

主題研究論文

本期主題

品質管理

- ◎公司品質對股利與融資政策之影響
- ◎品質管理與組織氣候及組織績效之關聯性分析
- ◎銀行業服務品質量測系統建立之研究

公司品質對股利與融資政策之影響

The Impact of Firm's Quality on Debt Financing and Dividend Policy

簡金成 *Chin-Chen Chien*

國立成功大學會計系

Department of Accountancy, School of Management

National Cheng Kung University

馬筱蕙 *Hsiao-Hui Ma*

資誠會計師事務所

Price-Waterhouse CPA Firm

摘 要

以往研究指出，在一個資訊不對稱的經營環境中，管理當局常用融資與股利政策傳遞內部情報給投資大眾，以幫助其評估公司未來之現金流量。並以其宣告時是否引起股票價格或交易量之變動作爲上述財務決策是否具有資訊內涵之依據。實證結果大都發現當公司宣告之融資或股利金額超過市場預期時，其股價通常出現超額異常報酬。然而探討財務決策與公司品質兩者相互間關係之研究則不多見。本文主要目的即在分析財務決策是否受到公司品質之影響。文中分析指出由於單獨利用負債及股利作爲傳遞公司品質訊息之邊際成本遞增，好公司會同時使用股利與舉債作爲傳遞公司品質的訊息。反之，品質差的公司無法模仿品質好的公司之高股利政策，而且非志願的提高負債比率。因此，單憑觀察公司之財務結構不足以推論公司之品質。本研究利用因素分析將樣本公司之品質區分爲好壞二組，並探討公司品質與其融資政策、股利政策間的關係。實證結果基本上支持前述分析。

關鍵詞：公司品質、股利、融資政策。

Abstract

It has been proposed in previous studies that capital structure and dividend policy were employed by the management as effective signaling devices to communicate its inside information to the public under the context of asymmetric information. These signals would then in turn help investors to evaluate firms future cash flows. The common practice in exploring the informational content of these financial decision is to observe whether or not the declaration of debt or dividend would result a higher volatility of stock prices or trading volumes. Empirical evidence generally indicated that abnormal returns were associated with unexpected financing decisions. However, only very few studies that have been conducted to investigate the relationship between firm's quality and financial decision. The purpose of this paper is to investigate whether the financial decisions were affected by financial decisions. The analysis indicates that the marginal cost of solely employing either debt or dividend would increase to a certain point that high-quality firms concomitantly employ both debt and dividend to signal their inside information. On the other hand, low-quality firms are unable to mimic the dividend policy of high-quality firms and involuntarily raised more debt to meet their operating expenditure. Empirical results in general support these arguments.

Keyword : Firm's Quality, Debt Financing ,Dividend Policy

壹、緒 論

在資訊不對稱的環境下，管理當局對其投資專案品質好壞具有比外部投資人更詳細的資訊，以致出現資訊不對稱的情形 (Asymmetric Information)，即管理者擁有關於公司投資報酬、現金流量或投資機會的內部資訊，而投資人只有透過觀察公司的投資、融資或股利政策作為評估之依據。由於投資人無法有效區分公司品質，只願按照折扣價格購買公司股票，以降低投資風險，致使股價不能反應其內涵價值 (intrinsic value)。因此，在一個資訊不對稱的經營環境中，品質好的公司有必要選擇適當方法，傳遞有關公司品質的訊息，使公司之內涵價值充分反應在其股價上。

在訊息假說的模式中，融資政策 (例如：Ross, 1977, Leland & Pyle, 1977, Masulis, 1980, Talmor, 1981, Myers & Majluf, 1984 以及 John, 1987)

與股利政策（例如：Bhattacharya, 1979, 1980, Kalay, 1980, John & Williams, 1985, Miller & Rock, 1985, Ambarish, John & Williams, 以及 Ofer & Thaker, 1987）一向常被學者認為是公司傳遞其品質訊息之有效方法。融資政策在決定最佳的財務調配或資本結構，以決定資金來源的最適比率。股利政策包括股利支付的比率，著重長期穩定性。因此，股利支付比率不僅表彰公司經營之績效，同時亦表達了公司對未來營運及投資機會之預期。

最近相關研究進一步發現，未預期股利之變動和超額報酬具有正面關係，乃是股利之變動傳遞未來盈餘和現金流量資訊 (Carroll, 1995)。此外，Mozes & Rapaccoli (1995) 發現股利之改變會同時使得財務分析師修正其對公司未來盈餘之預測，並提高預測之準確度。Firth (1996) 則發現在同一產業內某一公司未預期股利之變動會影響到其他未宣告股利之公司的股票投資報酬。

