

海外來台第一上市櫃企業公司治理與股利政策之關聯

葛俊佑* 蔡岳霖**

摘要：海外企業來台上市櫃係我國積極推動之政策，但此類企業通常股權架構及交易安排較複雜，投資人較難瞭解公司全貌，資訊透明度及股東權益的保障經常受到質疑。公司治理與股利政策皆是減輕代理問題之工具，然而兩者間的互補或替代關係在過去文獻發現相當分歧。本研究運用來台第一上市櫃企業資訊不對稱較嚴重之特性，配合證券暨期貨市場發展基金會發布之 2016 與 2017 年公司治理評鑑成績，探討來台上市櫃企業公司治理與股利政策之關聯，是否與我國一般企業有所差異。實證結果顯示來台第一上市櫃企業在公司治理較佳時，現金股利發放較少；亦即在資訊不對稱較嚴重的情境下，公司治理與股利發放具替代效果。此外，由於公司治理與股利發放之機制在代理問題嚴重時格外重要，本研究進一步檢測並驗證在自由現金流量較高時，來台上市櫃企業之公司治理與股利發放具有負向關聯。

關鍵詞：境外上市、公司治理、股利政策、資訊透明度

* 東吳大學會計學系助理教授（通訊作者，電子信箱：chunyouko@scu.edu.tw）

** 勤業眾信聯合會計師事務所審計員

作者由衷感謝李建然教授（領域編輯）與二位匿名審查委員的寶貴建議，使得本研究能夠更臻完備。

107 年 04 月收稿

108 年 10 月接受

三審接受

DOI: 10.6675/JCA.201911_20(2).04

The Relationship between Corporate Governance and Dividend Policy: Evidence from Foreign Listing Firms in Taiwan

Chun-You Ko* Yueh-Lin Tsai**

Abstract: The Taiwan government aggressively encourages foreign firms to be listed in Taiwan, but these firms' equity structure and sophisticated transaction arrangements are too complicated for the average investor to fully understand. Thus, the firm's information transparency and shareholders' rights protection are often questioned. The mechanisms of corporate governance and dividend policy are meant to mitigate agency problems, however, prior literature has found different evidence on the complementary or substitute roles between the two. Given that severe information asymmetry is a special characteristic of foreign firms listed in Taiwan, this study uses corporate governance ratings data published by the Securities & Futures Institute for years 2016-2017 to investigate whether the relationship between corporate governance and dividend policy is different from that of domestic firms listed in Taiwan. The results show that, for foreign firms listed in Taiwan, better corporate governance results in lower cash dividend payout, which means a substitution effect exists between corporate governance and dividend payout when information asymmetry is severe. In addition, considering that corporate governance and dividend payout are even more important for firms having severe agency problems, this study has further detected and verified that when free cash flow is high, corporate governance and dividend payout are negatively correlated for foreign firms listed in Taiwan.

Keywords: foreign listing, corporate governance, dividend policy, information transparency

* Assistant Professor, Department of Accounting, Soochow University (Corresponding author, Email: chunyouko@scu.edu.tw)

** Auditor, Deloitte & Touche

We gratefully acknowledge the comments and suggestions from Prof. Jan-Zan Lee (Area Editor) and two anonymous reviewers.

Submitted April 2018

Accepted October 2019

After 3 rounds of review

DOI: 10.6675/JCA.201911_20(2).04

壹、緒論

我國政府為滿足投資人多元需求、擴大資本市場以及提升國際競爭力，於 2008 年通過「推動海外企業來台掛牌一二三計畫」，鼓勵優良企業來台上市。2016 年起開始推動「新南向政策」，證券交易所與櫃檯買賣中心亦更積極地率領國內會計師事務所、律師事務所，以及證券商赴海外宣傳，招募企業回台上市櫃。台灣相較於亞洲鄰近資本市場，由於上市櫃審查流程相對快速透明、上市櫃成本具競爭優勢，且後續現金增資無間隔期間之規範，故自 2010 年第一家外國企業來台第一上市櫃（初次公開發行）後數量即快速成長，截至 2017 年底扣除已下市櫃之企業後，共有 102 家外國企業在台上市櫃¹。

過去探討跨國上市之研究，多以美國或歐洲地區為主，探討跨國上市之企業特質、動機、時間點以及成本效益之權衡（Biddle and Saudagaran, 1991; Pagano, Randl, Röell, and Zechner, 2001; Pagano, Röell, and Zechner, 2002; Lang, Lins, and Miller, 2003a）。美國由於具有較嚴格的法律與會計審計環境，故過去文獻幾乎一致指出美國資本市場的投資人保護較佳，具有較佳的資訊環境，因此吸引高品質的企業赴美上市，但也降低了部分特質企業赴美上市的可能性（Lang et al., 2003a; Lang, Raedy, and Yetman, 2003b; Eng, Nabar, and Mian, 2008; Doidge, Karolyi, and Stulz, 2009）。相較於美國習慣法（common law）之法律體系，屬成文法（civil law）體系的台灣一般認為法規環境較不嚴格，特別是美國通過沙賓法案之後，來台上市櫃企業所面臨的法規與資訊環境較赴美上市寬鬆許多，無需承擔遵循美國沙賓法案之相關成本（例如：台灣獨立董事比例要求較低、台灣無執行會議（Executive Sessions）之規範）²。此外，來台上市櫃之企業多具台商背景，註冊地幾乎皆為開曼群島，與國際間其他資本市場之跨國上市企業具有相當不同的特質³。

對於外國來台第一上市櫃之企業，雖然適用與我國一般上市櫃企業相似或更嚴格的資訊揭露規範與監理措施，但市場普遍對於其資訊環境具有較高疑慮，認為較難瞭解企業營運狀況⁴。王登仕、黃劭彥、林鳳儀與張森河（2018）即發現來第一上市櫃之外國企業具有較差的財務報表品質。市場諸多事件例如 2010 年「晨星」上市前多次更改承銷價，董監持股過低及控制股東難以辨認的爭議；2014 年「力旺」股價暴漲的疑似炒股案；2014 年「再生」遭放空機構發布研究報告後股價暴跌等事件，

¹ 資料來源為本研究整理台灣經濟新報資料庫數據所得。

² 相關分析可參見臺灣證券交易所 2016 年之研究報告《美國證券市場相關制度》第 66 頁起所整理的資訊。另 2012 年 8 月《資誠通訊》第 261 期第 7 頁亦指出，美國除符合新創企業條件之公司得暫時無須遵循部分沙賓法案條款外，一般企業皆須符合其要求，且經常因此影響企業赴美上市之意願。

³ 2014 年雖曾有註冊地於日本之企業來台上櫃，但已於 2016 年下櫃。截至 2017 年底仍於上市櫃市場交易之海外來台企業皆註冊於開曼群島。

⁴ 針對來台第一上市櫃企業與我國一般上市櫃企業之公司治理、財務資訊相關法規比較，可參見王登仕、黃劭彥、林鳳儀與張森河（2018）之整理。

都凸顯其資訊相對不透明⁵。當投資人較難瞭解企業營運狀況與未來展望時，一旦有新資訊釋放到市場，即使未經證實或仍存有疑慮，卻經常造成股價巨幅波動⁶。

企業的股利政策係投資人高度關注之項目。當企業面臨經營權及所有權分離時，可透過股利發放減緩代理問題（Easterbrook, 1984; Jensen, 1986）。Easterbrook (1984)認為發放股利使公司資金減少，增加未來可能於資本市場再次籌資的機會，而籌措新資金時經理人將受到較強之監督。Jensen (1986)提出的自由現金流量假說，亦認為企業可透過舉債或是發放股利，降低代理問題。

面對代理問題，公司治理也是保護投資人的重要機制。我國金融監督管理委員會於 2013 年發布「強化我國公司治理藍圖」，希望能引導企業強化公司治理並塑造企業主動改善公司治理的文化。2014 年臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證券暨期貨市場發展基金會辦理公司治理評鑑，其指標係依照 2004 年「OECD 公司治理原則」六大架構調整為五大構面，並依據配分權重計算整體分數。第一屆受評年度為 2014 年，雖然受評對象為全體上市櫃公司，但僅公布排名前百分之二十之企業，2015 年擴大公布至排名前百分之五十，直到 2016 年始公布全體上市櫃企業之評鑑結果。由於受評結果係於次一年度公布，故截至 2018 年僅有 2016 與 2017 年共兩屆完整之上市櫃企業評鑑結果。

股利與公司治理皆為減輕代理問題的工具，但兩者間之互補或替代關係在過去研究有不同的發現。La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (2000)著眼於公司治理之法律環境層面提出兩種假說，分別為結果假說（outcome model）和替代假說（substitute model）。結果假說認為當股東受到完善的法律保護時，若內部經理人不發放股利而將資金拿去做自利之行為，股東可向法院提出訴訟，或行使投票權將票投給有意願發放股利者。故完善的法律保護提高企業內部經理人之壓力，將股利分配給股東，股利支付與法律保護程度呈正相關。替代假說則認為股利發放可作為公司治理的替代機制，因為當公司治理或投資人的保護機制較弱時，企業內部經理人為樹立其不會侵占少數股東利益的良好聲譽，會發放較高比例的現金股利，故股利支付與法律保護程度呈負相關。La Porta et al. (2000)以跨國研究的形式，探討不同國家法律環境對股利的影響，實證發現支持結果假說。但後續學者延續其研究，或以其他理論基礎探討公司治理與股利之關聯，兩種方向都有文獻支持（林穎芬、黃麗津與陳思源，2012；Jiraporn and Ning, 2006; Chae, Kim, and Lee, 2009; Adjaoud and Ben-Amar, 2010; Jiraporn, Kim, and Kim, 2011）。

⁵ 針對「海外來台上市櫃企業資訊透明度較低」的論述，係本文基於過去財務報表品質文獻與相關輿論所建立的前提假設。然而，在本文後段額外測試的章節，亦嘗試透過文獻中經常採用的資訊不對稱指標，檢驗海外來台上市櫃企業與我國一般上市櫃企業是否具有顯著差異；證據顯示支持「海外來台上市櫃企業資訊透明度較低」的前提假設，如後詳述。

⁶ 相關新聞報導例如：「晨星蜜月不甜三天跌破承銷價」，2010 年 12 月 29 日，聯合報 AA2 版，記者張瑋珊。「櫃買中心要查資金外資。炒力旺？股價又漲停」，2014 年 5 月 23 日，聯合報 AA1 版，記者曹佳琪、謝易軒。「外資報告，禿鷹與股市管理」，2014 年 5 月 29 日，經濟日報 A2 版，社論。

若來台第一上市櫃企業資訊不對稱較為嚴重，將具有較高之融資成本，發放股利將面臨未來有資金需求時較高的籌資成本；因此相較於一般上市櫃企業，其股利發放成本可能較高⁷。由於公司治理與股利發放皆具有降低代理問題的效果，海外來台上市櫃企業衡量兩項工具之成本效益後，若能透過建立較佳的公司治理降低代理問題，將有機會替代股利之發放⁸。故本研究第一個探討的問題，即為來台第一上市櫃企業之公司治理與股利發放是否具有替代效果。而第二個探討的問題，則考量代理問題的存在係探討公司治理與股利發放兩者關聯之前提，故進一步檢驗當自由現金流量產生之代理問題較為嚴重時，海外來台上市櫃企業其公司治理與股利發放是否具有負向關聯。實證結果顯示兩個推論皆得到支持。

