

東海大學會計學系碩士班  
碩士論文

公司治理、盈餘持續性與公司股利政策之關聯性

The Association among Corporate Governance,  
Earnings Persistence and Dividend Policy

The seal of Tungshai University is a circular emblem with a scalloped outer edge. It features a central cross, a horizontal line, and two interlocking rings above it. The words "TUNGSHAI UNIVERSITY" are written in a circular path around the inner border of the seal.

指導教授：劉俊儒博士

研究生：謝宗穎

中華民國一〇五年六月

## 謝辭

時光飛逝，歲月如梭，兩年的研究所生活彷彿眨眼般短暫，卻又令我獲益良多。從一開始的懵懂無知，到完成代表辛勤研究成果的論文，這段路上要感謝的人有太多太多。首先要感謝的是劉俊儒教授，在授課與公務的辛勞中抽空指導我，對於我時常天馬行空的思考總是有耐心地慢慢引導，讓我能在浩瀚的知識之海中找到問題的解答。同時也分享自己的人生經驗談，讓我明白待人處事的道理，以及探索未來的勇氣。也感謝口試委員尤隨樺教授及黃政仁教授撥冗指導，為論文的完成提供了寶貴的意見與建議，讓整篇論文更加條理分明，井然有序。也感謝系上老師在獨立研究時的給予的意見與鼓勵，謝謝。

感謝同門傅彧偉、林孝儒與郭俊甫，讓我在這條求知路上有人陪伴，相互幫助精益求精，在我需要幫忙時總是不吝伸出援手。感謝林祐民、林家慶在我不懂的統計領域上，為我提供了簡潔易懂的教學，解答我一個又一個的問題。也感謝其他同學與朋友的陪伴與勉勵，聽我傾訴心中的煩憂，就像是為我持續走下去的動力打上一劑強心針。其中我最親密的朋友們，總是不厭其煩地聽我大吐苦水，並鼓勵我再振作起來，因為有你們的陪伴我才能走得更遠。我也要感謝我的父母與哥哥，即使不是隨時都在身邊，但給予我的支持與鼓勵是讓我能夠堅持下去的最大動力，讓我能夠順利完成論文，謝謝您們。也感謝協助我順利完成各項事務的系辦助教們。

謝宗穎 謹啟  
于東海會計系研究所  
民國一〇五年六月

# 公司治理、盈餘持續性與公司股利政策之關聯性

指導教授：劉俊儒博士

研究生姓名：謝宗穎

研究生學號：G03430103

## 摘要

本研究以 2010 年至 2014 年台灣電子業上市櫃公司為研究對象，根據代理理論與股利結果模型與替代模型預測，使用結構方程模式(Structural Equation Modeling)、拔靴法(boots trapping)。並以主成份分析法(Principal component analysis)衡量公司治理變數，以補充過去文獻研究衡量公司治理時未能同時考量多個構面對整體公司治理機制及環境影響的不足之處，來探討盈餘持續性、公司治理品質與股利發放間的關係。本研究發現：(1)公司治理品質對於盈餘持續性有顯著正向影響，(2)盈餘持續性對於股利發放有顯著負向影響，(3)公司治理品質對於股利發放無顯著影響，(4)公司治理品質會透過盈餘持續性提升，更進一步對公司的股利發放產生負向影響。

關鍵字：盈餘持續性、股利政策、公司治理

# The Association among Corporate Governance, Earnings Persistence and Dividend Policy

Advisor : Dr. Chun-Ju Liu

Graduate Student : Tsung-Yin Hsieh

Student No. : G03430119

## **Abstract**

The purpose of the paper was to discuss the relationship between earning persistence, corporate governance and dividend payout during the period from 2010 to 2014 for Taiwan's listed electronics industry companies. This study used principal component analysis (PCA) to measure corporate governance and used Structural Equation Modeling (SEM) and bootstrapping to find out the result. The result of the dissertation are: (1) Corporate governance was significantly positively related to earning persistence. (2) Earning persistence was significantly negatively related to dividend payout ; (3) Corporate governance was not significantly related to dividend payout ; (4) Earning persistence was a mediator variable between corporate governance and dividend payout. The result can tell us the corporate governance can develop its function of supervisory and management and protect investors' right, investors accept companies to keep funds for investments in future.

Keywords: Earning persistence, Corporate governance, Dividend Policy

# 目錄

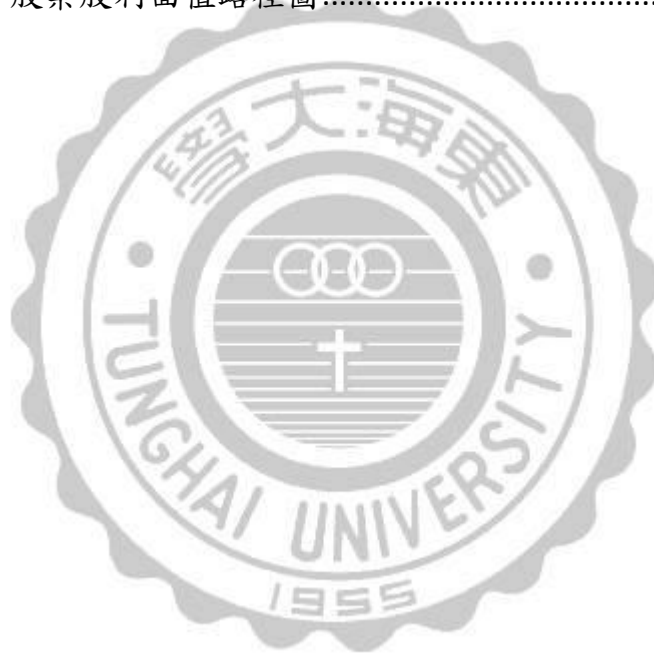
摘要.....	II
Abstract.....	III
第壹章 諸論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	3
第三節 研究架構.....	4
第貳章 文獻探討.....	6
第一節 公司治理與盈餘持續性相關文獻.....	6
第二節 公司治理與股利發放相關文獻.....	13
第三節 盈餘持續性與股利發放間相關文獻.....	18
第參章 研究設計.....	24
第一節 觀念性架構圖.....	24
第二節 假說發展.....	25
第三節 變數衡量.....	29
第四節 研究模型.....	35
第五節 樣本選取與資料來源.....	36
第肆章 實證結果.....	38
第一節 敘述統計分析.....	38
第二節 結構方程式分析.....	40
第伍章 結論與建議.....	48
第一節 研究結論.....	48
第二節 管理意涵.....	49
第三節 研究限制與建議.....	50
文獻參考.....	51

## 表目錄

表 2-1	盈餘持續性與公司治理相關文獻彙總 .....	10
表 2-2	公司治理與股利發放相關文獻彙總 .....	16
表 2-3	盈餘持續性與股利發放相關文獻彙總 .....	21
表 3-1	董事會成員結構與特徵.....	30
表 3-2	管理階層行為.....	31
表 3-3	股權結構.....	31
表 3-4	關係人交易.....	32
表 3-5	變數衡量表.....	34
表 3-6	樣本選取表.....	36
表 4-1	敘述統計量 .....	38
表 4-2	相關係數矩陣.....	39
表 4-3	結構方程式整體模型配適度分析 .....	40
表 4-4	路徑分析.....	41
表 4-5	盈餘持續性、公司治理品質與股利發放之關係 .....	42
表 4-6	控制變數係數表.....	42
表 4-7	研究假說結果彙總表.....	43
表 4-8	現金股利與股票股利面值額外測試 .....	44
表 4-9	現金股利與股票市值額外測試 .....	45
表 4-10	現金股利額外測試.....	46
表 4-11	股票股利市值額外測試.....	46
表 4-12	股票股利面值額外測試.....	47

## 圖目錄

圖 1-1	本研究之研究架構流程圖.....	5
圖 2-1	股利的結果模型(outcome model of dividends).....	14
圖 2-2	股利的替代模型(substitution model of dividends).....	15
圖 3-1	觀念性架構圖.....	24
圖 4-1	路徑圖.....	41
圖 4-2	現金股利與股票股利面值路徑圖.....	44
圖 4-3	現金股利與股票市值路徑圖.....	45
圖 4-4	現金股利路徑圖.....	46
圖 4-5	股票股利市值路徑圖.....	47
圖 4-6	股票股利面值路徑圖.....	47



# 第壹章 諸論

## 第一節 研究背景與動機

近年來世界各大企業財務舞弊醜聞不斷，投資者為了規避風險和穩定獲利，將注意力從風險較高的以股票價差賺取利潤，轉向穩定的從公司派發股利來獲利。因此影響公司股利發放的因素或是哪些公司較容易發放股利，同時也成了投資者關注的重點。對於大部分外部投資者而言，投資公司的目的都是為了賺取利益，所以外部投資者會注意公司的營運表現，也會關注公司財務報表上的各項指標。

在追求獲利的考量之下，投資者會找尋各項指標作為衡量公司盈利能力的�方法。如以盈餘品質來衡量公司獲利能力，藉此選擇營運狀況較好的公司，或以盈餘持續性評斷公司的風險負擔能力，以求投資能獲得穩定回報。同時外部投資者也藉由公司選擇的股利政策來瞭解公司內部經營情況以及衡量企業營運表現，過去有許多研究探討了公司投資機會以及股權結構與其股利政策的關聯(Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny 1998)。過往研究測試盈餘品質與股利政策關係時，常以盈餘持續性作為衡量盈餘品質之變數(李卓與宋玉 2007；劉慧茜與趙力華 2010；Skinner and Soltes 2011)，結果支持盈餘持續性較好的公司較容易發放股利。孫芝慧(2015)則認為盈餘持續性代表了公司對於風險的承受力，而發放股利時公司需要承受額外的風險。對於投資者而言，衡量公司是否能夠穩定的盈利並發放股利，是在選擇投資公司時的重要指標。

另一方面公司治理在近年大企業弊案頻傳的環境下，也逐漸成為受到投資者重視的議題。先前許多研究認為公司治理品質影響公司盈餘品質好壞(Gaio and Raposo 2014)，孫世攀、徐霞與汪東梅(2011)的研究則指出公司的股權結構與集中程度對盈餘持續性有顯著影響。汪進揚與翁笠帆(2012)認為董監事會能夠抑制盈餘管理行為提升盈餘品質。

而其他研究認為公司治理品質對於公司的股利政策改變也有一定層面的影響(Adjaoud and Ben-Amar 2010)。探討公司治理品質對於公司股利發放的影響，其大多認為提升公司治理品質可以解決代理問題，並且限制管理階層的投機行為，同時也會使得管理階層必須考量投資者的反應來制



定股利政策，以免面臨來自投資者的壓力甚至是訴訟問題(Adjaoud and Ben-Amar 2010；Graham, Dodd, and Cottle 1934)。而好的公司治理品質需要良好的公司治理機制，且需要投入大量的成本(鄭浩與王欣 2008；Durden and Pech 2006)。在公司投入大量成本來提升公司治理品質時，同時也讓對於投資者的保護機制加強。因為管理階層在針對可操縱應計項目的調整時可以選擇對報表帳面數字有利的方法，例如資產可以延長使用年限、在年末加速或遞延交付存貨、產品固定成本或銷售成本的分配以及庫存的修改等。管理階層為了達到獎酬制度的業績標準，或是為了營造出公司盈利能力逐年進步的情況，就可能藉由操縱報表數字甚至是其他舞弊行為來達到目的。另外在未受到有效監督下，管理階層可能會改變公司原本投資方向轉而涉足非公司主營業務的其他高風險領域，進而提高損害股東價值的機率。上述行為對於公司本身與投資者而言都將造成不利的影響。若投資者只就公司報表帳面數字來做為選擇投資公司股票的标准，可能會承受無法預期的損失，同時也忽略了強化公司治理機制對於自身權益的保障。

投資者為了規避風險而選擇以股利方式獲利，但若不去在意公司治理品質，盲目追求財務報表帳面數字漂亮的公司，反而可能本末倒置最終使得自身權益受到損害。公司治理品質並不只是保護投資者權益，同時也能夠提升公司的市場價值與盈餘績效，其效益也會進一步反應在公司的盈餘與股票價格上(Kaplan 1997；Klapper and Love 2004)。而我國公司治理機制評鑑制度開始正式運作，未來投資者與公司也將越發重視公司治理品質的重要性。若能找出公司治理品質、盈餘持續性與股利發放間的關係，或許可以使投資者在選擇投資公司時提供更多參考，避免操之過急因而蒙受意外的損失。同時也讓盈利能力較好並願意為股東追求利益最大化的優質公司能夠獲得投資者青睞，能夠得到企業發展所需的外部資金投資。

本研究以台灣電子業上市櫃公司作為研究對象，探討公司治理品質是否會透過盈餘持續性影響公司股利發放。過去研究在衡量公司治理品質對於股利發放影響時，常以代理問題層面切入，較無以影響股利發放因素之層面探討。而過去研究衡量公司治理品質時，多以董事會組成、股權結構或資訊揭露透明度作為指標衡量(任力與項露菁 2015；Adjaoud and Ben-Amar 2010；Chang and Dutta 2012)，少有研究同時納入多個指標來衡量。故本研究參考過去學者之研究將指標以五個構面分類(董事會結構、管理階層行為、股權結構、關係人交易、資訊揭露透明度)，來計算公司該年度公司治理品質，以補足過去研究之不足。最後再進一步探討公司治理品質是否會透過盈餘持續性影響公司股利發放。

## 第二節 研究目的

先前研究多考量公司治理對於股利發放的影響，鮮少以影響股利發放之因素作為考量。盈餘持續性作為影響公司股利發放的重要因素，公司治理品質提升時可能會進一步因為盈餘持續性改變而影響公司的股利發放。因此延續前一節所述之研究動機，本研究將以實證方式探討於我國電子業上市櫃公司中，公司治理品質影響股利發放的同時，盈餘持續性是否也會在其中造成影響。

本研究主要研究目的為下：

一、 探討公司治理品質與盈餘持續性的關係。

公司投入成本改善公司治理機制提升了公司治理品質，是否也能夠提升公司盈餘持續性。

二、 探討盈餘持續性是否會影響公司股利的發放。

在公司擁有較高的盈餘持續性時，是否會影響公司管理階層的決策以及投資者的反應，使得公司的股利發放有所改變。

三、 探討公司治理品質是否藉由盈餘持續性進一步影響股利發放。

在不同公司治理品質之下，其與股利發放間的這層關係間是否會有盈餘持續性的中介效果。

### 第三節 研究架構

本研究共分成五個部分如圖 1-1，其內容說明列示如下：

#### 第壹章 前言

本章主要為說明本研究動機與背景，以及研究問題和目的，並提供本研究之研究流程與詳細流程圖。

#### 第貳章 文獻探討

本章分三部分探討文獻，分別探討公司治理與盈餘持續性、公司治理與股利發放以及盈餘持續性與股利發放之相關文獻，並藉由過去文獻之結果與結論來討論引用，作為延伸過去研究之成果並加強本研究理論之基礎。

