

# 股利發放對公司價值的影響

## The Effect of Dividends Payouts on Firm Value

倪衍森(Yen-Sen Ni)

淡江大學管理科學學系

Professor, Management Sciences, Tamkang University

江佳蓉(Chia-Jung Chiang)

淡江大學管理科學學系

PhD student, Management Sciences, Tamkang University

### 摘要

我們以台灣證券交易所上市公司作為樣本，探討股利發放有無、股利殖利率、公司治理股權結構變數、財報表現、機構持股及控制變數，對公司價值之影響。在這項研究中，我們揭示了令人印象深刻的發現。首先，我們揭示了股利發放有無與公司價值呈負相關；我們認為是由於股利發放後，會拉低股價，致使公司價值下降。其次，顯示了股利殖利率與公司價值亦呈負相關；我們推斷，發放股利殖利率越高的公司，股價調整的幅度越大，使公司價值不易提升。第三，債務比率，董監事的質押比率以及董事會規模與公司價值呈負相關。表明具有財務或公司治理問題的公司可能沒有更高的公司價值。

關鍵字：公司價值；股利發放；公司治理；機構持股；財報表現。

### Abstract

By employing the firms listed in TWSE from 2012 to 2016 as our samples, we explore whether the firms issuing dividends or the firms issuing higher dividend yield would have higher firm value after taking corporate governance, financial statement, institutional variables and firm scale as our controlling variables, and reveal several important findings. First, the firms issuing dividends might not have higher firm value, which might result from that the firm value of a firm might be declined after issuing dividend payouts. Second, the firm issuing higher dividend yield is negatively related to firm value. We infer that the firm issuing higher dividend yield would weaken the firm value due to that share price would be lower down if the firm issuing higher dividend yield. Third, the firm with higher debt ratio, higher directors' pledge ratio, and large board size might not have higher firm value, indicating that the firms with either financial or corporate governance issues might not have higher firm value.

**KeyWords** : Firm Value; Dividends Payouts; Corporate Governance; Institutional Shareholders; Earnings Variables.

## 壹、緒論

股利對股東而言是一種投資報酬，公司會從盈餘來決定發放股利多與寡。股利發放可以用來表示公司未來的盈利能力 (Bhattacharya, 1979)。公司發行額外股利可能會被投資者視為一個積極信號；而減少股利或沒有發放股利的公司可能會因其未來收益而被懷疑。公司宣布增加股利將提高股價，而減少股利支付可能會削弱股價 (Al-Yahyaee, Pham, & Walter, 2011)。企業管理者會強調保持股利的連續性，以避免股利發放的變化影響公司價值 (Baker, Powell, & Veit, 2002)。此外，不同的公司甚至不同的行業在投資機會方面可能會有不同的關注點，例如：較大且盈利能力較強的公司支付股利的傾向較高 (Denis & Osobov, 2008)。具有成長階段的公司需要通過發放較低的股利來維持大量資金，以便根據市場需求擴大產能 (Gaver & Gaver, 1993)。因此，企業是否會隨著股利發放，甚至是發放高殖利率股利就會提升公司價值？這就是我們研究這個主題的動機。

此外，我們認為分析企業價值提升的各種因素是必要的。董事會結構在公司治理與公司價值提升起著重要作用。事實上，董事會結構的不同組成部分，包括董事持股比例、經理人持股比例，董事會規模等，可能意味著不同的公司治理，不同的所有權集中度，不同的所有權，不同的所有權組成部分可能會有不同的公司治理問題，從而影響市場價值表現。另外一方面，由於機構投資人的持股，更能有效地對公司的管理階層做監控，對股東的利益做出貢獻 (Brickley & Smith, 1988; McConnell & Servaes, 1990; Almazan et al., 2005)，亦可以降低代理問題。在過往相關研究中揭示，例如：高流動比率 (Borokhovich et al., 2004) 和公司內部擁有現金存量 (Bigelli & Sánchez-Vida, 2012) 可以提升公司價值。因此，我們得出了一個結論公司價值的變化可能受到與公司治理和財務報表相關的變量的影響，所以我們進一步探討公司治理和財務績效表現對公司價值的影響。