相較於過去文獻，本文具有以下特色及貢獻：一、過去探討公司治理與股利政策關聯之文獻，其公司治理衡量多採不同國家的法律環境、特定公司治理面向，或由研究者自行發展之綜合指標，對資本市場參與者而言其衡量較為間接且較難觀察與瞭解。本研究透過政府與證券主管機關大力推動的公司治理評鑑，運用其綜合多面向的評鑑成績作為公司治理衡量，係企業內部人與外部人皆可輕易直接觀察、較容易瞭解的資訊。研究成果亦可作為該項評鑑資訊有效性的證據。二、過去文獻對於資訊不對稱或籌資成本的衡量，多係透過股價或分析師追蹤及預測資料計算，對資本市場參與者而言係較間接的衡量。本研究直接運用同一資本市場中不同註冊地之兩類型企業，作為資訊環境差異之分類方法，此係資本市場參與者可直接客觀辨別、較易直觀瞭解的分類依據。本研究可透過不同的資訊不對稱判斷依據，充實資訊不對稱之相關文獻。三、本研究之成果具有明確之政策意涵。當政府積極推動新南向政策、鼓勵海外企業來台上市櫃的同時，此類型企業資訊不對稱較為嚴重的隱憂，凸顯建立良好公司治理的重要性。

本研究探討公司治理與股利之間的關聯，但有別於 La Porta et al. (2000) 透過跨國研究檢視國家層級公司治理當中的法治環境與股利之關聯，本文係在單一法治環境中，探討涵蓋企業層級公司治理不同面向的綜合性評鑑成績與股利之關聯；本研究亦有別於 Jiraporn and Ning (2006) 採用 Gompers, Ishii, and Metrick (2003) 奠基於股東權益保護之公司治理指標 (Governance Index)。此外，前述兩篇文獻皆未納入資訊不對稱程度之考量，本文則透過不同註冊地之企業區別潛在資訊不對稱差異。本研究的假說二與 Chae et al. (2009) 之研究及 Jiraporn et al. (2011) 的增額測試有相似精神，皆將代理問題納入考量，但此兩篇文獻透過資訊不對稱的衡量作為外部融資成

⁷ 例如「TPK 宸鴻」自 2010 年上市後，即考量若發放股利並另外籌措資金支持其擴充成長，成本將會較高，故初期採低股利政策，將盈餘用於再投資。此外，除了籌措資金的成本可能受資訊不對稱影響而較高，由於「TPK 宸鴻」其營運主體位於大陸，將資金匯至開曼群島將被課稅，亦是造成其股利發放成本較高的原因。雖然受到台灣資本市場期待收到股利的壓力，「TPK 宸鴻」後續逐步提高股利發放，但直到 2015 年由於無大規模的資本支出，才將股利發放率提高至超過 50%。

⁸ La Porta et al. (2000) 發現僅在法律環境較佳的情境下，成長機會較高之企業具有股利支付較少的現象。此實證結果亦說明在成長機會較高時，較佳的國家層級公司治理有可能替代股利之發放。

本的代理變數，探討企業選擇透過公司治理或股利發放降低代理問題時，若融資成本較高則兩者呈現負向關聯。本研究有別於 Chae et al. (2009)及 Jiraporn et al. (2011)，係直接透過企業不同註冊地捕捉潛在資訊不對稱的差異，主要聚焦於瞭解不同註冊地之企業其公司治理與股利發放是否具有不同關聯。而相較於假說二將議題限縮於代理問題較嚴重之情境，本研究假說一的實證結果則顯示此現象在不考慮代理問題嚴重程度時依然存在。

貳、文獻回顧與假說發展

一、跨國上市企業資訊環境之特性

在資本市場全球化的環境下，跨國上市之企業也越來越多。其型式包含直接赴註冊地以外之國家辦理初次發行，亦即第一上市；或以存託憑證的方式發行，亦即第二上市或交叉上市。Biddle and Saudagaran (1991)指出企業選擇跨國上市的重要原因包含降低資金成本、拓展市場、建立政治關係，便於利用股份激勵員工等。但企業也必須承擔符合上市國家要求的會計、審計、財務報導與揭露成本，並須符合法規遵循的要求。企業的特質影響其選擇赴不同國家上市的決策，Pagano et al. (2002)指出在 1986 至 1997 年間，美國市場吸引高科技與外銷導向之企業，且赴美上市之企業具有快速成長的特徵。但跨境至歐洲上市的企業其成長較為緩慢，且在上市後財務槓桿有提高的現象。Pagano et al. (2001)亦發現在 1986 年到 1997 年之間，歐洲企業較傾向於在流動性較高、規模較大、投資人保護較佳、政府機構與法院效率較佳的市場交叉上市。然而，企業傾向於避免在會計準則較嚴格的市場交叉上市，顯示交叉上市提高透明度對部分企業而言成本可能大於效益。

許多跨國上市之文獻聚焦於赴美發行存託憑證企業的資訊環境與會計品質。例如 Lang et al. (2003a)探討赴美發行存託憑證之企業，其資訊環境以及企業價值的變化。利用分析師追蹤人數及預測正確性當作資訊環境的代理變數，研究顯示在美國交叉上市之企業其分析師追蹤人數較多、預測正確性較高，資訊環境透明度增加，並有較高之評價。但 Lang et al. (2003b)也發現相較於赴其他地區發行存託憑證的企業，僅有在赴美發行存託憑證的企業具有較佳的會計品質，顯示美國資本市場環境的特殊性。然而，儘管赴美發行存託憑證之企業發現資訊環境與會計品質提升的證據，Lang, Raedy, and Wilson (2006)以美國一般上市櫃企業與赴美發行存託憑證之外國企業相比較，仍發現外國企業具有較大幅度之盈餘管理、較低盈餘價值攸關性，以及較低的損失認列及時性。不同於赴美上市，Eng et al. (2008)以美國赴其他國家交叉上市的企業，檢驗其分析師追蹤人數及分析師預測的準確度。實證結果顯示，美國企業赴國外交上市與分析師追蹤人數存在負向關聯，而分析師預測的正確性則僅存在邊際顯著。

我國政府自 2008 年開始推動海外企業來台第一上市櫃，鼓勵中小企業以台灣作為籌資中心，藉由台灣的資本市場促成企業快速成長的機會，並藉此提升我國資本市場的國際化與競爭力。根據來台第一上市櫃企業公開說明書的揭露內容，企業實際營運地區以中國大陸最為普遍，範圍遍及美國、新加坡、馬來西亞、泰國、越南、柬埔寨、印尼等地，部分企業在台灣也有實際營運活動。雖然主管機關多次強調其監理機制與我國一般上市櫃企業相似或更加嚴格，但市場輿論對於來台上市櫃企業，普遍批評認為較不透明⁹。此外，由於此類企業其註冊地不在台灣，若未來發生訴訟，投資人保護將面臨許多挑戰。例如，若要進行法律上之蒐證將因涉及跨境問題而較困難，且法律服務成本將會較高；即使在台灣獲得勝訴，跨境求償仍具難度；而由於來台第一上市櫃企業多以控股公司形式註冊於開曼群島，即使投資人勝訴，企業亦可能沒有實質資產可供賠償。海外來台上市櫃企業普遍有相當高比例之營業活動位於海外，陳俞如、金成隆與謝存瑞（2009）以我國企業赴外投資進行研究，指出跨國投資較高時，將使企業內部與外部的資訊不對稱更加嚴重，並可能因此產生投機性盈餘管理。實證結果顯示在海外資產比例較高、海外投資公司所跨國家數較多、海外投資公司數較多的企業，其投機性盈餘管理較為嚴重。王登仕等人（2018）則是直接探討海外來台上市櫃企業之特質，利用三種常用之裁決性應計數衡量，以因素分析法萃取第一主成分分數作為盈餘品質代理變數，發現即使考慮樣本選擇偏誤，或運用傾向分數配對法分析，皆一致顯示來台上市櫃企業具有較差的盈餘品質。

二、股利與公司治理作為解決代理問題之工具

根據 Jensen (1986)提出的自由現金流量假說，企業若將自由現金流量透過現金股利發放給股東，將可降低代理成本。在經營權與所有權分離的環境下，自利的管理階層有動機將現金保留下來從事次佳的投資，以擴張公司版圖、建立自己的聲望，或投資於有利於經理人之計畫。發放股利可降低經理人手中現金過多產生的代理問題。當企業需要資金執行投資計畫時，再募資的活動也將增加市場對企業的監督力量。Richardson (2006)透過實證分析發現當企業自由現金流量較多時，有過度投資的現象。同時，證據亦顯示部分公司治理的特徵（較活躍的股東與部分反收購條款）對自由現金流量與過度投資間的關聯具有調節效果。部分較佳的公司治理特徵可降低自由現金流產生的代理問題。

公司治理包含許多不同的面向，綜合起來成為保障企業資金提供者、降低代理問題的重要工具（Shleifer and Vishny, 1997）。我國自 2003 年行政院即成立「改革公司治理專案小組」，並提出「強化公司治理政策綱領暨行動方案」推動公司治理。2013 年發布「強化我國公司治理藍圖」後積極推動公司治理評鑑。根據 2018 年的「新版公司治理藍圖」，其願景為根植公司治理文化、創造友善投資環境、提升資本市場

⁹ 相關新聞報導例如「股價太低，外國來台掛牌股份紛紛求去」，2018 年 3 月 27 日，經濟日報產業版，彭慧明。

國際競爭力。多年來政府在公司治理持續推動多項政策，皆可視為降低代理問題的工具。以 2016 至 2017 年的公司治理評鑑指標為例，其類別包含維護股東權益、平等對待股東、強化董事會結構與運作、提升資訊透明度、落實企業社會責任，以及其他。雖然評分的細項指標在各年間略有調整，但 2016 與 2017 年配分權重皆維持依序為 15%、13%、32%、22%、18% 與 0%。

三、公司治理與股利發放之關聯

良好的公司治理與適當的股利政策皆可降低代理問題，過去許多研究從不同層級的公司治理層面，探討公司治理與股利政策兩者之關聯。La Porta et al. (2000) 從國家層級的公司治理切入，提出結果模型與替代模型。前者認為公司治理較好的環境下，內部人承受來自於小股東的壓力，會發放較多現金股利，因此公司治理與股利發放呈現正向關聯；後者則認為在公司治理較差的環境下，內部人若欲在未來發行新股，必須透過股利發放建立不會侵害小股東的聲譽，因此公司治理與股利發放呈現負向關聯。作者透過 33 個國家的跨國研究，以習慣法與成文法國家分別代表國家層級公司治理較佳與較差的環境，在習慣法國家下，監管制度傾向以市場為導向，提供少數股東較有效的保護，較不會出現內部人犧牲少數股東利益的情形；在成文法國家中，主要透過公部門制定監管機制，故其股東保護程度較差。實證結果較支持結果模型的推論，國家層級公司治理與股利發放呈現正向關聯。

Mitton (2004) 以發展中資本市場為研究對象，探討企業層級之公司治理，發現僅在投資人保護較佳的國家，公司治理與股利發放呈現正向之關聯。Adjaoud and Ben-Amar (2010) 以在加拿大上市之企業為研究對象，亦發現企業層級公司治理與股利發放呈現正向關聯。在我國資本市場的研究方面，林穎芬等人 (2012) 發現我國上市企業經理人持股比率、主動機構持股比率，以及獨立董事比率較高時，股利發放較多，與 Mitton (2004) 以及 Adjaoud and Ben-Amar (2010) 有相似的發現。

然而，後續學者探討公司治理不同面向，或以不同研究對象探討公司治理與股利政策兩者之關聯，往往有不同的發現。Jiraporn and Ning (2006) 使用美國 IRRC (Investor Responsibility Research Center) 資料庫並採用企業層級、著重股東權益保護之公司治理指標，得到負向關聯的證據。Jiraporn and Ning (2006) 提出兩個觀點，第一個是根據 Jensen (1986) 提出的自由現金流量假說，發展為管理階層投機假說。在經營權與所有權分離的環境，投機性的管理階層傾向於保留現金，花費在有利於自己的決策上，例如擴張公司版圖建立自己聲望，或有利於經理人之投資計畫，故現金股利發放較少。另一假說採用 La Porta et al. (2000) 的替代假說，在股東權利保護較差的情況下，公司為了建立良好聲譽以便未來在資本市場能再籌資，會傾向發放現金股利給股東。Jiraporn and Ning (2006) 認為其實證結果與 La Porta et al. (2000) 不同的可能原因，係由於 La Porta et al. (2000) 探討的是不同國家法律體系的差異，亦即國家層級的公司治理，而 Jiraporn and Ning (2006) 則僅探討在美國法規環境下之現