#### 第參章 研究方法

本章節包含本研究之觀念性架構圖、研究假說與實證模型，以及樣本選取、資料來源與變數衡量。

#### 第肆章 實證結果

本章包含了敘述統計以及假說檢測實證結果。

#### 第伍章 結論與研究限制

根據本研究之實證結果並彙整，歸納出本研究之重要結論，以及說明本研究之研究限制。

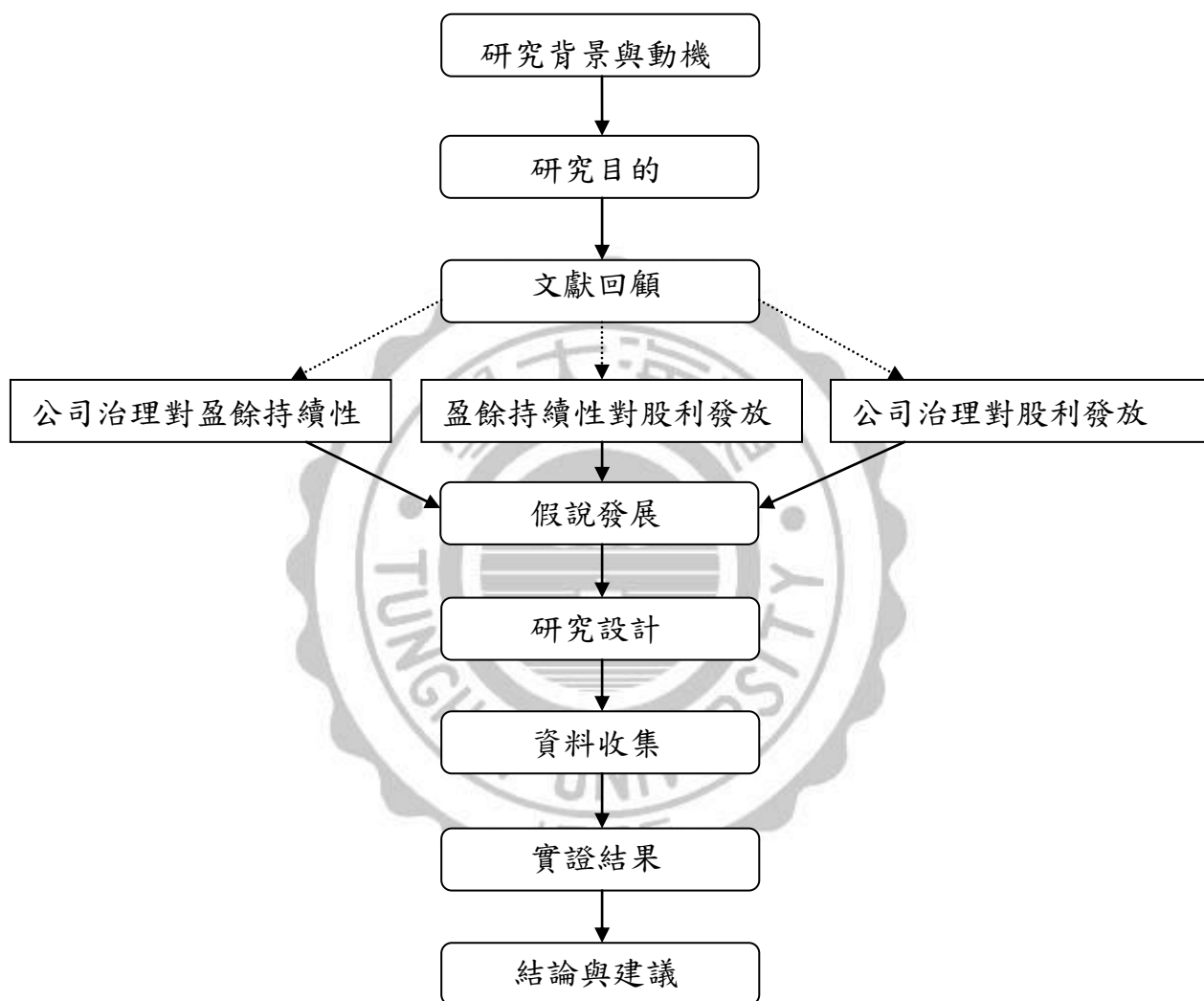


圖 1-1 本研究之研究架構流程圖

## 第貳章 文獻探討

本章節將整理有關盈餘持續性、股利發放與公司治理的文獻，依照影響關係劃分成三個小節。第一節回顧公司治理與盈餘持續性間的文獻；第二節討論公司治理影響公司股利發放的文獻；第三節則探討盈餘持續性影響公司股利發放之相關文獻。

### 第一節 公司治理與盈餘持續性相關文獻

本節主要整理公司治理與盈餘持續性相關文獻，與公司治理品質扮演的角色以及提升公司品質對於公司內部及外部的影響。公司治理除了自公司內部防止可能傷害股東利益的行為外，亦要求公司配合外部法規提出高品質的財務報導。而文獻多探討公司治理項目對於公司營運的重要性，以及提升公司治理品質能否抑制管理階層的投機行為。本研究關於公司治理與盈餘持續性的文獻敘述如下。

OECD(國際經濟合作暨發展組織)在 1998 年提出五項公司治理原則，在之後修訂為六大架構做為企業施行公司治理制度的基準，並之後於 2014 年更新各項架構：

(1) 公司治理基礎架構(Ensuring the Basis for an Effective Corporate Governance Framework)，第一點要求確立有效的公司治理基礎架構，意指公司治理架構應著眼於促進市場透明度以及經濟體整體的健全性；(2) 保障股東權益(The Rights of Shareholders and Key Ownership Functions)，意指應保有股東之基本權利，且有權利參加影響公司未來之基本決策並獲得相關資訊；(3) 機構投資者、股票市場和其他中介人(Institutional Investors, Stock Markets, and Other Intermediaries)，第三點指公司治理架構中應該對整體產業鏈和股票市場提供健全的經濟激勵，來有助於良好治理的運作；(4) 保障利害關係人之權益(The Role of Stakeholders in Corporate Governance)，第四點認為對於利害關係人應有之權利應受到保障，以員工分紅或是其他方式之利害關係人皆應如此；(5) 資訊揭露及透明度(Disclosure and Transparency)，第五點指公司治理架構應確保關於公司重大事項資訊具有

正確且及時之揭露；(6)The Responsibilities of the Board (董事會之責任)，最後一點闡述董事會應盡之責任，應扮演對公司重要之指導或監管之角色。

OECD 認為公司治理是涉及了公司中管理階層、董事會、股東與其他利益相關者的集合。對於股東或是其他利害關係人而言，公司治理制度是能確保他們權益不受損，或是在受損時得以有補償之制度。公司治理制度除能夠有效防止控制股東或是管理人員損害公司利益，同樣也督促董事會以及管理人員在不損及利害關係人權益下，追求公司利益以及股東利益的最大化。OECD 提到公司治理架構應該自內部向外配合外部監督力量，利用公司內部自身高品質的稽核以及董事會進行公司價值的最大化，提供外部投資者實際且及時的會計資訊。

而世界銀行(World Bank)則認為公司治理是符合法律和契約規範下，促使公司追求價值極大化的機制，此處的價值亦包含了股東和其他利害關係人利益。公司治理應要特別注意機制中投資者保護的重要性(Shleifer and Vishny 1997)，且在追求價值極大化的同時必須考慮對於外部環境的影響。除了注重企業對於公共政策的觀點之外，亦必須注意公司應負責之責任。如在符合法規的情況下，共同建立規範市場的機制。對於公司來說提供良好的環境以及誘因，讓公司提升公司治理品質同時也保護利害關係人以及股東之權益。所以在這些要求之下自公司治理層面探討對財務報表品質或者盈餘持續性的影響是近年來研究重點，除了探討良好公司治理與公司財務績效的關聯外，也注重於探討公司治理能夠傳達給外部使用者的其他資訊。

汪進揚與翁笠帆(2012)預期獨立董監事會對於企業盈餘管理行為有所影響，而研究結果符合預期，顯示無論是董事或是監察人的增加對於抑制企業盈餘管理皆有幫助，因而能夠改善企業盈餘管理的現象。且根據進一步分析，獨立董事與監察人對於盈餘管理行為的解讀不同，使得兩者監督時對於盈餘管理的抑制效果不同。他們認為這可能是因為在台灣公司治理機制施行後，外部監察人為了合乎職責與公平正義情況下，會對公司財務報表上過高的不正常盈餘較為注意。相反的，獨立董事因為仍有公司業績上之壓力，對於盈餘被不正常低估的現象會較為敏感。此外研究還提到若設立由獨立董事組成的審計委員會來取代監察人，實證結果顯示獨立董事可能會因為過度在意公司業績，而喪失了公平客觀的態度使得公司治理機制失效，因此審計委員會對於公司治理之效能還需要進一步驗證。孫世攀等人(2011)探討與股權結構與盈餘持續性的關係，研究結果認為股權結構

與集中程度對於盈餘持續性有顯著的影響，其中股權的集中度對於盈餘的持續性會有顯著的正向影響。李淑華(2010)研究公司治理與投資收益持續性的關係，並以股權結構、獨立董監事席次及董監事質押來衡量公司治理品質。研究結果發現當公司治理品質越差時，同時也會降低投資收益的盈餘持續性。汪瑞芝與李依純(2015)認為管理階層在處理有裁量權的項目時，可能會因為想要達到預設的盈餘目標而進行盈餘管理，進而降低了公司的盈餘持續性。而盈餘持續性與盈餘的型態有關，Ramakrishnan and Thomas (1998)提出盈餘根據不同要素可分為三種型態，分別對於盈餘持續性都會有不同影響：(1)永久性盈餘，該盈餘預期能夠無限期持續；(2)暫時性盈餘，該盈餘為暫時性影響當年度而不影響未來年度；(3)與價值無關盈餘，該盈餘之盈餘持續性為零。

Gaio and Raposo (2014)使用 S&P 透明和揭露度排名及 ISS 公司治理商數評鑑整體公司治理，探討公司治理與盈餘品質間關係。研究結果表示在高發展、對於投資者保護較高的國家中，公司治理品質和盈餘品質有替代效果。這個結果顯示較差的會計訊息會迫使企業使用更昂貴的公司治理機制，因為若公司本身能夠提供較高品質的會計訊息，可能就不需要在昂貴的公司治理機制上投資太多。但這種現象只在對投資者保護較高且高經濟發展的國家中顯著，對於經濟發展較低和投資者保護較低的國家並沒有這種關係。這可能是因為國家之間的投資者保護機制並不相同，或者是投資者機制在高經濟發展國家中較有效。

另一方面，追求公司治理品質也會為公司帶來額外的成本，如鄭浩與王欣(2008)認為公司治理機制的強化建立在巨額成本的支出上。另外過去研究也顯示追求公司治理品質可以加強保護投資者利益，但也可能會影響決策的靈活性和速度，以及帶來額外的公司治理成本(Durden and Pech 2006)。為了提升公司治理效率，需要優化整體公司治理環境，以及逐步完善公司治理機制(嚴若森 2005)。Lipton and Lorsch (1992)認為改善公司治理品質，並不僅是依賴法律規範或法院判決，而是可以從改善公司治理環境來進行。如針對 CEO 由外部董事進行考核、控制董事會規模大小、設定獨立董事對內部董事比例為二比一等等。公司之所以願意投入成本，是因為成功的公司治理系統帶來的效能會反應在公司的盈利或股票價格上(Kaplan 1997)，或者較好的公司治理品質在未來能夠帶來更好的經營績效與市場價值(Klapper and Love 2004)。

總結來說公司治理以內部層面來說可以減緩代理問題的影響，使得管理階層降低做出操弄盈餘行為的可能性(汪進揚與翁笠帆 2012)。或者是公

司治理機制可作為高盈餘品質的替代品，使外部投資者能夠得到衡量公司財務狀況的重要訊息，以及強化董事會提供的公司策略諮詢，提高公司創造收益的能力(Hsu and Hu 2015)。以外部層面來說，公司治理機制要求管理階層配合完整的法律和規範設立符合標準之內部稽核制度，以及提出符合高標準會計準則的財務報導。在透過外部制度以及監督機構的規範下，可以降低管理者違法的可能性。Bai, Liu, Lu, Song, and Zhang (2004)認為良好的公司治理有助於保護投資者的權益，確保投資者獲得合理投資回報，且投資者願意對擁有良好公司治理品質的公司付出更多的投資。提升公司治理品質使得外部報表使用者能夠得到保障，同時能夠吸引新的投資者。從整體來說，成功的公司治理系統帶來的效果會反映在公司股票價格或盈利上，所以公司願意投入成本去改善公司治理機制。然而提升公司治理品質的同時會使公司必須付出額外的成本，所以在投入成本與獲得效益間的取捨，是管理階層作出決策時必須考量的事。表 2-1 為本節之文獻探討彙總表

