預期該分群之樣本公司可能較有動機因應稅改而增加股利發放。

表 7 複迴歸估計結果

應變數 自變數	預符 期號	<i>TD</i>	預符 期號	<i>CD</i>	預符 期號	<i>SD</i>
Constant	?	-1.5863 ^{***} (0.3112)	?	-1.7984 ^{***} (0.3145)	?	0.2121 ^{***} (0.0784)
YEAR	+	0.0249 (0.0533)	+	0.0174 (0.0538)	+	0.0075 (0.0134)
<i>PROF</i>	+	0.4106 ^{***} (0.0043)	+	0.4098 ^{***} (0.0044)	+	0.0008 (0.0011)
<i>SIZE</i>	?	0.1066 ^{***} (0.0211)	+	0.1203 ^{***} (0.0213)	?	-0.0137 ^{***} (0.0053)
<i>DEBT</i>	-	-0.3015 [*] (0.1807)	-	-0.4050 ^{**} (0.1826)	-	0.1035 ^{**} (0.0455)
<i>GROW</i>	?	0.4270 ^{***} (0.0194)	-	0.4039 ^{***} (0.0196)	+	0.0231 ^{***} (0.0049)
<i>CASH</i>	?	3.4386 ^{***} (0.3458)	+	3.6418 ^{***} (0.3494)	-	-0.2031 ^{**} (0.0871)
樣本數		1,914		1,914		1,914
Adj-R ²		88.03%		87.71%		1.86%
F 值		2346.81 ^{***}		2276.67 ^{***}		7.05 ^{***}

註 1：TD：每股盈餘總股利；CD：每股盈餘現金股利；SD：每股盈餘股票股利；Constant：截距項；YEAR：所得稅制優化方案施行虛擬變數；PROF：獲利能力；SIZE：公司規模；DEBT：負債比率；GROW：公司成長性；CASH：現金充裕度。

註 2：+、-與?分別表示正相關、負相關與不確定相關性。

註 3：()內數字為係數估計之標準誤。

註 4：*、**與***分別表示達 10%、5%與 1%之顯著水準。

表 8 分別呈現各分群樣本之統計分析。其中，低本國自然人股東持股比率分群樣本，其 2018 年股東會前之本國自然人股東持股比率之平均數為 28.64%、外資股東持股比率之平均數為 21.99%；中分群樣本之本國自然人股東持股比率之平均數為 55.57%、外資股東持股比率之平均數為 10.99%；高分群樣本之本國自然人股東持股比率之平均數為 80.54%、外資股東持股比率之平均數為 4.52%。各分群本國自然人持股比率之中位數與平均數相當接近，且標準差在各分群中亦相當一致。

表 8 各分群樣本持股比率之統計分析

持有人類別	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
低本國自然人股東持股比率分群					
本國自然人	0.2864	0.0965	0.0000	0.2985	0.4300
外資	0.2199	0.1982	0.0000	0.1681	0.7886
中本國自然人股東持股比率分群					
本國自然人	0.5557	0.0705	0.4302	0.5624	0.6761
外資	0.1099	0.1096	0.0000	0.0784	0.5205
高本國自然人股東持股比率分群					
本國自然人	0.8054	0.0824	0.6777	0.7928	0.9848
外資	0.0452	0.0473	0.0000	0.0272	0.2306

表 9 至表 11 分別說明低、中與高本國自然人股東持股比率分群之複迴歸估計結果。低與中本國自然人股東持股比率分群 3 組模型之所得稅制優化方案施行虛擬變數 *YEAR* 係數，在 10%顯著水準下皆不顯著，表示低與中本國自然人股東持股比率分群之樣本公司，在 2018 年所得稅制優化方案施行後，公司每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利及每股盈餘股票股利皆無顯著增加或減少證據，此亦隱含本國自然人股東持股比率較低公司，因考量外資股東之租稅負擔在方案施行後相對不利，因而傾向不調整其股利政策。

