

南華大學

財務管理研究所碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT
NAN HUA UNIVERSITY

員工分紅費用化對上市櫃公司經營影響之研究

The Study on the Influence of Employee Profit-Sharing Expensing to the
Operation of Listed and OTC Companies

指導教授：張瑞真 博士

ADVISOR : PH.D.JUI-CHEN CHANG

研究生：李雅芬 撰

GRADUATE STUDENT : YA-FEN LEE

中華民國一〇一〇年十一月八日

南 華 大 學

財 務 管 理 研 究 所 碩 士 學 位 論 文

員 工 分 紅 費 用 化 對 上 市 櫃 公 司 經 營 影 響 之 研 究

The Study on the Influence of Employee Profit-Sharing Expensing to
the Operation of Listed and OTC Companies

研 究 生：李雅芬

經 考 試 合 格 特 此 證 明

口 試 委 員：洪蕭吉
賴丞坡
張瑞真

指 導 教 授：張 瑞 真

所 長：賴 丞 坡

口 試 日 期：中 華 民 國 100 年 11 月 8 日

版權宣告

本論文之內容並無抄襲其他著作之情事，且本論文之全部或一部分並未使用在申請其他學位論文之用。

謝 辭

秋空完美交會的季節，人生夢想的轉捩點，彷彿一切方停留在兩年多前。幽靜的校園，如羽裳般飄落的樹葉，偶爾伴隨著夏季時的悅耳蟬鳴，鳥兒啾啾上下跳躍，交織著動人的交響樂，如此優美的情境是學校求學印象裡最美的畫面。但也或許是研究生生涯，時時忙碌於論文寫作，轉眼間，時光荏苒，畢業將近，心中似乎少了一點不捨與眷戀，而是有多留一點時間陪伴家人的奢侈期待與對太多人的感謝。

本論文得以順利完成，承蒙指導教授張瑞真博士的指導及論文口試委員賴丞坡老師與洪萬吉老師給予的指正與寶貴意見。同時，謝謝吳依正老師在研究上的啟蒙和系上其他所有老師們在學業上的教導。此外，要特別感謝大學時期的老師黃國忠教授，這些年來因為有您的鼓勵與幫忙，學生方能順利完成自己的夢想。藉此，謹致上最誠摯的謝意。

最後，要將此論文獻給我最愛的爹地、媽咪、家裡的兄弟姐妹、愛犬嚕嚕與多年好友蘭婷和原呈。一直以來，您們都是我最大的精神支柱與依靠。這些日子真的很心疼您們於忙碌之餘，還默默的為我付出一切，讓我無憂無慮的完成學業，沒有您們，我不可能有今天的喜悅。還有，在論文寫作期間讓自己能時時充滿歡樂與動力的是可愛的小姪子和小姪女們，每當自己從學校回到家中，你們總是搖晃著幼小身軀爭先地幫我拿背包和電腦，稚嫩無辜的臉龐不時嘟囔著“我長大要和妳一樣認真讀書”時，心中的感動久久縈迴。謝謝您們!我最愛的家人與朋友!衷心地祈望您們平安健康!快樂永遠相隨!

李雅芬 謹誌于台南市
中華民國 100 年 11 月

南華大學財務管理研究所一百學年度第一學期碩士論文摘要

論文題目：員工分紅費用化對上市櫃公司經營影響之研究

研究生：李雅芬

指導教授：張瑞真 博士

論文摘要內容：

台灣經濟部商業司於 2006 年 5 月進行商業會計法第 64 條修正，規定員工分紅之會計處理應由盈餘分配改列為費用，並於 2008 年 1 月 1 日正式實施。但企業強烈質疑的是，員工分紅費用化(Employee Profit-Sharing Expensing)除了會對稅後盈餘產生重大影響外，更易導致員工分紅降低，致使企業陷入員工生產力降低的惡性循環危機。綜觀國內探討員工分紅費用化對股利收益率的影響之相關研究並不多見，且過去文獻以員工分紅未費用化前的數據進行預測，認為員工分紅費用化會降低企業的財務績效和生產力，該研究結果有待查驗。因此，本研究欲以國內上市櫃公司為研究對象，研究期間為 2005 年至 2010 年，將 2007 年以前之資料調整為員工分紅費用化後之資料，以求衡量基準一致性，並運用追蹤資料模型(Panel Data Model)，探討員工分紅費用化對企業財務績效、股利收益率和員工生產力的影響。實證結果發現，員工分紅費用化實施後，企業財務績效、股利收益率和員工生產力並未隨之降低。當政府積極推動與國際會計準則接軌及提升產業競爭力的同時，本研究實證結果可降低各界對該制度的負面反應。希冀此研究結果能提供國內政府相關制度施行及企業決策規劃之參考例證。

關鍵字：員工分紅費用化、財務績效、股利收益率、員工生產力、追蹤資料模型

Title of Thesis : The Study on the Influence of Employee Profit-Sharing Expensing to
the Operation of Listed and OTC Companies

Name of Institute : Institute of Financial Management, Nan Hua University

Graduate Date : Nov 2011

Degree Conferred : M. B. A.

Name of Student : YA -FEN LEE

Advisor : PH.D.JUI-CHEN CHANG

Abstract

The Commerce Department of Taiwan's Ministry of Economic Affairs revised Article 64 of the Business Accounting Law which changed the accounting treatment of employee profit-sharing from earnings distribution to an expense on May 2006 and this revision was formally implemented on January 1, 2008. However, companies are deeply concerned that the employee profit-sharing expensing would not only impact the earnings per share but could also easily lead to a decrease in the profit shared by employees that would endanger companies to a downward spiral in employee productivity. Previous researches predicted that the employee profit-sharing expensing would reduce the financial performance and production efficiency of companies. However, those studies applied data before employee profit-sharing expensing was installed. Therefore, the aim of this research is to utilize the panel data model to study the effect of employee profit-sharing expensing on financial performance, dividend yield, employee productivity from data of domestic publicly listed companies during the period of 2005 to 2010. The empirical results showed that when employee profit-sharing expensing was recognized as a salary expense by companies did result in a decrease in earnings per share. However, the financial performance, dividend yield, employee productivity did not decline along with the reduction of percentage of the employee profit-sharing as earnings per share. While

the government is actively promoting integration with international accounting standards and strengthening industry competitiveness, this study demonstrates that the employee profit-sharing expensing won't affect financial performance, dividend yield and employee productivity. This should lessen the negative response to the system from various sectors. Therefore, these research findings may serve as a reference for relevant systems drafting and implementation by government agencies and business planning by corporate in Taiwan.

Keywords : Employee Profit-Sharing Expensing, Financial Performance, Dividend Yield, Employee Productivity, Panel Data Model

目 錄

論文口試委員審定書	I
版權宣告	II
謝辭	III
中文摘要	IV
英文摘要	V
目錄	VII
表目錄	IX
圖目錄	X
第壹章 緒 論	1
第一節 研究背景	1
第二節 研究動機	6
第三節 研究目的	9
第四節 研究架構	12
第貳章 文獻探討與研究假說	14
第一節 員工分紅費用化之緣由	14
第二節 員工分紅與財務績效關聯性相關實證	17
第三節 公司股利政策	19
第四節 員工分紅與生產力相關文獻	23
第五節 文獻探討總結	25
第參章 研究方法	26
第一節 資料來源及樣本選取	26
第二節 研究變數相關會計調整	28
第三節 研究變數之操作性定義與衡量方式	29

第四節 實證模型建立	34
第肆章 實證結果分析	43
第一節 敘述性統計量分析	43
第二節 相關係數檢定	48
第三節 單根檢定	48
第四節 最適模型選擇	51
第五節 員工分紅費用化對企業財務績效的影響之分析	52
第六節 員工分紅費用化對股利收益率的影響之分析	56
第七節 員工分紅費用化對員工生產力的影響之分析	59
第伍章 結論與建議	61
第一節 研究結論	61
第二節 研究建議	64
第三節 研究限制與後續研究方向	65
參考文獻	66
中文部份	66
西文部份	68
附錄	73

表目錄

表 1-1	員工分紅費用化對員工股票分紅所得之影響	4
表 1-2	2005 年至 2007 年上市櫃公司未估算總成本占稅後淨利比	6
表 1-3	員工分紅費用化實施前國內業界之看法摘要	10
表 1-4	員工分紅費用化實施前國內學界之看法摘要	11
表 2-1	商業會計法第 64 條修正前後比較	16
表 2-2	員工分紅與公司股利政策對股東權益的影響之比較表	22
表 3-1	研究樣本篩選過程彙總表	27
表 3-2	費用化前研究變數衡量項目之衡量標準調整	28
表 3-3	研究變數定義	42
表 4-1	全部樣本員工分紅相關變數之基本敘述統計量	45
表 4-2	電子業員工分紅相關變數之基本敘述統計量	46
表 4-3	非電子業員工分紅相關變數之基本敘述統計量	47
表 4-4	Pearson 相關係數分析	49
表 4-5	研究變數進行 ADF 檢定、PP 檢定與 DF GLS 檢定之結果表	50
表 4-6	最適模型選擇	51
表 4-7	員工分紅費用化對總資產報酬率的影響之實證結果	54
表 4-8	員工分紅費用化對股東權益報酬率的影響之實證結果	55
表 4-9	員工分紅費用化對現金股利收益率的影響之實證結果	57
表 4-10	員工分紅費用化對股票股利收益率的影響之實證結果	58
表 4-11	員工分紅費用化對員工生產力的影響之實證結果	60

圖目錄

圖 1-1	財務績效、股利收益率及員工生產力因果循環圖	5
圖 1-2	2000 年至 2010 年國內上市/櫃公司發放現金股利與股票股利比重	8
圖 1-3	2000 年至 2010 年國內上市櫃公司員工現金分紅與股票分紅比重	8
圖 1-4	論文研究架構圖	13
圖 2-1	員工分紅費用化前後會計處理差異對稅後盈餘的影響	15
圖 3-1	研究方法流程圖	39

第壹章 緒論

第一節 研究背景

源自18世紀資本市場形成以來，企業經營權與所有權分離早已為常態之經營模式下，管理者誘因長期以來一直為財務經濟學者所關心的議題。於早期學者Jensen and Meckling (1976)所提出的代理理論中即曾提到，公司在經營權與所有權分離之代理關係下，管理當局容易因為自利動機(Self Interest)或是資訊的不對稱性(Information Asymmetry)而產生逆選擇(Adverse Selection)的代理問題(Agency Problem)和難以預測的道德危機(Moral Hazard)。而如今廣為企業所採用的員工分紅入股制度，即是利用盈餘轉增資的機會，將公司的股票無償地分配予員工，藉由讓員工參與公司經營成果之利潤分享，以提高員工的向心力與企業的生產力及獲利，同時降低可能衍生代理問題的機率。

台灣於1946年大同股份有限公司的「工者有其股」制度，即有員工分紅入股的雛型概念。但直至1980年代，宏碁的「利潤共享理論」(Theory of Profit-Shared System)及1985年聯華電子股份有限公司率先在董事會上以利潤20%做為員工分紅(Profit Sharing)且無需先彌補虧損之決議，其制度方正式被應用於留住人才與提升績效上。其起因於，當時台灣電子業位於起始階段，產業前景看好，人才需求孔急，遂將分紅入股視為扭轉劣勢之利器，成功帶動該產業的蓬勃發展與生機。其立意之良善，曾被喻為「員工分紅配股為台灣電子產業競爭力的三大要素之一」¹及「適時出現的員工分紅配股制，使得台灣高科技產業得以很低的固定薪資，吸引世界一流的人才前來為其效力，利於企業提升競爭力，從而創造營運績效，逐步奠定產業的根基」²。

¹ 詳見中央日報2000年2月27日「談台灣IC工業之競爭力」一文報導。

² 詳見工商時報2003年1月6日「曹興誠為員工分紅配股說幾句話」一文報導。

目前員工分紅配股在台灣已行之多年，期間除了成效外也面臨了國際對其會計處理缺失的檢驗，如董廣平(1998)1998年台灣生產靜態隨機存取記憶體(SRAM)外銷至美國，卻被美國商務部國際貿易委員會(International Trade Committee, ITC)判定低價傾銷成立。其主要原因即為，台灣過去將員工分紅視為盈餘分配之會計處理方式與美國員工分紅部分以費用算計，造成其帳面成本低估與每股盈餘(EPS)高估的差異。亞洲華爾街日報更於2002年7月18日以頭版頭條報導：「台灣高科技業大量發紅利給員工，是全世界最慷慨的企業，卻造成投資人的權益劇減。」³這句話來彰顯國際專業機構投資人對於台灣高員工分紅未列入費用，卻以盈餘分配處理造成財務報表中股東實際權益資訊不透明的現象提出強烈質疑。

21世紀全球興起經濟自由化的經營風潮與美國次貸風暴演化而成的全球金融危機，促使財務會計界隨之興起要求各國一般公認會計原則(Generally Accepted Accounting Principles, GAAP)應具趨同走向(Convergency)之主張。員工分紅費用化(Employee Profit-Sharing Expensing)之所以廣為大眾所矚目，係自2001年一向被視為資本主義運作典範的美國相繼爆發最大能源公司之一安隆(Enron)突然申請破產保護和世界通訊(World Com)等一連串財報舞弊和公司管理失當的財務危機。此事，不僅震驚各界，更讓投資人對資本市場(Capital Market)的信心在一夕之間徹底瓦解。

美國政府為建立財務報表「提高財務資訊揭露的準確性與可靠性」，解決可能由於每個國家經濟發展、文化背景與法律規範的不同，致使其商業發展模式、資本市場走向與一般公認會計原則之迥異，加速提出了沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act 簡稱SARBOX Act 或 SOX Act)，並於2006年7月15日正式明定所有至美國掛牌的外國企業，即日起會計相關處理需符合該法令的規範。至此，台灣的員工分紅認列異於國際會計準則造成企業成本低估的問題又再度浮上檯面。