然而，亦有部分研究發現股利之資訊效果不如預期顯著。DeAngelo, DeAngelo & Skinner (1992) 發現股利之宣告只有在當公司發生損失才具有資訊效果，以增進對其未來盈餘預測之準確度。Leftwich & Jmijewski (1994) 發現只有在公司同時宣告盈餘為好消息且股利為壞消息時，股利之宣告才具有資訊效果。DeAngelo, DeAngelo & Skinner (1996) 則發現股利之宣佈無助於未來盈餘之預測。

從以往文獻可知，有關融資與股利訊息假說之實證結果相當分歧。本文不擬繼續探討財務決策是否具有資訊內涵，乃是進一步探討在資訊不對稱的狀態下，公司品質如何影響管理當局之財務決策。由於融資政策及股利政策皆有邊際成本遞增的特性。管理當局對於股利政策，在相關法令允許範圍內具有絕對的自主權。品質好的公司可以採取高配股政策，令品質差的公司無從模仿，讓投資人得以從股利政策區分公司品質的良窳。然而公司之融資政策則受到較大的限制；對前景展望良好的公司，會自願性的提高融資比率，應用財務槓桿操作而提高自有資本報酬率；然而經營困難的公司卻因非自願性因素，被迫提高負債比率，兩者之間具有明顯不同的意義。而以往之研究並未對此一現象作深入之探討。

貳、模式分析與可檢驗假說

由於股利所得是屬於一般所得，比照一般的稅率課稅；可是如果投資人長期持有股票，當其在資本市場上出售持股時，其收益屬於資本利得，適用較低的稅率。投資人若不出售持股，其租稅便可遞延，而產生稅率遞延的效果。因此，就理性的觀點而言，公司應考量降低股利發放率，以避免投資人遭受租稅的損失。然而公司一般而言，都維持一個相當穩定的股利政策。訊息假說主要的立論點為：品質好的公司對未來的營運有較佳的預期，其本身有能力也想要向投資大眾釋放出類似的訊息；而品質差的公司，由於發放股利的成本過高，所以沒有能力模仿品質好的公司所採取的股利政策。

在此種情況下，品質好的公司為了讓市場能區隔出公司的品質，便採取較高的股利政策。投資人就可以從發放股利的高低，來判斷公司品質的好壞。

Ravid & Sarig (1991) 認為在資訊對稱之環境下，公司得以維持其最適股利政策（不發放股利以享受資本利得之所得稅優惠）及維持最適資本結構。但是在資訊不對稱之環境下，當經理人擁有更多不為外界所知之內部資訊時，則可藉由股利及融資等財務決策傳遞內部資訊，進而影響公司股價。

根據 Ravid & Sarig，吾人假設管理當局之使命，乃在第零期時決定股利及融資政策，以解決下述問題：

$$\begin{aligned} & \text{Max}_{B,D} V(\theta, B, D) \\ & \text{s. t.} \\ & V(\theta, B, D) = \int_0^x x f(x, \theta) dx + \tau \int_0^x \min\{x, B\} f(x, \theta) dx \\ & \quad - \beta \int_0^x \max\{0, \beta + \gamma D - x\} f(x, \theta) dx + P(B, D), \quad (1) \\ & B \geq 0, D \geq 0 \end{aligned}$$

其中：

x 代表營運現金流量，

τ 表示融資利息所節省之所得稅，

θ 表示公司之品質，

B 表示負債金額，

D 表示股利。

式 (1) 表示管理當局在擁有內部資訊之情況下，採取最適融資與股利政策，以最大化公司之內涵價值； $V(\Theta, B, D)$ 。在弱式效率市場假說下，股價應反應其內涵價值 (Lee, 1998)。

式 (1) 右邊各項元素之意義如下：

$\int_0^x xf(x, \theta) dx$ 代表預期現金流量，

$\tau \int_0^x \text{Min} \{x, B\} f(x, \theta) dx$ 代表預期融資之所得稅利益，

$-\beta \int_0^x \max \{0, \beta + \gamma D - x\} f(x, \theta) dx$ 代表發生財務危機之成本，

$P(B, D)$ 代表傳遞財務決策後之股票價格。

Ravid & Sarig (1991) 根據 Mailath (1987) 證明在這樣的經濟體系中，存在一個可微分的分別性均衡 (a differentiable separating equilibrium)。據此推論當融資之所得稅利益很低 (特別是當 $F(B) \geq \tau / [\tau + B(1-r)]$) 時，股利政策為管理當局最大化其內涵價值之有效方法。證明如下：