本文的目的是研究公司股息發放有無，以及高殖利率對公司價值的影響。我們實現這一目標的動機是雙重的。首先，在以往的文獻中，股利發放對公司價值的影響提出了兩個不同的結果，我們想證明在台灣證券交易所上市的公司的結果。根據這項研究的結果，我們可以對企業在決定是否發放股利，甚至發放多寡提供更有價值的信息。其次，有助於企業使用高殖利率股利發放來提升公司價值的結果有了更深一層的瞭解。因此，我們有動力並努力發現股利發放有無，甚至高殖利率股利發放與企業價值之間的重要關聯性，這可能填補現有文獻的空白。

在這項研究中，我們發現了幾個重要發現。首先，股利發放與公司價值呈負相關。這是因為股利發放後，股價會降低，導致公司價值下降。其次，高殖利率股利發放與公司價值之間的負相關性。這是股利收益率分配越高，股票價格調整越大，使得公司價值難以提升。第三，債務比率，董監事的質押比率以及董事會規模與公司價值呈負相關。表明具有財務或公司治理問題的公司可能沒有更高的公司價值。

該研究可能在若干方面有助於現有文獻。首先，我們可以完整性地探索股利發放有無，甚至高殖利率股利發放是否會影響公司價值，根據我們最好的理解，在相關研究中似乎很少被探討。其次，本研究的結果可能會對公司管理者在發放高殖利率股利的決策上提供更有價值的信息。我們揭示公司發放高殖利率股利會吸引投資人參加除息活動，但對公司的價值是呈現負相關的。

本文的其餘部分如下進行。文獻綜述與假說見第 2 節。第 3 節介紹了本研究中使用的數據和方法。第 4 節介紹了實證結果和分析。第 5 節提供結論性意見和建議。

## 貳、文獻回顧

為了熟悉相關研究，我們對與公司價值、股利發放、公司治理、財務表現和機構持股相關的文獻進行了調查，以及本研究中的股利發放和公司價值。

### 2.1.公司價值

回顧以往文獻，我們發現有許多與公司價值相關的因素。例如：股價 (Sadorsky, 2003)，甚至董事會特徵也與公司價值相關 (Fama & Jensen, 1983; Schwartz-Ziv & Weisbach, 2013)。此外，公司內部擁有現金存量 (Bigelli & Sánchez-Vida, 2012)，亦能增加公司價值；而積極的風險管理政策 (Pérez-González & Yun, 2013) 和良好的公司治理也能導致公司價值的增加。

### 2.2.股利發放

不同的公司甚至不同的行業在投資機會方面可能會有不同的關注點，因此，股利發放可能會受到公司特徵甚至行業特徵的影響。例如，較大且盈利能力較強的公司支付股利的傾向較高 (Denis & Osobov, 2008)。具有成長階段的公司需要通過發放較低的股利來維持大量資金，以便根據市場需求擴大產能 (Gaver & Gaver, 1993)。公司的經營環境風險較高，未來現金流的不確定性也較高，則發行的現金股利較低來保留盈餘以應對不可預測的風險。外部融資交易成本高且風險高的公司傾向於發行較低的現金股利。大公司承擔風險的能力通常強於較小公司的能力，大公司很容易進入資本市場或通過其他渠道籌集資金。因此，與規模較小的公司相比，規模較大的公司可能會發放更多的股利。因此，盈利性，成長，風險，不確定性和公司規模也可能與股利發放有關。