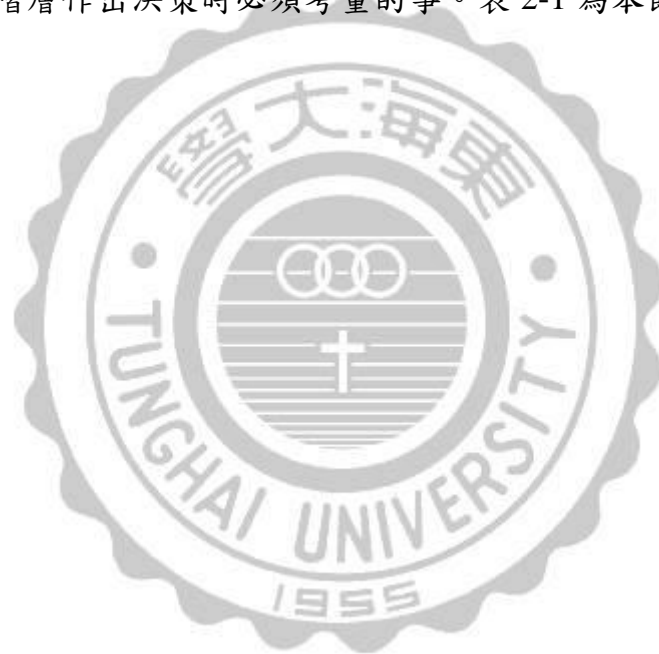




表 2-1 盈餘持續性與公司治理相關文獻彙總

作者	年度	研究主題	研究結論
Lipton and Lorsch	1992	介紹了改善公司治理品質的方法。	研究認為改善公司治理品質，並不只是依賴法律規範或法院判決，而是可以從改善公司治理環境來進行。
Kaplan	1997	探討德國、日本與美國公司間，公司治理與公司績效的比較。	研究認為由於成功的公司治理系統帶來的效能會反應在公司的盈利或股票價格上，公司會去投入成本於改善公司治理系統上。
Shleifer and Vishny	1997	探討金融市場上實際套利行為及其在實際上的風險。	研究提到在公司治理中應要特別注意機制中投資者保護的重要性。
Ramakrishnan and Thomas	1998	探討盈餘因會計準則與市盈率影響的改變	研究將盈餘類型分為三種，認為盈餘依組成類型不同與未來盈利及股票價格有關。
Bai, Liu, Lu, Song, and Zhang	2004	探討公司治理品質與市場價值的關係。	研究結果認為良好的公司治理有助於保護投資者的權益，並確保投資者獲得合理的投資回報，且投資者願意對擁有良好公司治理品質的公司付出更多的投資。
Klappe and Love	2004	探討不同公司治理品質下的公司在新興市場的業績。	研究結果認為有較好公司治理品質的公司，會有較高的市場價值與經營績效。
Durden and Pech	2006	主要探討公司治理成本相關問題。	研究結果認為為了提升公司治理效率，應該需要逐步完善公司治理機制。
Gaio and Raposo	2014	以(S&P 透明和揭露度排名/ISS 公司治理由商數)衡量公司治理品質，使用迴歸模型測試兩者間關係，探討公司治理是否與盈餘品質間有關。	結果顯示公司治理程度與盈餘品質間有替代效果，這個結果和較差的會計信息會需要較高成本的監督機制的想法是一樣的。

作者	年度	研究主題	研究結論
Hsu and Hu	2015	探討盈餘與董事會成員之間的關係。	研究結果認為董事會成員能夠強化對於管理人員的公司戰略諮詢，並強化創造收益的能力進而影響未來公司表現。
嚴若森	2005	以量化影響公司治理環境、公司治理成本的各項成因，探討其餘公司治理效率的關係，探討公司治理成本的構成以及優化公司治理效率。	研究結果認為為了提升公司治理效率，應該需要優化整體公司治理環境，以及逐步完善公司治理機制。
鄭浩與王欣	2008	以多個變量衡量不同公司治理成本，再測試不同分類的成本對於公司治理績效關係，探討公司治理成本相關問題。	研究結果發現提高公司治理品質時會必須付出較高的公司治理成本。公司治理的成效與公司治理的機制成正比例關係。公司治理機制的完善建立在公司治理成本的巨額支出上。
李淑華	2010	以股權結構與董監事行為衡量公司治理品質，探討與投資收益持續性的關係。	研究結果發現較差的公司治理情況，會降低權益法下投資淨收益的持續性。另外對具控制力之子公司進行測試結果亦同。
孫世攀、徐霞與汪東梅	2011	以股權結構的層面衡量公司治理品質，探討其與盈餘持續性的關係。	研究結果認為股權的集中度對於盈餘持續性有正面的影響作用。而公司規模對於盈餘持續性也會有顯著的影響。
汪進揚與翁笠帆	2012	以迴歸模型測試獨立董監事對於企業盈餘品質的影響，探討獨立董監事對於企業盈餘品質的影響。	研究結果發現強化董事或是監察人都對於抑制企業盈餘管理有幫助，因而能夠改善企業盈餘管理的現象。

作者	年度	研究主題	研究結論
汪瑞芝與李依純	2015	參考過去文獻研究結果，以公司每股盈餘作為衡量公司的盈餘持續性的代理變數，探討所得稅資訊內涵與盈餘持續性的影響。	研究結果顯示股東可扣抵稅額越高的公司，盈餘持續性越高。而遞延所得稅資產則對盈餘持續性有負向影響。



## 第二節 公司治理與股利發放相關文獻

本節主要整理公司治理影響股利發放之文獻。根據先前許多文獻認為不同公司治理品質下會影響公司股利發放(Adjaoud and Ben-Amar 2010；Graham, Dodd, and Cottle 1934；Porta et al. 1998)。而在不同公司治理品質股東下對於公司股利發放的接受度也有所不同。本研究將公司治理與股利發放文獻敘述如下

前述由於近年來世界各大企業財務舞弊醜聞不斷，投資者在為了規避風險和獲利的雙重考量下，轉而更加注意公司的股利政策。Baker and Wurgler (2004)認為公司發放股利時會去迎合投資者的偏好。在對股東保護機制不同的情況下，投資者對於股利發放的接受度也不同。投資者較喜愛能夠確定入手的收益，因為明確的股利收入可以規避損失的風險(Shefrin and Statman 1984)。Loomes and Sugden (1982)認為投資者厭惡賣出股票可能會造成的損失與後悔，而明確的股利收入可以避免這種情況，因此影響公司股利發放的因素成為了外部投資者注意的重點。公司治理情況往往會促使公司改變股利政策，同時也會依照治理品質好壞有所不同。如任力與項露菁(2015)認為公司股權集中度、股權制衡度和機構投資者持股比例會影響股利分配。其他如 Baber, Kang, Liang, and Zhu (2015)的研究結果表示強而有力的公司治理可以降低會計重述的發生，進而提高財務報導品質。而近年來研究顯示管理階層與投資者間的信息不對稱會影響股利的發放，代理問題的改變對於股利發放影響也佔有重要的地位(Hail, Tahoun, and Wang 2014)。

Porta et al. (1998)則提出了股利的結果模型(outcome model)，而其研究指出高股東權利和好的公司治理品質與股利發放呈現正相關，他們認為高股東權利強度有會有更高的派息，這結果是因為股東擁有高權力時能施加壓力使得管理人員發出較高的股利。而好的投資者保護機制使得對於內部人員來說，試圖轉移公司資產時法律上的風險將會更大成本更昂貴，從而提高發放股息對他們的吸引力。公司治理機制可以有效降低投資者和管理者間的代理問題，以及限制管理者在股利政策上的投機行為，之後 Adjaoud and Ben-Amar (2010)的研究也支持這個結果。

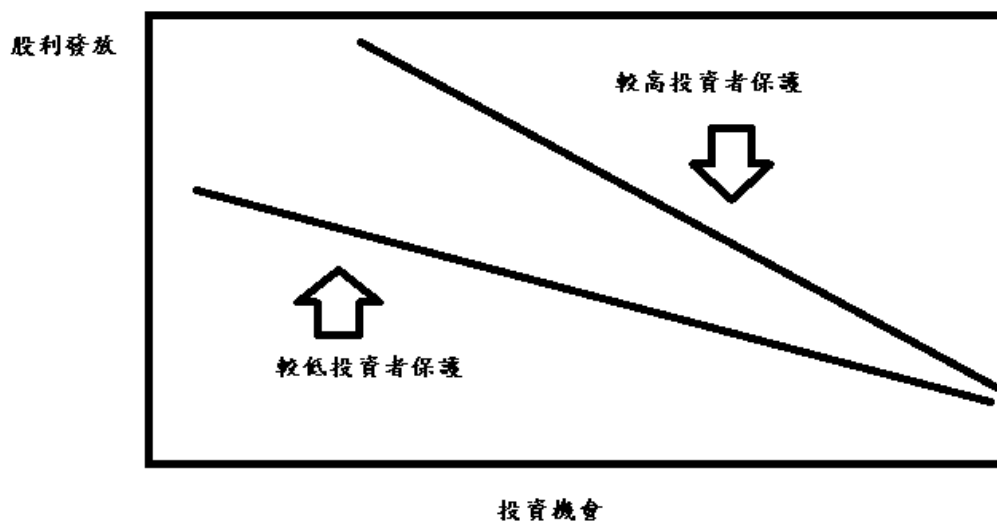


圖 2-1 股利的結果模型(outcome model of dividends)

資料來源：(Porta et al. 1998, p. 10)

圖 2 為股利的結果模型(Porta et al. 1998,p. 10)，在公司成長前景不同的情況下，較高的投資者保護機制會使得在投資機會較低時，公司派發更高的股利。而在投資機會較高時，投資者會願意接受較低的股利分配並期待公司未來的投資回報中他們可以得到更多的分紅。在投資者保護機制較差時，這種狀況較不明顯。

而 Porta et al. (1998)提出股利的替代模型(Substitution model)則認為股利發放與公司治理品質或股東權利強度呈現負相關。Chang and Dutta (2012)的研究結果支持這個模型，且他們認為公司若具有大董事會、較低 CEO 薪酬、較少的外部董事、CEO 雙重性、較低的 CEO 所有權、雙股權結構存在，都象徵可能有較弱的公司治理。他們根據過去研究認為較小的董事會規模可以維持成員間更有效的溝通與協調，董事會規模越大越可能出現"搭便車"的行為而減少董事會的象徵與功能(Jensen 1993)；而好的 CEO 獎酬制度可以激勵管理階層去履行職責(Hu and Kumar 2004)；Fama and Jensen (1983)指出外部董事有動力去進行監控管理以保持良好的聲譽；而 Chang and Dutta (2012)則認為 CEO 若具有雙重性，CEO 在董事會上擁有巨大的影響，可能會對小股東進行剝削；另外他們也認為在雙重股權的情況下控制股東可能去挪用公司資產來滿足自己的私人利益，因此視為較弱的公司治理特徵。他們認文這些情形這代表公司治理較差，可能會更容易發放股利或是發放更高的股利。

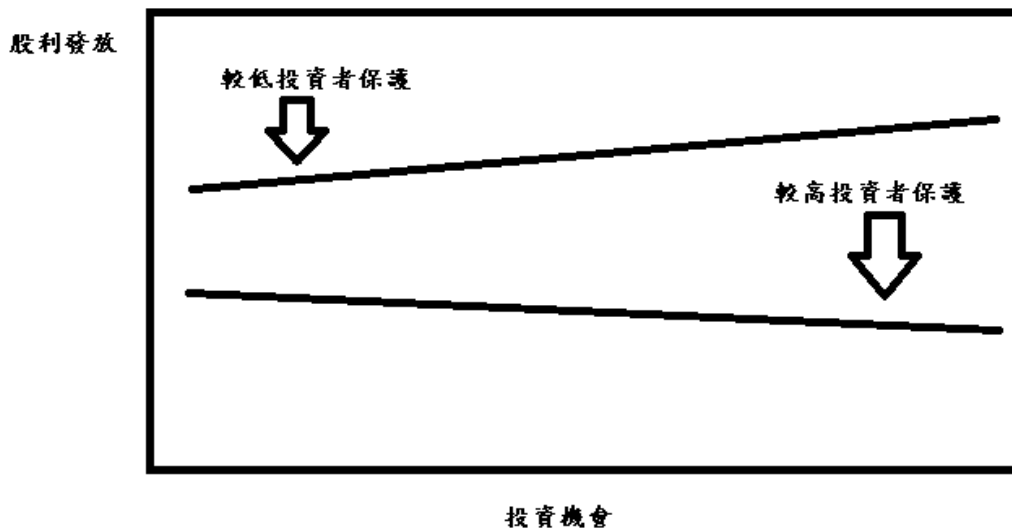


圖 2-2 股利的替代模型(substitution model of dividends)

資料來源：(Porta et al. 1998, p. 12)

圖 3 為股利的替代模型(Porta et al. 1998, p. 12)，在較差的投資者保護下企業為了建立信譽吸引外部融資，即使有較高的投資機會依然會去選擇較高的股息發放。而在較好的投資者保護下時若公司投資機會較高時，公司會選擇好好利用現有資金作投資而不派發股利，但此投資關係與股利發放的關係較不明顯。在投資者保護機制較差的情況下，需要發放股利建立信譽吸引外部融資這種狀況會越明顯，這是因為投資者沒有其他法律可以保護自身權益，因此會希望能夠直接拿到股利。

Porta et al. (1998)認為結果模型與替代模型預測了兩種不同的股利發放情形。結果模型預測公司若有越高的投資機會時，股利發放應該較低或不發放股利，投資機會較低則會發放較多股利，這情形在高投資者保護下越明顯。而替代模型認為在較差投資者保護下公司為了維護聲譽吸引外部融資，在越高的投資機會下，公司會發放較高或較容易發放股利。總結來說，公司治理品質對於股利發放的影響，之後的研究認為兩個不同的模型分別預測了公司治理對於股利政策的不同影響。一部分研究結果如 Chang and Dutta (2012)與股利的替代模型相同，認為在較差的公司治理下為了吸引外部投資者，公司會去派發較多的股利。另外一部分的研究如 Adjaoud and Ben-Amar (2010)的研究則與股利的結果模型相符，認為若公司在有較高成長機會時，在公司治理較好的情況下，股東可能會接受公司傾向發放較少的股利來保有成長所需要之資金。表 2-2 為本節之文獻探討彙總表

表 2-2 公司治理與股利發放相關文獻彙總

作者	年度	研究主題	研究結論
Fama and Jensen	1982	以中央假說 (The Central Hypothesis) 探討關於控制權與所有權的分離。	研究結果顯示外部董事有動力去進行監控管理以保持良好的聲譽，同時也確保了控制權與所有權的分離。
Loomes and Sugden	1982	以 Kahneman and Tversky (1979) 之結果探討兩個理論下投資者理性選擇與風險規避的偏好。探討不確定條件下後悔理論與替代理論中的理性選擇。	研究結果認為投資者對於賣出股票可能會造成的後悔感到厭惡，而明確的股利收入可以避免這樣的損失或懊悔。
Shefrin and Statman	1984	利用 Kahneman and Tversky (1979) 的前景理論衡量個人風險規避，探討投資者是否偏好現金分紅。	研究結果認為在大部分情況下投資者對於能夠確定入手的收益較為喜愛，明確的股利收入可以規避損失的風險。
Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny.	1998	使用結果模型與替代模型對股利發放作出預測。探討股東保護、投資機會與公司股利發放的關係。	結果認為結果模型與替代模型預測了兩種不同的分紅機制。結果模型投資者保護機制越好的企業股利越高。而替代模型認為在較差投資者保護下公司為了維護聲譽，股利會較高。
Baker and Wurgler	2004	探討公司發放股利與投資者偏好及反應。	研究結果認為投資者會去選擇較好公司治理品質的公司，這樣的公司會有較高的市場價值與經營績效。