象，屬企業層級的公司治理；美國本身的資本市場發展較為成熟，提供投資人較好的保護，故透過股利建立聲譽可能係較重要的考量。

同樣是探討企業層級公司治理與股利政策之關聯，Chae et al. (2009)將自由現金流量產生的代理問題與外部融資成本納入考量，分析公司治理對股利政策的影響。在代理問題較為嚴重的環境，檢驗較佳的公司治理是否促成較高的股利發放以降低代理問題，亦或較高的公司治理已能有效降低代理問題，故企業可發放較少之股利以避免面對較高的外部融資成本。Chae et al. (2009)藉由資訊不對稱的衡量，作為融資成本的代理變數，其衡量方法包含股價日異常報酬的波動、盈餘宣告異常報酬的波動、分析師預測誤差、分析師追蹤人數、公司年齡、公司規模等。實證結果顯示在不考慮外部融資成本下，公司治理與股利發放呈現正向關聯，但考慮外部融資成本較高之情境下，公司治理較佳之企業股利發放較少，呈現負向關聯。Jiraporn et al. (2011)透過公司治理的綜合指標，發現與股利發放呈現正向關聯，但考量 Chae et al. (2009)所提出之外部融資成本，將股價報酬波動性作為融資成本的代理變數納入考量後，亦發現具有增額負向之關聯。

在我國政府積極推動下，自 2010 年第一家外國企業來台上市櫃開始，海外來台企業家數已佔我國初次上市櫃市場的重要比例。相較於註冊地在台灣的一般上市櫃企業，市場普遍認為來台第一上市櫃企業其資訊不對稱較嚴重，王登仕等人 (2018) 亦發現其盈餘品質較差。由於股利和公司治理都是降低代理問題的方法，企業在兩項工具之間作權衡時必須考量其成本。當企業資訊不對稱問題較嚴重時，潛在的外部融資成本較高，發放股利對企業而言具有較高成本，故將有較強動機透過公司治理的提升以減少股利發放。Chae et al. (2009)與 Jiraporn et al. (2011)的研究推論雖然係探討融資成本較高時，公司治理與股利之關聯，然而其衡量融資成本的方法皆採用資訊不對稱之衡量指標。兩篇研究的實證結果皆顯示在資訊不對稱較高的情境下，公司治理與股利具有替代效果。來台第一上市櫃企業與台灣一般上市櫃企業，雖然位於相同資本市場但具有不同的資訊環境，提供檢驗企業層級公司治理與股利發放是否具有替代關係之機會。本研究預期來台第一上市櫃企業由於資訊不對稱較為嚴重，其企業層級公司治理與股利政策將具有替代效果，故提出假說一如下：

假說一：相較於註冊地為台灣之企業，來台第一上市櫃企業其公司治理與股利發放具有增額負向關聯。

由於股利發放與公司治理都是降低代理問題的工具，故兩項工具預期在代理問題較嚴重的情境下，較能凸顯其重要性。Chae et al. (2009)發現公司治理與股利發放之關聯，將受代理問題嚴重程度與融資成本大小影響。因為發放股利將增加企業未來外部融資的可能性，故當融資成本較高時，發放股利有較高的成本。當企業權衡發放股利與公司治理兩項降低代理問題工具之成本時，若發放股利成本較高，企業較有可能依賴健全的公司治理作為降低代理問題的主要管道，進而減少股利的發

放。Chae et al. (2009)透過資訊不對稱的衡量作為融資成本的代理變數，研究發現當給定代理問題較為嚴重時，若企業的融資成本較低，公司治理與股利發放呈現正向關聯；若融資成本較高時，公司治理與股利發放呈現負向關聯。

自由現金流量係指企業將現金用於支付淨現值大於零的投資計畫後，所剩餘的現金流量 (Jensen, 1986)。較高的自由現金流量，將使經理人有機會從事過度投資或自利之行為，故具有較高的代理問題。Richardson (2006)即發現當企業自由現金流量較多時，有過度投資的現象。本研究預期在自由現金流量較多的情境下，代理問題較為嚴重，企業透過公司治理與股利發放兩種工具降低代理問題的動機將會較強。此時由於海外來台上市櫃企業其資訊不對稱較為嚴重，若選擇發放股利則未來潛在融資成本將較註冊地為台灣之企業為高，故其透過健全公司治理降低代理問題，進而減少股利發放之動機將會較強。本研究據以建立假說二如下：

假說二：相較於註冊地為台灣之企業，來台第一上市櫃企業當自由現金流量較高時，公司治理與股利發放具有增額負向關聯。

參、研究設計

一、資料來源與樣本篩選過程

本研究之財務報表與股價資料來源為台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫。首先選取 2016 與 2017 年上市櫃公司資料共 3,367 筆 (1,693 家)，由於 2010 年始有第一家海外來台第一上市櫃企業掛牌，故為了確保企業皆具有相似的經濟環境背景與生命週期，本研究僅挑選 2010 年以後初次上市櫃之企業作為研究對象。符合於 2010 年後始初次上市櫃之 2016 與 2017 年資料共 1,014 筆 (510 家)。

由於上市櫃與下市櫃當年度的營運可能具有較大之變化，股利政策較難與一般情境相比較，故本研究將其排除於測試之樣本；又來台第二上市櫃企業其股份同時在其他資本市場交易，資訊環境與來台第一上市櫃或一般企業皆有所差異，故本研究亦將其排除於研究對象。最後，再刪除變數具缺漏值、盈餘或保留盈餘小於 0 之企業，以及連續變數上下 1% 的極端值後，用於主要實證測試的觀察值共計 529 筆 (314 家)，其中包含 404 筆 (241 家) 一般上市櫃企業，以及 125 筆 (73 家) 海外來台第一上市櫃企業。詳細之樣本篩選過程以及產業年度分佈請參見表 1。

二、實證模型與變數衡量

假說一探討來台第一上市櫃企業其公司治理與股利發放之關聯，是否與我國一般上市櫃企業有所差異。參照 La Porta et al. (2000) 探討不同法律環境與股利發放關聯研究之模型，並參考 Jiraporn and Ning (2006) 與 Chae et al. (2009) 與 Jiraporn et al. (2011) 模型的控制變數，本研究建立式(1)如下：

$$\begin{aligned}
DivTS_EPS_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 CG_{i,t} + \alpha_2 KY_{i,t} + \alpha_3 KY \times CG_{i,t} + \alpha_4 ROE_{i,t} \\
& + \alpha_5 Ybeta_{i,t} + \alpha_6 LagLEV_{i,t} + \alpha_7 LagLnAssets_{i,t} + \alpha_8 LagTBQ_{i,t} \\
& + \alpha_9 LagRE_A_{i,t} + \alpha_{10} LagCash_A_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \quad (1)$$

其中，下標 i 代表第 i 家企業， t 代表第 t 年，其餘變數說明如下：

- $DivTS_EPS_{i,t}$ = 股利發放，以 [(普通股每股現金股利+庫藏股現金流出/流通在外股數) / 每股盈餘] 衡量¹⁰；
- $CG_{i,t}$ = 公司治理評鑑成績，衡量方法如後詳述；
- $KY_{i,t}$ = 企業是否為海外來台第一上市櫃之虛擬變數，若為海外來台第一上市櫃之企業則設定為 1，其餘設定為 0；
- $KY \times CG_{i,t}$ = $KY_{i,t}$ 與 $CG_{i,t}$ 之交乘項；
- $ROE_{i,t}$ = 股東權益報酬率，以當年度繼續營業單位損益除以平均股東權益總額衡量；
- $Ybeta_{i,t}$ = 企業風險，以 TEJ 資料庫提供之一年期 CAPM beta 衡量；
- $LagLEV_{i,t}$ = 財務槓桿，以期初總負債除以總資產衡量¹¹；
- $LagLnAssets_{i,t}$ = 企業規模，以期初總資產取自然對數衡量；
- $LagTBQ_{i,t}$ = 成長機會，以期初 [(權益市值+負債帳面價值) / 總資產] 衡量；
- $LagRE_A_{i,t}$ = 保留盈餘，以期初保留盈餘除以總資產衡量；
- $LagCash_A_{i,t}$ = 現金持有，以期初現金除以總資產衡量。

式(1)的應變數為股利發放 ($DivTS_EPS_{i,t}$)，由於現金股利與庫藏股皆為企業發放現金之管道，故本研究參照 Chae et al. (2009)以包含庫藏股在內之現金發放衡量，作為主要測試的依據。雖然在部分國家地區庫藏股交易已為重要之現金發放管道，但台灣透過庫藏股發放現金仍相對較少，因此為瞭解庫藏股在前述股利發放衡量指標之影響，本研究在進行主要測試時，亦同時檢驗不考慮庫藏股的股利發放 ($Div_EPS_{i,t}$) 作為應變數，以 [普通股每股現金股利 / 每股盈餘]，作為股利發放的第二種衡量¹²。本研究選擇股利發放率作為應變數，其分子係捕捉企業發放給股東的現金；分母則表彰當年度的獲利能力。本研究認為此衡量所代表之意涵為企業股利發放之意願，反映企業可裁決之股利政策。相較於股利殖利率等衡量相當程度反映企業的獲利能力，股利發放率應當較能反映企業的決策和意願。在額外測試的章節，本研究將針對文獻常見的不同股利發放衡量，套用於本研究之模型進行分析討論。

¹⁰ 此處股利之認定年度，當年度股利 (t 年股利) 係指當年度盈餘 (t 年盈餘) 宣告後 (於 t+1 年宣告)，董事會與股東會通過 (於 t+1 年召開並決議) 之股利發放。

¹¹ 控制變數之期初數據，皆指前一年底之財務報表數據。

¹² 故本文所建構之股利發放變數 Div_EPS ，與日常慣用之「股利發放率」一詞定義相同。

表 1 樣本篩選流程與產業年度分佈

Panel A		刪除	觀察值	公司					
篩選流程		筆數	筆數	家數					
自 TEJ 資料庫取得之 2016 與 2017 年上市櫃公司資料			3,367	1,693					
刪除初次上市櫃年度小於 2010 年之企業		2,353	1,014	510					
刪除上市櫃當年度或下市櫃當年度的資料		217	797	431					
刪除來台第二上市櫃之企業		17	780	421					
刪除無公司治理評鑑資料之企業		14	766	416					
刪除盈餘小於零或保留盈餘小於零之樣本年度		172	594	342					
刪除主要模型中連續變數上下 1% 極端值		65	529	314					
Panel B		我國一般企業				來台第一上市櫃企業			
代碼	產業別	2016	2017	觀察值	公司	2016	2017	觀察值	公司
2	食品工業	1	1	2	1	1	2	3	2
3	塑膠工業	1	1	2	1	1	1	2	1
4	紡織工業	4	4	8	5	0	0	0	0
5	電機機械	16	19	35	20	7	8	15	8
6	電器電纜	1	1	2	2	1	0	1	1
8	玻璃陶瓷	1	1	2	1	0	0	0	0
10	鋼鐵工業	3	5	8	5	1	1	2	1
11	橡膠工業	0	0	0	0	1	1	2	1
12	汽車工業	0	0	0	0	1	2	3	2
14	建材營造	7	5	12	7	1	1	2	1
15	航運	2	4	6	4	0	0	0	0
16	觀光	8	10	18	12	3	4	7	4
18	貿易百貨	3	2	5	3	3	4	7	4
20	其他	15	15	30	16	10	13	23	13
21	化學工業	4	6	10	6	2	1	3	2
22	生技醫療	19	24	43	26	7	7	14	8
24	半導體業	24	26	50	30	5	5	10	7
25	電腦及週邊	13	14	27	15	2	2	4	2
26	光電業	19	17	36	23	2	5	7	5
27	通訊網路業	15	11	26	17	3	2	5	3
28	電子零組件	21	25	46	26	4	4	8	4
29	電子通路業	0	1	1	1	0	0	0	0
30	資訊服務業	4	4	8	4	0	0	0	0
31	其他電子業	6	8	14	8	2	3	5	3
32	文化創意業	4	5	9	5	1	1	2	1
34	農林科技	1	3	4	3	0	0	0	0
合計		192	212	404	241	58	67	125	73