### 2.3.公司治理，財務表現和機構持股與公司價值

擁有較強的治理之公司不僅有較高股利發放 (Adjaoud & Ben-Amar, 2010; Jiraporn, Kim, & Kim, 2011)，並且擁有較高的 Tobin's q (Connelly, Limpaphayom, & Nagarajan, 2012)。換句話說，公司治理扮演著很重要的作用，良好的公司治理能夠促進更好的披露和透明度，董事會效率和獨立性，股東權利 (Ibrahim, Ari, & Paino, 2017)，以及減少違約以提升公司價值 (Frantz & Instefjord, 2013)。此外，董事會是公司治理的核心。在過去的文獻記載中，小型董事會更有效能 (Yermack, 1996; Eisenberg & Wells, 1998; Bennedsen, Kongsted, & Nielsen, 2008)。此外，獨立董事在很多方面對公司治理產生積極影響 (Aguilera, 2005)。例如，在監督績效方面，甚至獨立董事的特徵是股利政策的重要決定因素 (Sharma, 2011)。

在財報表現中，高流動比率 (Borokhovich et al., 2004)、公司內部擁有現金存量

(Bigelli & Sánchez-Vida, 2012) 以及積極的風險管理能替公司帶來了經營業績與價值提升 (Pérez-González & Yun, 2013)。此外，當公司能夠揭露改進的資產管理時，股價容易上漲且有利於增加公司價值 (Barton & Simko, 2002)。

所有權結構在制定股利政策方面發揮著關鍵作用 (Michaely & Roberts, 2011)。因此，擁有更強股東權利的公司具有更高的公司價值，更高的利潤，更高的銷售成長和更低的資本支出 (Gompers, Ishii, & Metrick, 2003)。此外，所有權的變化可能預測未來的股票收益 (Baik, Kang & Kim, 2010)。擁有高持股比例的經理人傾向於有強烈的動機來促進公司的利益表現 (Jensen & Meckling, 1976)。對於負責商業事務的董事具有較高持股比例的公司，公司績效可以得到提升 (Bauguess et al., 2009)。機構投資者在減少代理衝突和公司信息風險方面發揮著重要作用 (Elyasiani & Jia, 2010)。

## 2.4. 股利發放與公司價值

事實上，本文的目的是探討股利發放有無與公司價值之間的關係。股利被視為與未來的盈利能力相關 (Bhattacharya, 1979)，股利的變化可能會影響公司的業績 (Baker, Powell, & Veit, 2002); 因此，我們想實證上市公司股利發放有無與高殖利率股利對公司價值的影響。根據這項研究的結果，我們可以對企業在股利發放決策上提供更有價值的信息。其次，有助於企業使用高殖利率股利發放來提升公司價值的結果有了更深一層的瞭解。因此，我們發現進一步探討股利發放與公司價值之間的因果關係是值得的，這可能擴大現有文獻的範圍，然後我們提出以下假說。

假說 1: 有股利發放的公司對公司價值有正面的影響。

假說 2: 高股利殖利率對公司價值有正面影響。

假說 3: 公司治理、財報表現、機構持股對股利殖利率有正面影響。

## 叁、數據資料與研究方法

### 3.1. 數據資料

本研究是以 2012 至 2016 年台灣上市公司為研究對象，而這些資料的蒐集乃取自於台灣證券交易所以及台灣經濟新報資料庫 (TEJ)。此外，本研究的應變數為公司價值 (Tobin's q 比率)。而就自變數方面而言，則納入公司股利發放有無、股利殖利率、公司治理股權結構變數、財報資訊以及機構持股的資料和其他控制變量。在本研究中，我們採用董事的持股比率，經理人持股比率，前十大股東持股比率，董事長兼總經理，董監事質押比率，獨立董事有無和董事會規模作為公司治理股權結構變量。資產週轉率作為資產管理能力，淨利潤率被視為盈利能力，負債比率以及現金流量比率也作為財務表現變量。此外，機構持股包括外資、投信和自營商，以及廣泛採用的公司規模作為控制變量。本研究使用的這些變量在表 1 中定義。