作者	年度	研究主題	研究結論
Hu and Kumar	2004	介紹金融經濟學理論以及實證研究。	研究認為好的 CEO 獎酬制度可以提供管理階層好的激勵以履行職責，有助於對於公司治理品質改善。
Adjaoud and Ben-Amar	2010	探討義大利公司 公司治理品質對於股利政策的關係。	研究結果認為公司治理品質與股利發放正相關
Chang and Dutta	2012	研究探討加拿大公司不支付股利之因素。	結果認為經理人對於公司成長的相關決策，可能會影響公司股利發放。
Hail, Tahoun, and Wang	2014	研究探討公司股利政策在不同環境下對於外部信息衝擊的反應。	結果顯示近年來研究顯示管理階層與投資者間的信息不對稱會影響股利的發放，代理成本與自由現金流的改變對於股利發放影響也佔有重要的地位。
Baber, Kang, Liang, and Zhu	2015	探討公司治理與會計誤報之間的關係。	研究結果認為強而有力的公司治理能夠降低會計重述的發生機率，並且能夠促進董事會的監督機能。
任力、項露菁	2015	探討公司治理結構對於現金股利分配的影響。	研究結果顯示股權集中度、股權制衡度與機構投資者持股比例對於股利的分配影響較大，管理階層持股比例的影響則不明顯。



### 第三節 盈餘持續性與股利發放間相關文獻

在過去的文獻中，許多學者將股利做為衡量企業營運績效的指標，能夠傳遞給投資者企業的內部資訊。如 Bhattacharya (1979)認為假設外部投資者對於公司盈利能力的資訊是不完整的，以及現金股利和資本收益相比被徵與更高稅率情況下，股利能作為預期現金流量的信號。Malkiel (2003)的研究指出分發股利可以作為衡量盈餘報告的可信度以及實際財務狀況的指標，因為只報導盈餘消息可能對於投資者而言是有疑慮的。這是基於代理問題下，管理階層可能利用盈餘操縱等投機性行為將公司盈餘轉為個人利益私用。倘若投資者要求股利發放，可能不利於管理階層對盈餘數字進行人為操縱，因為股利的發放需要實際的現金流量支援，被要求股利分紅時會使得管理階層不容易進行投機性行為。

Bhattacharya (1979)也認為股利預期了公司的營運情況，若公司對股利政策進行調整，可能代表著公司未來營運情況將產生變化。研究結果也認為股利政策能夠有效地傳遞關於該公司未來盈利能力的資訊。然而之後如 Mikhail, Walther, and Willis (2003)研究了市場對於股利變化與盈餘品質變化間的反應，結果指出當高盈餘品質公司發放較高股利時，投資者以及市場的反應較弱，可能是因為投資者以及市場認為股利發放並不代表公司未來盈利能力強。之後的研究如 Lee, Isa, and Lim (2012)預期股利分紅變化與公司未來盈利能力相關，結果則表示股利發放的變化並不一定能代表公司未來盈利能力而是較能代表負擔能力，這是因為股利發放需要實際的現金流支持，因此無法用以評斷公司未來盈利能力。Grullon and Michaely (2002)的研究同樣沒有發現股利增加與未來盈利能力的正相關，這代表著股利變化對於傳達關於未來盈利能力的資訊的證據是缺乏的。

這代表股利變化或許能夠傳達關於未來盈利能力的資訊，但是這種關係可能是不全面或不夠顯著。而 Koch and Sun (2004)的研究則發現股利變化與過去盈餘變化成正相關，且對於投資者而言股利發放提供的是關於過去公司盈利能力的資訊，同時過去的股利變化能進一步提供有關盈餘持續性的信息。

過去研究股利的重點逐漸從研究股利變化提供的信息，轉變為與公司盈利能力的相關信息。Grullon and Michaely (2002)認為股利變化能夠提供關於公司預期現金流量變化以及與風險有關的信息。而他們也認為公司在股利增加時公司會去縮小規模，這是為了要減少系統性風險。近年來研究的重點則逐漸轉變成了股利發放是否與盈餘品質有關，以及股利發放是否能夠提供有關盈餘的資訊。之後許多學者研究股利傳達關於盈餘的資訊，

認為發放股利的公司其報導的盈餘持續性會大於其他不發放的公司，且這種關係隨著時間推移而更加穩定。股利發放提供了對於盈餘報導的一定可信度，而持久的盈餘被認為是較佳的盈餘(Skinner and Soltes 2011)。

部分文獻的研究結果認為股利分紅狀況會與當期的盈餘品質相關。而平均來說進行股利發放的公司其盈餘品質會高於不發放股利的公司。在有關盈餘品質與股利發放間的關係有許多學者進行研究。如 Tong and Miao (2011)則研究股利支付狀態是否與盈餘品質有關，研究指出兩者間的關係在股利發放較多時會較強。且他們認為高品質的盈餘品質應該具備反映公司目前營運績效，做為提供有效衡量公司價值的指標。另外李卓與宋玉(2007)以盈餘持續性衡量盈餘品質，檢驗股利支付率與盈餘品質的關聯。實證結果顯示股利的支付率與盈餘品質間並不呈現簡單的線性關係。王克明與王平(2011)認為股利會影響未來的盈餘變化，但是此影響與股利和過去盈餘變化有關。

對於想要規避過高風險追求獲利的投資者來說，股利是相當值得關注的重點，股利的發放往往被認為可能是未來盈餘變化的預測指標。而許多研究結果表示，股利的發放與否通常與能夠反應企業當前營運績效的盈餘品質。如 Easterbrook (1984)認為股利發放透過市場影響了投機管理行為的監控，使得投資者或是證交所投入更多的心力在監控管理階層上。由於股利發放可能使得外部融資的需求上升，管理人員不得不停止投機性行為來提高盈餘品質以追求外部資本的投入，間接的使得代理成本降低。孫芝慧(2015)表示公司的收益若有較高的穩定性，其財務風險較小且較能夠承受額外的風險。而股利發放必須考量其對收益的影響，若收益的穩定性較高則股利發放的考量上也能較為寬鬆。而 Pimentel and Aguiar (2016)也認為盈餘持續性與公司的財務價值有顯著的關係。

其他學者如劉慧茜與趙力華(2010)的研究則發現發放股利的公司盈餘持續性高於未派發股利的公司，並且在投資者思考日漸成熟的情況下，公司應該選擇在有能力下發放穩定的股利而非過高或過低的股利。另外也有研究認為公司將股息派發作為傳遞公司內部信息的手段，在確定足以負擔股利支付的情況下，市場的投資者會對此一信息作出解讀進而使股價產生變化(王長禹 2013)。

盈餘品質同時還能做為評估公司目前價值以及良好未來營運績效的指標，如 Dechow, Ge, and Schrand (2010)指出有許多方法可以衡量盈餘品質，且認為以盈餘持續性衡量能夠反應預期現金流量的有效性。其他如 Caskey and Hanlon (2005)在檢驗股利與盈餘品質的關連時，以 SEC 公佈的資料將涉嫌詐欺的公司作為樣本，結果發現涉嫌詐欺的公司比起未有詐欺行為的公司較少發出股利。

而本研究之所以預期公司治理品質影響公司股利發放的效果會受到盈餘持續性的影響，是因為先前研究指出公司治理品質與盈餘持續性有關係，公司提升公司治理品質時會使盈餘持續性提升(李淑華 2010；孫世攀等人 2011)，而盈餘持續性與股利發放有關(劉慧茜與趙力華 2010)。因此在公司治理品質影響股利發放時，公司治理品質也可能透過盈餘持續性影響股利發放。表 2-3 為本節之文獻探討彙總表



表 2-3 盈餘持續性與股利發放相關文獻彙總

作者	年度	研究主題	研究結論
Bhattacharya	1979	探討在外部信息不對稱的情況下，對於公司股利發放與投資人的關係。	結果認為在假設外部的投資者對於公司的盈利能力的資訊是不完美的，股利的功能是作為預期現金流量的信號。
Grullon and Michaely	2002	探討替代假說中股利與股份購回的關係。	結果沒有發現股利增加與未來盈利能力的正相關，這代表著股利變化對於傳達關於未來盈餘能力的資訊的證據是缺乏的。
Malkiel	2003	此研究主要探討效率市場假說。	研究內容認為分發股利可以作為衡量盈餘報告的可信度以及實際財務狀況的指標，若只報導盈餘消息可能對於投資者而言是有疑慮的。
Mikhail, Walther, and Willis	2003	此研究主要市場參與者反應與紅利變化及盈餘質量間的關係。	結果顯示市場的反應會減少高盈餘品質公司的股利宣告增加。同樣的分析師預測修訂也會減少高盈餘品質公司的股利宣告增加。
Koch and Sun	2004	探討股利變化與過去盈餘變化持續性的關係。	研究股利變化與過去盈餘變化有關，過去的盈餘變化與市場對於宣告股利變化呈現正相關。對於投資者而言，股利的分紅提供的是關於過去公司盈利能力的資訊。
Caskey and Hanlon	2005	研究以 SEC 公佈的資料將涉嫌詐欺的公司作為樣本，主要探討盈餘品質與股利之間的關係。	研究結果發現涉嫌詐欺的公司比起未有詐欺行為的公司較少發出股利。

作者	年度	研究主題	研究結論
Dechow, Ge, and Schrand	2010	探討盈餘品質的衡量方式以及優點。	研究認為以盈餘持續性衡量盈餘品質，優點是能夠有效的反應預期現金流量的有效性。
Skinner and Soltes	2011	探討股利與盈餘品質間的關係，以及股利能傳達關於盈餘品質的訊息。	研究認為發放股利的公司其盈餘持久性會高於不發放股利的公司，且這種關係隨著時間推移而更加穩定。
Tong and Miao	2011	研究主要探討股利支付是否與盈餘的質量有關。	研究認為股利支付狀態應與盈餘品質有關，並且研究也指出高品質的盈餘品質應該具備反映公司目前營運績效，做為提供有效衡量公司價值的指標。
Lee, Isa, and Lim	2012	探討股東保護、投資機會與公司股利派息的關係。	研究結果表示股利發放的變化並不一定能代表公司未來盈利能力，而是較能代表負擔能力，這是因為股利發放需要實際的現金流支持。
Pimentel and Aguiar	2016	研究探討盈餘持續性與價值估計中扮演的角色。	研究結果認為盈餘持續性與財務分析與價值有很大的關聯，但與長期的財務價值與分析則不顯著。
李卓與宋玉	2007	此研究分析上市公司股利政策與盈餘質量關係研究。	結果顯示上市公司派發股利的公司盈餘持續性高於未派發股利的公司，但股利支付率的大小與盈餘持續性並不呈現簡單的線性關係。

作者	年度	研究主題	研究結論
劉慧茜與趙力華	2010	探討派發股利的公司其盈餘持續性的關係。並將不同型態的股利政策分開探討。	研究結果認為投資者會選擇有股利發放的公司。而因為投資者思考日漸成熟，公司也應選擇在有能力支持下穩定的不要過高或過低的股利政策。
王克明與王平	2011	主要探討現金股利與盈餘變化持續性的關聯。	研究結果顯示現金股利對於未來盈餘變化有影響，而這影響與過去盈餘變化方向有關。
王長禹	2013	研究探討上市公司股利政策績效，並進一步探討股利政策與公司盈餘的關係。	研究結果公司將股息的派發作為傳遞公司內部信息的手段，在確定足以負擔股利支付的情況下，市場的投資者會對此一信息作出解讀進而使股價產生變化。
孫芝慧	2015	探討上市公司股利政策的影響因素以及其優缺點。	研究認為公司的收益若有較高的穩定性，其財務風險較小且較能夠承受為額外的風險。而股利發放必須考量其對收益的影響，若收益的穩定性較高則股利發放的考量上也能較為寬鬆。

## 第參章 研究設計

### 第一節 觀念性架構圖

本研究主要探討公司治理品質與股利發放的關係，再進一步探討公司治理品質是否會透過盈餘持續性對於股利發放有影響效果。觀念性架構圖如圖 3-1：

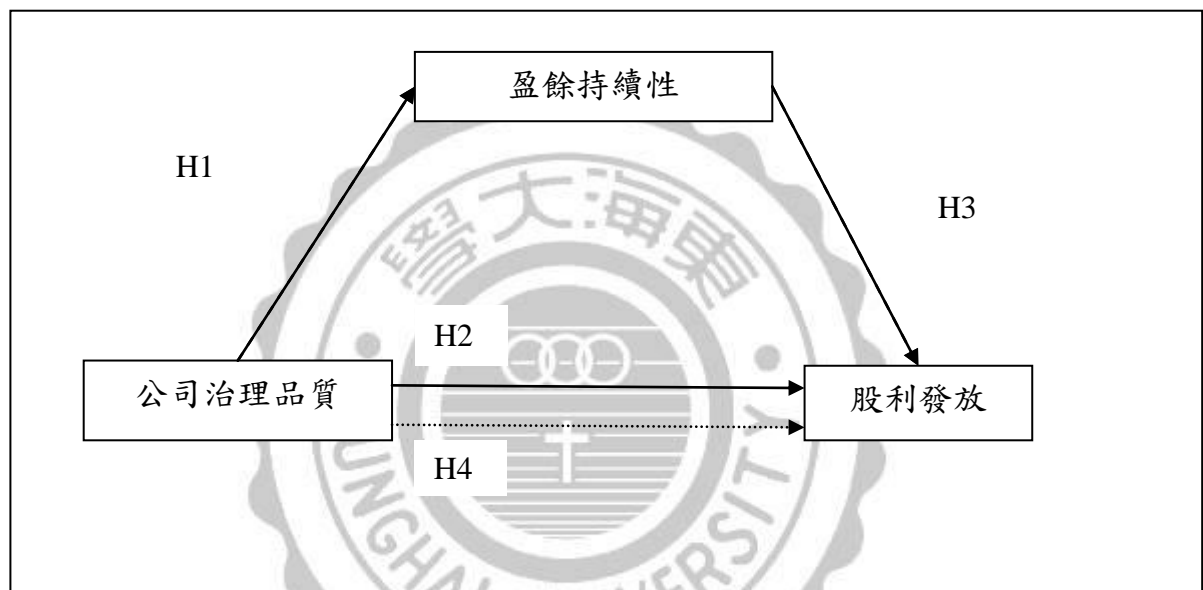


圖 3-1 觀念性架構圖

## 第二節 假說發展

國際經濟合作暨發展組織 OECD 於 1998 年提出五項公司治理原則，之後修訂為六大架構作為施行公司治理制度的基準。其中囊括基礎架構、股東及利害關係人的權益保障、內部資訊揭露以及董事會之責任。在保障股東及利害關係人權益不受損害下，同時督促董事會和管理階層追求公司利益最大化。Larcker, Richardson, and Tuna (2007)以多個指標衡量公司治理品質，並發現公司治理品質和某些異常應計項目有關，同時公司治理品質能夠解釋企業未來的經營表現和股票報酬間的關係。Fama and Jensen (1982)的研究則認為董事會中的外部董事有動機去進行內部的監控管理，以保持公司的良好聲譽。Hsu and Hu (2015)探討董事會與公司盈餘間的關係，結果發現董事會成員能夠提升公司營運策略的品質，進而達到強化公司創造收益能力及提升公司未來表現的目的。