若假說一得到支持，則式(1)的主要測試變數 $KY \times CG_{i,t}$ 其係數 α_3 將顯著為負，亦即在公司治理較佳的海外來台第一上市櫃企業，其股利發放將顯著較低，海外來台第一上市櫃企業之公司治理與股利發放具有替代效果。其中 $CG_{i,t}$ 的衡量，本研究係依照證券暨期貨市場發展基金會辦理之公司治理評鑑資料，按其所公布之七個等級，依序將排名前 5% 之上市櫃公司給予 7 分，前 6% 至 20% 給予 6 分，前 21% 至 35% 給予 5 分，前 36% 至 50% 給予 4 分，51% 至 65% 給予 3 分，66% 至 80% 給予 2 分，81% 至 100% 給予 1 分。

在控制變數的部分，模型(1)以股東權益報酬率 ($ROE_{i,t}$) 控制獲利能力，當企業獲利較佳時預期股利發放金額較多，但股利發放率則可能因為固定金額的股利政策而較低。企業風險 ($Ybeta_{i,t}$) 係以市場角度衡量，預期波動性越大者風險越高，股利發放越少。由於負債越多時，可供發放股利之現金可能越少，且可能存在債務契約限制股利之發放，故財務槓桿 ($LagLEV_{i,t}$) 之係數可能為負，但考量利息費用較多會降低每股盈餘，股利發放率的分母較小亦可能導致財務槓桿與股利發放率呈現正向關聯。規模較大的公司有較多的管道至資本市場籌資，故大公司有機會比小公司發放較多之股利，預期企業規模 ($LagLnAssets_{i,t}$) 係數為正。成長機會 ($LagTBQ_{i,t}$) 較高的公司，對於資金需求較高，較傾向於會把資金留在公司供再投資使用，故成長機會較高的公司，預期股利發放較少。企業的保留盈餘 ($LagRE_A_{i,t}$) 與現金持有 ($LagCash_A_{i,t}$) 皆反映其股利發放能力，當企業之保留盈餘或現金持有較多時，預期發放股利之能力較強，因此預期係數為正。

本研究假說二將探討之問題，聚焦於自由現金流量產生之代理問題較為嚴重的情境。探討自由現金流量較高時，來台第一上市櫃企業其公司治理與股利發放之關聯。參照 Chae et al. (2009) 與 Jiraporn et al. (2011) 之研究設計建立式(2)如下¹³：

$$\begin{aligned} DivTS_EPS_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 CG \times FCF_{i,t} + \beta_3 CG \times FCF \times KY_{i,t} \\ & + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 Ybeta_{i,t} + \beta_6 LagLEV_{i,t} + \beta_7 LagLnAssets_{i,t} \\ & + \beta_8 LagTBQ_{i,t} + \beta_9 LagRE_A_{i,t} + \beta_{10} LagCash_A_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中，下標 i 代表第 i 家企業， t 代表第 t 年，其餘變數說明如下：

$$CG \times FCF_{i,t} = CG_{i,t} \text{ 與 } FCF_{i,t} \text{ 之交乘項，其中 } FCF_{i,t} \text{ 為依據自由現金流量高低所設定的虛擬變數。當自由現金流量大於同年度同產業中位數時，設定為 1，其餘設定為 0。本研}$$

¹³ 式(2)主要測試變數交乘項的設計主要係參照 Chae et al. (2009)，此項模型設計亦於 Jiraporn et al. (2011) 的額外測試中被採用。式(2)針對三個項目所建構之交乘項測試變數，其控制變數僅放入 $CG \times FCF_{i,t}$ 與 $CG_{i,t}$ ，除了凸顯主要欲關注的議題，係給定自由現金流量所產生的代理問題較為嚴重時，公司治理與股利發放之關聯，是否受到海外來台上市櫃企業資訊不對稱較為嚴重之影響，另一方面，若欲將所有變數兩兩交乘，以及個別變數皆放入作為控制變數，則模型將產生嚴重的共線性問題，並不可行。

究參照 Chae et al. (2009)分別以 $[FCF1=(\text{營業淨利}-\text{所得稅費用}-\text{利息支出}-\text{現金股利})/\text{期初總資產}]$ ，以及 $[FCF2=\text{稅前息前折舊前淨利}/\text{期初總資產}]$ 衡量自由現金流量；

$$CG \times FCF \times KY_{i,t} = CG_{i,t} \text{ 與 } FCF_{i,t} \text{ 與 } KY_{i,t} \text{ 之交乘項；}$$

其餘變數請參見式(1)。

檢驗假說二之主要測試變數為 $CG \times FCF \times KY_{i,t}$ ，其係數反映當自由現金流量較高時，來台第一上市櫃企業公司治理與股利發放之關聯。若實證結果支持假說二，則其係數 β_3 將顯著為負。式(2)之控制變數除了 $CG_{i,t}$ 與 $CG \times FCF_{i,t}$ 係分別考量公司治理與股利之關聯、自由現金流量較高之情境下公司治理與股利之關聯，其餘控制變數之設計皆與式(1)相同。

肆、實證結果

一、敘述性統計

表 2 為主要模型變數之敘述統計。Panel A、Panel B 與 Panel C 分別係全體樣本、我國一般企業，以及來台第一上市櫃企業。從 Panel A 可發現納入庫藏股現金流出之股利發放率平均為 77.5%，未納入庫藏股之發放率平均為 73.2%。來台第一上市櫃企業觀察值佔全體樣本的 23.6%，顯示 2010 年以後海外來台企業已佔我國初次上市櫃企業重要比例。比較 Panel B 與 Panel C 可以發現，我國一般企業之股利發放率較來台上市櫃企業略高，納入庫藏股現金流出之股利發放率平均分別為 82.5% 與 61.5%，但來台上市櫃企業其標準差較大，兩類型企業分別為 50.6% 與 57.9%。平均而言我國一般企業公司治理成績較佳，兩類企業平均分別為 4.26 與 3.42，但來台上市櫃企業其成績分布較為集中，兩類企業標準差分別為 1.72 與 1.56。海外來台上市櫃企業之股東權益報酬率、年度日報酬 beta、財務槓桿、規模、權益佔資產比率、現金持有、自由現金流量平均皆略較我國一般企業高，但成長機會平均則略低。

主要變數之間的相关係數呈現於表 3，由表中可以得知在衡量股利發放時，是否納入庫藏股現金發放的兩種衡量具有高度相關 (Pearson 相關係數 0.91、Spearman 相關係數 0.93)。本研究採用的兩種自由現金流量衡量 ($FCF1$ 與 $FCF2$)，具有高度相關 (Pearson 相關係數 0.68、Spearman 相關係數 0.65)。其餘除了股東權益報酬率 (ROE) 分別與成長機會 ($LagTBQ$) 以及自由現金流量 ($FCF1$ 與 $FCF2$) 有較高的關聯性 (Pearson 相關係數分別為 0.52、0.61、0.83) 以外，其餘變數之間的關聯性皆不高。

表 2 敘述性統計

	觀察值筆數	平均數	標準差	百分位數						
				0	1	25	50	75	99	100
Panel A：全體樣本										
<i>DivTS_EPS</i>	529	0.7754	0.5308	0	0	0.51	0.72	0.89	2.86	5.00
<i>Div_EPS</i>	529	0.7320	0.4715	0	0	0.50	0.69	0.87	2.72	5.00
<i>CG</i>	529	4.0586	1.7195	1	1	3	4	5	7	7
<i>KY</i>	529	0.2363	0.4252	0	0	0	0	0	1	1
<i>ROE</i>	529	0.1290	0.0770	0.00	0.00	0.07	0.12	0.18	0.32	0.38
<i>Ybeta</i>	529	0.7800	0.4341	0.05	0.09	0.46	0.71	1.04	1.89	2.36
<i>LagLEV</i>	529	0.3666	0.1458	0.07	0.09	0.26	0.37	0.47	0.68	0.75
<i>LagLnAssets</i>	529	14.9903	1.0069	12.98	13.27	14.28	14.88	15.57	17.90	18.63
<i>LagTBQ</i>	529	1.8060	1.1115	0.63	0.70	1.14	1.51	2.04	6.38	8.96
<i>LagRE_A</i>	529	0.1918	0.1053	-0.12	-0.05	0.12	0.18	0.26	0.45	0.47
<i>LagCash_A</i>	529	0.2491	0.1442	0.02	0.03	0.14	0.23	0.34	0.66	0.71
<i>FCF1</i>	529	0.0249	0.0466	-0.10	-0.06	-0.01	0.02	0.05	0.21	0.25
<i>FCF2</i>	529	0.1460	0.0767	0.02	0.02	0.09	0.14	0.19	0.34	0.69
Panel B：我國一般企業										
<i>DivTS_EPS</i>	404	0.8249	0.5055	0	0	0.60	0.78	0.90	2.86	5.00
<i>Div_EPS</i>	404	0.7835	0.4395	0	0	0.58	0.76	0.89	2.63	5.00
<i>CG</i>	404	4.2550	1.7218	1	1	3	5	6	7	7
<i>ROE</i>	404	0.1265	0.0784	0.00	0.00	0.07	0.12	0.18	0.32	0.37
<i>Ybeta</i>	404	0.7685	0.4364	0.05	0.08	0.45	0.69	1.02	1.89	2.36
<i>LagLEV</i>	404	0.3648	0.1442	0.07	0.09	0.26	0.37	0.47	0.68	0.75
<i>LagLnAssets</i>	404	14.8553	0.9211	12.98	13.28	14.20	14.78	15.35	17.55	17.90
<i>LagTBQ</i>	404	1.8151	1.1774	0.63	0.69	1.13	1.52	2.02	7.69	8.96
<i>LagRE_A</i>	404	0.1837	0.1051	-0.12	-0.05	0.12	0.17	0.25	0.43	0.47
<i>LagCash_A</i>	404	0.2484	0.1452	0.02	0.04	0.14	0.22	0.34	0.64	0.71
<i>FCF1</i>	404	0.0218	0.0448	-0.10	-0.06	-0.01	0.02	0.04	0.21	0.25
<i>FCF2</i>	404	0.1419	0.0789	0.02	0.02	0.09	0.13	0.18	0.34	0.69
Panel C：來台第一上市櫃企業										
<i>DivTS_EPS</i>	125	0.6152	0.5793	0	0	0.33	0.50	0.69	2.72	4.50
<i>Div_EPS</i>	125	0.5657	0.5314	0	0	0.31	0.50	0.67	2.72	4.50
<i>CG</i>	125	3.4240	1.5568	1	1	2	3	5	6	6
<i>ROE</i>	125	0.1373	0.0717	0.00	0.01	0.09	0.13	0.19	0.31	0.38
<i>Ybeta</i>	125	0.8170	0.4263	0.09	0.15	0.50	0.74	1.13	1.82	2.36
<i>LagLEV</i>	125	0.3722	0.1512	0.08	0.09	0.26	0.36	0.50	0.66	0.71
<i>LagLnAssets</i>	125	15.4266	1.1437	13.20	13.27	14.58	15.43	16.05	18.55	18.63
<i>LagTBQ</i>	125	1.7764	0.8685	0.76	0.80	1.18	1.47	2.19	4.91	5.13
<i>LagRE_A</i>	125	0.2180	0.1020	0.01	0.04	0.14	0.20	0.28	0.47	0.47
<i>LagCash_A</i>	125	0.2514	0.1411	0.02	0.03	0.14	0.24	0.33	0.68	0.69
<i>FCF1</i>	125	0.0351	0.0509	-0.08	-0.07	0.00	0.03	0.07	0.16	0.22
<i>FCF2</i>	125	0.1591	0.0675	0.02	0.04	0.11	0.16	0.20	0.32	0.34