³詳見亞洲華爾街日報2002年7月18日頭版頭條：「台灣高科技業大量發紅利給員工，是全世界最慷慨的企業，卻造成投資人的權益劇減。」

近年來，隨著經濟環境變遷快速且全球化商業發展已為常態之經營模式下，企業融資或投資決策日益增多，各界對財務報表資訊服務品質亦日趨嚴正。台灣為提高資訊透明度，消弭投資人對國內之財務報表無法確實表達股東權益價值的疑慮，以求取在競爭型態日益激烈的國際市場保有較大的生存空間，吸引外資繼續加強投資的機會，其上市櫃公司財務報表所遵循之會計原則必然需與國際會計準則接軌。有鑑於此，經濟部商業司遂於 2006 年 5 月進行商業會計法第 64 條修正，正式刪除紅利不得列為費用或損失之限制，同時發佈員工分紅應改列為費用並於 2008 年 1 月 1 日正式實施之決議。

此外，我國股利政策於西元 2000 年前大多以股票股利形式發放之，其後隨著西元 2000 年財政部要求上市上櫃公司推動「健全股利政策」後，西元 2002 年在股利政策上已有重大改變(詳如圖 1-2)。惟員工分紅費用化實施前，大家忽略了股票股利(Stock Dividends)政策除擁有妝飾效果(Cosmetic Effect)外，仍須付出成本的⁴；員工分紅費用化實施後，因為員工分紅部分得由保留盈餘減項改以費用處理之，員工股票分紅由原來的面額改為以上一會計年度最後交易日收盤價換算股數，經由經濟部統計數據，單就 2010 年上市公司的現金股利(Cash Dividends)就高達七千餘億元，約占總市值的 3.5%，遠比其他國家來得高，就不難看出員工分紅費用化這項會計變革已致使企業不得不在股利政策上更傾向加重發放現金股利比例(詳如圖 1-2)之端倪。

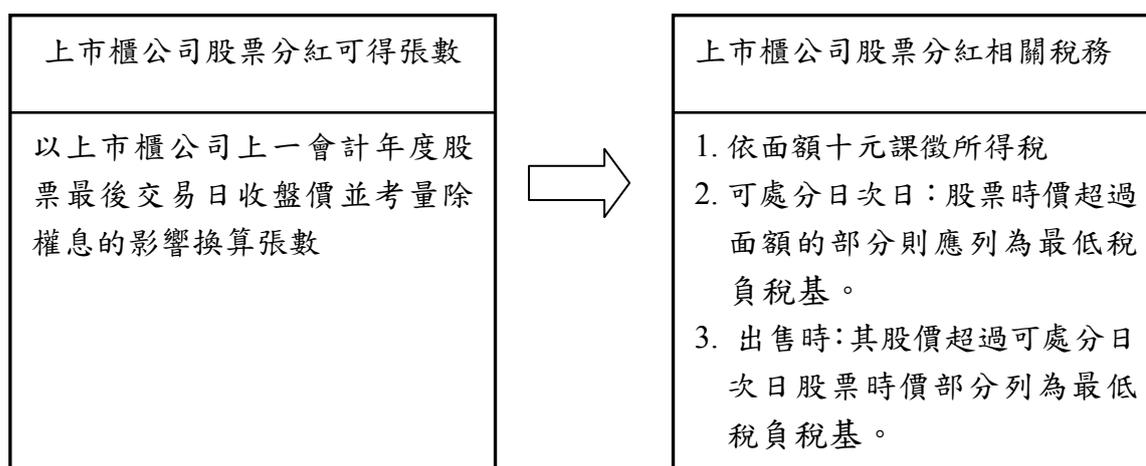
若以諾貝爾經濟學獎得主道格拉斯·諾斯 Douglas C. North(1990)所提出的路徑相依(Path Dependence)理論之論述，員工分紅制度變遷的過程中絕非單獨存在，因其一旦進入某一固定路徑後，即可能對慣有之模式產生依賴。相同地，員工分紅費用化實施前，李伶珠(2008)股票分紅對人才具有強大的磁吸效應。企業也深信這項「台式誘因激勵制

⁴股票股利雖然未有任何現金流出，但費用化前其會計處理上為保留盈餘的減項，這可能限制公司未來現金股利的發放以及其他政策的執行能力。

度」是產業遞造傲人成績的重要功臣。另外，若以市場投資人觀點而言，李建然、劉正田及葉家榮(2006)員工分紅入股會與股價報酬呈正向反映。表面上這似乎是完美的企業、員工、股東三贏局面，但無形中也讓企業、員工、股東對員工高股票分紅產生了相依存的狀態。

當員工分紅已由行之多年之盈餘分配轉變為費用化時，在 North(1990) 路徑相依理論中，若藉由規則的更新，脫離鎖進效果(Locking Effect) 促進政府制度改良，產生制度變遷，現今，員工股票分紅股數與員工分紅總值(詳如表 1-1)都明顯減少了，市場投資者所關心的股利政策儼然已有所轉變，若呼應道格拉斯·諾斯(Douglas C. North)的路徑相依(Path Dependence)理論，這對企業財務績效(Financial Performance)、股東股利收益率(Dividend Yield)和員工生產力(Employee Productivity)是否會產生負面連鎖反應(詳如圖 1-1)是各界值得深究之議題。

表 1-1 員工分紅費用化對員工股票分紅所得之影響



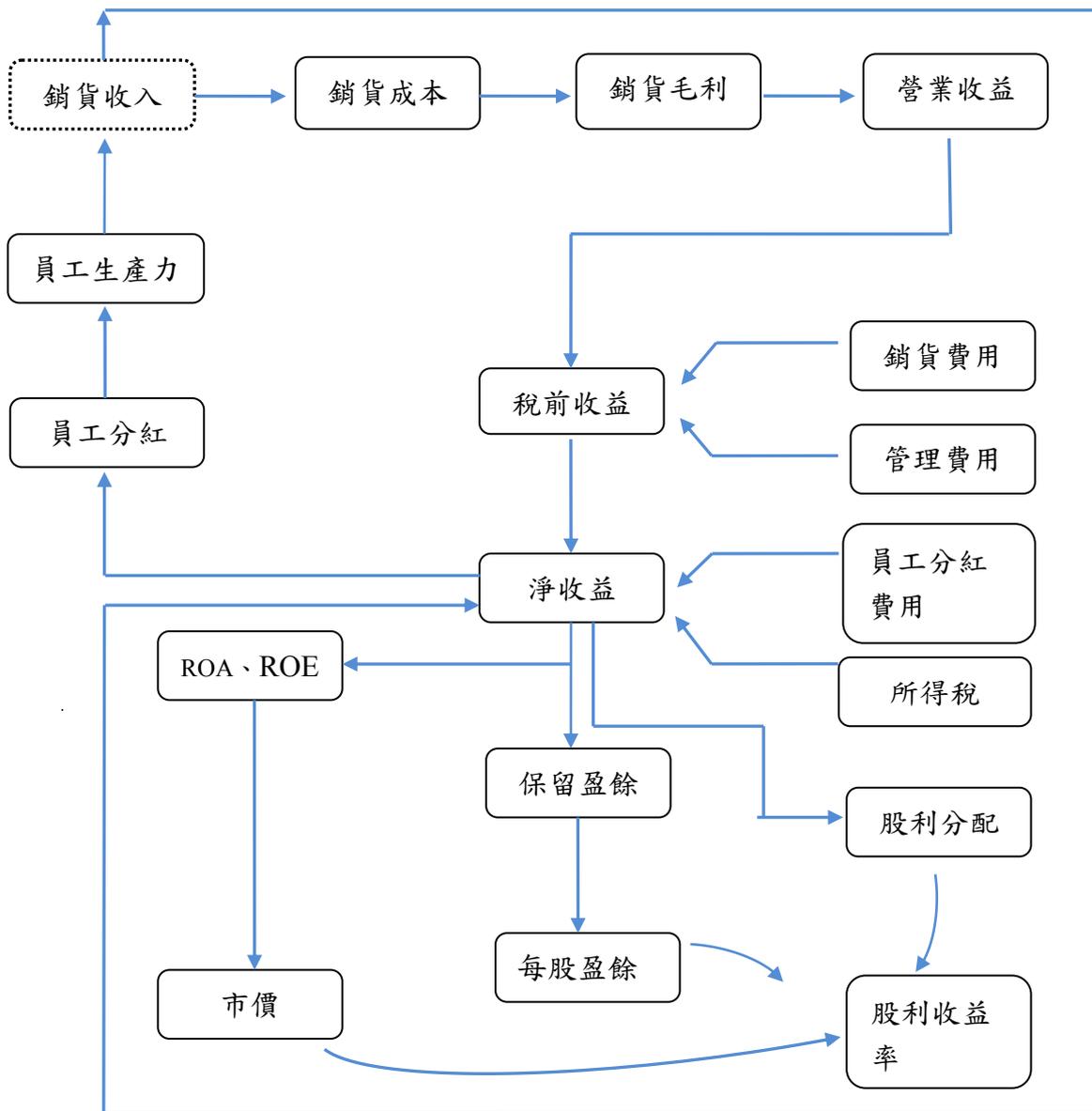


圖 1-1 財務績效、股利收益率及員工生產力因果循環圖

第二節 研究動機

員工分紅之激勵措施，無非是劉念琪、葉桂珠、林俊宏(2005)藉由讓員工也成為公司的股東，使公司的績效表現與員工產生直接的連結，以協助公司達到預期的目標。雖然，國內外過去已有文獻如Burzawa(1999)、Chen(2003)、Estrin et al. (1987)、張培真(2003)與鄭桂蕙(2005)等係針對員工分紅與財務績效關聯性進行相關研究，且實證結果亦幾乎一致認為員工分紅與公司財務績效具有正向關聯性。但因企業的財務績效通常係以財務報表之相關數據分析，國內2008年方正式實施員工分紅費用化，先前相關研究，係皆以費用化前未經調整的財務報表或數據進行實證和預測，以2005年至2007年為例，未估算費用化總成本占稅後淨利比即高達16.23%(詳如表1-2)。其結果容易因費用化前後的財報適用會計準則不同，造成帳面盈餘基準點不一致與實證結果嚴重偏離的現象。

表 1-2 2005 年至 2007 年上市櫃公司未估算費用化總成本占稅後淨利比

單位:新台幣億元

	A	B	C	D	E=A+D	F=E+C	G	H=G-F	I=F/G*100
財報	員工現金分紅	員工股票分紅	董監酬勞	員工股票分紅市值	員工分紅總值市值	未估算總成本	財報帳列稅後盈餘	調整後稅後盈餘	未估成本比例(%)
年度									
2005	244	206	94	1,095	1,339	1,433	9,995	8,562	14.34
2006	387	238	109	1,401	1,788	1,897	11,687	9,790	16.23
2007	451	322	119	1,726	2,177	2,296	15,242	12,946	15.06

資料來源：台灣經濟新報資料庫

雖然早期財務會計實證代表之一 Ball and Brown(1968)已間接證實會計資訊對投資者具有實用價值，且鄭立仁、李怡宗(2010)財務報表對投資人而言，公司價值發生減損之盈餘變異資訊，可透露出企業未來經營風險之警訊。但財報公佈僅限於特定日期，投資者接收到的數據已為歷史資訊。而在股票市場中，Miller and Modigliani(1961)市場投資者認為股利率隱含對公司未來盈餘之預期。早期 McQueen et al.(1997)、Visscher and Filbeck(2003)及 Brzeszczynski and Gajdka(2007)等學者亦有以股利率組合的投資報酬率會高於其他市場指標之結論印證，這也是「高股利率等於高報酬率」之所以被奉為投資策略的原因之一。

然而，根據過去研究者的觀察，Chu(1997)市場投資者會因台灣資本利得不須課稅，有較偏好股票股利的現象。但近年來國內上市櫃公司在股利發放政策上已由過去較常採用發放股票股利的方式轉為加重現金股利發放的比例(詳如圖 1-2)，且在經由本研究自行整理之國內上市櫃公司員工現金分紅與股票分紅之比重圖(詳如圖 1-3)後可發現，為因應費用化以市價計算股票分紅總值已造成員工配股數劇減的衝擊。係此，可惜的是，國內尚未有探討員工分紅費用化是否會稀釋股利收益率這個投資者至為關切的議題。

此外，長久以來，張培真(2003)企業習以給予員工較高的股票分紅以吸引人才激勵公司經營效率。但實施員工分紅費用化制度後，企業的員工分紅政策產生巨幅的轉變，尤以 2008 年和 2010 年最為明顯。平均而言，2010 年員工現金分紅占了 95.21%而員工股票分紅只占 4.79%，比例最為懸殊。相較於過去多為各半的比例(詳如圖 1-3，2003 年以前國內上市櫃公司員工現金分紅與股票分紅比重)，如今，員工分紅配股的比例已不及過去的十分之一。就過去企業習以高分紅必能激勵員工生產力、提升股東權益之觀點；相反地，現今員工分紅費用化實施後，企業擔心員工分紅費用化會影響員工生產力之問題是否會油然而生，此階段正適合進行相關之驗證。