方俊儒、李秀英與龍春伶(2008)認為董事會中獨立董監事比率越高，越能夠提升公司的績效。汪進揚與翁笠帆(2012)考慮了盈餘管理作為衡量盈餘品質的指標，指出了獨立董監事能夠抑制公司盈餘管理行為，改善盈餘品質，而董事和監察人抑制的效果不同。Gaio and Raposo (2014)指出公司資訊揭露程度及透明度和盈餘品質之間有替代效果。Hermalin and Weisbach (2012)研究結果表示增加資訊揭露程度可以減少代理問題。Klapper and Love(2004)認為良好的公司治理品質會為公司帶來較高的市場價值與經營績效。另外有較好的公司治理品質使投資者受到良好的保護時，會吸引投資者的投資或反應在公司的股價上，因此公司會投入成本來改善公司治理品質(Bai et al. 2004；Kaplan 1997)。

Ramakrishnan and Thomas (1998)認為盈餘分為三個不同的部分，其中暫時性會計盈餘通常不會持續到未來年度，且其發生帶有偶然性，因此會降低盈餘的持續性。良好的公司治理品質可以起到兩個作用：(1)對管理階層起到監督作用以減輕代理問題(汪進揚與翁笠帆 2012；Hermalin and Weisbach 2012)；(2)確保投資方向正確性，使管理階層確實執行公司的重大投資決策與主要業務，並專注於發展公司的優勢產業與優勢產品來賺取更多盈餘，進而提升盈餘持續性。本研究提出假說一如下：

H<sub>1</sub>：公司治理品質對盈餘持續性有顯著正相關

Bhattacharya (1979)的實證結果指出公司的股利政策可以做為預期現金流量的信號。若公司改變了股利政策，代表未來的營運情況將產生變化。Skinner and Soltes (2011)則認為發放股利的公司盈餘持續性會高於不發放



的公司。然而 Grullon and Michaely (2002)認為發現股利增加與公司未來盈利能力沒有一定關聯，但這並不代表股利發放無法傳達有關未來盈利能力的消息，可能是因為只以股利衡量是不全面的。Koch and Sun (2004)的研究結果指出股利變化與過去盈餘變化有關。另外也有研究認為股利發放比起代表公司盈餘變化，更能代表公司的負擔能力(Lee et al. 2012)。孫芝慧(2015)則認為收益持續且穩定時，發放股利的限制較寬鬆。另外因為股利發放必須考慮到負擔的風險，而若盈餘有穩定的持續性則代表能夠承受較多額外風險。王長禹(2013)的研究結果認為股利的發放與否可以傳達公司內部信息，在能夠負擔風險發放股利時，市場投資者將對此一信息作出解讀並反應。另一方面 Porta et al. (1998)認為投資者會接受收益穩定足以負擔股利而擁有高成長前景的公司，將資金留下作為公司日後發展需要而不派發股利，在高投資者保護的環境下這種情況較明顯。之後的學者如 Adjaoud and Ben-Amar (2010)的研究結果與股利的結果模型相符，認為投資者接受公司保留資金作為公司發展需要，且投資者保護較高時此情況更明顯；Chang and Dutta (2012)以及何武仔與王顛(2014)等學者的研究結果則支持了股利的替代模型的預測結果，同樣在高投資者保護的情況下，投資者會接受公司保留資金作為日後公司發展用，但在低投資者保護下則無此情況。

根據過去研究結果，股利發放被作為傳達公司過去或未來營運績效的指標，同時股利發放也與公司是否有能力負擔有關，這是因為股利的發放需要負擔額外的風險。在公司盈餘持續性高足以負擔股利時，會為了考量市場和投資者的反應而發放股利。而在投資者保護較好的情況下，有能力的公司也可能選擇不發放股利將資金保留作為日後公司發展使用。由於過去文獻對於盈餘持續性對股利發放的關係有正面或反面的研究結果，而兩種文獻並無一致定論，因此本研究不預期方向。本研究提出假說二如下：

H<sub>2</sub>：盈餘持續性對股利發放有顯著關係

Porta et al. (1998)使用了股利的結果模型與替代模型來預測公司股利發放的影響。Adjaoud and Ben-Amar (2010)的研究結果支持結果模型，也就是較好的公司治理品質會和公司股利發放呈現正相關。Chang and Dutta (2012)的研究結果則支援股利的替代模型，在公司治理較差時，可能會較容易支付或支付較高的股息。Gordon (1959)與 Graham, Dodd, and Cottle (1934)認為發放股利對於公司的風險較小，而投資者會去選擇發放股利的公司，因為股利會增強公司的附加價值。Shefrin and Statman (1984)與 Loomes and Sugden (1982)指出投資者基於厭惡風險和後悔的心態，會趨向選擇發放股利的公司。但 Chang and Dutta (2012)的評鑑指標偏向董事會組

成，並沒有考慮到資訊揭露透明度的影響。Adjaoud and Ben-Amar (2010) 的研究使用 G&M 公司治理評級，考慮到了董事會構成、股權、股權權利以及公司資訊揭露透明度。且他們認為在有效的制度下，中小股東可以透過法律來要求公司發放股利。若管理階層試圖挪用公司資產圖利自己，股東可藉由賣出股份給公司內不同派系的競爭者等手段，來降低損害了公司價值或股東權益的管理人員的影響力。這會使得管理階層必須去考量投資者的反應，也使得管理階層與投資者的關係更趨一致。

由過去研究可知，良好的公司治理品質是為了解決投資者與管理階層間的代理問題，以保障投資者的權益不受損(汪進揚與翁笠帆 2012；Gaio and Raposo 2014)。相關研究亦認為投資者喜好發放股利的公司，且會選擇願意發放股利的公司(Loomes and Sugden 1982；Shefrin and Statman 1984)。而在有效的公司治理制度下會有較好的內部監督機制，管理階層較難進行投機行為。當有大量閒置資金時公司可能會有過度投資行為或投資次佳的決策，良好的監督機制可能減少這種情況的發生。且在管理階層與投資者利害關係一致的情況下，管理階層會傾向將閒置資金作為發放股利用以吸引投資者。據此，本研究提出假說三如下：

H<sub>3</sub>：公司治理品質對於股利發放有顯著正向關係

Vojtech (2012)則認為股利發放有助於減少管理階層與投資者間資訊的不對稱，股利發放也被當作傳達公司內部訊息的手段。Lee et al. (2012)認為比起盈餘變化，股利發放更能代表公司負擔能力。而盈餘持續性代表了公司的負擔能力，股利發放需要公司能承受額外的風險(孫芝慧 2015)。過去研究對於盈餘持續性對公司股利發放關係沒有絕對的正負方向，如王長禹(2013)認為公司將股利的發放作為傳達公司內部信息的方法，管理階層可能會皆由發放股利傳達公司盈餘持續性高負擔能力佳的訊息以吸引投資者。Porta et al. (1998)提出的結果模型則認為投資者會接受公司在足以負擔股利時，選擇不發放股利來保留資金作為投資使用。

先前研究認為公司治理能改善公司管理階層與投資者間的代理問題(汪進揚與翁笠帆 2012；Hermalin and Weisbach 2012)，藉由改善公司治理機制提升公司治理品質，對於投資者的保護也隨之提高，提高公司治理品質使管理階層難以損害投資者權益謀取私利，轉而讓管理階層與投資者的利害關係更趨一致。這使得公司在有能力負擔股利時，進一步提高其發放股利的機率以傳達公司營運狀況佳且風險負擔能力強的訊息，好吸引更多新的投資者來獲得資金來發展公司；又或是使投資者更願意接受公司於有能力負擔股利時不發放，將資金保留作為投資或未來公司發展之用。

公司治理品質提升減輕了代理問題，且也能強化對於管理階層的監督功能，專注發展公司優勢產業與優勢產品，因此能夠增加盈餘持續性。而盈餘持續性的增加會影響投資者對於公司營運能力的評價與反應(王長禹 2013；孫芝慧 2015)，進一步影響公司股利發放。所以本研究認為在公司治理品質與股利發放間的關係，將存有盈餘持續性的中介效果。本研究提出假說四如下：

H<sub>4</sub>：公司治理品質的提升會透過盈餘持續性進一步影響股利發放



### 第三節 變數衡量

#### 一、 應變數

##### 1. 股利發放(DIV)

本研究參考 Tong and Miao (2011)研究，以股利是否發放作為衡量股利政策的代理變數。本研究之所以選擇股利是否發放作為指標，是因為股利發放包含了現金股利與股票股利兩者，在代表公司負擔能力上較為全面。由於本研究衡量盈餘品質使用盈餘持續性，過去文獻認為持續性與公司過去盈餘變化關聯較強(Koch and Sun 2004)。所以使用能代表公司整體負擔能力的是否發放股利為指標，與持續性關聯較高。

$DIV_{it}$  為 i 公司 t 年度股利支付情況，設為若公司在該年度有支付股利則為 1，反之則為 0。

#### 二、 自變數

##### 1. 盈餘持續性(P)

Ebaid (2011)以及 Pimentel and Aguiar (2016)等學者根據 Dechow et al. (2010)提出的盈餘品質衡量指標中，選擇盈餘持續性做為衡量盈餘品質的指標，能夠對預期的現金流量作有效的估計。因此本研究同樣以 Dechow et al. (2010)提出的衡量方法來衡量盈餘的持續性作為盈餘品質的代理變數。其計算公式如下：

$$Earning_{it+1} \equiv \alpha + \beta Earning_{it} + \varepsilon$$

在上面的模型中  $Earning_{it}$  為 i 公司 t 年盈餘， $Earning_{it+1}$  為 i 公司 t + 1 年盈餘； $\beta$  為 t 公司的盈餘的持續性。

##### 2. 公司治理指數(COR)

過去其他學者衡量公司治理時常以董事會組成與股權結構(汪進揚與

翁笠帆 2012；Adjaoud and Ben-Amar 2010；Chang and Dutta 2012)以及管理階層行為(葉銀華、李存修與柯承恩 2002)作為衡量變數。因此本研究參考過去學者衡量方式，將可能影響公司治理品質之項目劃分為董事會成員行為、股權結構以及管理階層行為，作為衡量公司治理品質之相關變數。另外參考 Gaio and Raposo (2014)將資訊揭露透明度作為衡量公司治理品質之變數，以及考慮關係人交易可能形成交易舞弊及損害中小股東或債權人利益，也將其納入衡量變數中(葉銀華等人 2002)。

為了計算公司治理指數，本研究參考楊鈞棠(2013)、Larcker et al. (2007)、Ammann, Oesch, and Schmid (2011)等學者的方法，使用主成份分析法(Principal component analysis)計算並標準化各構面之指標分數。由於資訊透明度只有一個變數不使用主成份分析法，將評等量化後標準化之分數與各構面指標分數後相加後均分作為各公司該年度公司治理指數，用以衡量公司治理品質。

#### a. 董事會成員結構與特徵

本研究根據之前多位學者研究結果，以董事會成員結構以及成員特徵作為衡量公司治理之變數。如參考過去學者將董監事席次與成員持股比納入考量，增加董監事持股比有助於提升公司治理品質(李建然、陳政芳與李啟華 2003)，汪進揚與翁笠帆(2012)則表示董監事席次增加可以提升公司治理效率。另外根據台灣公司治理評鑑指標，認為董事、監察人與大股東質押比率過高恐怕影響股東權益，也將質押比納入考量。因此董事會成員結構與特徵變數定義如表 3-1：

表 3-1 董事會成員結構與特徵

定義	
董事持股	董事持股數／公司在外流通股數
董監席次	董監事席位數
監事持股	監察人持股數／公司在外流通股數
法人持股	機構法人持股數／公司在外流通股數
董事質押	董事質押股數／董事持股數
監事質押	監察人質押股數／監事持股數
獨立董事比例	獨立董事席位數／董事席位數
獨立監事比例	獨立監察人席位數／監察人席位數

#### b. 管理階層行為

根據台灣公司治理評鑑指標，質押比過高可能影響股東權益。而經理人質押比過高會影響進行管理決策時的判斷，而對公司治理產生不利影響。

Fama and Jensen (1983)認為 CEO 若兼任董事長會使得在董事會有過大的影響，可能會對中小股東進行剝削；而葉銀華等人(2002)認為若有專業經理人擔任董監事，可以善盡應盡之責任，對於公司治理績效有正面的影響。管理階層行為變數定義如表 3-2：

表 3-2 管理階層行為

定義	
專業經理人擔任董事	專業經理人擔任董事席位數/董事席位數
專業經理人擔任監事	專業經理人擔任監察人席位數/監察人席位數
經理人持股	經理人持股數/公司在外流通股數
經理人質押	經理人質押股數/經理人持股數
CEO 雙重性	董事長是否兼任總經理職位

### c. 股權結構

股權結構方面，Fama and Jensen (1983)認為大股東持股比與控制持股會影響公司治理績效。葉銀華等人(2002)將最大股東擔任董事及監察人比率納入考量。而若有間接持股的股權結構，或是大股東擁有過高的盈餘分配請求權，將會對外部投資者產生不利影響(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny 2000)。因此本研究參考過去學者之衡量方法，將上述變數納入衡量公司治理績效的相關變數。股權結構變數定義如表 3-3：

表 3-3 股權結構

定義	
最大股東成員擔任董事席位比率	大股東成員(控制股東)擔任董事席位數/董事席位數
最大股東成員擔任監察人席位比率	大股東成員(控制股東)擔任監察人席位數/監察人席位數
大股東持股比	大股東持股數/公司在外流通股數
間接持股	最終控制者透過金字塔結構或交叉持股增加之控制持股
盈餘分配	最終控制者享有之盈餘分配權
控制持股	最終控制者之持股比率
董事長內部化	最大股東是否擔任董事長
總經理內部化	最大股東是否擔任總經理

#### d. 關係人交易

關係人交易可能形成交易舞弊及損害中小股東或債權人利益，也可能會透過資產轉移損害公司本身經營能力，或是使得公司承擔風險能力下降。所以本研究參考葉銀華等人(2002)的做法，將關係人交易納入衡量公司治理績效的變數之中。關係人交易變數定義如表 3-4：

表 3-4 關係人交易

定義	
關係人銷貨	關係人銷貨金額
關係人進貨	關係人進貨金額
關係人應收	關係人應收帳款金額
關係人應付	關係人應付帳款金額
關係人借支	關係人借款金額
關係人融資	關係人融資金額
財產交易利益	關係人交易中財產交易利益之金額
財產交易損失	關係人交易中財產交易損失之金額
利息收入	關係人交易中利息收入之金額
營業外收入	關係人交易中之營業外收入金額