表 11 高本國自然人股東持股比率分群樣本之估計結果則有別於其他分群之發現，其每股盈餘總股利與每股盈餘現金股利迴歸模型(模型 1 及模型 2)中，所得稅制優化方案施行虛擬變數 *YEAR* 係數在 1%顯著水準下顯著為正，表示高本國自然人股東持股比率公司，在該方案施行後，公司每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利皆顯著增加，推測企業因考量股東稅負壓力而調整其股利政策，提供本文假說 1 與假說 2 論述佐證。惟模型 3 每股盈餘股票股利迴歸模型之虛擬變數 *YEAR* 係數在 10%顯著水準下仍不顯著，表示每股盈餘股票股利未有顯著改變，隱含企業因應本國自然人股東在新制享有減稅利益之作為，多透過現金股利調整為之。

表 9 低本國自然人股東持股比率分群樣本之複迴歸估計結果

應變數 自變數	<i>TD</i>	<i>CD</i>	<i>SD</i>
Constant	-1.7525** (0.6885)	-1.8582*** (0.6921)	0.1057 (0.1113)
<i>YEAR</i>	0.0838 (0.1265)	0.0623 (0.1272)	0.0214 (0.0205)
<i>PROF</i>	0.3914*** (0.0062)	0.3915*** (0.0062)	-0.0002 (0.0010)
<i>SIZE</i>	0.1188*** (0.0441)	0.1238*** (0.0443)	-0.0050 (0.0071)
<i>DEBT</i>	-0.2289 (0.3955)	-0.3239 (0.3976)	0.0950 (0.0639)
<i>GROW</i>	0.4485*** (0.0340)	0.4441*** (0.0341)	0.0044 (0.0055)
<i>CASH</i>	3.7365*** (0.7063)	3.8918*** (0.7100)	-0.1553 (0.1142)
樣本數	638	638	638
Adj-R ²	89.90%	89.82%	0.05%
F 值	946.08***	937.47***	1.05

註 1：*TD*：每股盈餘總股利；*CD*：每股盈餘現金股利；*SD*：每股盈餘股票股利；Constant：截距項；*YEAR*：所得稅制優化方案施行虛擬變數；*PROF*：獲利能力；*SIZE*：公司規模；*DEBT*：負債比率；*GROW*：公司成長性；*CASH*：現金充裕度。

註 2：()內數字為係數估計之標準誤。

註 3：*、**與***分別表示達 10%、5%與 1%之顯著水準。

表 10 中本國自然人股東持股比率分群樣本之複迴歸估計結果

自變數 \ 應變數	<i>TD</i>	<i>CD</i>	<i>SD</i>
Constant	0.5973 (0.5188)	0.7009 (0.5365)	-0.1036 (0.2026)
<i>YEAR</i>	0.0281 (0.0687)	0.0219 (0.0710)	0.0062 (0.0268)
<i>PROF</i>	0.6335*** (0.0151)	0.6169*** (0.0156)	0.0166*** (0.0059)
<i>SIZE</i>	-0.0546 (0.0346)	-0.0595* (0.0358)	0.0049 (0.0135)
<i>DEBT</i>	0.1948 (0.2505)	0.2290 (0.2591)	-0.0342 (0.0978)
<i>GROW</i>	0.1542*** (0.0353)	0.1019*** (0.0365)	0.0522*** (0.0138)
<i>CASH</i>	2.4595*** (0.4772)	2.7731*** (0.4935)	-0.3136* (0.1864)
樣本數	638	638	638
Adj-R ²	81.80%	79.54%	5.48%
F 值	478.04***	413.79***	7.16***

註 1：*TD*：每股盈餘總股利；*CD*：每股盈餘現金股利；*SD*：每股盈餘股票股利；Constant：截距項；*YEAR*：所得稅制優化方案施行虛擬變數；*PROF*：獲利能力；*SIZE*：公司規模；*DEBT*：負債比率；*GROW*：公司成長性；*CASH*：現金充裕度。