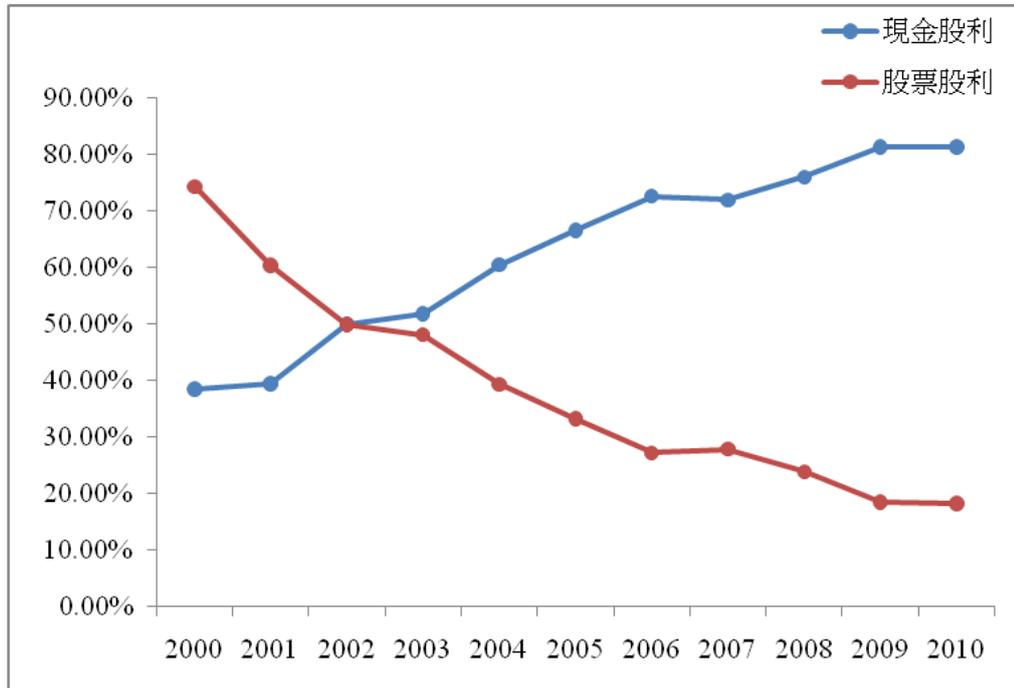


圖 1-2 2000 年至 2010 年國內上市櫃公司現金股利與股票股利比重
資料來源：本研究整理

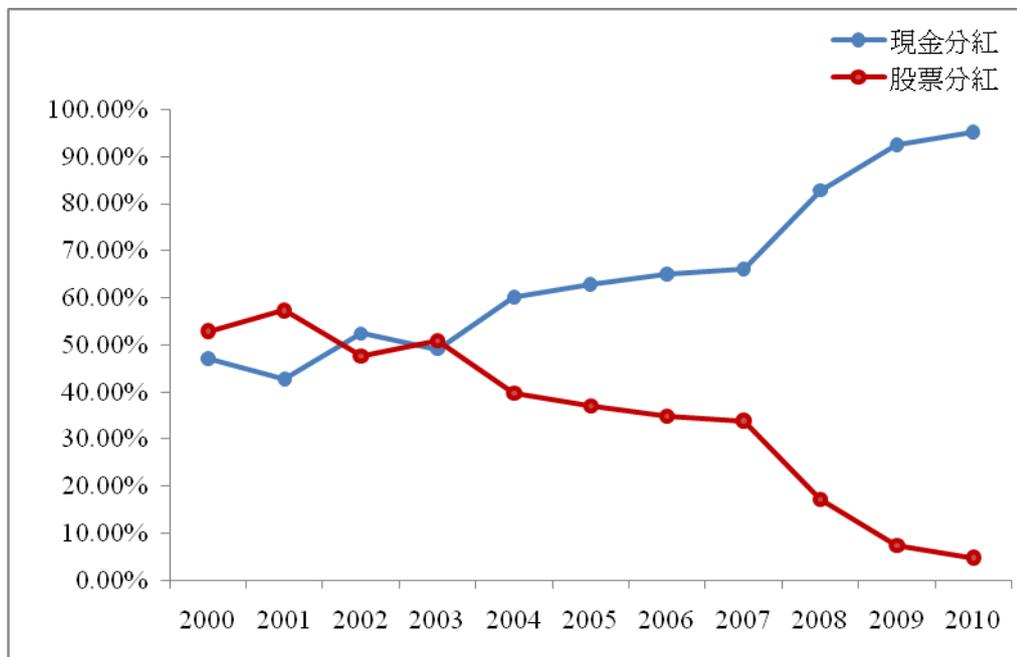


圖 1-3 2000 年至 2010 年國內上市櫃公司員工現金分紅與股票分紅比重
資料來源：本研究整理

第三節 研究目的

國內外企業提供員工分紅制度之目的相似，無不希冀透過員工報酬與股東權益密切結合的機制，成功地創造績效並促使組織與員工目標趨於一致，達到互蒙其利之積極效益。但至今產業界看法分歧(詳如表 1-3、表 1-4)。面對員工分紅費用化制度的實施之所以會讓企業與股東產生重大負面反應，除係企業擔心該項重大改變會促使企業陷入員工分紅降低導致員工生產力與績效亦隨之降低的惡性循環泥淖外；其分紅配股以市價法認列為費用亦可能損及普通股權益(每股盈餘)，因此，對以股利收益率為投資要項之股東而言，該政策實施後所造成的衝擊仍為考量的重點之一。

儘管台灣過去已有員工分紅費用化之相關研究如劉錦花、李合龍(2009)等，且實證結果皆認為為該制度對企業財務績效及生產力具有負向影響。但問題是，過去研究可能受限於數據資料，以致皆係以舊制員工分紅未費用化的財報數據作為計量基礎或預測，在前後立足點不一致的情況下，極容易造成盈餘虛增與實證結果亦隨之偏離的現象產生。因此，本研究欲依 39 號公報相關規定，經由繁複計算，逐一追溯調整國內上市櫃公司實施員工分紅費用化前之財務報表，以 2005 年至 2010 年費用化前後財報數據一致費用化之公平基準點下，佐以其他相關數據，進行員工分紅費用化對公司財務績效、股利收益率及員工生產力的影響之相關研究，以探究上述之疑慮。如前所稱，本研究從此三個構面探討員工分紅費用化對上市公司經營之影響，其主要研究目的歸納如下：

- 一、探討員工分紅費用化對上市櫃企業財務績效之影響。
- 二、探討員工分紅費用化對上市櫃股東股利收益率之影響。
- 三、探討員工分紅費用化對上市櫃企業員工生產力之影響。

表 1-3 員工分紅費用化實施前國內業界之看法摘要

業 界 看 法	
聯電董事長 曹興誠	*反對員工分紅費用化 看法:員工分紅屬盈餘分配，與盈餘結算前之費用並不相關。 ⁵
台積電董事長 張忠謀	*反對員工分紅費用化 看法:員工分紅是高科技業成功的關鍵因素，且美國仍有類似制度爭議，應等美國類似爭議「塵埃落定」後再定案，目前若貿然實施的不良影響至少長達十年 ⁶ 。
聯邦集團投資 部主管簡朝諒	*反對員工分紅費用化 看法:公司獲利多少會受到稀釋 ⁷
台達電董事長 鄭崇華	*贊成員工分紅費用化 看法:企業可以加薪或是以認股權證的方式補償員工於費用化後的損失，但政府必須擬妥相關的法令來執行。 ⁸
晶元光電總經 理 李秉傑	*贊成員工分紅費用化 看法:用產業前景吸引員工 ⁹
聯發科財務長 喻銘鐸	*反對員工分紅費用化 看法:員工分紅對留住人才有極大助益，其成本已於每股盈餘反應，若再列為費用，是否重複計算? ¹⁰
安侯建業會計 師 陳振乾	*反對員工分紅費用化 看法:費用化後員工分紅配股大幅縮水 ¹¹

⁵ 詳見今周刊 2002 年 11 月 25 日，第 309 期，72-74 頁，林宏文「曹興誠:台灣不該走回頭路，員工分紅配股是最偉大的創新，不應輕言廢除」。

⁶ 詳見工商時報 2002 年 12 月 28 日，「張忠謀:員工分紅制一失足成千古恨」一文報導。

⁷ 詳見經濟日報 2007 年 9 月 17 日，周志恆、詹惠珠、陳碧珠，「員工分紅費用化 大廠留才仙拚仙」。

⁸ 參閱註 7，p10.

⁹ 參閱註 7，p10.

¹⁰ 詳見商業周刊第 784 期，70-77 頁，郭奕伶，「員工分紅可以設限，不宜廢除」。

¹¹ 詳見財訊月刊 2009 年 1 月 洪正吉，「員工分紅配股今年要落實了！」

表 1-4 員工分紅費用化實施前國內學界之看法摘要

學 界 看 法	
東吳國際經營 與貿易學系教 授鍾俊文	*贊成員工分紅費用化 看法:員工分紅本質為薪酬成本，應屬費用；既是費用，則不應列為「盈餘分配」。 ¹²
台大會計系教 授王泰昌	*贊成員工分紅費用化 看法:以會計表達方式而言，員工分紅費用化只是將員工分紅由股東權益表改放至損益表，無關其內容。 ¹³
東吳會計系教 授馬嘉應	*贊成員工分紅費用化 看法:員工分紅應為薪資費用的一部分 ¹⁴
政治大學會計 系教授許崇源	*贊成員工分紅費用化 看法:員工分紅是否應費用化，應視企業支出給與對象定之，而非計算方式。員工分紅給與對象非股東，因此屬於費用。 ¹⁵
政大財金系教 授吳啟明	*反對員工分紅費用化 看法:員工分紅配股只是股本膨脹導致股東權益稀釋，其他不受影響，若當成費用似乎不合理。 ¹⁶
台北大學法律 系教授劉連煜	*員工分紅費用化揭露即可 看法:員工分紅屬公司重大訊息，關係投資人權益，應於股市觀測站中詳細揭露。 ¹⁷

¹² 李冠皓、蕭惠元、鍾俊文(2003)，「員工分紅入股費用化試算及各法比較」，貨幣觀測與信用評等，第四十期，3-18 頁。

¹³ 鍾惠珍(2002)，「員工分紅費用化?爭論不休」，會計研究月刊，第二百零五期，91-96 頁。

¹⁴ 參閱註 13，p11.

¹⁵ 許崇源(2002)，「員工分紅會計處理之探討-兼論相關之每股盈餘計算」，會計研究月刊，第二百零二期，59-64 頁。

¹⁶ 詳見商業周刊第 784 期，70-77 頁，郭奕伶，「員工分紅可以設限，不宜廢除」。

¹⁷ 參閱註 13，p11.

第四節 研究架構

本文研究架構共分為五章。第壹章為緒論，描述本文之研究背景、動機及研究目的，並針對本文研究架構作簡單說明；第貳章為文獻探討與研究假說，係針對研究目的有系統的回顧員工分紅費用化之緣由、員工分紅與財務績效關聯性、公司股利政策及員工分紅與生產力之相關文獻並進行研究假說的建立，最後為文獻探討總結；第參章為研究方法，首先，描述資料來源、研究期間及樣本選取標準，其次，為研究變數相關會計調整及說明研究變數之定義與衡量方式，最後為實證模型的建立；第肆章為實證結果分析，其就研究樣本資料之實證結果進行分析；第伍章為結論與建議，根據實證彙總所得到之結論與貢獻，提供企業經營、政府施政及後續研究者相關建議。本研究組織架構流程如圖 1-4。

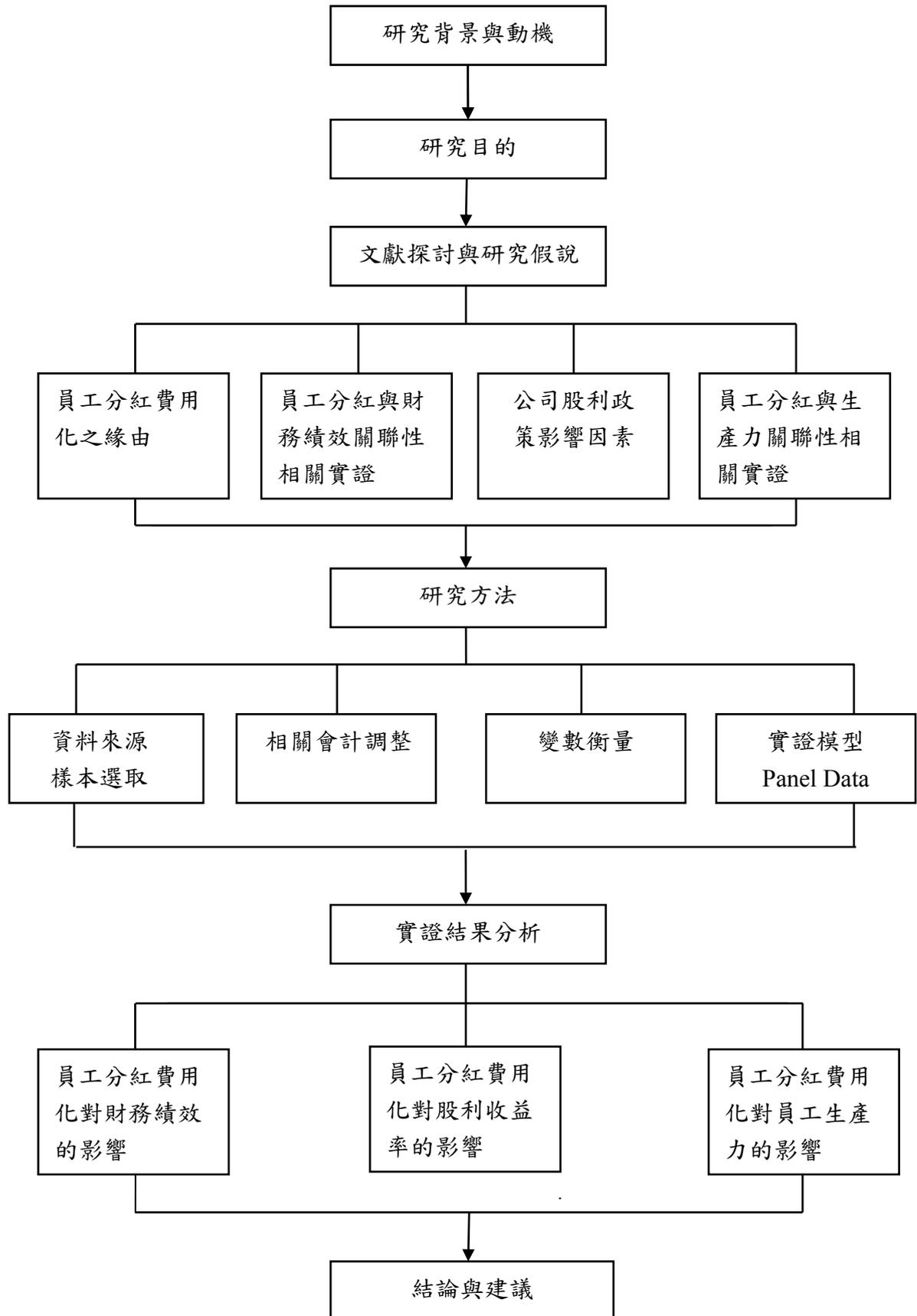


圖 1-4 論文研究架構圖

第貳章 文獻探討與研究假說

本章首先將介紹員工分紅費用化之緣由；其次，系統性的回顧企業實施員工分紅及員工分紅費用化對財務績效的影響之相關實證與公司股利政策相關文獻；最後，為歸納員工分紅與員工生產力關聯性之相關實證。並從公司財務績效、股利收益率和員工生產力等層面發展以下假說。