#### e. 資訊揭露透明度

根據 OECD 原則及台灣公司治理評鑑指標，認為應該讓投資者獲得正確、公正、符合成本且攸關可靠的即時資訊。Gaio and Raposo (2014)衡量公司治理品質時，也納入資訊揭露與透明度作為衡量變數。因此本研究將台灣公開資訊觀測站之資訊透明度評鑑等級量化。由 A+ 等級 5 分至最低 C- 等級 1 分，若公司該年度無評鑑結果則為 0 分。

### 三、 控制變數

#### 1. 公司規模(SIZE)

Fama and French (2001)認為公司規模和以及盈利能力可能影響公司本身以及其股利政策，且他們進一步認為規模較大、盈利能力較好的公司會較容易發放股利。因此本研究加入了公司規模 SIZE，並預期對股利發放呈現正向關係。其計算方式為總資產取自然對數。

#### 2. 資產報酬率(ROA)

Fama and French (2001)研究中提到較高的資產報酬率也可能對公司股利發放有正向影響。因此本研究亦將資 ROA 作為控制變數。其計算方式為計算非經常項目前盈餘除以總資產

### 3. 非經常性損益(LOSS)

公司盈利能力對於公司是否發放股利具有影響力，若計算非經常性損益後還有盈餘，代表公司有額外的負擔能力來支付股利(Fama and French 2001)。因此本研究加入 LOSS 作為控制變數。衡量方式為如果計算非經常性損益前有盈餘則為 1，若為虧損則為 0。

### 4. 公司成熟度(AGE)

有研究指出公司成熟度對於股利的發放有正面影響(DeAngelo, DeAngelo, and Stulz 2006)，因此本研究亦加入 AGE 作為控制變數衡量公司成熟度。計算方式為根據在 TEJ 資料庫中記載之開始營業日期，計算總月份取對數。

### 5. 財務槓桿(LEV)

DeAngelo et al. (2006)認為若公司擁有較高的財務槓桿，可能代表公司風險較高，難以承受支付股利須承擔的額外風險。因此財務槓桿對於股利的發放有負向影響，本研究加入 LEV 作為控制變數之一。計算方式為長期負債除以派發的股權市值

### 6. 銷售成長率(GRO)

Porta et al. (1998)指出除了在不同投資者保護的環境下會影響公司股利發放外，公司面臨不同成長前景的環境也會影響股利發放。因此本研究加入銷售成長率 GRO 來控制此影響。由 TEJ 資料庫取得每年銷售成長率資料。

另外 Gaio and Raposo (2014)將公司規模 SIZE、資產報酬率 ROA 作為衡量公司治理品質時的控制變數。方胤馨(2013)認為公司成立時間 AGE 與盈餘品質有關，考量公司治理品質與盈餘品質間的關聯，本研究在衡量公司治理品質時亦加入這些控制變數。此外有文獻指出在高槓桿的公司中，管理階層可能會進行盈餘管理來避免違約(DeFond and Jiambalvo 1994)，這可能影響公司治理品質。因此本研究同樣使用 LEV 作為控制變數於模型中衡量公司治理品質。表 3-5 為本研究變數衡量表



表 3-5 變數衡量表

變數名稱	變數代號	預期符號	衡量方法
股利發放	DIV		設為虛擬變數，若公司在今年有支付股利則為 1，反之則為 0。
盈餘持續性	P	+	參考 Dechow et al. (2010)方式以公司年度盈餘計算
公司治理品質	COR	+	以資訊揭露透明度及其他四構面指標分數加總平均
公司規模	SIZE	+	總資產取自然對數
資產報酬率	ROA	+	計算非經常項目前盈餘除以總資產
非經常性損益	LOSS	-	資產評價損益加上處分資產損益
公司成熟度	AGE	+	根據在 TEJ 資料庫中記載之開始營業日期，計算總月份取對數
財務槓桿	LEV		長期負債除以派發的股權市值
銷售成長率	GRO	-	銷售成長率

#### 第四節 研究模型

結構方程式模型(Structural equation modeling, SEM)是由變數間線性關係為基礎，融合了因素分析與路徑分析來建構多個變數之間結構關係的統計方法。由於能夠針對多變數間交互關係進行探討，所以被廣泛的使用在社會科學以及行為科學的研究中。探討變數間的因果關係時無法直接測量的潛在變項，結構方程式模型路徑分析可以同時處理潛在變項以及量化並檢驗變數之間的因果關係，並對其進行評估(Raykov and Marcoulides 2012)。在最近的文獻中如 ShROUT and Bolger (2002)也認為對於中介效果的研究，以 Boots trapping(拔靴法/自重抽法)可以提供不同的解釋。相比於 Sobel's(1982)的測試來說，拔靴法更加考量到了中介變量的影響。

過去研究衡量公司治理品質多以董事會結構以及股權結構衡量，部分研究則使用資訊揭露與透明度影響。所以本研究以主成份分析法加入另外多個構面變數對於公司治理的影響，以補足過去文獻衡量方法不足之處。如上所述，本研究參考 ShROUT and Bolger (2002)、Cheung and Lau (2007)等學者所提出檢驗中介效果方法，同時以拔靴法及結構方程式進行驗證，探討盈餘持續性、公司治理品質與股利政策間之直接與間接效果。

## 第五節 樣本選取與資料來源

### (一)、 樣本期間與選取

本研究採過去台灣證券交易所公佈之資訊透明度評鑑作為衡量公司治理品質之標準之一，並依照臺灣證券交易所及人中華民國證券櫃檯買賣中心過去公佈之上市櫃公司資訊評鑑系統結果選取樣本。第一、二屆只公佈透明度前 30% 公司，第九屆則新增衡量等級，故本研究選取第九屆之後樣本。之後參與資訊揭露評鑑的公司逐年增加，所以本研究將研究期間選定為民國 100 年至民國 104 年。

台灣電子業於代工領域中具有良好口碑，擁有高品質、短交貨時間、價格較低等在全球市場中競爭之重要優勢。許多國際大廠如富士通、英戴爾等選擇台灣電子業廠商作為合作對象。由於作為高資本高技術以及勞動力集中之產業，故電子產業作為台灣經濟發展重要核心角色。同時在具有賦稅優勢下，電子業成為國內高成長產業。在台灣證券交易市場中電子業佔有大比重，其股價漲幅以及交易量也對於市場影響巨大。近年由於面對其他國家以集團化與再工業化方式的競爭，台灣電子業也面對更多挑戰與經營困境，隨之公司營運策略的改變也成為投資者所關注的重點。本研究自台灣經濟新報資料庫(TEJ)取得電子業不含 TDR 共 831 家公司，並剔除樣本期間於公開資訊觀測站中資料不全樣本。其中包含 107 家公司治理相關變數資料缺失，63 家其他變數缺失，共資料不全 170 家公司刪除後，樣本共有 661 家公司 5 年共 3305 筆資料。樣本資料選取結果於表 3-6。

表 3-6 樣本選取表

樣本選取流程	樣本數
原始樣本公司數	831
刪除：資料不全樣本	
公司治理各變數資料缺失	(107)
其他變數缺失	(63)
總樣本公司數	661

## (二)、 資料來源：

本研究由 TEJ 台灣經濟新報資料庫取得上市櫃公司股利發放等其他各項資料，並自行計算盈餘持續性與部分控制變數。公司治理資料則由於台灣公司治理評鑑處於剛起步階段資料不足，所以改由證券暨期貨市場發展基金會取得歷屆資訊揭露評鑑結果並依照評鑑等級評分，另外再從 TEJ 台灣經濟新報資料庫取得其他四個公司治理構面資料。



## 第肆章 實證結果

### 第一節 敘述統計分析

#### 一、敘述性統計分析

表 4-1 為各變數敘述統計量，表中顯示 5 年間盈餘持續性平均值為 0.03532，標準差為 0.6048，最小值為-2.3357，最大值 5.0709。公司治理品質以主成分分析法計算構面分數後，與資訊透明度分數平均計算出公司治理品質指數。最小值為 0.2288，最大值為 0.8173。控制變數公司規模為總資產取自然對數，平均值為 15.2029，最小值為 10.3634，最大值為 21.6245，公司成立年數平均為 5.5339 年，財務槓桿平均為 4.5414，最小為 4.0775，最多為 6.5930，銷售成長率平均為 8.2564，最小為-99.8，最大為 974.48。

表 4-1 敘述統計量

變數	樣本數	平均值	標準差	最小值	最大值
P	3305	0.03532	0.6048	-2.3357	5.0709
COR	3305	0.0819	0.1924	-0.3727	0.2589
SIZE	3305	15.2029	1.4684	10.3634	21.6245
ROA	3305	8.5687	10.0879	-70.9	55.99
AGE	3305	5.5339	0.4203	4.0775	6.5930
LEV	3305	1.1752	4.5414	-29.2164	203
GRO	3305	8.2564	45.0652	-99.88	974.48

註 1：P 為盈餘持續性；COR 為公司治理品質；SIZE 為公司規模；ROA 為資產報酬率；AGE 為公司成立年數；LEV 為財務槓桿；GRO 為銷售成長率。

#### 二、相關序數矩陣

表 4-2 為本研究對各變數進行 Pearson 相關係數與 Spearman 相關係數分析之結果。根據之前研究認為相關係數小於 0.7 則彼此間相關性較低 (Mukaka 2012)，本研究之變數間相關係數皆小於 0.7 (最大值為 0.6487)，彼此之間相關性較低。

以各別變數來看，股利發放 DIV 與盈餘持續性 P 以及公司治理品質 COR 呈現顯著正向相關，代表盈餘持續性越高、公司治理品質越好，公司越容易發放股利。

表 4-2 相關係數矩陣

	DIV	P	COR	SIZE	ROA	LOSS	AGE	LEV	GRO
DIV	1	0.0539**	-0.0043	0.2610***	0.6487***	-0.0580***	0.0287*	0.4050***	0.2603***
P	0.0490***	1	0.0450**	0.0627***	0.1879***	-0.0336*	-0.0509***	-0.0509***	0.1071***
COR	0.0078*	0.0319**	1	0.0051	-0.0103	0.0030	-0.0109	0.0056	0.0051
SIZE	0.2465***	0.0627***	0.0154	1	0.2443***	0.0571***	0.1305***	0.2351***	0.0903***
ROA	0.5857***	0.1598***	0.0094	0.281***	1	-0.0573***	-0.0750***	0.2621***	0.4249***
LOSS	-0.0580***	-0.0387	0.0024	0.0457***	-0.0663***	1	0.0784***	0.0080	-0.0420**
AGE	0.0236	-0.0594***	-0.0217	0.0857	-0.0731***	0.0784***	1	0.0776***	-0.0913***
LEV	-0.0129	-0.0205	-0.0116	-0.0037	-0.0124	-0.001	0.008	1	0.1978***
GRO	0.1397***	0.0710***	-0.0009	0.0312*	0.3128***	-0.0351**	-0.0857***	-0.014	1

註 1：左下半部為 Pearson 相關係數，右上半部為 Spearman 相關係數之分析結果。

## 第二節 結構方程式分析

### 一、SEM 結構方程式整體模型配適度分析

本研究以結構方程式以及拔靴法進行實證分析，並參考過去學者研究使用之模型配適度標準檢驗本研究之模型配適情況，將整體配適度檢驗結果列於表 4-3。若卡方值越小，代表模型因果路徑以及路徑圖配適度較好；另外 Bentler (1990)認為 CFI 比較配適度指標大於 0.95 時模型配適度佳；Boelen and van den Bout (2005)研究認為 TLI 非規準配適指標大於 0.9 時模型配適度佳；Hu and Bentler (1999)認為 SRMR 標準化殘差均方和平方根小於 0.08 時，代表模型配適度佳；而 McDonald and Ho (2002)認為比較理論模型與飽和模型的 RMSEA 漸進殘差均方根小於 0.08 時，表示模型配適度較好。

本研究模型卡方值 P 值為 0.7932 配適度。本模型 TLI 與 CFI 值皆為 1，大於 0.9 與 0.95，顯示模型配適度佳。本模型 SRMSR 值與 RESEA 值皆為 0，小於 0.08，顯示整體模型配適度良好。

表 4-3 結構方程式整體模型配適度分析

模型配適度分析	判別標準	模型結果
卡方值(Chi-square)	P 值不顯著	0.7932
標準化殘差均方和平方根(SRMSR)	<0.08	0.000
漸進殘差均方根(RMSEA)	<0.08	0.000
非規準配適指標(TLI)	>0.9	1
比較配適度指標(CFI)	>0.95	1

### 二、模型整體路徑分析

本研究模型整體路徑分析主要驗證各個變數間關係，及盈餘持續性、公司治理品質以及股利發放間關係，結果如下：

#### 1. 公司治理品質對於盈餘持續性之影響

如表 4-4 所示，公司治理品質(COR)與盈餘持續性(P)為顯著正相關(係數為 0.1026)，代表投入成本提升公司治理品質能夠強化內部稽核與對管理階層的監督效果同時改善盈餘品質，因此也能夠提升盈餘持續性。此結果與過去研究認為公司治理品質提升能夠減少代理問題並改善盈餘品質相同(孫世攀等人 2011;汪進揚與翁笠帆 2012;Gaio and Raposo 2014)，

進而能使盈餘持續性提升，因此實證結果符合假說 1。

## 2. 盈餘持續性對於股利發放之影響

如表 4-4 所示，盈餘持續性(P)與股利發放(DIV)為顯著負相關(係數為-0.3945)，此結果符合 Porta et al. (1998)提出的股利結果模型預測，這代表盈餘持續性高足以發放股利的公司，在有較高投資機會時投資者會願意接受公司不發放股利，將資金保留作為公司投資成長之用。因此實證結果符合假說 2。

## 3. 公司治理品質對於股利發放之影響

如表 4-4 所示，公司治理品質(COR)與股利發放(DIV)為不顯著(係數為 0.0028)，此結果可能是因為台灣公司治理評鑑處於剛施行階段，所以整體改善公司治理之成效有限。且提升公司治理品質也許能夠改善公司盈餘品質吸引投資者(Bai et al. 2004；Kaplan 1997)，但由於影響股利發放因素眾多，如 Labhane and Mahakud (2016)認為影響股利政策的因素包含公司生命週期、面臨的投資機會與風險、稅收等都是主要原因，Banerjee (2016)的研究則表示股利政策受到盈利能力及收益率的顯著影響，易林(2013)認為股利政策會受到管理階層權力大小的影響。上述研究顯示公司股利政策一方面需考量公司各項財務狀況的影響外，還需要考量管理階層與公司營運策略，所以僅提升公司治理品質對於股利政策的影響有限。因此實證結果未符合假說 3。