針對式 (1) 中最大及最小函數進行部分積分，得出

$$V(\Theta, B, D) = E(x_1) + \tau [B - \int_0^B F(x, \theta) dx] - \beta \int_0^{B+\gamma D} F(x, \theta) dx + P(B, D) \quad (2)$$

根據式 (2)，分別就 B & D 對 $V(\cdot)$ 微分得出

$$V_B = \tau [1 - F(B, \theta)] - \beta F(B + \gamma D, \theta) + P_B(B, D) \quad (3)$$

$$V_D = -\beta \gamma F(B + \gamma D, \theta) + P_D(B, D) \quad (4)$$

設定式 (3) 為零，並與式 (4) 替代求出當股利為零時，公司內涵價值之起始值：

$$V_{D/D=0} = F(B) [\gamma + \beta (1-\gamma)] - \tau. \quad (5)$$

式 (5) 顯示，當 $F(B) \geq \tau / [\tau + B(1-r)]$ 時， $V_{D/D=0} \geq 0$ ，即股利政策

為管理當局最大化公司內涵價值之必要方法。

依據式 (3)，管理當局將其股利政策 (D) 作為訊息 (θ) 傳遞給市場時，其邊際貢獻為

$$V_{D\theta} = -\beta\gamma F_{\theta}(B + \gamma D, \theta) > 0 \forall \theta. \quad (6)$$

依據式 (6)，吾人可以推論以下假說：

假說一：在一個資訊不對稱的經營環境中，為了與品質較差的公司有所區隔，品質好的公司會發放較高的股利，作為區隔公司品質之訊息傳遞給市場，俾使股價能夠充分反應其內含價值。

依據式 (4)，管理當局將其融資政策 (B) 作為訊息 (θ) 傳遞給市場時，其邊際貢獻為

$$V_{B\theta} = -\tau F_{\theta}(B, \theta) - \beta F_{\theta}(B + \gamma D, \theta) > 0 \forall \theta. \quad (7)$$

負債比率愈高，風險愈大，資金成本也就愈高。在此種情形下，公司在其能力可控制的範圍內，會規劃一個最適的資本結構，而最適的資本結構會考慮到資金成本和風險的均衡。品質好且成長中的公司，因其預見未來有良好的投資機會，於是運用較高的財務槓桿。

依據式 (7)，吾人可以推論以下假說：

假說二：在一個資訊不對稱的經營環境中，為了與品質較差的公司有所區隔，品質好的公司有能運用較高的財務槓桿，作為區隔公司品質之訊息傳遞給市場，俾使股價能夠充分反應其內含價值。

由於單獨使用股利或融資作為傳遞公司內部資訊之邊際成本遞增，因此，綜合式 (6) 和式 (7) 吾人可得以下之假說。

假說三：對好公司而言，因為有能力掌握最適資本結構及股利政策，因而可以決定最佳的股利和舉債之訊息組合。基於股利與舉債邊際成本的考量，好公司會同時使用股利與舉債作為傳遞公司品質的訊息。故公司品質和股利發放率與負債比率具有正向關係。

Ravid & Sarig (1991) 假設舉債之邊際成本不因負債比率之提高而增加的情形下，存在一個同時使用舉債及股利作為訊息的分離均衡狀態。品質愈好

的公司，不僅負債比率愈高，亦發放較高的股利。此一主張暗示所有公司都有無限的投資機會。但實際上不僅公司無法擁有無限的投資機會，且舉債的邊際成本將因負債比率的提高而增加。品質很好和品質很差的公司，會有較高的負債比率，但其原因不盡相同，品質差的公司沒有能力降低負債比率，而品質好的公司則因未來的展望，大量利用財務槓桿。公司品質和負債比率兩者間之關係，可用圖 1 表示之。

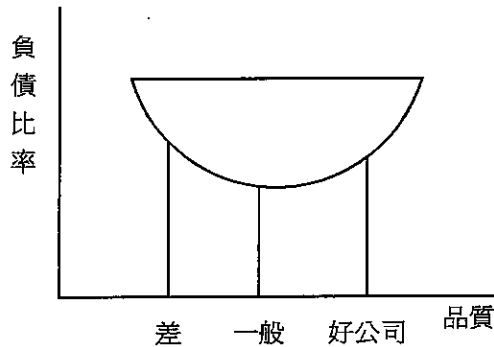


圖 1 公司品質和負債比率之關係

一個瀕臨破產邊緣的公司，必然具有很高的負債。但反過來說，負債比率高的公司，則品質不一定較差。品質非常好的公司，可能因大量使用財務槓桿，而有高負債比率的情形。對品質差的公司，因為受到資金來源的限制，無法針對自身之最適資本結構來做規畫，而可能產生非自願性的高負債比率，縱使其不願意承擔那麼多的負債。據此吾人推論最適資本結構會隨著公司品質不同而改變。品質好的公司有能自願提高負債比率，並佐以高股利政策作為傳遞公司品質之訊息；至於品質差的公司不僅沒有能力模仿品質好的公司提高股利，且沒有能力調整其資本結構，而非自願性的提高負債比率。