表1變量的定義	
變量	定義
Tobin's q 公司價值	(權益的市值+負債的帳面價值/資產帳面價值)
股利發放DM	公司有發放股利設1; 沒發放股利的設0
股利殖利率	(每股現金股利/每股現價)
稅後淨利率	(稅後淨利/營業收入淨額)
總資產週轉率	(銷售淨額/資產總額)
負債比率	(負債總額/資產總額)
現金流量比率	(營業活動淨現金流量/流動負債)
董監事持股比率	(董監事持股比率/流通在外的總股數)
總經理持股比率	(經理人總持股比率/流通在外的總股數)
前十大股東持股比率	(前十大股東持股比率/流通在外的總股數)
獨立董監事DM	公司有獨立董監事設1; 沒獨立董監事設0)
董監事持股質押比率	(董監事質押總股數/董監事持股總股數)
董事規模	董事會的人數
外資持股比率	(外資持股比率/流通在外股數)
投信持股比率	(投信持股比率/流通在外股數)
自營商持股比率	(自營商持股比率/流通在外股數)
電子股DM	是電子業設1; 非電子業設0
市值	以上市當年流通在外股數*期末股價作為市值規模

### 3.2.研究方法

在本研究中，我們將探討公司價值是否會受到表格 1 中所示的股利發放有無，股利殖利率，公司治理股權結構變量，機構持股和其他控制變量的影響。在處理我們的模型之前，我們實施方差膨脹因子（VIF）測試以確定是否存在多重共線性自變量之間存在問題。這些變量的最終 VIF 值均小於 2，表明所使用的變量不具有多重共線性問題。我們通過在開始時匯集數據來使用多個迴歸模型。然而，考慮到本研究中收集的公司年度觀察結果，Panel 據模型比多元迴歸模型更合適。我們採用 Petersen 提出的模型來檢驗我們提出的假設，然後設置模型以探討股息發放有無、股息殖利率對公司價值影響的可能性。我們的設置的模型如下：

模型一與模型二：

Tobin's q = F (股利變數、公司治理變數、財報變數、機構持股變數、市值)

模型三：

股利殖利率 = F (機構持股變數、財報變數、公司治理變數、其他控制變數)

## 肆、實證結果和分析

### 4.1.敘述統計量

在本研究中，我們探討股息發放有無對公司價值的影響。研究樣本為 2012 至 2016 年台灣證交所上市 5 年間樣本，表 2 為研究期間所選取樣本之敘述性統計說明。

表 2. 敘述統計量

	樣本數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Tobin's q	3995	1.329056	1.088	.8044749	.4792	15.2335
股息 DM	3995	.6590738	1	.4740799	0	1
殖利率(%)	3995	.0305426	.0273	.0310525	0	.4399
董監事持股(%)	3995	22.3033	18.59	14.96789	0	94.56
前十大股東持股(%)	3995	22.95607	20.67	12.80341	0	94.26
經理人持股(%)	3995	1.29988	.29	3.079247	0	47.34
董監事質押(%)	3995	8.236408	0	15.81538	0	100
董事長兼總經理	3995	.2440551	0	.4295793	0	1
董事會規模	3995	7.468085	7	2.285609	3	21
獨立董監事 DM	3995	.6403004	1	.4799724	0	1
負債比率(%)	3995	42.31402	42.15	17.83412	.9	97.71
資產週轉率	3995	.852836	.76	.5853762	.01	5.46
淨利率(%)	3995	2.56316	4.9	57.83296	-2137.9	838.45
現金流量比率(%)	3995	34.53975	24.24	75.5014	-1463.88	1558.96
外資持股比率(%)	3995	12.0149	6.73	14.73414	0	99.16
投信持股比率(%)	3995	.7220886	.01	1.913593	0	22.19
自營商持股比率(%)	3995	.1584285	0	.5727785	0	10.01
電子業 DM	3995	.4838548	0	.4998018	0	1
公司規模	3995	15.63034	15.4954	1.38296	10.6115	22.2722