變數說明請參見表 3。

表 3 相關係數表

Variable	(1) <i>DivTS_EPS</i>	(2) <i>Div_EPS</i>	(3) <i>CG</i>	(4) <i>KY</i>	(5) <i>ROE</i>	(6) <i>Ybeta</i>	(7) <i>LagLEV</i>	(8) <i>LagLnAssets</i>	(9) <i>LagTBQ</i>	(10) <i>LagRE_A</i>	(11) <i>LagCash_A</i>	(12) <i>FCF1</i>	(13) <i>FCF2</i>
(1) <i>DivTS_EPS</i>	1	0.93***	0.02	-0.34***	-0.17***	-0.23***	-0.15***	-0.19***	-0.03	-0.03	0.06	-0.39***	-0.19***
(2) <i>Div_EPS</i>	0.91***	1	0.03	-0.35***	-0.14***	-0.23***	-0.15***	-0.20***	-0.01	-0.01	0.06	-0.37***	-0.17***
(3) <i>CG</i>	-0.04	0.01	1	-0.21***	0.13***	0.00	0.03	0.07*	0.02	0.06	0.07	-0.02	0.11**
(4) <i>KY</i>	-0.17***	-0.20***	-0.21***	1	0.08*	0.05	0.01	0.23***	0.02	0.13***	0.01	0.12***	0.13***
(5) <i>ROE</i>	-0.25***	-0.22***	0.13**	0.06	1	0.25***	0.00	0.03	0.57***	0.33***	0.18***	0.61***	0.88***
(6) <i>Ybeta</i>	-0.20***	-0.19***	0.03	0.05	0.27***	1	0.04	0.09**	0.14***	-0.01	0.12**	0.30***	0.25***
(7) <i>LagLEV</i>	-0.07	-0.07	0.03	0.02	0.02	0.04	1	0.33***	-0.28***	-0.42***	-0.35***	-0.10**	-0.24***
(8) <i>LagLnAssets</i>	-0.08*	-0.08*	0.10**	0.24***	0.01	0.11***	0.37***	1	-0.11**	0.07	-0.22***	0.00	-0.02
(9) <i>LagTBQ</i>	-0.08*	-0.07*	-0.01	-0.01	0.52***	0.17***	-0.28***	-0.08*	1	0.26***	0.30***	0.23***	0.57***
(10) <i>LagRE_A</i>	0.00	0.04	0.05	0.14***	0.32***	-0.01	-0.41***	0.05	0.21***	1	0.28***	0.21***	0.40***
(11) <i>LagCash_A</i>	-0.04	-0.03	0.07*	0.01	0.18***	0.10**	-0.34***	-0.23***	0.30***	0.26***	1	0.05	0.19***
(12) <i>FCF1</i>	-0.31***	-0.30***	-0.04	0.12***	0.61***	0.34***	-0.12**	-0.02	0.34***	0.20***	0.07*	1	0.65***
(13) <i>FCF2</i>	-0.21***	-0.19***	0.09*	0.10***	0.83***	0.26***	-0.26***	-0.06	0.56***	0.37***	0.18***	0.68***	1

1. 相關係數矩陣之左下角為 Pearson 相關係數，右上角為 Spearman 相關係數。

2. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之統計顯著水準。

3. 變數定義如下：*DivTS_EPS*：股利發放，以[(普通股每股現金股利+庫藏股現金流出/流通在外股數)/每股盈餘]衡量；*Div_EPS*：股利發放的第二種衡量，以[普通股每股現金股利/每股盈餘]衡量；*CG*：公司治理評鑑成績，依照公司治理評鑑系統資料，按其所公布之七個等級，依序將排名前 5% 之上市櫃公司給予 7 分，前 6% 至 20% 給予 6 分，前 21% 至 35% 給予 5 分，前 36% 至 50% 給予 4 分，51% 至 65% 給予 3 分，66% 至 80% 給予 2 分，81% 至 100% 給予 1 分；*KY*：企業是否為海外來台第一上市櫃之虛擬變數，若為海外來台第一上市櫃之企業則設定為 1，其餘設定為 0；*KY×CG*：*KY* 與 *CG* 之交乘項；*ROE*：股東權益報酬率，以當年度繼續營業單位損益除以平均股東權益總額衡量；*Ybeta*：企業風險，以 TEJ 資料庫提供之一年期 CAPM beta 衡量；*LagLEV*：財務槓桿，以期初總負債除以總資產衡量；*LagLnAssets*：企業規模，以期初總資產取自然對數衡量；*LagTBQ*：成長機會，以期初[(權益市值+負債帳面價值)/總資產]衡量；*LagRE_A*：保留盈餘，以期初保留盈餘除以總資產衡量；*LagCash_A*：現金持有，以期初現金除以總資產衡量；*FCF1*：自由現金流量的第一種衡量，以[(營業淨利-所得稅費用-利息支出-現金股利)/期初總資產]衡量；*FCF2*：自由現金流量的第二種衡量，以[稅前息前折舊前淨利/期初總資產]衡量。

表 4 來台第一上市櫃企業公司治理與股利發放之關聯

Panel A：應變數 <i>DivTS_EPS</i>						
	模型 1		模型 2		模型 3	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	-0.0254*	-1.81	-0.0072	-0.46	0.0044	0.26
<i>KY</i>	-0.2301***	-3.78	0.0961	0.60	0.1389	0.88
<i>KY</i> × <i>CG</i>			-0.0908***	-2.67	-0.0938***	-2.79
<i>ROE</i>					-1.7711***	-3.61
<i>Ybeta</i>					-0.1221***	-2.64
<i>LagLEV</i>					0.0066	0.04
<i>LagLnAssets</i>					-0.0083	-0.33
<i>LagTBQ</i>					0.0193	0.98
<i>LagRE_A</i>					0.4993	1.61
<i>LagCash_A</i>					-0.1285	-0.83
Adj. R ²	0.0293		0.0403		0.0997	
N	529		529		529	
Panel B：應變數 <i>Div_EPS</i>						
	模型 4		模型 5		模型 6	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	-0.0113	-1.00	0.0011	0.09	0.0107	0.80
<i>KY</i>	-0.2276***	-3.96	-0.0057	-0.04	0.0147	0.11
<i>KY</i> × <i>CG</i>			-0.0618**	-2.18	-0.0597**	-2.09
<i>ROE</i>					-1.6181***	-3.37
<i>Ybeta</i>					-0.0898**	-2.33
<i>LagLEV</i>					0.0550	0.36
<i>LagLnAssets</i>					-0.0229	-1.00
<i>LagTBQ</i>					0.0228	1.30
<i>LagRE_A</i>					0.6954**	2.32
<i>LagCash_A</i>					-0.0735	-0.53
Adj. R ²	0.0347		0.0404		0.1006	
N	529		529		529	

1. 所有之模型皆包含截距項以及產業與年度控制變數。
2. 表中之 t 值已經過異質變異之調整。
3. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之統計顯著水準。
4. 變數說明請參見表 3。

二、主要測試

表 4 為假說一的測試結果。Panel A 的應變數是以包含庫藏股現金流出衡量的股利發放 (*DivTS_EPS*)，模型 3 為式(1)包含完整控制變數的主要測試模型。主要測試變數來台第一上市櫃企業虛擬變數與公司治理評鑑成績的交乘項 ($KY \times CG$) 係數顯著為負 (係數-0.0938, t 值-2.79)，顯示來台第一上市櫃企業其公司治理與股利發放相較於註冊地為台灣之企業，具有增額負向之關聯，支持假說一之推論。來台上市櫃企業具有資訊不對稱較為嚴重的特性，其對股利發放之影響，根據 Miller and Rock (1985) 的信號發射理論，資訊不對稱程度較高的企業，會採取高股利政策來傳達企業未來獲利能力較佳的資訊，因此會發放較多的股利。但根據 Myers and Majluf (1984) 的融資順位理論，則認為資訊不對稱較高的企業，外部融資的成本較高，會發放較少之股利。Li and Zhao (2008) 針對美國資本市場的研究，利用分析師盈餘預測誤差以及離散程度作為資訊不對稱的衡量指標，發現存有較嚴重資訊不對稱時，較少發放股利，且發放股利之金額較小。針對在台灣資本市場的研究，管瑞昌與闕河士 (2011) 以台灣上市公司作為研究對象，透過市場微結構文獻所發展的方法衡量資訊不對稱，發現資訊不對稱與股利收益率具有負向關聯，亦支持 Myers and Majluf (1984) 所提出的融資順位理論。實證結果顯示，雖然在模型 1 中，來台第一上市櫃企業虛擬變數 (KY) 之係數顯著為負，但在模型 2 考慮與公司治理之交互作用，以及模型 3 完整納入控制變數後，實證結果皆未達顯著水準。此處的證據顯示在完整模型中若僅單獨考慮來台第一上市櫃企業其資訊不對稱較為嚴重的特性，並無法解釋股利發放行為，但從交乘項的係數可以發現若配合較佳的公司治理，其股利發放將會較少。模型 3 的控制變數股東權益報酬率 (ROE) 係數顯著為負，顯示獲利能力較佳者，其股利發放率較低。企業風險 ($Ybeta$) 與股利發放率呈現負向關聯，財務槓桿 ($LagLEV$) 與股利發放率則呈現正向關聯；其餘控制變數皆不顯著。表 4 的 Panel B 係以不考慮庫藏股現金發放之股利支付率作為應變數，實證結果與 Panel A 並無重大之差異。

假說二的測試結果呈現於表 5。檢驗當自由現金流量較高時，來台第一上市櫃企業公司治理與股利發放是否具有增額負向關聯。從 Panel A 以包含庫藏股現金流出衡量的股利發放 (*DivTS_EPS*) 作為應變數的模型 1 與模型 2 可以發現，採用兩種自由現金流量作為代理問題嚴重程度之代理變數時，主要測試變數公司治理評鑑分數、自由現金流量較高之虛擬變數、來台第一上市櫃企業之虛擬變數三者之交乘項 ($KY \times FCF1 \times CG$ 或 $KY \times FCF2 \times CG$)，其係數皆顯著為負 (係數-0.0682, t 值-5.71，以及係數-0.0477, t 值-4.07)，支持假說二之推論。Panel B 以不考慮庫藏股現金發放之股利支付率作為應變數，實證結果亦無重大之差異。