根據上述之推論建立下述假說四及假說五：

假說四：在一個資訊不對稱的經營環境中，品質差的公司沒有能力，也無須運用財務槓桿，作為區隔公司品質之訊息傳遞給市場，而是非自願性的提高其負債比率。

假說五：品質差的公司由於沒有能力模仿品質好的公司利用股利作為傳遞品質的訊息，亦無能力改善資本結構，因此具有高負債比率，低股利發放率的現象。

參、實證方法

一、資料來源

本研究所有的資料均取自於「台灣經濟新報」資料庫中，一般產業之所有上市公司，資料內容包括股票價格、每股盈餘、總資產週轉率、稅前淨利率、負債比率、每股股利及 β 係數，且所有的樣本必須符合下列條件：

1. 樣本期間為民國七十九年一月至八十三年十二月。
2. 樣本公司之會計年度結束日須為十二月三十一日。由於部份樣本公司某年度之資料不齊全，在作分析時將其視為 missing data 不予考慮，因此各年度的樣本數不一致，介於七十九年之 94 家樣本公司和八十三年 163 家樣本公司之間。

二、變數選取及其定義

根據以往研究，一般認為公司品質可以經由獲利能力、經營能力、以及營運成本與費用的控制績效來評定，所以本研究中變數的選擇，將以可反映出這些績效的變數為主。因此，本文選取了股票股價、每股盈餘、總資產週轉率與稅前淨利率等四個變數，利用因素分析加以萃取，代表公司品質之因子。四個變數所隱含的意義說明如下：

股票價格：代表投資大眾對公司在資本市場之評價，反映了公司受到整體市場經濟、產業景氣及個別財務狀況等因素之影響。

每股盈餘：用以表示公司之獲利能力和評估股票投資的風險。

總資產週轉率：代表公司的經營能力，用以測度公司是否有效利用資產。

稅前淨利率：用以測度公司獲利能力的高低及成本與費用控制績效的良窳。

表 1 彙總上述變數之名稱及定義：

表 1 變數名稱、定義及來源

變數	名稱	定義
Sp	股票價格	調整後加權平均股價
EPS	每股盈餘	(稅後淨利 - 特別股股利) / 加權平均股數
AT	總資產週轉率	營業收入淨額 / 平均資產總額
RBT	稅前淨利率	稅前淨利 / 營業收入淨額
SFA	公司品質	因素分數 (factor score)
Y1	負債比率	負債總額 / 資產總額
Y2	股利發放率	(每股普通股現金股利 + 每股普通股股票股利) / 每股盈餘
Y3	β 係數	$r_i = \alpha + \beta_1 R_m + \varepsilon_i$

上述變數與公司品質之關係如圖 2 所示

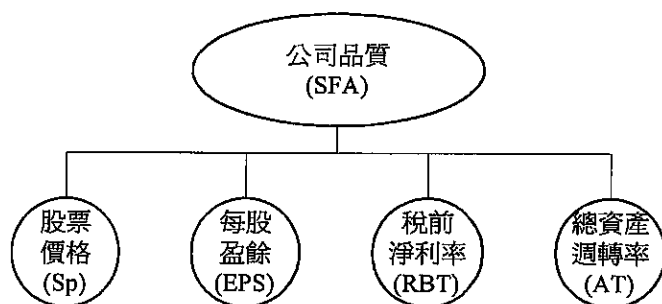


圖 2 構成公司品質之四大要素

三、實證步驟

本文採用因素分析，將股票價格、每股盈餘、總資產週轉率及稅前淨利率四個變數，以主成份分析法 (principal component analysis) 萃取出一個因子分數 (factor score, 以下簡稱 SFA) 來代表公司品質。

由於 SFC 呈 $\mu = 0$ 、 $\sigma = 1$ 之標準常態分配。本文假設當 $SFA \leq 0$ 時，表示其為品質好的公司；反之，當 $SFA > 0$ 時，表示其為品質差的公司。