表 4-4 路徑分析

路徑	路徑係數	S. E.	t 值	P 值
公司治理品質(COR) → 盈餘持續性(P)	0.1026**	0.0420	2.44	0.015
公司治理品質(COR) → 股利發放(DIV)	0.0028	0.0355	0.08	0.936
盈餘持續性(P) → 股利發放(DIV)	-0.3945***	0.0143	-2.75	0.006

註 1：\*\*\*、\*\*、\*代表 1%、5%與 10%顯著水準。

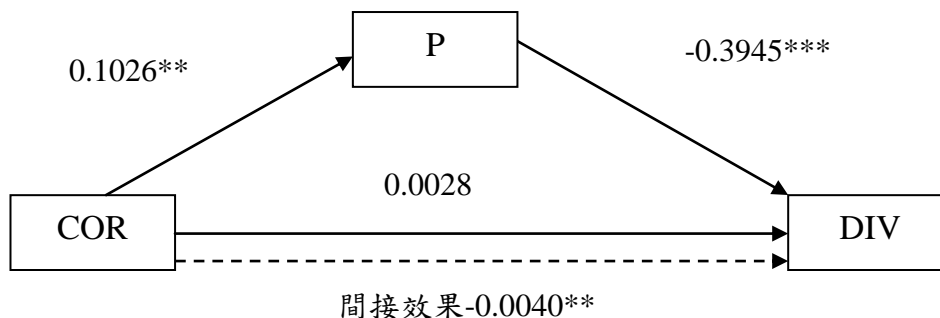


圖 4-1 路徑圖



#### 4.盈餘持續性透過公司治理品質對於股利發放之影響

表 4-5 顯示盈餘持續性對於股利發放之直接效果不顯著(係數為 0.0028)，間接效果為顯著負相關(係數為-0.0040)，總效果不顯著(係數為 -0.0012)。此結果顯示盈餘持續性會透過公司治理品質影響股利發放，而公司治理品質對股利發放存有盈餘持續性引發的負向間接效果。因此實證結果支持假說 4。

表 4-5 盈餘持續性、公司治理品質與股利發放之關係

自變數	應變數	直接效果			間接效果			總效果			間接占總效果之比例
		路徑係數	P 值	顯著性	路徑係數	P 值	顯著性	路徑係數	P 值	顯著性	
公司治理品質	→ 股利發放	0.0028	0.936		-0.0040	0.083	*	-0.0012	0.973		30%

註 1：\*\*\*、\*\*、\*代表 1%、5%與 10%顯著水準。

#### 5.控制變數彙總

本研究控制變數部分如表 4-6 所示當公司規模越大、資產報酬率越高、非常續性損益越低、公司成立年數越長、銷售成長率越低時，越容易發放股利，而財務槓桿的影響並不顯著。表 4-7 為本研究之研究假說實證結果彙總。

表 4-6 控制變數係數表

控制變數	預期正負	COR→P	P→DIV	COR→P→DIV
SIZE	+	0.0173**	0.0394***	0.0387***
P-value		0.036	0.000	0.000
ROA	+	0.0666***	0.2765***	0.2739***
P-value		0.000	0.000	0.000
LOSS	-	-0.0092	-0.0143**	-0.0139**
P-value		0.274	0.032	0.049
AGE	+	-0.0237***	0.0264***	0.0274***
P-value		0.004	0.000	0.000
LEV	-	-0.0093	-0.0034	-0.0030
P-value		0.549	0.6	0.853
GRO		0.0001	-0.0187***	-0.0187**
P-value		0.99	0.007	0.023

註 1：\*\*\*、\*\*、\*代表 1%、5%與 10%顯著水準。

表 4-7 研究假說結果彙總表

編號	假說	實證結果
假說 1	公司治理品質對盈餘持續性為顯著正相關。	支持
假說 2	盈餘持續性對股利發放有顯著相關。	支持
假說 3	公司治理品質對股利發放有顯著正相關。	不支持
假說 4	公司治理品質的提升會透過盈餘持續性進一步影響股利發放	支持



### 三、 額外測試

過去研究探討股利政策時，也常以發放股利金額大小作為衡量指標，或是額外分析股利發放金額大小可能造成的影響(李卓與宋玉 2007；Tong and Miao 2011)。本研究之股利政策衡量以公司是否發放現金或股票股利為基準，因此為了測試實證結果穩定性，本研究以現金股利金額與股票股利面額與公司治理品質及盈餘持續性之關係進行額外分析。

#### 1. 現金股利與股票股利面值

如表 4-8 所示在直接效果方面，公司治理品質對於盈餘持續性有顯著正向影響(係數為 0.1026)，與先前實證結果相同；公司治理品質對於現金股利與股票股利面值大小有顯著正向影響(係數為 0.2749)，盈餘持續性對於現金股利與股票股利面值大小影響則不顯著(係數為-0.0551)，與先前實證結果不同。

盈餘持續性對於現金股利與股票股利面值大小並沒有顯著影響，因此公司治理品質對現金與股票股利發放的影响也沒有存在盈餘持續性引發的間接效果。

表 4-8 現金股利與股票股利面值額外測試

路徑	路徑係數	S. E.	t 值	P 值
公司治理品質(COR) → 盈餘持續性(P)	0.1026**	0.0420	2.5	0.013
公司治理品質(COR) → 現金/股票股利面值	0.2749***	0.0815	3.37	0.001
盈餘持續性(P) → 現金/股票股利面值	-0.0551	0.0344	-1.6	0.109

註 1：\*\*\*、\*\*、\*代表 1%、5%與 10%顯著水準。

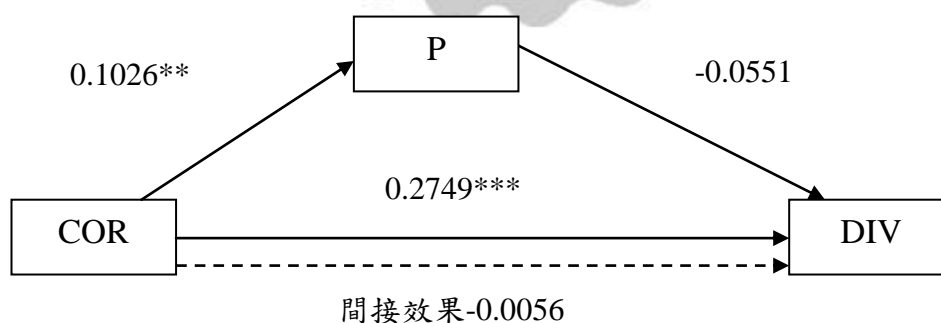


圖 4-2 現金股利與股票股利面值路徑圖

## 2. 現金股利與股票市值

如表 4-9 所示在直接效果方面，公司治理品質對於盈餘持續性有顯著正向影響(係數為 0.1026)，與先前實證結果相同；公司治理品質對於現金股利與股票股利市值有顯著正向影響(係數為 0.1423)，盈餘持續性對於現金股利與股票股利市值影響則不顯著(係數為 0.0441)，與先前實證結果不同。

盈餘持續性對於現金股利與股票股利市值並沒有顯著影響，因此公司治理品質對現金與股票股利市值發放的影響也沒有存在盈餘持續性引發的間接效果。

表 4-9 現金股利與股票市值額外測試

路徑	路徑係數	S. E.	t 值	P 值
公司治理品質(COR) → 盈餘持續性(P)	0.1026**	0.0420	2.5	0.013
公司治理品質(COR) → 現金/股票股利市值	0.1423*	0.0816	1.74	0.081
盈餘持續性(P) → 現金/股票股利市值	0.0441	0.0344	1.28	0.2

註 1：\*\*\*、\*\*、\*代表 1%、5%與 10%顯著水準。

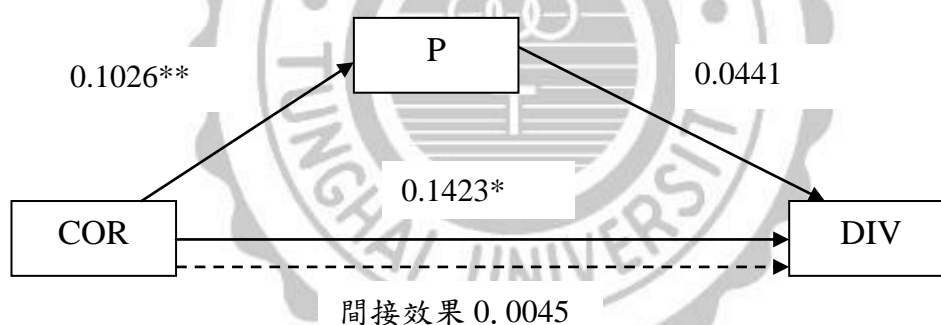


圖 4-3 現金股利與股票市值路徑圖

## 3. 現金股利

如表 4-10 所示在直接效果方面，公司治理品質對於盈餘持續性有顯著正向影響(係數為 0.1026)，盈餘持續性對於現金股利影響也為顯著(係數為 -0.0651)，與先前實證結果相同；公司治理品質對於現金股利有顯著正向影響(係數為 0.2726)，與先前實證結果不同。

盈餘持續性對於現金股利有顯著影響，公司治理品質對於現金股利發放有顯著影響，而公司治理品質對現金股利發放的影響沒有存在盈餘持續性引發的間接效果。

表 4-10 現金股利額外測試

路徑	路徑係數	S. E.	t 值	P 值
公司治理品質(COR) → 盈餘持續性(P)	0.1026**	0.0410	2.5	0.013
公司治理品質(COR) → 現金股利	0.2726***	0.0815	3.34	0.001
盈餘持續性(P) → 現金股利	-0.0651*	0.0344	-1.89	0.058

註 1：\*\*\*、\*\*、\*代表 1%、5%與 10%顯著水準。

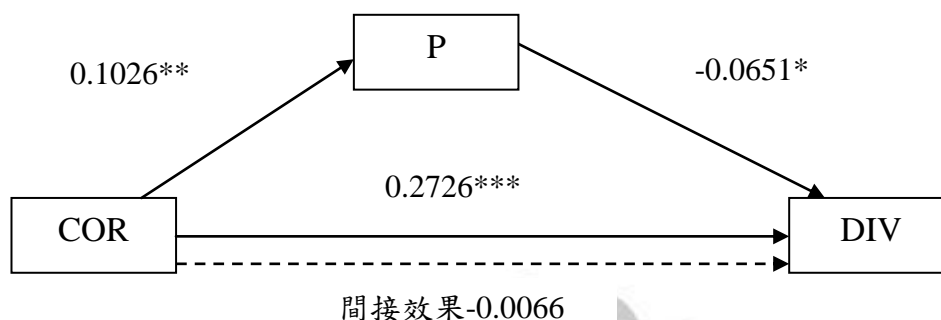


圖 4-4 現金股利路徑圖

#### 4. 股票股利市值

如表 4-11 所示在直接效果方面，公司治理品質對於盈餘持續性有顯著正向影響(係數為 0.1026)，公司治理品質對於股票股利市值影響不顯著(係數為 0.1020)，盈餘持續性對於股票股利市值的影響有顯著影響(係數為 0.575)，與先前實證結果相同。

盈餘持續性對於股票股利市值有顯著影響，公司治理品質對於股票股利市值無顯著影響，而公司治理品質對股票股利市值的影響也沒有存在盈餘持續性引發的間接效果。

表 4-11 股票股利市值額外測試

路徑	路徑係數	S. E.	t 值	P 值
公司治理品質(COR) → 盈餘持續性(P)	0.1026**	0.0420	2.5	0.013
公司治理品質(COR) → 股票股利市值	0.1020	0.0815	1.25	0.210
盈餘持續性(P) → 股票股利市值	0.0575*	0.0344	1.67	0.095

註 1：\*\*\*、\*\*、\*代表 1%、5%與 10%顯著水準

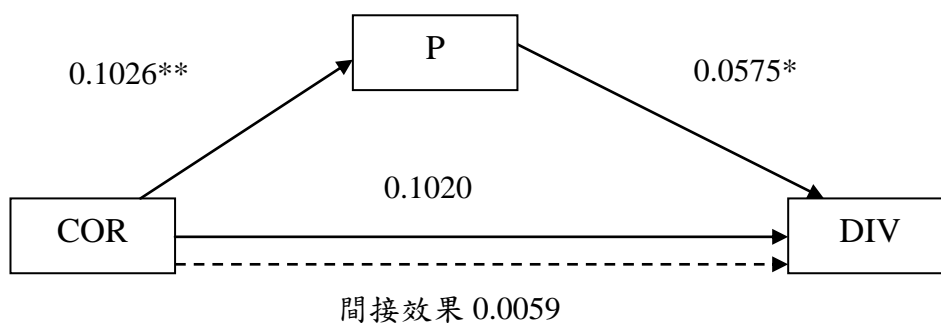


圖 4-5 股票股利市值路徑圖

### 5. 股票股利面值

如表 4-12 所示在直接效果方面，公司治理品質對於盈餘持續性有顯著正向影響(係數為 0.1026)，盈餘持續性對股票股利面值影響有顯著影響(係數為 0.0695)，公司治理品質對股票股利面值大小影響不顯著(係數為 0.0899)，與先前實證結果相同。

盈餘持續性對於股票股利面值大小有顯著影響，公司治理品質對股票股利面值大小沒有顯著影響，而公司治理品質對股票股利面值的影響也沒有存在盈餘持續性引發的間接效果。

表 4-12 股票股利面值額外測試

路徑	路徑係數	S. E.	t 值	P 值
公司治理品質(COR) → 盈餘持續性(P)	0.1026**	0.0420	2.5	0.013
公司治理品質(COR) → 股票股利面值	0.0899	0.0814	1.1	0.270
盈餘持續性(P) → 股票股利面值	0.0695**	0.0344	2.02	0.043

註 1：\*\*\*、\*\*、\*代表 1%、5%與 10%顯著水準

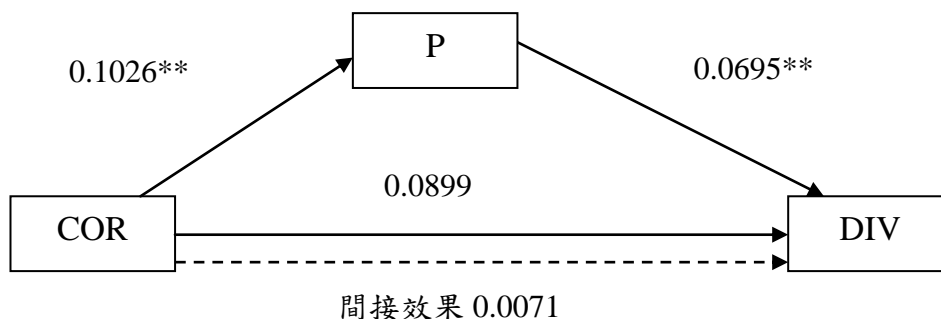


圖 4-6 股票股利面值路徑圖

## 第五章 結論與建議

### 第一節 研究結論

由於近年來世界各大企業舞弊事件時有所聞，投資者對於公司治理品質等相關議題也越發重視。過去國外文獻也有許多關於公司治理品質對於公司各方面影響之研究，國內關於公司治理品質也有許多學者進行研究，說明了國內對於公司治理品質以及投資者保護機制的部分逐漸更加重視。而投資者進行投資大多情況下都是希望賺取獲利，因此財務報表上有亮眼表現的公司常常成為投資者青睞的對象。然而公司管理階層可能因為希望能吸引投資，或是想獲取私利而對財務報表上的資訊進行操控。