表 5 來台第一上市櫃企業自由現金流量及公司治理與股利發放之關聯

Panel A：應變數 <i>DivTS_EPS</i>				
	模型 1		模型 2	
	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	0.0005	0.03	-0.0052	-0.32
<i>CG</i> × <i>FCF1</i>	-0.0139	-1.60		
<i>CG</i> × <i>FCF1</i> × <i>KY</i>	-0.0682***	-5.71		
<i>CG</i> × <i>FCF2</i>			0.0026	0.29
<i>CG</i> × <i>FCF2</i> × <i>KY</i>			-0.0477***	-4.07
<i>ROE</i>	-1.2959**	-2.74	-1.5961***	-3.22
<i>Ybeta</i>	-0.1162**	-2.45	-0.1343***	-2.82
<i>LagLEV</i>	-0.1232	-0.75	-0.0515	-0.30
<i>LagLnAssets</i>	-0.0145	-0.55	-0.0198	-0.73
<i>LagTBQ</i>	0.0068	0.36	0.0168	0.87
<i>LagRE_A</i>	0.4757	1.52	0.4645	1.46
<i>LagCash_A</i>	-0.1688	-1.10	-0.1048	-0.67
Adj. R ²	0.1000		0.0780	
N	529		529	
Panel B：應變數 <i>Div_EPS</i>				
	模型 3		模型 4	
	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	0.0156	1.24	0.0078	0.56
<i>CG</i> × <i>FCF1</i>	-0.0175**	-2.44		
<i>CG</i> × <i>FCF1</i> × <i>KY</i>	-0.0566***	-5.01		
<i>CG</i> × <i>FCF2</i>			0.0043	0.52
<i>CG</i> × <i>FCF2</i> × <i>KY</i>			-0.0409***	-3.77
<i>ROE</i>	-1.1628**	-2.56	-1.5364***	-3.21
<i>Ybeta</i>	-0.0822**	-2.10	-0.1016**	-2.57
<i>LagLEV</i>	-0.0605	-0.39	0.0220	0.14
<i>LagLnAssets</i>	-0.0319	-1.31	-0.0358	-1.41
<i>LagTBQ</i>	0.0130	0.79	0.0233	1.36
<i>LagRE_A</i>	0.6557**	2.17	0.6472**	2.10
<i>LagCash_A</i>	-0.1322	-0.97	-0.0653	-0.47
Adj. R ²	0.1028		0.0786	
N	529		529	

1. 所有之模型皆包含截距項以及產業與年度控制變數。

2. 表中之 t 值已經過異質變異之調整。

3. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之統計顯著水準。

4. 變數說明請參見表 3，但其中 *FCF1* 與 *FCF2* 於交乘項之建構，係轉換為虛擬變數，當自由現金流量大於同年度同產業中位數時，設定為 1，其餘設定為 0。

三、敏感性測試

假說一探討來台上市櫃企業公司治理與股利發放之關聯，是否與台灣之一般上市櫃企業有所差異。在敏感性測試本研究將樣本依註冊地是否為台灣分為兩群，觀察兩群樣本公司治理評鑑分數與股利發放之關聯。表 6 為測試結果，Panel A 與 Panel B 僅應變數股利發放之衡量有所差異。Panel A 模型 1 為我國一般企業，模型 2 為來台上市櫃企業之迴歸模型。觀察公司治理評鑑分數 (CG) 之係數，模型 1 為正向不顯著 (係數 0.0011, t 值 0.06)，模型 2 為負向顯著 (係數-0.0841, t 值-2.72)，與假說一推論相符，來台上市櫃企業之公司治理與股利發放存在負向關聯。Panel B 模型 3 與模型 4 的公司治理評鑑分數 (CG) 係數亦分別呈現正向不顯著與負向顯著 (模型 3 係數 0.0085, t 值 0.62; 模型 4 係數-0.0406, t 值-1.69)，與假說一推論相符。

表 6 敏感性測試—分組測試公司治理與股利發放之關聯

Panel A：應變數 <i>DivTS_EPS</i>				
	我國一般企業 模型 1		來台第一上市櫃企業 模型 2	
	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	0.0011	0.06	-0.0841***	-2.72
<i>ROE</i>	-1.6679***	-3.18	-1.6569*	-1.86
<i>Ybeta</i>	-0.1396***	-2.79	-0.0296	-0.28
<i>LagLEV</i>	0.0650	0.35	-0.1376	-0.37
<i>LagLnAssets</i>	-0.0198	-0.77	-0.0327	-0.68
<i>LagTBQ</i>	0.0067	0.34	0.1176**	2.12
<i>LagRE_A</i>	0.6435*	1.90	-0.7757	-1.62
<i>LagCash_A</i>	-0.2045	-1.18	0.5372*	1.68
Adj. R ²	0.0663		0.1444	
N	404		125	
Panel B：應變數 <i>Div_EPS</i>				
	我國一般企業 模型 3		來台第一上市櫃企業 模型 4	
	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	0.0085	0.62	-0.0406*	-1.69
<i>ROE</i>	-1.6680***	-3.21	-0.8208	-1.10
<i>Ybeta</i>	-0.0972**	-2.52	-0.0204	-0.22
<i>LagLEV</i>	0.1561	0.89	-0.1297	-0.40
<i>LagLnAssets</i>	-0.0400*	-1.90	-0.0432	-0.99
<i>LagTBQ</i>	0.0177	1.03	0.0762*	1.68
<i>LagRE_A</i>	0.8513***	2.59	-0.5155	-1.09
<i>LagCash_A</i>	-0.1611	-1.03	0.5336*	1.94
Adj. R ²	0.0875		0.1364	
N	404		125	

1. 所有之模型皆包含截距項以及產業與年度控制變數。
2. 表中之 t 值已經過異質變異之調整。
3. *, **, *** 分別表示達到 10%、5%、1% 之統計顯著水準。
4. 變數說明請參見表 3。

表 7 敏感性測試-來台第一上市櫃企業公司治理與股利發放之關聯(公司治理評鑑兩年度分數相同之企業)

Panel A：應變數 <i>DivTS_EPS</i>						
	模型 1		模型 2		模型 3	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	-0.0474**	-2.10	-0.0317	-1.32	-0.0103	-0.37
<i>KY</i>	-0.2530***	-3.14	0.0980	0.39	0.1601	0.62
<i>KY</i> × <i>CG</i>			-0.0899*	-1.76	-0.0888*	-1.78
<i>ROE</i>					-1.3048*	-1.86
<i>Ybeta</i>					-0.1971***	-2.79
<i>LagLEV</i>					0.2663	1.04
<i>LagLnAssets</i>					-0.0417	-1.03
<i>LagTBQ</i>					0.0279	1.15
<i>LagRE_A</i>					0.6622	1.43
<i>LagCash_A</i>					-0.3048	-1.54
Adj. R ²	0.0122		0.0205		0.0644	
N	245		245		245	
Panel B：應變數 <i>Div_EPS</i>						
	模型 4		模型 5		模型 6	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	-0.0337*	-1.82	-0.0152	-0.87	0.0091	0.43
<i>KY</i>	-0.2114***	-2.81	0.2024	0.87	0.2652	1.10
<i>KY</i> × <i>CG</i>			-0.1059**	-2.19	-0.1015**	-2.12
<i>ROE</i>					-1.4411**	-2.08
<i>Ybeta</i>					-0.1751***	-3.26
<i>LagLEV</i>					0.3803	1.56
<i>LagLnAssets</i>					-0.0683**	-2.08
<i>LagTBQ</i>					0.0358	1.64
<i>LagRE_A</i>					0.8571**	2.01
<i>LagCash_A</i>					-0.2379	-1.30
Adj. R ²	0.0146		0.0323		0.1023	
N	245		245		245	

1. 所有之模型皆包含截距項以及產業與年度控制變數。
2. 表中之 t 值已經過異質變異之調整。
3. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之統計顯著水準。
4. 變數說明請參見表 3。

表 8 敏感性測試—來台第一上市櫃企業自由現金流量及公司治理與股利發放之關聯（公司治理評鑑兩年度分數相同之企業）

Panel A：應變數 <i>DivTS_EPS</i>				
	模型 1		模型 2	
	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	-0.0107	-0.45	-0.0138	-0.52
<i>CG</i> × <i>FCF1</i>	-0.0179*	-1.88		
<i>CG</i> × <i>FCF1</i> × <i>KY</i>	-0.0404**	-2.45		
<i>CG</i> × <i>FCF2</i>			-0.0057	-0.49
<i>CG</i> × <i>FCF2</i> × <i>KY</i>			-0.0353*	-1.89
<i>ROE</i>	-0.8466	-1.21	-0.9842	-1.32
<i>Ybeta</i>	-0.1781**	-2.48	-0.2131***	-2.96
<i>LagLEV</i>	0.1461	0.58	0.2208	0.84
<i>LagLnAssets</i>	-0.0556	-1.58	-0.0579	-1.59
<i>LagTBQ</i>	0.0145	0.62	0.0227	0.97
<i>LagRE_A</i>	0.6545	1.41	0.6922	1.47
<i>LagCash_A</i>	-0.3246*	-1.67	-0.2788	-1.40
Adj. R ²	0.0547		0.0435	
N	245		245	
Panel B：應變數 <i>Div_EPS</i>				
	模型 3		模型 4	
	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	0.0012	0.06	-0.0026	-0.11
<i>CG</i> × <i>FCF1</i>	-0.0122	-1.36		
<i>CG</i> × <i>FCF1</i> × <i>KY</i>	-0.0357**	-2.22		
<i>CG</i> × <i>FCF2</i>			0.0006	0.05
<i>CG</i> × <i>FCF2</i> × <i>KY</i>			-0.0279	-1.59
<i>ROE</i>	-1.0620	-1.54	-1.2731*	-1.74
<i>Ybeta</i>	-0.1618***	-2.96	-0.1875***	-3.40
<i>LagLEV</i>	0.2696	1.12	0.3518	1.40
<i>LagLnAssets</i>	-0.0754***	-2.59	-0.0795***	-2.65
<i>LagTBQ</i>	0.0215	1.05	0.0290	1.36
<i>LagRE_A</i>	0.8780**	2.11	0.8988**	2.11
<i>LagCash_A</i>	-0.2291	-1.29	-0.1944	-1.07
Adj. R ²	0.0873		0.0772	
N	245		245	

1. 所有之模型皆包含截距項以及產業與年度控制變數。
2. 表中之 t 值已經過異質變異之調整。
3. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之統計顯著水準。
4. 變數說明請參見表 3，但其中 *FCF1* 與 *FCF2* 於交乘項之建構，係轉換為虛擬變數，當自由現金流量大於同年度同產業中位數時，設定為 1，其餘設定為 0。

其次，由於公司治理本身係相當廣泛之概念，我國自 2014 年第一屆公司治理評鑑開始至 2017 年第四屆，每年對於評鑑項目與配分皆持續進行調整。截至 2018 年有公布上市櫃企業完整評鑑結果的兩個年度（2016 與 2017 年）其各大類別配分權重雖維持一致，但其中的評分細項仍有所調整。若公司治理對股利發放能具有影響力，各企業之公司治理表現優劣，應當係市場普遍認可之判斷，故為確保本研究採用的公司治理評鑑，係能呈現公司相對長期的穩定特質，本研究在敏感性測試時，僅保留 2016 與 2017 公司治理評鑑結果其排序分組維持一致之企業，作為研究樣本。表 7 與表 8 係測試之結果，此時樣本量由主要測試之 529 筆降低為 245 筆，實證結果顯示除了表 8 的 Panel B 模型 4 預期負向顯著之變數 $KY \times FCF2 \times CG$ 未達統計顯著水準（係數-0.0279，t 值-1.59），其餘測試結果與表 4 及表 5 皆無重大差異。假說一與假說二皆得到支持。