表2.中在稅後淨利率上，其最大值8.38和最小值-21.37差距大，表示台灣上市公司在還債能力與獲利能力有相當程度的差異。在現金流量利率上，其最大值1,558.96和最小值-1,463.88差距很大，表示台灣上市公司在支付短期負債的能力有相當程度的差異。而在負債比率上，各公司負債佔資產的比率約為42.31%，標準差為17.83%，其表示不少台灣上市公司使用負債將近五成。另外在股權結構變數上，每家公司的董事會規模平均人數大約為7人左右，且約有一半的公司設立獨立董事，然後在董監事持股比率約有22.3%，這樣的比率並不算過低，代表持股水位過低而造成的公司治理問題應該不會太嚴重。

#### 4.2. 多元迴歸模型

最初，我們採用多元迴歸模型，匯總我們的數據，以探討股利發放有無與股利殖利率等自變數，公司治理股權結構，機構持股與財報表現等應變數，以及市值、電子業等控制變數對公司價值之影響性，其分析結果如表 3。

表 3：多元迴歸模型

應變數	(1a) Tobins' q	(1b) Tobins' q	(1c) 股利殖利率
自變數			
股利殖利率	-2.542104*** (.3756381)		
股利 DM		-1.1004613*** (.0214968)	
外資持股比率	.0016212 (.0013203)	.0017262 (.0013313)	-.0000267 (.0000428)
投信持股比率	.097687*** (.0094778)	.0963604*** (.0094904)	.0014293*** (.0002588)
自營商持股比率	.0327641* (.0193283)	.0363025* (.0196842)	-.0020913** (.000831)
董監事持股比率	.0086775*** (.0008895)	.0088867*** (.0008964)	-.0001029*** (.0000348)
前十大股東持股比率	.0091479*** (.0011097)	.0093125*** (.0011191)	-.0000516 (.0000414)
經理人持股	.019219*** (.0051537)	.0191428*** (.0052205)	.0000335 (.0001532)
董監事質押比率	-.0026807*** (.0005632)	-.0025863*** (.0005665)	-.0001038*** (.00003)
董事長兼總經理	.0691789** (.0280102)	.072092*** (.028127)	-.0021192* (.0011643)
董事會規模	-.0229657*** (.0054728)	-.0215648*** (.0054526)	-.0009097*** (.0002387)
獨立董監事 DM	.1194501*** (.0235019)	.1227496*** (.0235949)	-.0034071*** (.0011057)
負債比率	-.0077133*** (.0009127)	-.007651*** (.0009142)	-.0002314*** (.0000283)
資產週轉率	.1968197*** (.01982)	.1834182*** (.0195165)	.0100054*** (.0008397)
現金流量比率	.0006837** (.0002731)	.0006621** (.0002695)	.0000322*** (6.47e-06)
電子業 DM	-.0714228** (.0281939)	-.0819485*** (.0283225)	.0020136* (.0010744)
公司規模	.1400937*** (.0153225)	.1384315*** (.0152141)	.0048187*** (.0004658)
常數	-1.10656*** (.202135)	-1.095505*** (.2010353)	-.035412*** (.0070303)
Yearly dummy	Yes	Yes	Yes
R-squared	0.2553	0.2496	0.1339
估計模型	OLS	OLS	OLS
標準差校正	White	White	White

說明：( ) 欄位內為標準差，\*為檢定結果在 90%的信賴水準，\*\*為檢定結果在 95%的信賴水準，\*\*\*為檢定結果在 99%的信賴水準。

在表 3 中，顯示股利殖利率對 Tobins' q 呈現負向顯著關係，代表股利殖利率越小，公司的成長機會也就越大，故高殖利率與公司價值呈負相關；換句話說，股利殖利率發放越高的公司，股價調整的幅度越大，影響公司價值之提升。而股利發放有無於對 Tobins' q 呈現負向顯著關係，其因公司成長機會越多，資金需求也越高，因此公司會將盈餘保留下來，減少或不發放股利，故股利發放有無與公司價值呈負相關；另一方面，由於發放股利後，會拉低股價，致使公司價值下降。