本文利用以下三個迴歸模式檢定前述假說。

$$\text{模式一： } SFA_i = \alpha_0 + \alpha_1 \times Y_{1i} + \alpha_2 \times Y_{2i} + \alpha_3 \times Y_{3i} + \varepsilon_i$$

$$\text{模式二： } SFA_i = \gamma_0 + \gamma_1 \times GOODY_1 + \gamma_2 \times Y_2 + \gamma_3 \times Y_3 + \varepsilon_i$$

$$GOOD = \begin{cases} 1 & \text{若 } SFA > 0 \\ 0 & \text{若 } SFA < 0 \end{cases}$$

$$GOODY_i = GOOD \times Y_i$$

模式三： $SFA_i = \beta_0 + B_1 \times POORY_i + \beta_2 \times Y_{2i} + \beta_3 \times Y_{3i} + \varepsilon_i$

$$POOR = \begin{cases} 1 & \text{若 } SFA < 0 \\ 0 & \text{若 } SFA > 0 \end{cases}$$

$$POORY_i = POOR \times Y_i$$

其中 Y_1 代表負債風險， Y_2 代表股利發放率， Y_3 代表系統風險。

迴歸模式二及模式三中，分別採用了 *GOOD* 和 *POOR* 兩個虛擬變數。在模式二中，當 $SFA > 0$ 時，表示其為品質好的公司，所以 $GOOD = 1$ 。故負債比率 (Y_1) 被用來作為品質好的公司之控制變數。在模式三中，當 $SFA < 0$ 時，表示其為品質差的公司，所以 $POOR = 1$ 。故負債比率 (Y_1) 被用來作為品質差的公司之控制變數。

由於本文所用資料在執行迴歸分析時可能出現變異數不齊一 (Heteroskedasticity) 及共線性 (Multicollinearity) 之現象，經分別採用 Goldfeld-Quandt Test 及 Klein's Method 檢定後，發現 79、80 和 83 年有變異數不齊一，但並無共線性之現象。吾人採用 GLS 並比較其與 OLS 結果，發現兩者差異不大。

根據假說一 (在一個資訊不對稱的經營環境中，為了與品質較差的公司有所區隔，品質好的公司會發放較高的股利，作為區隔公司品質之訊息傳遞給市場，俾使股價能夠充分反應其內含價值。) 吾人預期模式一在控制公司的風險水準 (Y_3) 及負債比率 (Y_1) 之下，股利發放率 (Y_2) 之係數 α_2 為正數。此外，品質好的公司藉由高股利來傳遞公司未來營運佳的訊息，品質差的公司由於股利發放成本過高，無能力去模仿品質好的公司，所以預期在模式二中股利發放率 (Y_2) 之係數 γ_2 為正數，即股利發放率與公司品質呈正向關係。

根據假說二 (在一個資訊不對稱的經營環境中，為了與品質較差的公司有所區隔，品質好的公司有能運用較高的財務槓桿，作為區隔公司品質之訊息傳遞給市場，俾使股價能夠充分反應其內涵價值。)

預期模式二在控制公司的風險水準 (Y_3) 下，品質好的公司，其負債比

率 ($GOODY_1$) 之係數 γ_1 為正數。因品質好且成長中的公司預期未來有良好的投資機會，而運用較高的財務槓桿，即品質愈好的公司其負債比率愈高。

根據假說三（對好公司而言，因為有能力掌握最適資本結構及股利政策，因而可以決定最佳的股利和舉債之訊息組合。基於股利與舉債邊際成本的考量，好公司會同時使用股利與舉債作為傳遞公司品質的訊息。故公司品質和股利發放率與負債比率具有正向關係。）因此，我們預期模式二中的 γ_1 和 γ_2 同時大於零。

根據假說四（在一個資訊不對稱的經營環境中，品質差的公司沒有能力，也無須運用財務槓桿，作為區隔公司品質之訊息傳遞給市場，而是非自願性的提高其負債比率）。預期模式三在控制公司的風險水準 (Y_3) 下，品質差的公司其負債比率 ($POORY_1$) 之係數 β_1 為負數。因品質差的公司受到資金來源的限制，無能力規劃最適資本結構，被迫承擔較高的負債。 $POORY_1$ 之係數 β_1 為負數，代表品質愈差的公司其負債比率愈高。

根據假說五（品質差的公司由於沒有能力模仿品質好的公司利用股利作為傳遞品質的訊息，亦無能力改善資本結構，因此具有高負債比率，低股利發放率的現象。）因此，預期模式三中 β_1 小於零且 β_2 大於零。