第一節 員工分紅費用化之緣由

長期以來，台灣企業早習以股票分紅入股制度做為網羅優秀人才的模式。而周淑卿、林秀紋(2005)員工分紅入股(Profit Sharing and Stock Ownership)制度最吸引人的地方，為企業利用對員工無償配股的方式進行利潤分享，吸引專業優秀人才。且許崇源(2002)我國員工分紅配股2008年以前是以面額決定所要配發的張數，以國內電子業為例，其股票的市值通常又高於面額的數倍甚至是數十倍，因此員工所得到的股票分紅價值實屬相當可觀。

事實上，就會計基本理論架構而言，保留盈餘隸屬於股東權益項下，其權益應屬公司股東所有，員工分紅則為激勵員工之獎酬工具，屬薪資酬勞成本之一。若依修正前之商業會計法規定，股息、紅利等不得列為費用或損失，應採保留盈餘分配的方式處理。但其結果容易造成財務盈餘虛增之情形(詳如圖2-1)，更易損及股東原有的權益。深究之，保留盈餘係以面額轉列為股本，若公司的股價愈高，股東權益被稀釋的效果則愈大。難免讓人質疑該作法是「肥了員工，瘦了股東」，不僅未符合國際會計準則慣例，更嚴重影響國際對我國財務報表資訊透明度之評比。

有鑑於此，財政部證期局於2003年1月20日函令，要求公開發行公司應將員工分紅相關資訊揭露，並設算員工分紅費用化(Employee Profit-Sharing Expensing)後之每

股盈餘(Earnings Per Share, EPS)。此後，許耕維(2008)經濟部即對商業會計法第 64 條進行修正(詳如表 2-1)，有別於過去分紅不得列為公司費用之規定，設限在僅適用於業主盈餘之分配。並於 2007 年 1 月 24 日規定，員工分紅之會計處理，應依國際會計準則規範列為費用，自 2008 年 1 月 1 日起生效實施。並在 2007 年 3 月 30 日函令中提到「發放員工股票紅利之計算，應以上市櫃公司上一會計年度股票最後交易日收盤價為基礎，並考量除權息之影響。」。同時，2007 年 8 月 23 日中華民國會計研究發展基金會(Accounting Research and Development Foundation)發佈第 39 號公報中對「股權基礎給付之會計處理準則」亦有明確規範。從此，我國員工分紅以盈餘分配及面額換算股票分紅股數之會計處理方式已不復見。

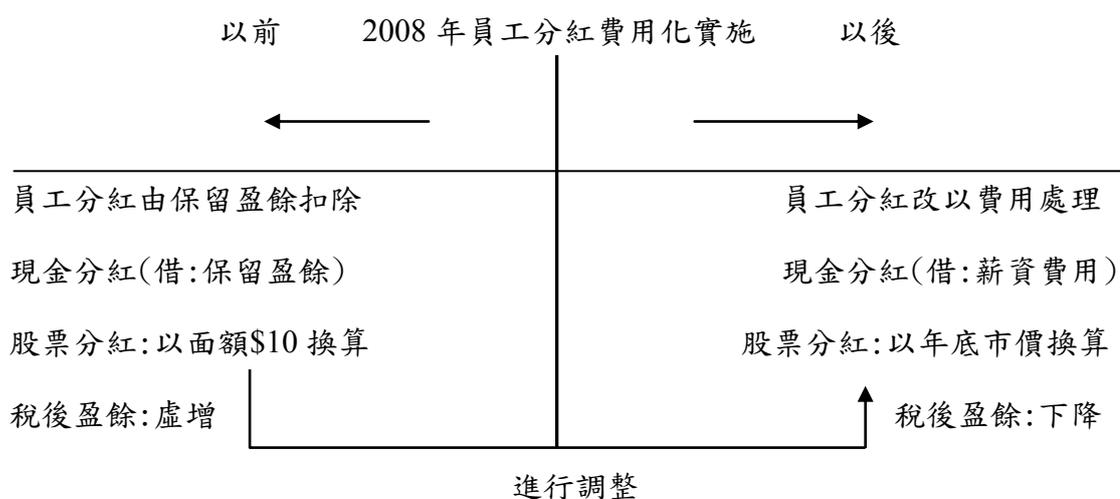


圖 2-1 員工分紅費用化前後會計處理差異對稅後盈餘的影響

資料來源：本研究整理

表 2-1 商業會計法第 64 條修正前後比較

	修正前	修正後
員工分紅會計處理之差異	商業盈餘之分配，如股息、紅利等不得作為費用或損失。	商業對業主分配之盈餘，不得作為費用或損失。
員工分紅配發股數之計算基礎	以面額計算配發股數	<ul style="list-style-type: none"> ● 上市上櫃公司：應以上一會計年度最後交易日收盤價並考量除權息的影響。 ● 興櫃公司及非上市上櫃之公開發行公司則應以最近一期經會計師查核之財務報告淨值為計算基礎。

資料來源：李伶珠(2008)

第二節 員工分紅與財務績效關聯性相關實證

「財務績效」長久以來為企業相當重視的課題，早期學者認為績效(Performance)一詞係指衡量組織達成目標的程度或可稱為成績之表現。衡量組織經營績效的變數大致上可分為以市場為基礎和以會計為基礎兩大類。然而，過去研究認為，McGuire et al.(1988)市場指標較易受到投資人情緒、主觀評價及市場波動性的影響，因素複雜繁多。基於此，不可否認以會計為基礎的企業內部財務績效為影響外部對其企業價值評價相當重要的因素。

根據Dyer and Reeves (1995)指出，財務或會計之產出應視為財務績效，財務指標之建構模式則通常以財務報表中兩個相關且具意義之項目所計算出的財務比率為變量基礎，並就該比率之變動情形，以觀測其可能隱含的意義。過去文獻中，Mehram(1995)、Chen and Lee (1995)及Kim(1998)等皆認為ROA包含經濟報酬率的資訊，可作為財務績效之替代指標，且經常被應用於衡量企業之獲利能力上，為經營卓越與否的主要主標之一。林有志、黃荷分(2004)指出財務績效指標最常被廣泛應用的是總資產報酬率(Return on Asset, ROA)與股東權益報酬率(Return on Equity, ROE)。

企業利潤盈餘的多寡是其生存及政策制定的根本，而其財務績效評估之用意則在協助管理當局透過財務績效分析，以了解企業既定政策之執行成果，利於與制度決策合併思考，作為提供企業決定未來策略方向與管理控制及績效考核制度之修正。對外部投資者而言，亦可作為股權投資、債權保障等之應用工具。國外員工分紅對財務績效的影響之研究中，Burzawa(1999)認為，企業採行員工分紅入股制度，其平均總資產報酬率高達未採用企業的2.5倍之多。Chen(2003)認為員工分紅制度確實會對企業績效產生正向激勵效果，且高成長的企業，其效果更為顯著。Estrin et al. (1987)則指出，員工分紅與公司績效呈正向顯著相關，而該結論亦在英國企業得到相同驗證。

國內員工分紅與財務績效關聯性相關實證文獻中，張培真(2003)研究指出，員工分紅入股對公司財務績效存在正向激勵效果。鄭桂蕙(2005)利用資產報酬率(Return on Assets, ROA)、總資產週轉率(Total Asset Turnover)、淨利率(Profit Margin)及Tobin's Q等四項指標衡量績效，加入員工分紅對公司未來成長性是否具有助益為衡量因素，探討台灣電子資訊產業實施員工分紅入股與員工認股權憑證，對其財務績效影響為何?何者之激勵效果較佳?實證結果發現，員工入股制度有助於公司財務績效及成長機會的提昇。許崇源、陳昭蓉(2008)在探討員工分紅之決定因素及對代表公司未來績效之資產報酬率、市場報酬與權益報酬率的影響之研究發現，員工分紅對公司財務績效具有正面效益。若從市場投資人的觀點，林麗寶(2005)市場投資人仍認為員工分紅配股制度對公司績效具有正向激勵效果。

一旦員工分紅費用化制度實施後，對企業財務績效會產生何種影響?國內曾有學者對此問題進行預測，如，林有志、黃荷分(2004)採費用化前的資料，利用複迴歸模式探討員工分紅股票價值採盈餘分配法、面額法、市價法等不同評價方式，分析員工分紅費用化對企業財務績效的影響發現，實施員工分紅費用化員工股票紅利採市價法計價，股東權益報酬率平均下降 54.83%。另外，范宏書、陳慶隆(2006)以證期局強制要求公開發行公司應將員工分紅費用化後之每股盈餘及相關資訊揭露前後區分，發現投資人會因員工分紅費用化而降低該企業的評價。劉錦花、李合龍(2009)則認為，2008年一旦實施費用化新制，對企業財務績效與生產力皆等有顯著負向影響，尤其是電子股。

由前所稱之預測結果均一致認為員工分紅與財務績效會呈正向顯著相關，而員工分紅費用化對企業財務績效具有顯著負向影響。故提出本研究假說一和假說二。

假說一：員工分紅與總資產報酬率呈顯著正相關。

假說二：員工分紅與股東權益報酬率呈顯著正相關。

第三節 公司股利政策

股利政策為公司理財活動的核心範疇，在財務學上亦是爭論的主題之一。Lintner(1956)於「股利行為模式」理論中提出，公司會對長期股利發放率目標、相對變動程度及股利的平滑穩定效果予以設定後，便開啟學界對股利相關議題之探討。傳統上通常會將股利發放解讀為公司價值資訊的傳遞，認為公司的股利政策會有實質經濟效果的產生，股利率較高較可能吸引投資者的投資意願。事實上，關於公司股利政策的相關理論頗為眾多，大致上可從為公司價值觀點、代理成本觀點、未來盈餘資訊、交易成本方面切入。

從公司價值的觀點來看，Miller and Modigliani (1961)所提出的股利無關論中提到，若處在完美資本市場(Perfect Capital Market)假設條件下，市場均衡價格係由無數的買賣者共同決定，公司股利政策效果皆可被其他融資形式所取代，該政策與公司的價值無關。因 Miller and Rock(1985)股利的發放會改變投資大眾對於該公司價值的看法。經理人在調整股利政策時，除了會對公司的財務現狀與趨勢進行掌握外，另涵蓋了其他因素。Harada and Nguyen (2005)更明確指出，大多數企業未依公司實際獲利狀況逕行調整股利。即使當年度股利的增減與公司的盈餘呈現反向關係，仍有將 Fukuda (2000)股利變動的方向隨市場的反應調整，使兩者呈現趨於一致狀態的決策產生。

然而，Gordon (1959)的看法卻與 Miller and Modigliani (1961)上述論點相反，他認為由於投資人皆具風險趨避心理，對保留盈餘再投資未來可能產生資本利得的機會充滿不確定性，故投資人較偏好定期分配的現金股利，而非充滿變數的資本利得。因此當公司現金股利發放與其期待不相符時，容易促使因投資人提高普通股必要報酬率而有導致公司股價下跌的狀態產生。由此觀點可知，公司為了考量股價下跌所衍生資金成本及公司價值等種種問題，仍會維持較高的現金股利支付政策，所以公司股利政策

並非與公司價值全然無關。但 Weston and Copeland(1988)並不贊同此公司較低股利發放會對公司帶來較高風險的論點，因公司若正執行較多的投資方案時，公司風險係取決於投資決策時現金流量的風險程度，此時若增加現金股利的發放，除可能會損及投資資金的需求外，並無益於公司價值的提升。

股利政策另一個普遍觀點是代理理論(Agency Theory)。從代理理論中增加管理者持股的觀點而言，Jensen and Meckling(1976)若管理者只持有公司部分股份時，便可能產生所謂的代理成本(Agency Cost)問題，但公司股權若過度集中於管理者手上，亦可能造成資金的濫用。Rozeff(1982)和Easterbrook(1984)則以增加股利發放的觀點切入，他們認為通常公司會在代理成本與外部融資成本中取得最適的股利政策，如果公司代理問題嚴重時，可以採用較高的現金股利支付方式，藉由企業對外融資，建立起專業機構積極監督的機制。但須留意的是，Jensen and Meckling(1976)過多的負債仍可能產生股東與債權人之間新的代理問題。國內研究，王肇蘭、池祥萱與侯玟伶(2010)則認為，公司會隨著ROA比率的提高而發放股利，而股價偏離面值程度愈高的公司，發放股票股利並非基於未來前景的預期。