註 2：()內數字為係數估計之標準誤。

註 3：*、**與***分別表示達 10%、5%與 1%之顯著水準。

表 11 高本國自然人股東持股比率分群樣本之複迴歸估計結果

應變數 自變數	<i>TD</i>	<i>CD</i>	<i>SD</i>
Constant	0.0586 (0.3741)	-0.8267** (0.4145)	0.8853*** (0.1925)
<i>YEAR</i>	0.1361*** (0.0409)	0.1411*** (0.0453)	-0.0050 (0.0210)
<i>PROF</i>	0.6657*** (0.0111)	0.6501*** (0.0123)	0.0156* (0.0057)
<i>SIZE</i>	-0.0025 (0.0260)	0.0621** (0.0288)	-0.0645*** (0.0134)
<i>DEBT</i>	-0.4744*** (0.1477)	-0.6999*** (0.1637)	0.2255*** (0.0760)
<i>GROW</i>	0.0754*** (0.0272)	0.0375 (0.0301)	0.0379*** (0.0140)
<i>CASH</i>	1.5913*** (0.3136)	2.0813*** (0.3475)	-0.4900*** (0.1614)
樣本數	638	638	638
Adj-R ²	90.91%	88.56%	9.00%
F 值	1062.41***	822.49***	11.49***

註 1：*TD*：每股盈餘總股利；*CD*：每股盈餘現金股利；*SD*：每股盈餘股票股利；Constant：截距項；*YEAR*：所得稅制優化方案施行虛擬變數；*PROF*：獲利能力；*SIZE*：公司規模；*DEBT*：負債比率；*GROW*：公司成長性；*CASH*：現金充裕度。

註 2：()內數字為係數估計之標準誤。

註 3：*、**與***分別表示達 10%、5%與 1%之顯著水準。

伍、結論

我國自 2018 年施行所得稅制優化方案，廢除兩稅合一部分設算扣抵制，改採股利所得課稅新制，縮小內外資股東股利所得稅負差距。在此方案下，適用綜所稅最高稅率之本國自然人股東，於 2018 年獲配股利若按 28%稅率計算股利所得稅，其股利所得稅負將合理減輕約 18.99%；而外資股東則因 2018 年股利所得扣繳稅率由 20%提高至 21%，其股利所得稅負則加重約 2.47%，亦即此次稅改對本國自然人股東與外資股東股利所得稅負之影響方向恰為相反。

爰此，本文旨在探討 2018 年所得稅制優化方案施行後，企業是否考量股東稅負壓力而調整其股利政策。實證研究以該方案施行前一年(2017 年)及施行當年(2018 年)之上市或上櫃公司為主要研究對象，利用成對母體平均數差異 t 檢定及複迴歸模型，分析該方案施行後，公司是否因適用綜所稅最高稅率之本國自然人股東享有減稅利益高於外資股東增加之租稅負擔，而調整其股盈餘總股利、每股盈餘現金股利及每股盈餘股票股利之發放。

成對母體平均數差異 t 檢定分析結果顯示，該方案施行後，公司每股盈餘總股利及每股盈餘現金股利皆顯著增加，而每股盈餘股票股利則無顯著改變。考量股利政策可能受公司特徵或財務表現影響，因此加入 5 個控制變數—獲利能力、公司規模、負債比率、公司成長性及現金充裕度後，使用複迴歸分析進行驗證，研究結果顯示該方案施行後，公司每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利及每股盈餘股票股利皆未顯著增加。

考量公司之股東稅負壓力可能因股權結構不同而有所差異，進一步將樣本依各公司 2018 年股東會前之本國自然人股東持股比率由低至高分成 3 組，即低、中與高本國自然人股東持股比率分群樣本，再依不同分群樣本進行迴歸分析。結果顯示，高本國自然人股東持股比率樣本，在該方案施行後，公司每股盈餘總股利、每股盈餘現金股利皆顯著增加，但每股盈餘股票股利則未有顯著改變；而低與中分群樣本，於稅改後皆無顯著增加情形。

綜上所述，2018 年所得稅制優化方案施行後，本國自然人股東持股比率較高之公司，因考量其股東多為本國自然人，企業傾向提高每股盈餘總股利及每股盈餘現金股利之發放，以提高股東之利益；其他本國自然人股東持股比率較低之公司，因其外資股東持股比率相對較高，在考量外資股東之租稅負擔於稅改後相對不利，而傾向不調整其股利政策。顯見該方案之施行，除有效縮小內、外資股東股利所得稅負之差距以更符合稅制公平原則，亦進一步間接促使企業自發性調整其股利政策以提高股東利益。