在公司治理股權結構中董監事持股、經理人持股比率其結果顯示對 Tobins' q 呈現正向顯著關係，董監事持股及經理人持股越高，代表其對公司有信心，且對未來公司之前景看好。而董監質押股比率、董事規模對 Tobins' q 呈現負向顯著，代表公司董監質押比率越高發生財務危機的可能性愈高。公司董事人數過多規模越大，意見過於分歧，會容易延遲董事會進行決策。

就總資產週轉率顯示對 Tobins' q 呈正向顯著影響。代表資產使用效能越高，反映出銷售能力越強。在三大法人持股中，投信持股其顯示對 Tobins' q 呈正向顯著影響，機構投資者持股比率較高的股票會有較高的股價報酬，且國內機構較具有訊息優勢的交易格局。至於其他控制變數公司規模（市值），其結果顯示對 Tobins' q 值呈現正向顯著關係，公司規模越大也使得公司對於未來在競爭市場上的業務維持與市場開發上更有優勢。

此外，在三大法人持股中，投信持股其顯示對殖利率呈正向顯著影響，表示投信對於高殖利率的股票較為青睞。而董監事持股比率，其顯示對殖利率呈負向顯著影響，表示董監事有降低自身所得稅負擔之考量。就現金流量比率，其顯示對殖利率呈正向顯著影響，表示公司現金流量比率，其支付短期負債的能力越強，公司較易發放現金股利，故與殖利率呈正相關。至於其他控制變數公司規模（市值），其結果顯示對殖利率呈現正向顯著關係，乃是企業的獲利能力與股利的發放有關係。

#### 4.3. Petersen 迴歸模型

本研究使用 Petersen 迴歸模型，探討股利發放有無與股利殖利率等自變數，以及市值、電子業等控制變數對公司價值之影響性。其分析結果如表 4。

由表 4（Petersen 迴歸模型）調查結果大致上與表 3（多元迴歸模型）相似。我們發現董監事持股、前十大股東持股、經理人持股、獨立董監事有無、資產週轉率與公司價值呈正向影響。表示董監事、經理人以及獨立董監事持股比率愈高，監督功能愈能發揮，公司績效愈佳。前十大股東持股比率高，代表看好公司的前景公司，有助於公司價值的提升。資產週轉率越高，代表資產使用效能越高，反映出銷售能力越強。公司規模越大也使得公司對於未來在競爭市場上的業務維持與市場開發上更有優勢。

而董監事質押、董事會規模與負債比率與公司價值呈反向影響。董監質押越高以及負債比率越高，代表公司發生財務危機的可能性愈高。公司董事人數過多規模越大，意見過於分歧，易延遲董事會進行決策，造成公司價值低落。