過去，專業投資機構對企業經營的影響方面，Pound(1988)曾提出效率監督、利益衝突及策略聯盟等三個假說，其效率監督假說(Efficient Monitoring Hypothesis)中即認為，專業機構投資人具有較一般投資大眾更為完整的專業知識及監督管理當局預防舞弊的技巧，能有效地降低管理當局與股東之間因存在代理問題而衍生的代理成本。其次，利益衝突假說(Conflict of Interest Hypothesis)則認為，當專業投資機構與公司利益相衝突時，容易有專業投資機構利用董監事選舉權與公司相抗衡，阻礙企業決策與價值的問題便可能因此產生。除此之外，也可能存在另一相反情況為兩者目標一致，非利益相衝突而是相互合作關係，此情況下，反而利於企業決策執行，有助於經營效率及公司價值的提升，即所謂的策略聯盟假說(Strategic Alignment Hypothesis)。

就未來盈餘資訊而言，Grinblatt et al.(1984)的「保留盈餘假說」則認為股票股利的發放為保留盈餘的減項，可能會對公司未來發放現金股利的能力造成衝擊，故公司會宣告發放股票股利，代表未來盈餘有足以彌補當期保留盈餘減少的預期。此外，Lakonishok and Lev(1987)實證發現，宣告發放股票股利具有未來現金股利增加的資訊。相反地是，Fenn and Liang(2001)當經理人對公司未來盈餘有持續穩定或較外部融資成本低的預期時，則會透過現金股利的發放將公司正面資訊向市場傳遞。但亦有學術文獻認為發放股票股利對公司而言是負面的資訊。因為，Banker et al.(1993)股票股利並不需支出現金，管理當局若有藉以掩飾營運績效或現金流量之不足查覺不易。

以交易成本的觀點而言，Woolridge (1983)、Bechmann and Raaballe (2007)認為股票股利較現金股利所耗費的成本少，且股票股利對企業未來前景的信號發射效果亦較現金股利清晰。但其容易忽略的是，員工分紅費用化實施前，發放股票股利雖未有任何現金流出，對公司而言，只是將企業的保留盈餘轉移至股本，其會計處理上為保留盈餘的減項。不過，公司的股東權益雖然維持不變，但仍可能會限制公司未來現金股利的發放或造成其他政策執行能力的降低。至於，盈餘的變動是否會造成股利巨幅波動？DeAngelo et al.(1996)則認為，股利變動具有向下調整的僵硬性。

然而台灣上市上櫃公司現行的股利政策支付形式大多以現金股利、股票股利或現金股利搭配股票股利為主。目前學術上，仍以偏向現金股利政策之理論研究居多。至於，企業應採現金股利或股票股利？何者的效果較佳？至今仍莫衷一是。但前述章節曾提到，國內在員工分紅費用化期間股利政策與員工分紅配股已有重大改變(詳如圖 1-2、圖 1-3)，若依據 Clark-Murphy and Soutar (2004)投資人在購買股票前會對該公司的股價和股利的訊息先行關切，員工分紅費用化的實施是否會造成股利收益率的改變，仍為投資大眾所關心的議題。因此，本節經由彙整員工分紅實施前後股利政策及

分紅趨勢資訊(詳如圖 1-2、圖 1-3)，佐以參考鍾俊文、錢素英與謝一弘(2009)衡量其可能對股東權益產生的影響(詳如表 2-2)。故提出研究假說三和假說四。

假說三：員工分紅費用化對現金股利收益率呈顯著負向影響。

假說四：員工分紅費用化對股票股利收益率呈顯著負向影響。

表 2-2 員工分紅與公司股利政策對股東權益的影響之比較表

<div style="text-align: center;">員工分紅</div> <div style="text-align: center;">股利政策</div>	現金分紅比例較高	股票分紅比例較高
現金股利 比例較高	股東權益的稀釋程度低(但仍較未費用化前高)，股本膨脹的速度也最慢。	股東權益的稀釋程度最大，股本膨脹的速度慢。
股票股利 比例較高	股東權益的稀釋程度低(但仍較未費用化前高)，對股本膨脹的速度較快。	股東權益的稀釋程度低(但仍較未費用化前高)，股本膨脹的速度較快。

第四節 員工分紅與生產力相關文獻

生產力(Productivity)經常被用來作為企業診斷的工具，其詞係由法國學者 Francois Quesnay 於 1766 年所提出，於 Adam Smith 之國富論中曾予以闡述。生產力一詞主要在衡量在某一段期間內，每單位的投入會製造多少的產出。而績效評估之應用，源自於生產力之探討，其本質上，除了用以了解與修正規劃執行的進度與狀況，進而採取因應對策之消極功能外，尚包含藉由績效評估制度之建立，使管理者決策行為產生引導作用，以達到組織與個人「目標一致化」(Goal Congruence)的積極效益。

人類使用生產力做為工具的開端，則始於二次大戰結束前那段期間，最早曾嘗試用於衡量勞工的勞動效益。直至今日，如何提升生產力仍為企業所關心的議題。若根據人力資本理論(Human Capital Theory)的觀點，Becker(1976)員工對企業組織績效潛在貢獻能力的大小會與企業人力資本投資誘因程度呈正比，而該投資會日漸促使員工生產力和企業組織績效產生正面效益的循環反映。員工分紅與員工生產力關聯性之最佳契合概念亦是如此，由藉由彼此雙向關係的互動連結，達到企業與員工兩者雙贏的架構策略。

一般而言，提高生產力有許多途徑，如增加資本形成等。但吳惠林、藍科正(1995)國內企業仍存在欲提高生產力，以透過分紅較為容易，費時也較短的觀念。在員工分紅對員工生產力的影響文獻中，Estrin et al. (1987)、Fitzroy and Kraft (1992)、Jones and Kato(1995)、Yao(1997)、Kim(1998)及 Vivian et al. (2009)等人皆有員工分紅與生產力呈正向顯著相關之定論。國內文獻，林蕙芬(2003)利用 Cobb-Douglas 生產函數探討員工分紅入股制度對員工生產力的影響之實證結果認為，實施股票分紅對員工生產力會產生顯著的正向影響，而員工生產力會因股票分紅股價的高低而有顯著不同，另員工生產力則會因現金分紅占企業淨利比重越高，而對員工生產力造成顯著的負向影響。

任何制度的設計，都可能反映在企業的基本經營假設上。員工分紅費用化可能對員工生產力產生影響部份，劉錦花、李合龍(2009)則提出員工分紅費用化對企業財務績效、股票報酬與生產力具有顯著負向影響，尤其是電子股之論點。近期的研究文獻中，劉錦花、黃耀銜及李仁棻(2010)藉由邏輯斯迴歸模型(Logistic Regression Models)的建立以投入預測分類的產出變數，亦有員工分紅會影響生產力之論述。為驗證過去文獻之發現，本研究逐預期員工分紅費用化後，員工分紅總值降低，員工生產力亦會隨之降低，故乃提出本研究假說五。

假說五：員工分紅費用化對員工生產力呈顯著負向影響。

第五節 文獻探討總結

彙整上述國內關於員工分紅及員工分紅費用化與財務績效關聯性的相關研究顯示，員工分紅與財務績效與員工生產力呈顯著正相關，且在員工分紅費用化實施後，必然會對企業財務績效與員工生產力帶來負面反應。但國內 2008 年方正式實施員工分紅費用化，先前相關研究如劉錦花、李合龍(2009)等，係皆以費用化前未經調整成一致費用化基準的財務報表或數據進行費用化後之實證及預測，其容易造成帳面盈餘與實際結果偏離的疑慮。

此外，實施費用化後儼然已造成企業稅後盈餘及股利發放政策的改變，但可惜的是，截至目前為止，國內尚未有實質進行員工分紅費用化對股利收益率影響方面之研究。在政府積極推動與國際會計準則接軌及提升產業競爭力的同時，當前若能實證費用化是否會衝擊企業財務績效、股利收益率與員工生產力，即可降低各界對該制度的負面反應。期此研究結果能提供國內政府相關制度的擬定與施行及學術研究和企業決策規劃之參考依據。

第參章 研究方法

本章首先介紹研究樣本資料來源、研究期間及樣本選取標準；其次，為研究變數相關會計調整與各項研究變數加以定義，並敘述其衡量方法；最後為實證模型的建立。

第一節 資料來源及樣本選取

一、資料來源與研究期間

本研究之國內上市櫃公司財務報表、員工分紅、股價、股利等資料係擷取自台灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal, TEJ)、台灣證券交易所之公開資訊觀測站。因國內員工分紅費用化制度係於 2008 年 1 月 1 日方正式實施，故本研究以該制度實施前後 3 年，即 2005 年至 2010 年的資料作為研究期間。資料型態為年資料。

二、樣本選取標準

本研究樣本之選取條件為：

1. 本研究係以台灣股票上市櫃公司為研究對象，排除金融、保險及證券等行業性質較特殊，難以一併比較的產業。
2. 在研究期間內，從未發放員工分紅者，非本研究樣本之範疇。
3. 研究變數相關資料有遺漏者，為保護資料的完整性，不予以納入本研究之樣本選取。
4. 發生重大金融危機被列為全額交割、清算、合併或重整之公司，均予以刪除。

綜合上述，茲將樣本公司篩選結果彙整如表 3-1 所示。

表3-1 研究樣本篩選過程彙總表

初步樣本數	7876
減：未實施員工分紅與變數值有遺漏者	3890
樣本總數	3986
有效樣本(依年度區分)	
2005年	444
2006年	621
2007年	657
2008年	760
2009年	738
2010年	766
有效樣本總數	3986

本研究樣本數係取自臺灣經濟新報資料庫之上市、上櫃公司一般產業財務(累計)之樣本，排除金融保險及證券等行業。

第二節 研究變數相關會計調整

本文係以員工分紅費用化為研究主題，從表 1-2 得知，若從資料庫利用費用化前 2005 年至 2007 年未經調整的財務報表進行相關研究，易導致結果嚴重偏離的現象產生。有鑑於此，本文遂將費用化前 2005 年至 2007 年與費用化相關之衡量項目，皆逐一調整成同為費用化後之數據，以求在費用化前後資料衡量基準一致的情況下進行研究，使其評估結果更具正確性。費用化前研究變數衡量項目之衡量標準調整詳如表 3-2。

表 3-2 費用化前研究變數衡量項目之衡量標準調整

衡量項目	衡量標準
稅後淨利	期末帳面稅後淨利-[員工現金分紅+(員工股票分紅股數*市價)*(1-營所稅稅率)] ¹⁸
股東權益帳面價值	期末帳面股東權益+員工分紅數*營所稅稅率
員工分紅數	前一年度員工現金分紅+前一年度股票分紅市值
員工股票分紅市值	員工股票分紅市值=員工分紅股數×除權參考價
負債	負債總額+員工分紅數
普通股帳面價值	期末帳面股東權益-特別股帳面價值-員工分紅數*(1-營所稅稅率)

¹⁸因財務報表未詳細附註員工分紅分派之單位或對象，以致實質課稅稅率無法精算，故以 2009 年以前主管機關訂定之營所稅稅率 25%替代。

第三節 研究變數之操作性定義與衡量方式

為驗證本研究之假說，本節提出實證模型中各項變數之操作性定義與衡量說明如下：

一、依變數

1.財務績效

財務績效衡量通常以財務指標為基礎，而財務指標建構之模式通常以財務比率為變量。林有志、黃荷分(2004)財務績效指標，最常被廣泛應用的則是資產報酬率 (Return on Asset, ROA) 與股東權益報酬率 (Return on Equity, ROE)。依據Barber and Lyon (1996)的研究指出，ROA的衡量指標在一般的環境下對異常營業績效的偵測最為有效。林有志、黃荷分(2004)則認為股東權益報酬率似乎較適合用在員工分紅對財務績效的影響上。本文為求實證測試結果嚴謹度，逐將當期ROA和ROE的變動皆列入實證之依變數中，做為財務績效衡量之變數考量。其計算公式為：

(1)資產報酬率(Return On Assets, ROA)：資產報酬率=稅後淨利/總資產

(2)股東權益報酬率(Return On Equity, ROE)：股東權益報酬率=稅後淨利/股東權益

2.股利收益率(Dividend Reward)

國內股利支付為多元化市場模式。在股利發放率方面，詹家昌、徐民欣(2003)實證研究認為，企業的股利發放率會與獲利能力呈正相關，但會與成長機會及現金流量呈負相關。雖然，股利替代假說(Dividend Substitution Hypothesis)中曾提到，買回庫藏股亦可節省股東所得稅有股利發放之替代效果(Substitution Effect)，但該理論係建立在資本利得稅較個人綜合所得稅低之假設情況下，而台灣為兩稅合一制則不適用。且根據Vermaelen(1981)和Comment and Jarrell(1991)之實證結果認為此假說的效果並不顯著。因此，並未將買回庫藏股部分予以納入。另為探討股東股利收益率，

在研究設計上係將現金股利收益率和股票股利收益率分別計算。其計算方法，經由 McQueen et al.(1997)、Visscher and Filbeck(2003)及 Brzeszczynski and Gajdka(2007)所列之組成份股的數據發現，採用傳統計算方法並無公司未來成長機會會影響整體樣本股利率的問題。因此，本研究仍採用傳統上股利除以上年度年年底股價之作法。

現金股利收益率(CDR)=每股現金股利/年底每股股價

股票股利收益率(SDR)=每股股票股利/年底每股股價

3.員工生產力(Employee Productivity)