本研究以台灣電子業上市櫃公司為樣本，使用主成份分析法計算出公司治理品質，再使用結構方程式探討盈餘持續性、公司治理品質與股利發放之關係。本研究主要發現結果如下列四點：

- (1) 公司治理品質對盈餘持續性影響呈現正相關。代表公司投入成本建立較好的公司治理機制以及獲得較好的公司治理品質能夠減輕代理問題與強化監督管理階層，進而改善盈餘品質提高盈餘持續性。
- (2) 盈餘持續性對股利發放影響呈現負相關。代表投資者能接受在公司前景較好有能力負擔股利時，將資金保留作為公司發展使用。
- (3) 公司治理品質對股利發放影響呈現不顯著。可能是因為台灣公司治理評鑑施行不久，對於改善公司治理品質的效果有限。且雖然提升公司治理品質能夠改善公司盈餘品質及盈餘持續性，但影響股利發放因素較多，僅提升公司治理品質未必會對公司股利政策有顯著的影響。
- (4) 公司治理品質會透過盈餘持續性影響股利發放。代表公司投入成本，可以使得公司治理機制更加完善使公司治理品質更好，減少與管理階層間的資訊不對稱並減輕代理問題，另一方面改善財務報告的品質且強化對於管理階層的監督以及內部稽核機制，藉此提升公司盈餘持續性。投資者認為較高的盈餘持續性是來自於公司治理品質的改善，代表公司擁有較佳的投資者保護機制且對於額外風險的負擔能力較佳，因此投資者更能接受公司保留資金不發放股利，作為日後公司發展需要使用。

## 第二節 管理意涵

本研究探討盈餘持續性與公司治理品質與股利發放關係，本研究主要管理意涵如下：

### 一、學術意涵

由於台灣公司治理評鑑剛開始推行缺乏資料，本研究參考過去文獻使用主成份分析法計算多個構面公司治理指標並計算公司治理指數作為衡量公司治理品質的依據(楊鈞棠 2010；Ammann, Oesch, and Schmid 2011；Larcker et al.2007)。同時參考多位學者研究結果，加入如管理階層行為、資訊揭露與透明度、關係人交易等變數(葉銀華等人 2002；Fama and Jensen1983；Gaio and Raposo 2014)，以補足過去文獻在衡量公司治理品質時大多只針對董事會構成或股權結構，未能考量其他項目對於公司治理的影響之不足之處，藉此在衡量本國盈餘持續性是否會對公司治理品質對股利發放的關係中會有中介效果。根據本研究之結果，盈餘持續性對於公司股利發放有負向影響，並且公司治理品質會進一步透過盈餘持續性的提高，對於股利發放有負向。此實證結果支持 Porta et al. (1998)股利的結果模型的預測，在公司擁有足夠負擔能力支付股利時，投資者願意接受公司不發放股利保留資金作為投資之用，藉此在未來獲得更多額外的利益，在公司治理品質越好時，盈餘持續性越高，這種影響也會越強。

### 二、管理意涵

台灣電子產業常是投資者選擇投資時的目標。公司治理品質對於盈餘持續性有正向關係，代表公司制改善公司治理品質時，能夠強化對管理階層的監督，藉此提升盈餘持續性。對於有動機去提升公司治理品質來吸引投資者的本國企業來說，這代表投入成本後能夠達到在公司治理品質上預期效益。而公司治理品質會透過盈餘持續性進一步對股利發放有負向影響。根據結果模型的預測，投資者可以忍受公司有負擔能力支付股利時，不發放股利保留資金作為公司成長使用。投資者希望公司能夠保留資金來使公司發展更好，並預期在未來能夠拿到更多利益。在這情況之下可能會有公司資金遭管理階層挪用作為私利的疑慮，但公司治理品質的提升能夠減輕代理問題，監督管理階層時同時確保投資正確性與主產業發展並提升盈餘持續性，投資者更清楚公司對於風險的負擔能力以及得到更好的權益保護，也更願意接受公司保留資金日後使用。



### 第三節 研究限制與建議

本研究之研究限制及未來研究建議如下：

- 一、 本研究只就股利發放作為研究目標，而同樣作為有價證券，債券也是台灣投資者喜好的投資項目。因此建議未來以債券或其他投資項目為對象，探討投資者對於公司與該投資項目之關係與反應。
- 二、 本研究以盈餘持續性作為衡量影響公司股利發放的變數，而股利發放可能會受到市場因素以及其他非財務方面的影響，盈餘持續性無法全盤代表股利發放的因素為本研究限制，因此建議未來研究可以使用其他變數作為衡量影響股利發放的變數。
- 三、 由於台灣公司治理評鑑處於剛推行階段缺乏資料，本研究之衡量指標與台灣證券交易所提出公司治理指標有所差異為研究限制，建議未來研究可以參考並運用其評鑑結果，作為更貼切衡量公司治理品質的方法，使探討此類相關議題時更加完善。
- 四、 本研究衡量公司治理品質時多使用公開資訊觀測站等公司提供之公開資料，對於管理階層行為、公司內部運行或是董事會監督機能之衡量可能仍有誤差，此為本研究之限制。因此建議未來研究可以採用公司個案方式、問卷式或公開資料同時納入研究資料，使得在衡量各公司實際內部治理情況能夠更加準確。

## 文獻參考

- 方俊儒、李秀英與龍春伶，2008，獨立董監事對公司績效與盈餘品質之影響—控制股東之調節效果，會計與公司治理 5 (1)：55-80。
- 方胤馨，2013，現金股利與盈餘品質之關聯。
- 王克明與王平，2011，公司治理，現金股利變化與盈餘變化持續性——基於中國上市公司的分析，經濟問題 (1)：69-72。
- 王長禹，2013，外貿上市公司股利政策與盈餘持續性的關係，財會月刊，16：014。
- 何武仔與王顛，2014，平衡股東權益與債權人權益的股利政策——基于滬市A股上市公司，中外企業家 (9):80-81。
- 任力與項露菁，2015，公司治理結構對現金股利分配的影響，經濟學家 (5)：43-51。
- 李卓與宋玉，2007，上市公司股利政策與盈餘品質關係的實證研究，中國管理研究 2:2。
- 李建然、陳政芳與李啟華，2003，董監事持股集中度與會計師獨立性—對會計師出具繼續經營疑慮查核意見之影響，當代會計 4(2)：191-210。
- 李淑華，2010，公司治理與權益法下投資淨收益之持續性與市場評價，會計評論(51)。
- 汪進揚與翁笠帆，2012，獨立董事及監察人與企業盈餘品質的關聯性，審計與經濟研究 (4)：66-78。
- 汪瑞芝與李依純，2015，所得稅資訊內涵對盈餘持續性之影響，當代會計 16 (2)：145-173。
- 易林，2013，產權性質、管理層權力與現金股利政策，管理學家：學術版 (2)：33-44。
- 孫世攀、徐霞與汪東梅，2011，盈餘持續性與公司治理實證研究——來自滬深上市公司的經驗證據，科技與管理 13(1)：40-45。
- 孫芝慧，2015，我國上市公司股利分配政策的影響因素研究，會計師 (15):3-4。
- 楊鈞棠，2010，公司治理與舉債融資在降低代理問題關聯性之研究。
- 葉銀華、李存修與柯承恩，2002，公司治理與評等系統：商智文化。
- 劉慧茜與趙力華，2010，股利政策及盈餘持續性關係的研究，魅力中國，17：310。
- 鄭浩與王欣，2008，關於公司治理成本問題的思考，商業時代 (22)：77-78
- 嚴若森，2005，公司治理成本的構成與公司治理效率的最優化研究，會計研究 (2)：59-63。
- Adjaoud, F., and W. Ben-Amar. 2010. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance & Accounting* 37 (5-6):648-667.
- Ammann, M., D. Oesch, and M. M. Schmid. 2011. Corporate governance and

- firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance* 18 (1):36-55.
- Baber, W. R., S. H. Kang, L. Liang, and Z. Zhu. 2015. External corporate governance and misreporting. *Contemporary Accounting Research* 32 (4):1413-1442.
- Bai, C.-E., Q. Liu, J. Lu, F. M. Song, and J. Zhang. 2004. Corporate governance and market valuation in China. *Journal of Comparative Economics* 32 (4):599-616.
- Baker, M., and J. Wurgler. 2004. A catering theory of dividends. *The Journal of Finance* 59 (3):1125-1165.
- Banerjee, S. 2016. Determinants of dividend policy for selected information technology companies in India: An empirical analysis. *Parikalpana: KIIT Journal of Management* 12 (1):11.
- Bentler, P. M. 1990. Comparative fit indexes in structural models. *Psychological Bulletin* 107 (2):238.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell Journal of Economics* 10 (1):259-270.
- Boelen, P. A., and J. van den Bout. 2005. Complicated grief, depression, and anxiety as distinct postloss syndromes: A confirmatory factor analysis study. *American Journal of Psychiatry* 162(11):2175-7.
- Caskey, J., and M. Hanlon. 2005. Do dividends indicate honesty? The relation between dividends and the quality of earnings. *Working Paper*.
- Chang, B., and S. Dutta. 2012. Dividends and corporate governance: Canadian evidence. *IUP Journal of Applied Finance* 18 (4):5.
- Cheung, G. W., and R. S. Lau. 2007. Testing mediation and suppression effects of latent variables: Bootstrapping with structural equation models. *Organizational Research Methods* 11(2):296-325.
- 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.
- Dechow, P., W. Ge, and C. Schrand. 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50 (2):344-401.
- DeFond, M. L., and J. Jiambalvo. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17 (1):145-176.
- Durden, C., and R. Pech. 2006. The increasing cost of corporate governance: decision speed-bumps for managers. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 6 (1):84-95.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review* 74(4):650-659.
- Ebaid, I. E.-S. 2011. Persistence of earnings and earnings components: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *International Journal of Disclosure and Governance* 8 (2):174-193.
- 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.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics* 26 (2):301-325.
- Gaio, C., and C. C. Raposo. 2014. Corporate Governance and Earnings Quality: International Evidence. *Journal of Accounting and Finance* 14 (3):53.
- Gordon, M. J. 1959. Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics* 41(2):99-105.
- Graham, B., D. L. F. Dodd, and S. Cottle. 1934. Security analysis. *McGraw-Hill New York*.
- Grullon, G., and R. Michaely. 2002. Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis. *Journal of Finance* 57:1469-1684.
- Hail, L., A. Tahoun, and C. Wang. 2014. Dividend payouts and information shocks. *Journal of Accounting Research* 52 (2):403-456.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. 2012. Information disclosure and corporate governance. *The Journal of Finance* 67 (1):195-233.
- Hsu, P.-H., and X. Hu. 2015. Advisory Board and Earnings Persistence. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*: March 8, 2015.
- Hu, A., and P. Kumar. 2004. Managerial entrenchment and payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39 (04):759-790.
- Hu, L. t., and P. M. Bentler. 1999. Cutoff criteria for fit indexes in covariance structure analysis: Conventional criteria versus new alternatives. *Structural Equation Modeling: a Multidisciplinary Journal* 6 (1):1-55.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48 (3):831-880.
- Kaplan, S. N. 1997. Corporate governance and corporate performance: A comparison of Germany, Japan, and the US. *Journal of Applied Corporate Finance* 9 (4):86-93.
- Klapper, L. F., and I. Love. 2004. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance* 10 (5):703-728.
- Koch, A. S., and A. X. Sun. 2004. Dividend changes and the persistence of past earnings changes. *the Journal of Finance* 59 (5):2093-2116.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58 (1):3-27.
- Labhane, N. B., and J. Mahakud. 2016. Determinants of dividend policy of Indian companies a panel data analysis. *Paradigm*:April 26, 2016.
- Larcker, D. F., S. A. Richardson, and I. Tuna. 2007. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review* 82 (4):963-1008.
- Lee, S.-P., M. Isa, and W.-L. Lim. 2012. Dividend changes and future profitability: evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 8 (2):93-110.
- Lipton, M., and J. W. Lorsch. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer* 48(1):59-77.
- Loomes, G., and R. Sugden. 1982. Regret theory: An alternative theory of

- rational choice under uncertainty. *The Economic Journal* 92(368):805-824.
- Malkiel, B. G. 2003. The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of Economic Perspectives* 17(1):59-82.
- McDonald, R. P., and M.-H. R. Ho. 2002. Principles and practice in reporting structural equation analyses. *Psychological Methods* 7 (1):64.
- Mikhail, M. B., B. R. Walther, and R. H. Willis. 2003. The effect of experience on security analyst underreaction. *Journal of Accounting and Economics* 35 (1):101-116.
- Mukaka, M. 2012. A guide to appropriate use of Correlation coefficient in medical research. *Malawi Medical Journal* 24 (3):69-71.
- Pimentel, R. C., and A. B. d. Aguiar. 2016. The role of earnings persistence in valuation accuracy and the time horizon. *Revista De Administração De Empresas* 56 (1):71-86.
- Porta, R. I., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1998. Agency problems and dividend policies around the world: National Bureau of Economic Research. *National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 6594*
- Raykov, T., and G. A. Marcoulides. 2012. A first course in structural equation modeling. *Lawrence Erlbaum Associates*.
- Ramakrishnan, R. T., and J. K. Thomas. 1998. Valuation of permanent, transitory, and price-irrelevant components of reported earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 13 (3):301-336.
- Shefrin, H. M., and M. Statman. 1984. Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics* 13 (2):253-282.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. The limits of arbitrage. *The Journal of Finance* 52 (1):35-55.
- Shrout, P. E., and N. Bolger. 2002. Mediation in experimental and nonexperimental studies: new procedures and recommendations. *Psychological Methods* 7 (4):422.
- Skinner, D. J., and E. Soltes. 2011. What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies* 16 (1):1-28.
- Tong, Y. H., and B. Miao. 2011. Are dividends associated with the quality of earnings? *Accounting Horizons* 25 (1):183-205.
- Vojtech, C. M. 2012. The relationship between information asymmetry and dividend policy. *Finance and Economics Discussion Series Working Paper No. 2012-13*