肆、實證結果分析

表 2 彙報各年度因素分析之結果，顯示每股盈餘和稅前淨利率的因素負荷量很高，而此二變數主要代表公司的獲利能力，可見得獲利能力在公司整體品質中佔了非常重要的地位。

表 2 公司品質之因素負荷量*

因素負荷量 \ 年度	79	80	81	82	83
EPS (每股盈餘)	0.8195	0.7799	0.8583	0.9048	0.9168
RBT (稅前淨利率)	0.6648	0.8281	0.5204	0.7173	0.7853
Sp (股票價格)	0.2771	0.4788	0.5111	0.6193	0.7022
AT (總資產週轉率)	0.2539	-0.1482	0.6385	0.3727	0.1410

* 利用主成分因素分析法 (Principal Component Analysis) 依各年度對樣本公司進行因素分析。

表內之數據為因素負荷量。

表 3 為根據負債比率所計算出的四分位數，由表中大致可看出大部份的公司均會維持一定水準的負債比率，而此水準約介於 30% 至 50% 之間。顯示大部份的公司均會利用財務槓桿節稅，也願意承擔財務風險。

表 3 負債比率之四分位數

四分位數 (Quantiles)	79	80	81	82	83
Max (100%)	99.80	92.73	94.79	83.64	80.75
Q3 (75%)	56.74	55.57	51.82	52.82	51.58
Q2 (50%)	42.93	43.05	40.98	40.60	40.85
Q1 (25%)	31.32	30.95	29.24	28.97	28.53
Min (0%)	1.39	4.84	5.48	5.91	8.83

表 4 彙報模式一之實證結果。各年度有關模式適合度之聯合檢定均達顯著水準（其 F 統計量之 P 值低於 0.0001）。顯示就整體迴歸模式而言，其自變數對因變數具有很高的解釋能力（即在控制公司的風險水準下，負債比率和每股股利能有效地解釋公司品質）。實證結果顯示，各年度 Y_2 的係數 α_2 均為正數，且其 t 值均相當顯著。此外，從表 5 與表 7 有關模式二與模式三之實證結果亦顯示，在控制公司品質之情況下， Y_2 的係數 β_2 與 γ_2 亦顯著大於零，顯示假說一獲得實證支持。

表 4 模式一的迴歸分析結果⁺

期間	模 式	P 值*	調整 R ₂
79	$SFA = -0.127261 - 0.015035 \times Y_1 + 0.488119 \times Y_2 - 0.030627 \times Y_3$ (0.0001)**	0.0001	0.29
80	$SFA = -0.248535 - 0.012575 \times Y_1 + 0.429078 \times Y_2 + 0.218597 \times Y_3$ (0.0001)	0.0001	0.20
81	$SFA = -0.590638 - 0.003679 \times Y_1 + 0.595213 \times Y_2 - 0.186273 \times Y_3$ (0.0001)	0.0001	0.42
82	$SFA = -0.872260 - 0.007950 \times Y_1 + 0.788608 \times Y_2 + 0.068639 \times Y_3$ (0.0001)	0.0001	0.59
83	$SFA = -0.434990 - 0.017154 \times Y_1 + 0.620969 \times Y_2 + 0.161614 \times Y_3$ (0.0001)	0.0001	0.51

⁺模式一： $SFA_i = \alpha_0 + \alpha_1 \times Y_{1i} + \alpha_2 \times Y_{2i} + \alpha_3 \times Y_{3i} + \varepsilon_i$

Y_1 代表負債風險， Y_2 代表股利發放率， Y_3 代表系統風險。

* 模式聯合檢定 F 值之 P-Value。

** 括號內為係數值 t 檢定之 P-Value。

表 5 顯示，模式二各年度模式之適合度之聯合檢定均達顯著水準（F 統計量之 P 值均小於 0.0001）。另外， $GOODY_i$ 的係數 γ_1 均為正數，且該係數之 t 值均相當顯著，顯示品質好的公司其負債比率與公司品質呈正相關，此實證結果支持假說二。

表 5 模式二的迴歸分析結果⁺

期間	模 式	P 值	調整 R ²
79	$SFA = 0.876720 + 0.021805 \times GOODY_1 + 0.362375 \times Y_2$ $+ 0.069252 \times Y_3$ (0.0019) ** (0.0011)	0.0001	0.32
80	$SFA = 0.827402 + 0.024867 \times GOODY_1 + 0.215573 \times Y_2$ $+ 0.249486 \times Y_3$ (0.0001) (0.0244)	0.0001	0.34
81	$SFA = 0.840101 + 0.022013 \times GOODY_1 + 0.386293 \times Y_2$ $- 0.141216 \times Y_3$ (0.0001) (0.0001)	0.0001	0.57
82	$SFA = -1.260578 + 0.02446 \times GOODY_1 + 0.539405 \times Y_2$ $+ 0.079932 \times Y_3$ (0.0001) (0.0001)	0.0001	0.70
83	$SFA = -1.057042 + 0.014716 \times GOODY_1 + 0.523016 \times Y_2$ $+ 0.083459 \times Y_3$ (0.0003) (0.0001)	0.0001	0.49