員工分紅制度之用意在於藉由利潤分享的過程激勵員工士氣，以提高企業的生產力與營運效率。過去國內文獻，沈中華、林昆立(2008)係以前後期生產力(銷貨收入/員工總人數)之差異評估。但本文考量稅後淨利似乎較符合公司實質獲利，因此，俾以衡量當期每位員工平均稅後淨利產值之每人稅後淨利取自然對數作為員工生產力之代理變數。其計算公式如下：

Ln 每位員工生產力(EP)= Ln (稅後淨利/員工總人數)

二、自變數

1.員工分紅數(BONUS)

一般而言，提高企業生產力有許多途徑，如增加資本形成等。但吳惠林、藍科正(1995)國內企業仍存在欲提高生產力，以透過分紅較為容易、費時也較短的觀念。關於員工分紅與財務績效的相關研究，張培真(2003)、鄭桂蕙(2005)等實證指出，員工分紅與公司財務績效呈顯著正相關。因此，本研究根據過去文獻資料作員工分紅費用化實施後，員工分紅數減少，公司財務績效隨之顯著下降之預期。而公司財務績效下降，股利收益率亦可能隨之減少。

員工分紅與生產力關聯性方面，國外學者Fitzroy and Kraft (1992)、Jones and Kato(1995)及Yao(1997)等進行研究亦指出，員工分紅比例與生產力有較顯著的正相關。故本研究預期員工分紅費用化對員工生產力具顯著負向影響。本文以員工分紅總值除員工總人數取自然對數作為員工分紅數之代理變數。其計算公式如下：

$$\text{Ln每位員工分紅數} = \text{Ln}(\text{員工分紅總值} / \text{員工總人數})$$

$$\text{員工分紅總值} = \text{第 } t-1 \text{ 年員工現金分紅} + \text{第 } t-1 \text{ 年股票分紅市值}$$

$$\text{員工股票分紅市值} = \text{員工分紅股數} \times \text{除權參考價}$$

$$\text{除權參考價} = \frac{\text{除權前一日收盤價} - \text{現金股利} + \text{現金增資認購價} * \text{現金增資率}}{1 + \text{現金增資率} + \text{盈餘配股率} + \text{資本公積配股率} + \text{員工紅利配股率}}$$

2. 營運現金流量(Operating Cash Flow, OCF)

Hardford (1999)研究指出，高營業現金流量有助於提升公司營運績效。Charitou and Vafeas(1998)、Charitou and Vafeas(1998)認為在盈餘不變之情況下，其股利的改變，以現金流量對股利變動的解釋能力較佳；在既定盈餘下，公司之現金流量會與股利呈顯著正相關。此外，營業現金流量係為具成長機會公司較佳的股利變化因子。因此，企業在員工分紅制度與發放政策的制定上，除了會依據會計帳面盈餘外，仍會將是否有足夠的能力和現金流量可支付予以納入考量，並將營運現金流量取自然對數進行統計。其計算公式如下：

$$\text{Ln營運現金流量} = \text{Ln}(\text{自由現金流量} + \text{必要資本支出})$$

3. 產業特性(IND)

國內產業所涵蓋的範圍相當廣泛，尤以電子業施行員工分紅制度的情況較為普遍，且分紅總值也較高。為了控制企業產業別特質差異對其財務績效、股利收益率及員工生產力的影響，故將施行員工分紅的樣本中區分為電子業與非電子業二個群

組，以虛擬變數1代表電子產業，非電子業則以0表示於實證模型，以用來觀察產業特性(IND)對依變數所產生的變化。

三、控制變數

為預防其他因素影響本研究之準確性，本研究逐另加入三個控制變數，以降低可能對實證結果所產生之干擾。

1.公司規模(SIZE)

公司規模對公司營運績效及股利政策會產生何種影響至今仍無定見。國外相關研究，Hall and Weiss(1967)提到，公司規模擴增會帶動規模經濟效益的產生及使得每單位平均成本下降。Ritter(1984)、Marcus(1969)、Miller and Pras(1980)當公司資產規模愈大，資訊不對稱的問題愈低，相形之下，資產規模較大的企業其營運規模效益相對也較優。但Agrawal and Knoeber (1996)之實證則持相反意見，Agrawal and Knoeber認為若公司規模較大者大多屬成熟型的產業，其未來之績效成長性相對也較低。此變數將以各公司在當年度年底總資產帳面價值取自然對數作為衡量公司規模之代理變數。計算公式如下：

$$Ln \text{ 公司規模} = Ln(\text{總資產帳面價值})$$

2.負債比率(DEBT)

負債比率常為公司分紅與發放股利的考量因素之一。債息具有稅盾效果，因此，Modigliani and Miller(1963)公司舉債越多反而有利降低資金成本，使得財務績效相對隨之提升。而負債比率對股利的影響方面，Marsh(1982)實證結果發現，負債比率會與股利支付率呈正相關。楊清溪、王茂昌(2006)亦有負債比率會與股利政策會呈

同向波動關係之印證。但此結果與 Shleifer and Vishny (1986)提出公司因資金短缺造成負債時會減少或停止股利的發放及國內學者王元章(2001)在探討公司內部人持股、風險、股利、負債等決策變數間之關係時發現，股利與負債會呈負向且顯著的影響之實證結論不同。其變數計算公式如下：

$$\text{負債比率} = \text{負債總額} / \text{資產總額} (\text{TL/TA})$$

3.成長機會(GROWTH)

企業股利與投資相關決策如Myers and Majluf(1984)認為若公司獲利狀況佳且有良好的投資機會促使公司成長時，通常會面臨股利支付與投資支出孰為重要之抉擇，但多數公司仍會採降低股利支付而增加投資支出。而企業成長機會對股利政策之影響，汪瑞芝、陳明進(2007)及曾昭玲、周小玲(2007)均認為，無論是現金股利率或股票股利率與成長機會皆呈負向顯著影響。延續Fama and Fren(1992)的成長模型理論，許多學術研究如Collins and Kothari(1989)、Gaver(1993)等皆指出，市價淨值比(Market-to-Book Ratio, MBR)與成長機會具顯著正相關，闕河士、黃旭輝(1997)亦發現以市價淨值比作為成長機會的變數其解釋性較高。故本研究以市價淨值比取自然對數作為公司成長機會之代理變數。其計算公式如下：

$$\text{Ln 成長機會} = \text{Ln}(\text{普通股市價} / \text{普通股帳面價值})$$

第四節 實證模型建立

根據研究資料屬性的不同，一般研究分析模式大致上區分為時間序列分析(Time Series Analysis)及橫斷面資料分析(Cross-Section Analysis)。當資料型態屬於橫斷面與時間序列資料兩者並存之特型時，單一時間序列資料，無法得知異質性樣本的差異，而單一年度所有樣本之橫斷面資料雖能涵蓋異質性的差異，但卻有無法得知隨時間改變的動態迭變問題。因此，本文遂以追蹤資料模型(Panel Data Model)檢測員工分紅費用化對財務績效、股利收益率與員工生產力的影響。

採用此模型進行實證分析之原因為，追蹤資料模型能補足傳統計量方法無法同時處理時間序列分析及橫斷面分析之缺憾，並有效防堵傳統的最小平方法（OLS）估計模型無效率的疑慮。然而，追蹤資料模型又區分為固定效果模型(Fixed Effect Model)和隨機效果模型(Random Effect Model)，此部分則依據Hausman Test檢定結果判斷之。Mundlak Y.(1978)Panel Data基本模型設定如下：

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^k \beta_k x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (3-1)$$

其中，

- i : 為第 i 家公司， $i=1,2,\dots,N$ ；
- t : 為第 t 個樣本期間， $t=1,2,\dots,T$ ；
- Y_{it} : 為第 i 家公司第 t 年之依變數數值；
- α : 為截距項，表示各樣本之截距項皆相同；
- β_k : 為第 k 個解釋變數之迴歸係數；
- X_{kit} : 為第 i 家公司第 t 期第 k 個解釋變數數值；
- ε_{it} : 為誤差項，且 $\varepsilon_{it} \sim \text{iid}(0, \sigma_\varepsilon^2)$ 。

一、固定效果模型(Fixed Effect Model)

固定效果模型(Fixed Effect Model)又稱為虛擬變數模式(Dummy Variable)，其為考慮橫斷面與時間序列並存之資料，著重於各樣本個體的差異，並以固定截距代表各樣本個體之不同結構，解決可能產生解釋變數與殘差項相關的問題，而此模型係以加入虛擬變數(Dummy Variable)進行資料轉換後採OLS模型進行估計，因此，亦可稱之為最小平方虛擬變數模型(Least Square Dummy Variable, LSDV)。由於此模型假設母體內相似度低，故採全部母體樣本方式，以觀察所有樣本間可能的差異。

(1)函數型態

$$Y_{it} = \beta_{li} + \beta_t + \sum_{k=2}^k \beta_k x_{kt} + \varepsilon_{it} \quad (3-2)$$

$$i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

其中，

Y : 為被解釋變數向量；

β_{li} : 為個別效果；

β_t : 為待估計之向量；

β_k : 為待估計之向量；

X_{it} : 為相對應解釋變數向量，未含截距項；

ε_{it} : 為相對應隨機干擾項之向量。

(2)固定效果模型與最小平方法之選擇

為衡量固定效果模型其固定截距項之間是否相等，檢定固定效果模型與最小平方法之適切性，可採F-Test檢定測試之。若 H_0 為真，則表示樣本之截距項相同，並無個別效果。此時，則採用傳統最小平方法；反之，則選擇固定效果模型。

① 首先設立虛無假設

$$H_0 : \beta_{11} = \beta_{12} = \dots = \beta_{1N} \quad (3-3)$$

$$H_1 : \beta_{11} \neq \beta_{12} \neq \dots \neq \beta_{1N}$$

H_0 : 表示所有樣本之截距項相同，無個別效果

H_1 : 表示所有樣本之截距項不完全相等，有個別效果產生

② 利用F檢定判斷固定截距項相等與否

$$F = \frac{(SSE_R - SSE_U)/N - 1}{SSE_U/[NT - N - K + 1]} \sim F(N-1, NT - N - K + 1) \quad (3-4)$$

若 H_0 為真，表示所有樣本之截距項相同，宜採最小平方法估計。

若拒絕 H_0 時，則表所有樣本之截距項不盡相同，故應採固定效果模型。

二、隨機效果模型(Random Effect Model)

隨機效果模型(Random Effect Model)又稱誤差成分模式(Error Component)。隨機效果模型係以隨機變數型態截距項的模式來代表每個橫斷面之不同結構，且特別著重於母體整體的關係，而非個別差異。若母體內相似程度高，應以隨機抽樣的方式選取之。

(1)函數型態

$$Y_{it} = \sum_{k=1}^k \beta_k X_{kit} + \mu_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3-5)$$

$$i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

$$u_{it} \sim \text{iid}(0, \sigma_u^2) \quad \varepsilon_{it} \sim \text{iid}(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

其中，

u_{it} : 為隨機變數(不會因時間變動而有所變動，且與各解釋變數不相關)。

(2) 隨機效果模型與最小平方法之選擇

為驗證隨機效果模型中其隨機截距項是否相關，隨機效果模型與最小平方法何者較佳，則採用LM檢定進行測試，。

① 首先設立虛無假設

$$H_0 : \sigma_{\varepsilon}^2 = 0 \quad (3-6)$$

$$H_1 : \sigma_{\varepsilon}^2 \neq 0$$

$$S_1 = \sum_{i=1}^N \left[\sum_{t=1}^T \ell_{it} \right]^2$$

$$S_2 = \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \ell_{it}^2$$

$$\lambda = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{S_1}{S_2} - 1 \right]^2 \quad (3-7)$$

H_0 ：代表所有樣本間無隨機個別效果。

H_1 ：代表所有樣本間具有隨機個別效果。

其中，

N ：代表樣本總數

T ：為總樣本期間

ℓ ：為採OLS之殘差值。

② 利用LM檢定判斷隨機截距項是否相關

若 H_0 為真，表示所有樣本之截距項非隨機變數，採最小平方法估計。

若拒絕 H_0 為真時，則表示所有樣本之截距項為隨機變數，應採用隨機效果模型。

三、選擇固定效果模型與隨機效果模型之原則

本研究將針對幾項較常使用之選擇過程進行說明，並作為本研究第四章實證研究最適模型選取之準則。依據Mundlak Y.(1978)模型設定檢定(Specification Error Test)即提到， $\mu_{it} + \varepsilon_{it}$ 中之 μ_{it} 可能與 X_{kit} 有關，以致此模型之迴歸估計量有偏誤與不一致性的情況產生。因此，若 μ_{it} 與 X_{kit} 有關時，應採Panel模型之固定效果模型。當 μ_{it} 與 X_{kit} 無關時，則應採Panel模型之隨機效果模型。Hausman Test決策判斷法則如下：

① 首先設立虛無假設

$$H_0 : E(\mu_{it}, X_{kit})=0$$

$$H_1 : E(\mu_{it}, X_{kit})\neq 0$$

② Hausman test檢定統計量為：

$$W=(\hat{\beta} - \hat{b})' [Cov(\hat{\beta} - \hat{b})]^{-1}(\hat{\beta} - \hat{b}) \sim \chi^2(k) \quad (3-8)$$