表 4：Petersen 迴歸模型

應變數	(2a) Tobins' q	(2b) Tobins' q	(2c) 股利殖利率
自變數			
殖利率	-2.565683*** (.6271614)		
股利 DM		-.1015044*** (.0353071)	
外資持股比率	.0015378 (.0022209)	.0016168 (.0022795)	-7.60e-06 (.0000656)
投信持股比率	.0969389*** (.017253)	.0958099*** (.017349)	.0012572*** (.0002684)
自營商持股比率	.0361541 (.0353855)	.0394178 (.0356476)	-.001865 (.000721)
董監事持股比率	.0086956*** (.0013801)	.0089073*** (.0014012)	-.0001027* (.0000526)
前十大股東持股比率	.0092023*** (.0020014)	.0093664*** (.0020157)	-.000051 (.000063)
經理人持股比率	.0192752*** (.0055704)	.0191556*** (.0056378)	.0000584 (.0002008)
董監事質押比率	-.0027102*** (.000836)	-.0026171*** (.0008398)	-.0001028*** (.0000361)
董事長兼總經理	.0696759* (.0405327)	.0744732* (.0409261)	-.003372* (.0018261)
董事會規模	-.0236531** (.0094246)	-.0222792** (.0094081)	-.0008956*** (.0003298)
獨立董監事 DM	.1191866*** (.0314591)	.119348*** (.0316813)	-.0012385 (.0019814)
負債比率	-.0077552*** (.0016318)	-.0076959*** (.0016556)	-.0002305*** (.0000442)
資產週轉率	.1968698*** (.0322731)	.1839629*** (.0320241)	.0095887*** (.0019626)
現金流量比率	.0006682* (.0003451)	.0006455* (.0003404)	.0000322*** (.0000115)
電子業 DM	-.0706921 (.0500188)	-.0808651 (.0509293)	.0017002 (.0018827)
公司規模	.1431136*** (.0251269)	.141915*** (.0254339)	.0045368*** (.0006488)
常數	-1.083065*** (.3283487)	-1.083105*** (.3311143)	-.0280866*** (.009327)
R-squared	0.2528	0.2469	0.1224
估計模型	OLS	OLS	OLS
標準差校正	Cluster F & T	Cluster F & T	Cluster F & T

說明：( ) 欄位內為標準差，\*為檢定結果在 90%的信賴水準，\*\*為檢定結果在 95%的信賴水準，\*\*\*為檢定結果在 99%的信賴水準。

此外，本研究亦納入過去少被探討到的股利發放有無與公司價值做進一步探討，其中納入股利殖利率的高低來作進一步分析，由於實證結果顯示這二變數都與公司價值呈顯著負相關，表示因公司成長機會越多時，資金需求也越高，因此公司會將盈餘保留下來，減少或不發放現金股利，其股利殖利率越小，公司的成長機會也就越大，故股利殖利率高低與股利發放有無對公司價值是呈負相關；由於發放股利後，會拉低股價，致使公司價值下降，而股利殖利率發放越高的公司，股價調整的幅度越大，進而影響了公司價值之提升。

## 伍、結論和建議

本研究是以台灣上市公司為研究對象，探討股利發放、股利殖利率，以公司財報變數、股權結構作為研究變數、並運用控制變數(市值與產業為電子業或非電子業做區分)，解釋公司價值會如何受到股利發放、股利殖利率、股權結構、財報變數及機構持股的影響，並做相關分析及探究其在財務上的投資意涵，且希望能透過本研究幫助投資人了解這些變數在股市中的意涵。

是以比較過去相關的實證研究，本研究的實證結果與一些過去文獻符合。且實證結果顯示董監事持股、前十大股東持股、經理人持股、獨立董監事有無、資產週轉率與公司價值呈正相關。表示董監事、經理人以及獨立董監事持股比率愈高，監督功能愈能發揮，公司績效愈佳；且與前十大股東持股比率高，代表看好公司的前景公司，有助於公司價值的提升。資產週轉率越高，代表資產使用效能越高，反映出銷售能力越強。公司規模越大也使得公司對於未來在競爭市場上的業務維持與市場開發上更有優勢。而董監事質押、董事會規模與負債比率與公司價值呈現負相關。表示董監質押越高以及負債比率越高，代表公司發生財務危機的可能性愈高。公司董事人數過多規模越大，意見過於分歧，易延遲董事會進行決策，造成公司價值低落。

相對於過往之文獻，都是探討股利宣告對公司價值或公司股價之影響；在財報變數、股權結構對其他變數的影響亦是個別探討，而本研究同時採用財報變數與股權結構，並加入股利發放、股利殖利率、公司市值與電子業虛擬變數等控制變數一同整理歸納後，共同研究，去探討對公司價值影響，使研究更具有完整性。