再者，本研究在樣本篩選流程中，為盡可能保留較多之樣本觀察值，並未對企業之產業類別加以限制，僅在迴歸模型中對產業類別加以控制。由表 1 可以發現樣本中紡織工業、玻璃陶瓷、航運、電子通路業、資訊服務業、農林科技並無來台上市櫃企業，而橡膠工業、汽車工業則無我國一般企業。本研究嘗試將上述無可供對照企業之觀察值刪除，以有相對應產業作為樣本篩選條件重新進行測試，觀察值由主要測試之 529 筆（314 家），降低為 495 筆（293 家）；其中包含我國一般企業 375 筆（223 家）與來台上市櫃企業 120 筆（70 家）。在未編表的測試中，本研究發現實證結果與主要測試並無重大差異。此外，為確保不同註冊地的兩類型企業在較接近的經濟環境與企業生命週期條件中比較，故本研究在樣本篩選時，配合第一家海外來台企業於 2010 年上市，將樣本限制要求上市年度在 2010 年以後。本研究亦嘗試放寬上市櫃年度之限制進行分析。放寬篩選條件後之觀察值共有 1,971 筆（1,128 家），其中包含我國一般企業 1,844 筆（1,054 家）與來台上市櫃企業 127 筆（74 家），在未編表的測試中，本研究亦發現實證結果與主要測試無重大差異。

最後，本研究在主要測試的模型中，係以納入庫藏股現金支出後之股利發放率作為主要衡量依據，並在編表時併列未納入庫藏股之股利發放率。由於企業的現金增資、現金減資亦為企業與股東之間的現金交易活動，故本研究亦針對此類型之交易進一步分析。在本研究主要測試所採用的 529 筆觀察值中，有庫藏股交易者為 57 筆、有現金增資者為 28 筆、有現金減資者為 4 筆、有發放股利者為 518 筆。四種類型之交易中，除了現金增資是從股東取得現金，其餘皆為發放現金。在未編表的測試中，本研究分別檢視來台上市櫃企業與我國一般企業之間，公司治理與「庫藏股」、「現金增資」、「庫藏股+現金減資」、「股利+庫藏股+現金減資-現金增資」之關聯¹⁴。在假說一中除了預期「現金增資」因為係股東將現金投入企業故與主要測試之推論方向相反外，其餘三個衡量皆與主要測試模型相同，預期在「公司治理」與「來台

¹⁴ 由於現金減資僅 4 筆，且皆發生於我國一般企業，故無法如同其他三種交易單獨進行測試。

第一上市櫃企業」之交乘項發現負向關聯。實證結果支持預期，但在「庫藏股」、「庫藏股+現金減資」兩項測試未達統計顯著水準（t 值分別為-1.54 與-1.63）。實證結果除了可能顯示該類型交易具有不同經濟意涵，部分原因亦可能源自於該類型企業之交易筆數較少。進一步將樣本區分為我國一般企業與來台第一上市櫃企業兩群，分別進行「公司治理」對「公司與股東現金交易」之迴歸測試時，本研究發現來台上市櫃企業之公司治理係數皆顯著符合預期。在假說二的測試中，替換為「庫藏股」、「現金增資」、「庫藏股+現金減資」、「股利+庫藏股+現金減資-現金增資」皆與主要模型有一致發現，僅當以「現金增資」測試時未達統計顯著水準（t 值 0.37）¹⁵。

四、額外測試

過去文獻對於股利發放的衡量，除了以如同本研究主要測試所採用的兩種股利發放率（*DivTS_EPS* 或 *Div_EPS*）外，常見的衡量亦包含股利對現金流量比率、股利佔銷售額比率、股利佔總資產比率、股利殖利率等（La Porta et al., 2000; Jiraporn and Ning, 2006; Chae et al., 2009; Jiraporn et al., 2011）。然而，本研究認為各種衡量方法所捕捉到的概念並不完全相同。股利發放率（*DivTS_EPS* 或 *Div_EPS*）所呈現的概念係企業發放股利的意願，企業有較大裁量權能決定在有盈餘的情境下，要將盈餘當中的多少比例以股利的形式發放，故主要測試採股利發放率衡量。

本研究在主要測試的兩種衡量外，亦針對以下常見之股利衡量進行分析：

$DivTS_OCF_{i,t}$ = 股利發放之第三種衡量，以[(普通股現金股利+庫藏股現金流出)/營運活動現金流量]衡量；

$DivTS_Sales_{i,t}$ = 股利發放之第四種衡量，以[(普通股現金股利+庫藏股現金流出)/銷貨收入淨額]衡量；

$DivTS_LagAssets_{i,t}$ = 股利發放之第五種衡量，以[(普通股現金股利+庫藏股現金流出)/前一年底總資產]衡量；

$DivTS_LagP_{i,t}$ = 股利發放之第六種衡量，以[(普通股每股現金股利+庫藏股現金流出/流通在外股數)/前一年底股價]衡量。

表 9 係將假說一與假說二的測試，按照前述股利發放的第三種至第六種（共四種）衡量重新進行測試，但僅將主要測試變數編表呈現。

¹⁵ 當測試模型以「現金增資」、「股利+庫藏股+現金減資-現金增資」作為應變數時，許多模型的 Adjusted R-square 為負（各模型介於-0.0151 至-0.0221 之間），顯示運用解釋股利發放之模型解釋「現金增資」，並非恰當的模型，亦即企業與股東之間各類型現金交易，具有不同的特性。此外，在單獨測試海外來台上市櫃企業，應變數為「庫藏股」、「庫藏股+現金減資」時 Adjusted R-square 亦為負（皆為-0.0682）。由於海外來台上市櫃企業本身樣本量較少，且兩項變數非零之筆數僅 15 筆，加上不同交易可能具有不同之意涵，皆可能係造成模型解釋力為負之原因。

表 9 額外測試-不同股利衡量變數之檢驗

應變數	<i>DivTS_OCF</i>		<i>DivTS_Sales</i>		<i>DivTS_LagAssets</i>		<i>DivTS_LagP</i>	
Panel A：公司治理與不同股利衡量變數之關聯（替換表 4 之測試變數）								
	模型 1		模型 2		模型 3		模型 4	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	0.0052	0.07	-0.0010	-0.62	-0.0004	-0.48	-0.0009	-1.11
<i>KY</i>	-1.4604	-0.93	-0.0151	-1.19	-0.0106	-1.39	-0.0123*	-1.88
<i>KY</i> × <i>CG</i>	0.2788	0.86	-0.0020	-0.69	-0.0016	-0.86	-0.0011	-0.70
<i>Control Var.</i>	YES		YES		YES		YES	
Adj. R^2	-0.0273		0.4730		0.6973		0.4162	
Panel B：自由現金流量及公司治理與不同股利衡量變數之關聯（替換表 5 之測試變數）								
	模型 5		模型 6		模型 7		模型 8	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	0.1161	1.11	0.0000	0.03	0.0003	0.44	-0.0004	-0.70
<i>CG</i> × <i>FCF1</i>	-0.0682	-1.39	-0.0009	-0.78	-0.0004	-0.68	0.0005	0.90
<i>CG</i> × <i>FCF1</i> × <i>KY</i>	-0.0221	-0.38	-0.0079***	-4.41	-0.0058***	-5.37	-0.0048***	-5.30
<i>Control Var.</i>	YES		YES		YES		YES	
Adj. R^2	-0.0317		0.4812		0.7054		0.4122	
Panel C：分組測試公司治理與不同股利衡量變數之關聯（替換表 6 之測試變數）								
Panel C-1：我國一般企業								
	模 9		模型 10		模型 11		模型 12	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	0.0162	0.19	-0.0014	-0.81	-0.0008	-0.97	-0.0011	-1.33
<i>Control Var.</i>	YES		YES		YES		YES	
Adj. R^2	-0.0366		0.5251		0.7448		0.4320	
Panel C-2：來台第一上市櫃企業								
	模型 13		模型 14		模型 15		模型 16	
	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值	係數	t 值
<i>CG</i>	0.1171	0.50	-0.0020	-0.73	-0.0026	-1.56	-0.0017	-1.13
<i>Control Var.</i>	YES		YES		YES		YES	
Adj. R^2	0.0566		0.4131		0.5148		0.2655	

1. 所有之模型皆包含截距項以及產業與年度控制變數。
2. 表中之 t 值已經過異質變異之調整。
3. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之統計顯著水準。
4. 變數說明請參見表 3。*DivTS_OCF*、*DivTS_Sales*、*DivTS_LagAssets*、*DivTS_LagP* 分別為股利發放的第三、四、五、六種衡量，分子皆為現金股利與庫藏股現金流出之和，分母則分別為營運活動現金流量、銷貨收入、前一年底總資產、前一年底股價。

從表 9 的 Panel A 對假說一的測試可以發現，四種衡量皆不顯著，並未發現來台第一上市櫃企業，其公司治理與股利發放具有顯著關聯。Panel B 係針對假說二的測試，僅將問題侷限在自由現金流量較高的企業，從表中可發現除了模型 5 以股利佔營運現金流量比率當作應變數時不顯著外，其餘三種衡量皆顯著為負，支持當自由現金流量較高時，來台第一上市櫃企業之公司治理與股利具有顯著負向關聯的推論。表 9 中僅呈現自由現金流量的第一種衡量 (*FCF1*)，但比照主要測試以自由現金流量的第二種衡量 (*FCF2*) 測試時，亦得到相同之結論。Panel C 同樣係探討假說一的問題，但將樣本分群測試，Panel C-1 是以我國一般企業為樣本，Panel C-2 是以來台第一上市櫃企業為樣本，實證結果顯示各模型皆不顯著。表 9 針對假說一與假說二的測試，僅假說二得到支持。對照 Chae et al. (2009) 的實證測試結果，其透過數種資訊不對稱的衡量作為融資成本的代理變數，並發現在自由現金流量較高的情境下，透過資訊不對稱程度衡量之融資成本較高時，公司治理與股利發放存在負向關聯。本研究假說二推論來台第一上市櫃企業資訊不對稱較為嚴重，在表 9 中同樣發現在自由現金流量較高的情境下，公司治理與股利發放存在負向關聯。

表 10 額外測試—不同股利衡量變數與獲利指標之相關係數

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>KY×CG</i>	<i>DivTS</i>	<i>DivTS</i>	<i>DivTS</i>	<i>DivTS</i>	<i>DivTS</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>Profitability</i>
		<i>_EPS</i>	<i>_OCF</i>	<i>_Sales</i>	<i>_LagAssets</i>	<i>_LagP</i>			
(1) <i>KY×CG</i>	1	-0.35***	-0.17***	-0.12***	-0.13***	-0.20***	0.09**	0.08*	0.09**
(2) <i>DivTS_EPS</i>	-0.21***	1	0.39***	0.39***	0.37***	0.42***	-0.13***	-0.17***	-0.15***
(3) <i>DivTS_OCF</i>	-0.04	0.08***	1	0.53***	0.59***	0.41***	0.34***	0.33***	0.29***
(4) <i>DivTS_Sales</i>	-0.11***	0.22***	0.12***	1	0.81***	0.47***	0.55***	0.52***	0.78***
(5) <i>DivTS_LagAssets</i>	-0.13***	0.16***	0.09**	0.78***	1	0.60***	0.75***	0.74***	0.60***
(6) <i>DivTS_LagP</i>	-0.17***	0.25***	0.09**	0.34***	0.45***	1	0.29***	0.35***	0.18***
(7) <i>ROA</i>	0.05	-0.18***	0.02	0.53***	0.76***	0.22***	1	0.87***	0.71***
(8) <i>ROE</i>	0.06	-0.25***	0.05	0.46***	0.72***	0.30***	0.85***	1	0.68***
(9) <i>Profitability</i>	0.06	-0.17	0.04	0.80***	0.59***	0.11**	0.66***	0.61***	1

1. 相關係數矩陣之左下角為 Pearson 相關係數，右上角為 Spearman 相關係數。
2. *、**、*** 分別表示達到 10%、5%、1% 之統計顯著水準。
3. *ROA* 為資產報酬率，以營業淨利除以平均總資產衡量；*Profitability* 為淨利率，以繼續營業單位損益除以銷貨淨額衡量；其餘變數說明請參見表 3 與表 9。