其中，

$\hat{\beta}$: 為固定效果模型之估計值向量

\hat{b} : 為隨機效果模型之估計式值向量

$Cov(\hat{\beta} - \hat{b})$: 為共變異矩陣之差

W : W統計量為自由度(K-1)之卡方分配

k : 為自變數之個數

若 H_0 不拒絕虛無假設，採隨機效果模型較佳。

若拒絕 H_0 時，則採用固定效果模型較適當。

研究方法流程如下圖3-1

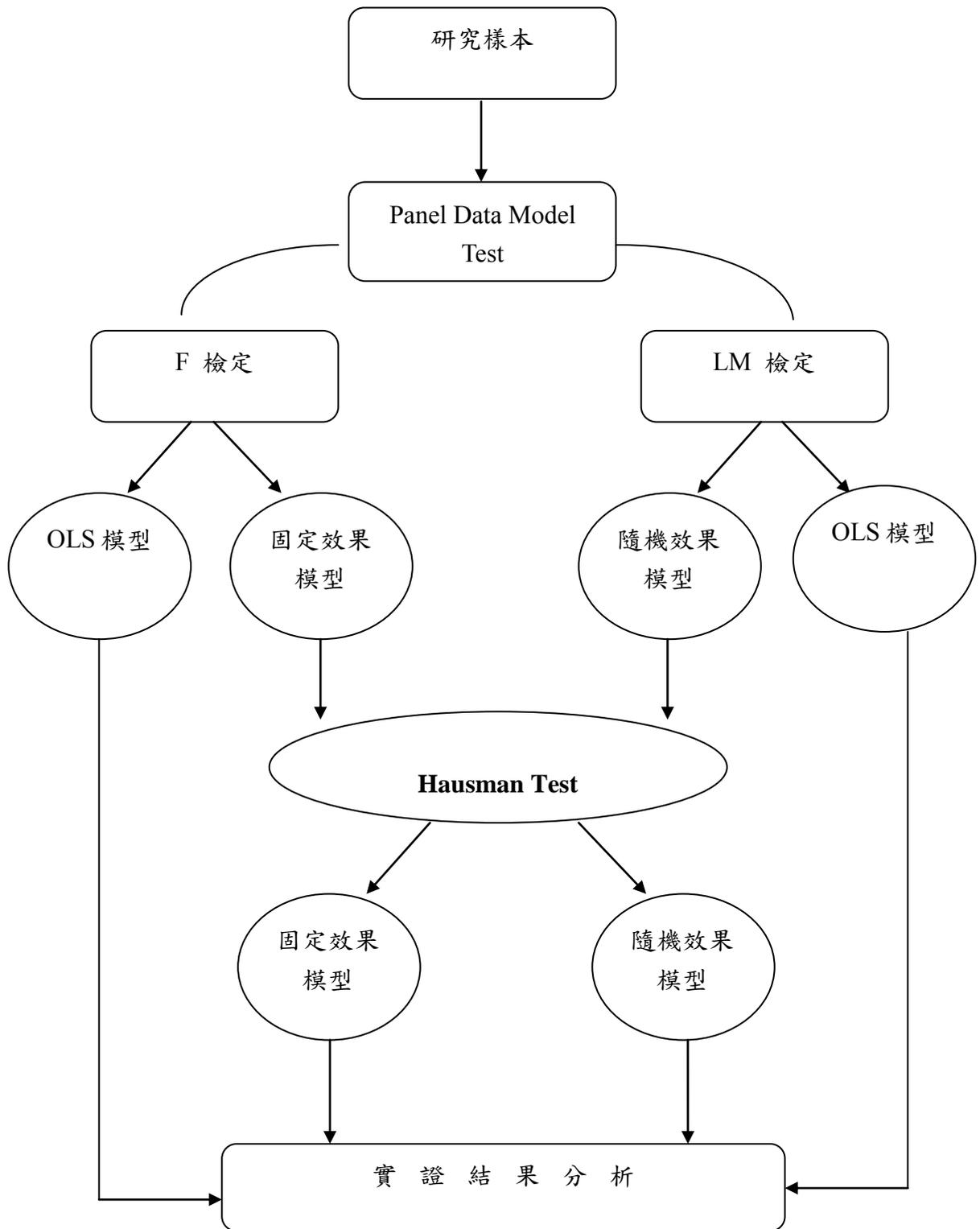


圖3-1 研究方法流程圖

假說一：員工分紅與總資產報酬率呈顯著正相關。

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(BONUS_{it-1}) + \alpha_2 \ln(OCF_{it}) + \alpha_3 IND_{it} + \alpha_4 \ln(SIZE_{it}) + \alpha_5 DEBT_{it} + \alpha_6 \ln(GROWTH_{it}) + \delta_{it} \quad (3-9)$$

其中，

ROA_{it} : 第 i 公司第 t 年之總資產報酬率。

$\ln(BONUS_{it-1})$: 第 i 公司第 t-1 年之員工分紅數取對數。¹⁹

$\ln(OCF_{it})$: 第 i 公司第 t 年之營運現金流量取對數。

IND_{nit} : 產業別虛擬變數。電子產業為 1，其他產業為 0。

$\ln(SIZE_{it})$: 第 i 公司第 t 年之總資產帳面價值取自然對數作為衡量企業規模之代理變數。

$DEBT_{it}$: 第 i 公司第 t 年之負債比率。

$\ln(GROWTH_{it})$: 第 i 公司第 t 年之成長機會取對數。

δ_{it} : 誤差項

假說二：員工分紅與股東權益報酬率呈顯著正相關。

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(BONUS_{it-1}) + \alpha_2 \ln(OCF_{it}) + \alpha_3 IND_{it} + \alpha_4 \ln(SIZE_{it}) + \alpha_5 DEBT_{it} + \alpha_6 \ln(GROWTH_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (3-10)$$

其中，

ROE_{it} : 第 i 公司第 t 年之股東權益報酬率。

ε_{it} : 誤差項。

¹⁹因 Kruse(1996)員工分紅具有遞延效果，且我國相關法令規定當年度的員工分紅數應於次年召開股東會時議決，因此本研究設定前一年之員工分紅數會影響當期之依變數。

假說三：員工分紅費用化對現金股利收益率呈顯著負向影響。

$$\begin{aligned} CDR_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \ln(BONUS_{it-1}) + \alpha_2 \ln(OCF_{it}) + \alpha_3 \ln(IND_{it}) + \alpha_4 \ln(SIZE_{it}) + \alpha_5 DEBT_{it} \\ & + \alpha_6 \ln(GROWTH_{it}) + \omega_{it} \end{aligned} \quad (3-11)$$

其中，

CDR_{it} : 第 i 公司第 t 年之現金股利收益率。

ω_{it} : 誤差項。

假說四：員工分紅費用化對股票股利收益率呈顯著負向影響。

$$\begin{aligned} SDR_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \ln(BONUS_{it-1}) + \alpha_2 \ln(OCF_{it}) + \alpha_3 \ln(IND_{it}) + \alpha_4 \ln(SIZE_{it}) + \alpha_5 DEBT_{it} \\ & + \alpha_6 \ln(GROWTH_{it}) + v_{it} \end{aligned} \quad (3-12)$$

其中，

SDR_{it} : 第 i 公司第 t 年之股票股利收益率。

v_{it} : 誤差項。

假說五：員工分紅費用化對員工生產力呈顯著負向影響。

$$\begin{aligned} \ln(EP_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 \ln(BONUS_{it-1}) + \alpha_2 \ln(OCF_{it}) + \alpha_3 \ln(IND_{it}) + \alpha_4 \ln(SIZE_{it}) + \alpha_5 DEBT_{it} \\ & + \alpha_6 \ln(GROWTH_{it}) + e_{it} \end{aligned} \quad (3-13)$$

其中，

$\ln(EP_{it})$: 第 i 公司第 t 年之員工生產力取對數。

e_{it} : 誤差項

表 3-3 研究變數定義

變數代號	變數定義
ROA_{it}	表企業財務績效。總資產報酬率=稅後淨利/總資產
ROE	表企業財務績效。股東權益報酬率=稅後淨利/股東權益
CDR_{it}	表現金股利收益率。現金股利收益率=每股現金股利/每股股價
SDR_{it}	表股票股利收益率。股票股利收益率=每股股票股利/每股股價
$Ln(EP_{it})$	表員工生產力。 Ln 每位員工生產力= Ln (稅後淨利/員工總人數)
$Ln(BONUS_{it-1})$	表員工分紅數。 Ln 每位員工分紅數= Ln (員工分紅值/員工總人數)
$Ln(OCF_{it})$	表現金流量。 Ln 現金流量= Ln (自由現金流量+必要資本支出)
$Ln(SIZE_{it})$	表公司規模。 Ln 公司規模= Ln (總資產帳面價值)
$DEBT_{it}$	表負債比率。負債比率=負債總額/資產總額。(TL/TA)
$Ln(GROWTH_{it})$	表成長機會。 Ln 成長機會= Ln (普通股市價/普通股帳面價值)

第肆章 實證結果分析

本章內容係依據第參章之研究假說及設計，將研究變數數據資料另行經過繁複的計算與整理後逐步進行實證結果分析並彙總說明。其次，再視實證結果與假說之推論相符與否，探討其中可能包含的解釋。本章共分為六節，第一節為樣本資料敘述性統計量分析；第二節為Pearson相關係數檢定；第三節為單根檢定；第四節為最適模型選擇；第五節為員工分紅費用化對企業財務績效的影響實證結果分析；第六節為員工分紅費用化對股利收益率的影響實證結果分析；第七節為員工分紅費用化對員工生產力的影響實證結果分析。

第一節 敘述性統計量分析

本研究係以台灣上市櫃公司2005年至2010年研究期間曾發放員工分紅之公司進行樣本篩選，以實證研究方法探討員工分紅費用化對企業財務績效、股東股利收益率及員工生產力的影響，其實證模型中所採用之自變數均相同，僅依變數和產業特性不同而有所差異，為了對樣本有初步了解，故對假說中各變數之敘述性統計量分別依產業類別分成全產業和電子業及非電子業三個群組進行彙整，藉由敘述統計分析，了解樣本變數之屬性及其分布情形。其樣本資料概況詳述如下：

首先，上市櫃公司全產業樣本資料變數之敘述統計量總表 4-1 中，研究期間實施員工分紅的公司共有 3986 個觀察值，員工分紅數(BOUNS)平均值為 4.3939，最小值為 -0.6653，最大值為 9.6862；若進一步以電子業與非電子業區分時，由表 4-2 可看出，電子業於研究期間實施員工分紅的公司共有 2259 個觀察值，在員工分紅數(BOUNS)部分之平均值為 5.0518，最小值為 -0.5974，最大值為 9.6862；而表 4-3 非電子業中實施員工分紅的公司共有 1727 個觀察值，員工分紅數(BOUNS)的平均值為 4.7700，最小值為

-0.5974，最大值為 8.7468；故平均而言，電子業實施員工分紅的家數與發放的員工分紅數(BONUS)會較非電子業高，推估可能與電子業習以高員工分紅來留住人才有關。

若以現金流量(OCF)、公司規模(SIZE)及負債比率(DEBT)和成長機會(GROWTH)而言，電子業現金流量平均值為 3.7938，公司規模平均值為 14.9821，負債比率平均值為 0.3694；非電子業現金流量平均值為 3.7616，公司規模平均值為 15.1927，負債比率平均值為 0.4044；而在成長機會(GROWTH)中，電子業平均值為 2.5620，非電子業平均值為 1.3312。由上述統計數據顯示，電子業和非電子業之現金流量(OCF)、企業規模(SIZE)和負債比率(DEBT)之平均數中，無明顯差異。但就成長機會而言，電子業與非電子業差異甚大，由於此變數係由市價除以帳面價值而得，由分析結果顯示市場投資者仍較看好電子業的未來成長機會。

表 4-1 全部樣本員工分紅相關變數之基本敘述統計量

	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	3986	0.0270	0.1540	-3.3041	0.9406
ROE	3986	0.3271	5.1686	-63.6701	220.0559
CDR(元)	3986	0.0383	0.0428	0.0000	0.3873
SDR(元)	3986	0.0334	0.0597	0.0000	0.7712
Ln(EP)	3986	6.2057	9.7539	-13.7946	11.0086
Ln(BONUS)	3986	4.3939	6.0027	-0.6653	9.6862
Ln(OCF)	3986	3.7800	4.6516	-7.5914	7.8569
IND	3986	0.5667	0.4956	0.0000	1.0000
Ln(SIZE)	3986	14.9821	1.3348	7.2821	20.5427
DEBT	3986	0.3846	0.1804	0.0020	1.8871
Ln(GROWTH)	3986	2.1957	5.2479	-6.9229	9.3697

資料來源：本研究整理

表4-2 電子業員工分紅相關變數之基本敘述統計量

	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	2259	0.0248	0.1823	-3.3041	0.9406
ROE	2259	0.2295	2.5381	-63.6701	55.5373
CDR(元)	2259	0.0375	0.0407	0.0000	0.2561
SDR(元)	2259	0.0388	0.0643	0.0000	0.7712
Ln(EP)	2259	-5.1878	10.0075	-13.7946	10.8592
Ln(BONUS)	2259	5.0518	6.1491	-0.6653	9.6862
Ln(OCF)	2259	3.7938	4.4890	-7.5914	6.7643
IND	2259	1.0000	0.0000	1.0000	1.0000
Ln(SIZE)	2259	14.8211	1.3369	10.8524	20.5427
DEBT	2259	0.3694	0.1802	0.0020	1.8871
Ln(GROWTH)	2259	2.5620	5.5249	-3.8417	9.3697

資料來源：本研究整理

表4-3 非電子業員工分紅相關變數之基本敘述統計量

	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	1727	0.0299	0.1060	-1.3499	0.3767
ROE	1727	0.4548	7.2954	-60.8340	220.0559
CDR(元)	1727	0.0393	0.0454	0.0000	0.3873
SDR(元)	1727	0.0263	0.0522	0.0000	0.6250
Ln(EP)	1727	7.2284	8.7410	-11.0716	11.0086
Ln(BONUS)	1727	4.7700	5.7832	-0.5974	8.7468
Ln(OCF)	1727	3.7616	4.8068	-6.8269	7.8569
IND	1727	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Ln(SIZE)	1727	15.1927	1.3027	7.2821	19.9007
DEBT	1727	0.4044	0.1788	0.0025	1.3246
Ln(GROWTH)	1727	1.3312	3.5125	-6.9229	5.9083