有關本文研究限制，受限於樣本取得，僅以所得稅制優化方案施行前一年(2017 年)及施行當年(2018 年)為研究期間，且未分析該方案調整營所稅(營所稅稅率提高至 20%、未分配盈餘加徵營所稅稅率降至 5%)對公司股利政策之影響，建議未來研究者可嘗試延長研究期間並納入營所稅制之調整，以檢視本次

稅改對公司股利政策之長遠影響。

參考文獻

一、中文部分

1. 王蘭芬、張仲岳、楊麗菊(2017)，「股東可扣抵稅額減半對股利政策之影響」，*輔仁管理評論*，24(3)，1-44。
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)，257-277。
3. 林靖傑、李文智(2016)，「兩稅合一制下調降營利事業所得稅率與股利發放之研究」，*臺大管理論叢*，26(3)，35-62。
4. 邱士豪、余俊憲、王怡心(2017)，「稅制改變對股利政策之影響—以可扣抵稅額減半為例」，*財稅研究*，46(2)，31-51。
5. 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)，133-162。
6. 馬孝璿(1999)，「兩稅合一對上市上櫃公司股利政策影響之探討」，*國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文*。
7. 張恆華(2003)，「兩稅合一制對公司股利政策影響之再探討」，*逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文*。
8. 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)，84-99。
9. 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」，*國立成功大學會計學系研究所碩士論文*。
10. 蔡明城(2013)，「營利事業所得稅減稅對公司股利政策影響之實證研究」，*國立臺北大學會計學系研究所碩士論文*。
11. 鄧佳文(2012)，「營利事業所得稅調降對公司股利政策之影響」，*國立成功大學會計學系研究所碩士論文*。
12. 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」，*逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文*。

- 13.蘇子云(2016)，「股東可扣抵稅額減半對公司股利政策及股東持股型態之影響」，國立臺灣大學會計學系研究所碩士論文。

二、英文部分

1. Adedeji, A. (1998), Does the pecking order hypothesis explain the dividend payout ratios of firms in the UK? *Journal of Business Finance & Accounting*, 25, 1127-1155.
2. Brown, J.R., Liang, N., Weisbenner, S. (2007), Executive financial incentives and payout policy: Firm responses to the 2003 dividend tax cut, *Journal of Finance*, 62, 1935-1965.
3. Chang, R.P., Rhee, S.G. (1990), The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions, *Financial Management*, 19, 21-31.
4. Chetty, R., Saez, E. (2005), Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut, *Quarterly Journal of Economics*, 120, 791-833.
5. Crutchley, C.E., Hansen, R.S. (1989), A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends, *Financial Management*, 18, 36-46.
6. Easterbrook, F.H. (1984), Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review*, 74, 650-659.
7. Fama, E.F., French, K.R. (2001), Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
8. Farrar, D.E., Selwyn, L.L. (1967), Taxes, Corporate financial policy and return to investors, *National Tax Journal*, 20, 444-454.
9. Jensen, M.C. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329.
- 10.Means, Jr., D.B., Charoenwong, C., Kang, Y.K. (1992), Changing dividend policies caused by the Tax Reform Act of 1986: An empirical analysis, *Journal of Economics and Finance*, 16, 153-160.

11. Michel, A. (1979), Industry influence on dividend policy. *Financial Management*, 8, 22-26.
12. Miller, M.H., Modigliani, F. (1961), Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *Journal of Business*, 34, 411-433.
13. Mitton, T. (2004), Corporate governance and dividend policy in emerging markets, *Emerging Markets Review*, 5, 409-426.
14. Papaioannou, G.J., Savarese, C.M. (1994), Corporate dividend policy response to the Tax Reform Act of 1986, *Financial Management*, 23, 56-63.
15. Pattenden, K., Twite, G. (2008), Taxes and dividend policy under Alternative Tax Regimes, *Journal of Corporate Finance*, 14, 1-16.
16. Wang, C.F., Guo, Y. (2011), Do dividend tax cuts lead firms to increase dividends: Evidence from China, *China Journal of Accounting Research*, 4, 197-209.