⁺模式二： $SFA_i = \gamma_0 + \gamma_1 \times GOODY_i + \gamma_2 \times Y_2 + \gamma_3 \times Y_3 + \epsilon_i$

$$GOOD = \begin{cases} 1 & \text{若 } SFA > 0 \\ 0 & \text{若 } SFA < 0 \end{cases}$$

$$GOODY_i = GOOD \times Y_1$$

Y_1 代表負債風險， Y_2 代表股利發放率， Y_3 代表系統風險。

* 模式聯合檢定 F 值之 P-Value。

** 括號內為係數值 t 檢定之 P-Value。

從表 6 中得知，對模式二的 $GOODY_i$ 及 Y_2 之係數 γ_1 和 γ_2 所做的聯合檢定，其 F 值均相當顯著。顯示其結果充分地支持假說三：對好公司而言，因為有能力掌握最適資本結構及股利政策，因而可以決定最佳的股利和舉債之訊息組合。基於股利與舉債邊際成本的考量，好公司會同時使用股利與舉債作為傳遞公司品質的訊息。

表 6 模式二中自變數的係數之聯合檢定結果⁺

期 間	模 式 二			
	分 子	分 母	F 值	P-value
79	19.0270	0.839815	22.6562	0.0001
80	17.8004	0.630562	28.2295	0.0001
81	24.3654	0.337537	72.1858	0.0001
82	57.6995	0.339035	170.1871	0.0001
83	40.6220	0.583846	69.5766	0.0001

⁺模式二： $SFA_i = \gamma_0 + \gamma_1 \times GOODY_i + \gamma_2 \times Y_2 + \gamma_3 \times Y_3 + \varepsilon_i$

$$GOOD = \begin{cases} 1 & \text{若 } SFA > 0 \\ 0 & \text{若 } SFA < 0 \end{cases}$$

$$GOODY_i = GOOD \times Y_1$$

Y_1 代表負債風險， Y_2 代表股利發放率， Y_3 代表系統風險。

從表 7 得知，模式三的適合度之聯合檢定均達顯著水準（F 統計量之 P 值均低於 0.0001）。另外， $POORY_i$ 的係數（ β_1 ）均為負數，且該係數之 t 值均相當顯著；顯示品質差的公司其負債比率與公司品質呈負相關，此結果與假說四（在一個資訊不對稱的經營環境中，品質差的公司沒有能力，也無須運用財務槓桿，作為區隔公司品質之訊息傳遞給市場，而是非自願性的提高其負債比率）相符合。

表 7 模式三的迴歸分析結果⁺

期間	模 式 三	P 值 [*]	調整 R ²
79	$SFA = -0.043993 - 0.019303 \times POORY_i + 0.314986 \times Y_2 + 0.044325 \times Y_3$ (0.0001) ** (0.0029)	0.0001	0.37
80	$SFA = 0.133187 - 0.025501 \times POORY_i + 0.176383 \times Y_2 + 0.241391 \times Y_3$ (0.0001) (0.0457)	0.0001	0.43
81	$SFA = -0.251009 - 0.014435 \times POORY_i + 0.420856 \times Y_2 - 0.130681 \times Y_3$ (0.0001) (0.0001)	0.0001	0.53
82	$SFA = -0.547781 - 0.018204 \times POORY_i + 0.573433 \times Y_2 + 0.116876 \times Y_3$ (0.0001) (0.0001)	0.0001	0.71
83	$SFA = -0.307120 - 0.019497 \times POORY_i + 0.421904 \times Y_2 + 0.134100 \times Y_3$ (0.0001) (0.0001)	0.0001	0.58

⁺模式三： $SFA_i = \beta_0 + \beta_1 \times POORY_i + \beta_2 \times Y_2 + \beta_3 \times Y_3 + \varepsilon_i$

$$POOR = \begin{cases} 1 & \text{若 } SFA < 0 \\ 0 & \text{若 } SFA > 0 \end{cases}$$

$$POORY_1 = POOR \times Y_1$$

Y_1 代表負債風險， Y_2 代表股利發放率， Y_3 代表系統風險。

* 模式聯合檢定 F 值之 P-Value。

** 括號內為係數值 t 檢定之 P-Value。

從表 8 中得知，對模式三的 $POORY_1$ 及 Y_2 之係數 β_1 和 β_2 所做的聯合檢定，其 F 值均相當顯著。顯示其結果充分地支持假說五：品質差的公司由於沒有能力模仿品質好的公司利用股利作為傳遞品質的訊息，亦無能力改善資本結構，因此具有高負債比率，低股利發放率的現象。