在本研究中，我們試圖加深股息支付對公司價值影響的理解。我們的研究發現對文獻做出了幾個重要貢獻來擴大文獻範圍。首先，股息發放與公司價值呈負相關。這是因為股息發放後，股價會降低，導致公司價值下降。其次，高殖利率股息發放與公司價值之間的負相關性。這是股息收益率分配越高，股票價格調整越大，使得公司價值難以提升。第三，債務比率，董監事的質押比率以及董事會規模與公司價值呈負相關。表明具有財務或公司治理問題的公司可能沒有更高的公司價值。對於公司管理者制定一套適合公司發展並符合投資者的態度之股利政策，力求公司價值的極大化有所助益。亦或投資人在未來判斷公司的投資價值時，可以使用本研究所提及的實證內容作為投資參考。

## 參考文獻

- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation?. *Journal of business finance & accounting*, 37(5-6), 648-667.
- Aguilera, R. V. (2005). Corporate governance and director accountability: An institutional comparative perspective. *British Journal of Management* 16(S1), S39-S53
- Almazan, A., Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2005). Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation. *Financial management*, 34(4), 5-34.
- Al-Yahyaee, K. H., Pham, T. M., & Walter, T. S. (2011). The information content of cash dividend announcements in a unique environment. *Journal of Banking & Finance*, 35(3), 606-612.
- Baik, B., Kang, J. K., & Kim, J. M. (2010). Local institutional investors, information asymmetries, and equity returns. *Journal of financial economics*, 97(1), 81-106.
- Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2002). Revisiting the dividend puzzle: Do all of the pieces now fit?. *Review of Financial Economics*, 11(4), 241-261.
- Barton, J., & Simko, P. J. (2002). The balance sheet as an earnings management constraint. *The accounting review*, 77(s-1), 1-27.
- Bauguess, S. W., Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Zutter, C. J. (2009). Ownership structure and target returns. *Journal of Corporate Finance*, 15(1), 48-65.
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C., & Nielsen, K. M. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking & Finance* 32(6), 1098-1109.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics* 10, 259-270.
- Bigelli, M., & Sánchez-Vidal, J. (2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 26-35.
- Borokhovich, K. A., Brunarski, K. R., Crutchley, C. E., & Simkins, B. J. (2004). Board composition and corporate use of interest rate derivatives. *Journal of financial Research*, 27(2), 199-216.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of financial economics*, 20, 267-291.
- Connelly, J. T., Limpaphayom, P., & Nagarajan, N. J. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1722-1743.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial economics*, 89(1), 62-82.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics* 48(1), 35-54.
- Elyasiani, E., & Jia, J. (2010). Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal of banking & finance*, 34(3), 606-620.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Frantz, P., & Instefjord, N. (2013). Corporate governance and the cost of borrowing. *Journal of Business Finance & Accounting* 40(7-8), 918-948.
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics* 16(1-3), 125-160.

- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics* 118(1), 107-156.
- Ibrahim, S. N. S., Arif, H. M., & Paino, H. (2017). The relationship between corporate governance disclosures and balance sheet ratios. *Gading Journal for the Social Sciences* 11(2), 33-40.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jiraporn, P., Kim, J. C., & Kim, Y. S. (2011). Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *Financial Review*, 46(2), 251-279.
- Michaely, R., & Roberts, M. R. (2011). Corporate dividend policies: Lessons from private firms. *The Review of Financial Studies* 25(3), 711-746.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595-612.
- Pérez-González, F., & Yun, H. (2013). Risk management and firm value: Evidence from weather derivatives. *The Journal of Finance*, 68(5), 2143-2176.
- Sadorsky, P. (2003). The macroeconomic determinants of technology stock price volatility. *Review of Financial economics*, 12(2), 191-205.
- Schwartz-Ziv, M., & Weisbach, M. S. (2013). What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings. *Journal of Financial Economics*, 108(2), 349-366.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.