表 9 中股利的不同衡量方法並未支持假說一之推論，本研究認為係由於衡量指標捕捉不同的概念。表 9 中股利的第三種衡量 (*DivTS_OCF*) 以營運活動現金流量作為分母，若營運現金流量與盈餘高度相關，則此衡量接近於股利發放率之概念。然而，盈餘係較平穩且較能允當表達獲利能力之衡量指標，在未編表的分析顯示，此項以營運現金流量作為分母的衡量指標其平均數為 0.6391，標準差高達 3.1443，

波動極大。第四種衡量 (*DivTS_Sales*) 係從股東現金流量觀點衡量之銷貨利潤率，將受到各行業銷貨利潤率差異的影響，且相較於盈餘彙總各項收入與各項費用之波動，單純銷貨收入之波動可能較無法表達企業獲利能力的變化。第五種衡量 (*DivTS_LagAssets*) 與第六種衡量 (*DivTS_LagP*) 皆為從股東現金流量觀點衡量之投資報酬率，以總資產作為分母時，可類比於應計基礎的資產報酬率；以股價作為分母時，係常見的股利殖利率指標。表 10 進一步檢驗不同股利衡量之間的相關係數。由表 10 左下角 Pearson 相關係數可以發現，主要測試所採用的股利發放率 (*DivTS_EPS*) 與表 9 所檢驗的四種衡量 (編號 2 到 5) 其相關係數僅 0.08 至 0.25，可推論股利發放率所衡量之概念與其他衡量具有相當大之差異。各種股利衡量 (編號 1 到 5)，其相關係數僅 *DivTS_Sales* 與 *DivTS_LagAssets* 較高達 0.78，而 *DivTS_Sales* 與淨利率 (*Profitability*) 之相關係數高達 0.80，*DivTS_LagAssets* 與資產報酬率 (*ROA*) 之相關係數高達 0.76，可推論此兩種衡量相當程度的捕捉到獲利能力的概念。表 10 右上角 Spearman 相關係數也有類似的發現。由於本研究欲探討的問題係聚焦於企業發放股利之意願，故主要測試中僅選擇以股利發放率衡量。

本研究在探討海外來台上市櫃企業與我國一般企業之差異時，係將海外來台上市櫃企業設定一個虛擬變數加以辨別。在進一步分析納入樣本之海外來台上市櫃企業特質後，發現 73 家企業雖然註冊地皆為開曼群島，營運地點散布全球，但母公司功能性貨幣具有集中在人民幣 (21 家)、新台幣 (26 家)、美金 (22 家) 的現象，另有 4 家則分散新加坡幣、港幣與日幣。由於功能性貨幣反映其核心管理決策之座落國家，故本研究在未編表的測試中，嘗試將海外來台上市櫃企業於主要測試中的虛擬變數依據功能性貨幣「人民幣」、「新台幣」、「美金」，以及「其他」分為四個變數，並對假說一與假說二進行測試。實證結果顯示，假說一「公司治理」與「來台第一上市櫃企業功能性貨幣」之交乘項僅有在功能性貨幣為新台幣時顯著為負，但模型本身有共線性之隱憂 (四個主要測試變數 VIF 值介於 6.21 至 9.39 之間)；將我國一般企業與不同功能性貨幣之海外來台上市櫃企業分組進行迴歸測試，則發現公司治理係數皆不顯著¹⁶。假說二則發現四個主要測試變數皆符合預期，其中「人民幣」、「新台幣」、「美金」達到統計顯著水準。綜合而言，並未有強烈的證據顯示本文之發現受特定功能性貨幣之企業類型主導。

本研究的假說推論，係基於海外來台上市櫃企業具有較嚴重資訊不對稱之假設。雖然過去文獻顯示海外來台上市櫃企業具有較差的財務報表品質 (王登仕等人，2018)，海外資產比例較高、海外投資公司所跨國家數較多、海外投資公司數較多之企業，投機性盈餘管理較為嚴重 (陳俞如等人，2009)，市場輿論對於海外來台上市櫃企業亦普遍有資訊不對稱較為嚴重的批評，本文在額外測試時，仍針對此項

¹⁶ 不同功能性貨幣測試模型之樣本觀察值，在「人民幣」、「新台幣」、「美金」僅分別有 36 筆、47 筆、35 筆，可能係造成測試結果不顯著之重要原因。

假設加以檢驗。本研究參照 Krishnaswami and Subramaniam (1999)對於資訊不對稱之衡量，以日超額報酬波動性作為衡量指標，檢驗海外來台上市櫃企業與我國一般企業是否具有顯著差異。表 11 為測試之結果。其中 Panel A 係將主要測試中來台上市櫃企業的 125 筆觀察值，以企業規模作為配對條件，尋找同年度同產業之我國一般上市櫃企業進行配對；配對成功者共有 120 組觀察值。運用配對樣本 t 檢定，本研究發現無論採相較大盤之日超額報酬、相較 MSCI 之日超額報酬，或是直接採用原始報酬，海外來台上市櫃企業之日報酬率標準差皆顯著大於我國一般企業。表 11 的 Panel B 係將主要測試中的 529 筆觀察值，直接按其註冊地劃分為兩組（分別有 404 筆與 125 筆），進行獨立樣本 t 檢定。實證結果顯示無論是採相較大盤之日超額報酬、相較 MSCI 之日超額報酬，或是直接採用原始報酬，兩組企業之日報酬率標準差皆具有顯著差異。證據一致的顯示海外來台上市櫃企業具有較為嚴重的資訊不對稱問題。

表 11 額外測試-不同註冊地企業資訊不對稱程度之檢驗

Panel A：配對樣本之日報酬率標準差平均值差異（配對樣本 t 檢定）

來台第一上市櫃企業日報酬率標準差－配對之我國一般企業日報酬率標準差

	N	平均值	標準差	t 值	p 值
相較大盤報酬	120	0.4055	0.6597	6.73	<.0001
相較 MSCI 報酬	120	0.3998	0.6726	6.51	<.0001
原始報酬	120	0.4465	0.7252	6.75	<.0001

Panel B：兩類型企業之日報酬率標準差平均值差異（獨立樣本 t 檢定）

日報酬率標準差平均值

	相較大盤報酬	相較 MSCI 報酬	原始報酬
我國一般企業	1.8415	1.9175	1.9070
來台第一上市櫃企業	2.0339	2.0925	2.1093
差異	-0.1924	-0.1749	-0.2023

變異數相等性測試

Folded F	1.04	1.09	1.15
Pr > F	0.7933	0.5891	0.3507

平均值檢定

t 值	-3.20	-2.85	-2.99
Pr > t	0.0014	0.0045	0.0029

伍、結論與建議

我國政府自 2008 年開始推動海外企業來台第一上市櫃，不僅提供外國企業籌資的管道，也提供我國投資人更多元的投資選擇。自 2010 年第一家外國企業來台第一上市櫃開始至 2017 年間，來台第一上市櫃企業已佔我國資本市場初次上市櫃企業家數約四分之一。但由於來台第一上市櫃企業營運總部或主要營運地多不在台灣，母公司財務報表功能性貨幣也多非新台幣，故市場普遍認為其資訊環境較不透明，較難瞭解其營運狀況，資訊透明度及股東權益的保障經常受到質疑。

公司治理與股利政策皆為降低代理問題的重要工具，但兩者間的互補或替代關係在過去研究發現相當分歧。來台第一上市櫃企業資訊不對稱較為嚴重的特質，提供本研究探討在資訊不對稱較嚴重的情況下，公司治理與股利政策關聯之機會。本研究假說一預期當企業資訊不對稱問題較為嚴重時，潛在的外部融資成本將會較高，發放股利對企業而言成本較高，故此類型企業公司治理與股利發放將呈現增額負向關聯。透過證券暨期貨市場發展基金會發布之 2016 與 2017 年公司治理評鑑成績，本研究發現來台第一上市櫃企業其公司治理評鑑成績較佳時，股利發放較低，支持假說一的推論。此外，由於公司治理與股利作為降低代理問題的工具，其重要性建立於代理問題存在之前提，故本研究假說二進一步測試在自由現金流量較高的情境下，來台第一上市櫃企業其公司治理與股利發放是否具有增額負向之關聯，實證結果亦支持假說二之推論。

本研究提供在單一資本市場不同資訊環境之企業，其公司治理與股利關聯之證據。研究結果除了可以幫助投資人瞭解企業因為資訊環境差異，而對於公司治理實務與股利發放決策兩者間關聯產生之潛在影響，凸顯公司治理之重要性，此研究之意涵也可提供主管機關在推動海外企業來台上市櫃時，面對潛在資訊不對稱較為嚴重之情境，針對公司治理監理之參考。

參考文獻

- 王登仕、黃劭彥、林鳳儀與張森河，2018，財務報表品質檢驗：外國企業與本國企業之比較，*中山管理評論*，第 26 卷第 2 期：277-330。
- 林穎芬、黃麗津與陳思源，2012，經理人薪酬、公司治理與現金股利政策，*中山管理評論*，第 20 卷第 4 期：1213-1251。
- 陳俞如、金成隆與謝存瑞，2009，海外投資與盈餘品質：資訊不對稱觀點，*管理學報*，第 26 卷第 4 期：353-376。
- 管瑞昌與闕河士，2011，資訊不對稱如何影響股利政策？信號發射或融資順位，*亞太經濟管理評論*，第 15 卷第 1 期：83-110。
- Adjaoud, F., and W. Ben-Amar. 2010. Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance and Accounting* 37 (5-6): 648-667.
- Biddle, G. C., and S. M. Saudagaran. 1991. Foreign stock listings: Benefits, costs, and the accounting policy dilemma. *Accounting Horizons* 5 (3): 69-80.
- Chae, J., S. Kim, and E. J. Lee. 2009. How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints. *Journal of Banking and Finance* 33 (11): 2093-2101.
- Doidge, C., G. A. Karolyi, and R. M. Stulz. 2009. Has New York become less competitive than London in global markets? Evaluating foreign listing choices over time. *Journal of Financial Economics* 91 (3): 253-277.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review* 74 (4): 650-659.
- Eng, L. L., S. Nabar, and G. M. Mian. 2008. Cross-listing, information environment, and market value: Evidence from U.S. firms that list on foreign stock exchanges. *Journal of International Accounting Research* 7 (2): 25-41.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick. 2003. Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics* 118 (1): 107-156.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Jiraporn, P., and Y. Ning. 2006. Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance. *Journal of Applied Finance* 16 (2): 24-36.
- Jiraporn, P., J. C. Kim, and Y. S. Kim. 2011. Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *Financial Review* 46 (2): 251-279.
- Krishnaswami, S., and V. Subramaniam. 1999. Information asymmetry, valuation, and the

- corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics* 53 (1):73-112.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance* 55 (1): 1-33.
- Lang, M. H., K. V. Lins, and D. P. Miller. 2003a. ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research* 41 (2): 317-345.
- Lang, M., J. S. Raedy, and M. H. Yetman. 2003b. How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality. *Journal of Accounting Research* 41 (2): 363-386.
- Lang, M., J. S. Raedy, and W. Wilson. 2006. Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to US earnings? *Journal of Accounting and Economics* 42 (1-2): 255-283.
- Li, K., and X. Zhao. 2008. Asymmetric information and dividend policy. *Financial Management* 37 (4): 673-694.
- Miller, M. H., and K. Rock. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance* 40 (4): 1031-1051.
- Mitton, T. 2004. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review* 5 (4): 409-426.
- Myers, S. C., and N. 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.
- Pagano, M., A. A. Röell, and J. Zechner. 2002. The geography of equity listing: Why do companies list abroad? *The Journal of Finance* 57 (6): 2651-2694.
- Pagano, M., O. Randl, A. A. Röell, and J. Zechner. 2001. What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions. *European Economic Review* 45 (4-6): 770-782.
- Richardson, S. 2006. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies* 11 (2-3): 159-189.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52 (2): 737-783.