表 8 模式三中自變數的係數之聯合檢定結果⁺

期 間	模 式 三			P-Value
	分 子	分 母	F 值	
79	21.7944	0.777627	28.0268	0.0001
80	21.9985	0.546606	40.2451	0.0001
81	22.7620	0.363608	62.6005	0.0001
82	58.0156	0.334551	173.4135	0.0001
83	48.4159	0.485809	99.6604	0.0001

⁺模式三： $SFA_i = \beta_0 + \beta_1 \times POORY_{1i} + \beta_2 \times Y_{2i} + \beta_3 \times Y_{3i} + \epsilon_i$

$$POOR = \begin{cases} 1 & \text{若 } SFA < 0 \\ 0 & \text{若 } SFA > 0 \end{cases}$$

$$POORY_1 = POOR \times Y_1$$

Y_1 代表負債風險， Y_2 代表股利發放率， Y_3 代表系統風險。

伍、結 論

公司品質不僅會影響一個企業的存續，更是大眾投資人與企業經理人所重視的問題。本研究的主要目的在探討當資訊不對稱的情況下，公司品質與融資與股利政策間之關係，讓投資大眾能從公司所反映出的融資與股利政策，分辨出公司品質的好壞。

為了探究公司品質與其融資與股利政策間之關係，本文依據訊息假說理論建立五個假說，並以民國七十九年一月到八十三年十二月間，上市公司所

公開的財務資訊進行實證分析。這些假說基本上都獲得實證支持，即：

1. 品質好的公司會發放較高的股利，並將此作為訊息傳遞給投資大眾。
2. 品質差的公司，其負債比率會和公司品質成反向關係；品質好的公司，其負債比率會和公司品質成正向關係。
3. 品質好的公司會同時使用股利與舉債，做為傳遞公司品質良窳的訊息。
4. 品質差的公司具有高負債比率與低股利發放率的現象。

參考文獻

- Ambarish, R., K. John and J. Williams. 1987. Efficient signalling with dividends and investments. *Journal of Finance*, 42: 321-343.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy and the 'Bird in the Hand' fallacy. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 10: 259-270.
- Bhattacharya, S. 1980. Nondissipative signaling structures and dividend policy. *Quarterly Journal of Economics*, 95: 1-24.
- Carroll, T. J. 1995. The information content of quarterly dividend changes. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10: 293-319.
- Firth, M. 1996. Dividend changes, abnormal returns, and Intra-Industry firm valuations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31: 189-211.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. Skinner. 1992. Dividends and losses. *Journal of Finance*, 47: 1837-1863.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. Skinner. 1996. Reversal of fortune dividend signalling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 40: 341-371.
- John, K. 1987. Risk-Shifting incentives and signalling through corporate capital structure. *Journal of Finance*, 42: 623-641.
- John, K. and J. Williams. 1985. Dividends, dilutions, and taxes: A signalling equilibrium. *Journal of Finance*, 40: 1053-1070.
- Kalay, A. 1980. Signalling, information content, and the reluctance to cut dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15: 855-869.
- Lee, M. 1998. What is the intrinsic value of the dow? *Journal of Finance*, Forthcoming.

- Leftwich, R. and M. Zwijski. 1994. Contemporaneous announcements of dividends and earnings. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 9: 725-762.
- Leland, H. and D. Pyle. 1977. Information asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32: 371-387.
- Mailath, G. J. 1978. Incentive compatibility in signalling games with a continuum of types. *Econometrica*, 5: 1349-1365.
- Masulis, R. 1980. The effects of capital structure change on security prices. *Journal of Financial Economics*, 8: 139-178.
- Miller, M. H. and K. Rock. 1985. Dividend policy under asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40: 1031-1051.
- Mozes, H. A. and D. C. Rapaccoli. 1995. Do dividends affect analysts' forecasts? *Working Paper*, Fordham University.
- Myers, S. D. and N. J. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Offer, A. R. and A. V. Thakor. 1987. A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods. *Journal of Finance*, 42: 365-396.
- Ravid, S. A. and O. H. Sarig. 1991. Financial signalling by committing to cash outflows. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26: pp. 165-180.
- Ross, S. 1977. The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 18: 23-40.
- Talmor, E. 1981. Asymmetric information, signalling, and optimal financial decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16: 413-435.