資料來源：本研究整理

第二節 相關係數檢定

為避免自變數彼此之間具相互影響產生共線性(Collinearity)的問題，而影響估計結果之有效性，本節將針對架構中之依變數與各自變數採皮爾森相關係數檢定(Pearson Correlation)進行評估分析，以了解各變數間之關聯程度，並將分析結果呈現於表4-4。通常，Pearson相關係數其值介於-1至+1之間。若其值為0，代表兩變數完全不相關；大於或小於±0.5時，即存在中度的相關性；大於或小於±0.8時，即存在高度相關；其值為±1時，其兩變數之間則完全相關。從表4-4中可以觀察出本研究變數間之相關係數均小於0.5，表示變數間相關性不高，無變數相關性的問題。

第三節 單根檢定

為求資料嚴謹性及預防假性迴歸(Spurious Regression)的現象產生，本文運用單根檢定確定變數時間序列的整合級次，以檢定變數變動之時間序列是否呈現靜態(Stationary)。檢定數列是否具單根現象的檢定方法，以Dickey and Fuller (1979)所提出DF(Dickey-Fuller)單根檢定以及Dickey and Fuller (1979)將DF單根檢定的三個模型重置加入應變數落後期之ADF(Augmented Dickey-Fuller)單根檢定和考量殘差異質變異存在之可能性的PP(Phillips- Pearson)單根檢定之上述三種檢定法採行之。由截距項及時間趨勢項來檢驗各時間序列資料的恆定性，所有序列在1%統計顯著水準下均拒絕單根的虛無假設。由表4-5初步檢測結果得知，各變數均位於1%顯著水準下，屬靜態資料，無時間序列單根之問題。

表4-4 Pearson 相關係數分析

	ROA	ROE	CDR	SDR	Ln(EP)	Ln(BONUS)	Ln(OCF)	IND	Ln(SIZE)	DEBT	Ln(GROWTH)
ROA	1										
ROE	0.096**	1									
CDR	0.417**	0.079**	1								
SDR	0.307**	0.025	0.135**	1							
Ln(EP)	0.222**	0.026	0.100**	0.060**	1						
Ln(BONUS)	0.010	0.037*	0.011	0.004	0.005	1					
Ln(OCF)	0.174**	0.032*	0.138**	0.019	0.096**	0.000	1				
IND	-0.017	-0.022	-0.021	0.104**	-0.045**	0.046**	0.007	1			
Ln(SIZE)	0.092**	0.034*	0.060**	-0.020	0.049**	-0.028	0.021	-0.138**	1		
DEBT	-0.095**	-0.034*	-0.065**	0.006	-0.001	0.015	-0.112**	-0.096**	0.065**	1	
Ln(GROWTH)	0.007	0.008	-0.006	-0.008	0.004	-0.007	0.01	0.024	-0.031	0.071**	1

註:*表p-value達0.1顯著水準；**表p-value達0.05顯著水準；***表p-value達0.01顯著水準

表 4-5 研究變數進行 ADF 檢定、PP 檢定與 DF GLS 檢定之結果表

Item Series	ADF test statistic		P P test statistic		D F GLS test statistic	
	Intercept	Trend and Intercept	Intercept	Trend and Intercept	Intercept	Trend and Intercept
ROA	-41.19439***	-41.19095***	-42.48106***	-42.47518***	-41.00907***	-41.13626***
ROE	-60.46960***	-60.46678***	-60.55502***	-60.55141***	-60.33905***	-60.41802***
CDR	-31.56210***	-31.65470***	-40.90018***	-40.737401***	-29.81142***	-30.77216***
SDR	-34.24548***	-44.21693***	-47.64690***	-46.93736***	-17.19136***	-32.88216***
Ln(EP)	-21.58609***	-21.58543***	-57.31110***	-57.30416***	-20.65371***	-21.34455***
Ln(BONUS)	-40.17754***	-40.26400***	-59.21581***	-59.03158***	-5.421305***	-7.790523***
Ln(OCF)	-35.17490***	-35.22655***	-52.11967***	-52.09233***	-9.097729***	-28.02488***
IND	-3.942692***	-3.959001**	-12.15616***	-13.27033***	-2.509864***	-3.601173***
Ln(SIZE)	-9.664828***	-10.93239***	-40.68575***	-40.82478***	-1.617752***	-4.152483***
DEBT	-38.05226***	-38.08470***	-41.84223***	-41.79961***	-17.0095***	-20.17858***
Ln(GROWTH)	-31.05109***	-31.05093***	-56.48515***	-56.48012***	-30.96650***	-31.04760***

註：*表 p-value 達 0.1 顯著水準；**表 p-value 達 0.05 顯著水準；***表 p-value 達 0.01 顯著水準

第四節 最適模型選擇

根據追蹤資料模型(Panel Data Model)實證模型的選擇準則並運用研究樣本資料的屬性，得知最適模型選擇如下表4-6。F檢定統計量顯示電子業為6.75，非電子業為5.89，有顯著拒絕 H_0 ，故選擇縱橫資料固定效果模型；LM檢定統計量顯示電子業為163.33，非電子業為72.10，有顯著拒絕 H_0 ，故選擇縱橫資料隨機效果模型；Hausman檢定統計量顯示電子業為15.68，非電子業為38.26，有顯著顯示拒絕 H_0 ，故選擇固定效果模型。

表 4-6 最適模型選擇

	電子業	非電子業
F test	6.75***	5.89***
LM test	163.33***	72.10***
Hausman test	15.68***	38.26***

註：*表p-value達0.1顯著水準；**表p-value達0.05顯著水準；***表p-value達0.01顯著水準。

第五節 員工分紅費用化對企業財務績效的影響之分析

首先，本節為探討員工分紅費用化之新制實施前後對電子業與非電子業企業財務績效的影響，因此，擬以國內上市櫃公司2005至2010年共3986筆研究樣本資料，進行員工分紅費用化迴歸實證(假說一、假說二)，並將相關實證結果彙整於表4-7與表4-8。

員工分紅費用化對企業總資產報酬率影響之迴歸檢定結果彙整資料如表4-7。就員工分紅值(BONUS)對總資產報酬率的影響而言，無論係對全體樣本或對電子業及非電子業進行實證，其費用化前後之結果皆未達統計學上的顯著水準。顯示無論是否施行費用化，員工分紅總值對企業的總資產報酬率並不會造成顯著影響，此結果與張培真(2003)、鄭桂蕙(2005)之結論不符，且未印證研究假說一員工分紅與財務績效呈顯著正相關之預期。現金流量(OCF)對總資產報酬率的影響部分，其結果皆達1%統計顯著水準，顯示無論係對全體樣本或對電子業及非電子業進行實證或是否實施費用化，現金流量與企業的總資產報酬率皆呈顯著正相關，此結果與Hardford (1999)之研究結論相吻合。

就公司規模(SIZE)對企業總資產報酬率的影響而言，費用化實施前，無論係對全體樣本或電子業及非電子業進行實證，其結果皆達1%統計學上的正向顯著水準。顯示無論係對全體樣本、電子業或非電子業進行實證或是否實施費用化，公司規模與企業的總資產報酬率皆呈顯著正相關，此結果與Hall and Weiss(1967)、Ritter(1984)、Marcus(1969)、Miller and Pras(1980)等之研究結論相符合。負債比率(DEBT)對企業總資產報酬率的影響，則無論是電子業或非電子業、費用化前或費用化後，兩者皆會呈顯著負向相關。成長機會(GROWTH)對總資產報酬率的影響，則無論係對全體樣本或對電子業及非電子業之費用化前後進行實證，其結果除非電子業費用化後達10%顯著水準外，其他皆為不顯著。

表4-8為員工分紅費用化對企業股東權益報酬率的影響迴歸檢定結果之彙整資料。就員工分紅值對股東權益報酬率的影響而言，無論是否施行費用化，員工分紅總值與電子業之股東權益報酬率皆具顯著正向關係。顯示電子業實施員工分紅確實能為其股東權益報酬率帶來正面效益，且不受費用化後員工分紅所得降低的影響。但員工分紅對非電子業而言，則為負向不顯著，顯示非電子業實施員工分紅並未能為其股東權益報酬率帶來正面效益。非電子業之結果並未印證員工分紅與股東權益報酬率呈顯著正相關之研究假說二。

現金流量及公司規模對電子業股東權益報酬率的影響之實證結果具1%正向顯著水準，對非電子業則否。負債比率部分，對電子業和非電子業之股東權益報酬率皆具負向影響，其中，電子業費用化前後皆達5%顯著水準，而非電子業只於費用化後期間具10%負向顯著影響。就成長機會對電子業之股東權益報酬率而言，無論員工分紅是否費用化，皆具1%顯著正向水準，但對非電子業而言，於費用化前不顯著，費用化後則具1%顯著正相關。

表4-7 員工分紅費用化對總資產報酬率的影響之實證結果

假說一 Model : $ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ln(BONUS_{it-1}) + \alpha_2 Ln(OCF_{it}) + \alpha_3 IND_{it} + \alpha_4 Ln(SIZE_{it}) + \alpha_5 DEBT_{it} + \alpha_6 Ln(GROWTH_{it}) + \delta_{it}$ (3-9)

變數	全樣本				電子業樣本				非電子業樣本			
	費用化前		費用化後		費用化前		費用化後		費用化前		費用化後	
	Coefficient	Std. Error										
C	-0.1832***	0.0341	-0.3690*	0.0610	-0.1806***	0.0504	-0.1742**	0.0958	-0.1714	0.0416	-0.2014	0.0505
Ln(BONUS)	0.0001	0.0016	0.0045	0.0029	0.0012	0.0023	0.0084	0.0046	0.0018	0.0021	0.0010	0.0024
Ln(OCF)	0.0021***	0.0014	0.0022***	0.0024	0.0287***	0.0021	0.0281***	0.0040	0.0099***	0.0019	0.0156***	0.0019
IND	0.0039	0.0052	-0.0271***	0.0089								
Ln(SIZE)	0.0133***	0.0021	0.0216*	0.0039	0.0118***	0.0032	0.0273***	0.0062	0.0152***	0.0026	0.0136***	0.0032
DEBT	-0.0839***	0.0154	-0.0605	0.0247	-0.0745***	0.0225	-0.0465***	0.0404	-0.1091***	0.0194	-0.0716***	0.0203
Ln(GROWTH)	0.0074	0.0022	0.0230	0.0031	0.0038	0.0031	0.0259	0.0049	0.0133	0.0030	0.0180*	0.0027
N	2481		1505		1401		858		1081		646	
Adj R ²	0.1361		0.1772		0.1510		0.2176		0.1072		0.1072	

註：1.各項變數說明請詳見表3-3。

2.*表p-value達0.1顯著水準；**表p-value達0.05顯著水準；表p-value***達0.01顯著水準。

表 4-8 員工分紅費用化對股東權益報酬率的影響之實證結果

假說二 Model : $ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ln(BONUS_{it-1}) + \alpha_2 Ln(OCF_{it}) + \alpha_3 IND_{it} + \alpha_4 Ln(SIZE_{it}) + \alpha_5 DEBT_{it} + \alpha_6 Ln(GROWTH_{it}) + \varepsilon_{it}$ (3-10)

變數	全樣本				電子業樣本				非電子業樣本			
	費用化前		費用化後		費用化前		費用化後		費用化前		費用化後	
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>										
C	-0.8633	1.0844	-0.1282	0.0134	0.0331***	0.0135	-4.6812***	1.3295	0.2462	2.4584	2.5658	3.8444
Ln(BONUS)	0.0543**	0.0305	0.1579*	0.0006	0.0571***	0.0221	0.2657***	0.0808	-0.0617	0.0006	-0.0440	0.0010
Ln(OCF)	0.0755	0.0273	0.2492*	0.0005	0.0857***	0.0202	0.2618****	0.0700	0.0911	0.0016	0.1968	0.1787
IND	-0.0053	0.0914	-0.3977	0.0019								
Ln(SIZE)	0.3151	0.0366	0.4157	0.0008	0.2895***	0.0304	0.5089***	0.1095	0.0367	0.1583	0.3108	0.2953
DEBT	-1.0838	0.2898	-0.1401	0.0054	-0.7472**	0.2126	-0.3104**	0.6667	-0.9458	1.1742	-3.5756*	1.8320
Ln(GROWTH)	0.3660	0.0039	0.3465**	0.0006	0.3401***	0.0293	0.0551***	0.0023	0.0536	0.0055	0.8371***	0.2485
N	2481		1505		1401		858		1081		646	
Adj R ²	0.1227		0.2747		0.2997		0.1153		0.1428		0.1532	

註：1.各項變數說明請詳見表3-3。

2.*表p-value達0.1顯著水準；**表p-value達0.05顯著水準；表p-value***達0.01顯著水準。

第六節 員工分紅費用化對股利收益率的影響之分析

表4-9為員工分紅費用化對現金股利收益率的影響(假說三)迴歸檢定結果彙整資料。由表4-9數據得知，無論係對電子業或非電子業進行實證，員工分紅費用化雖會對現金股利收益率由費用化前的正向影響轉換成負向影響，但其結果並不顯著，未符合研究假說三員工分紅費用化對現金股利收益率呈顯著負向影響之預期。但現金流量與現金股利收益率兩者則呈顯著正相關。顯示若企業有較足夠的現金，通常會支付較高的現金股利比例，此結果與Charitou and Vafeas(1998)、Hardford (1999) 提出高營業現金流量有助於提升公司營運績效及之實證結論相符合。然而，費用化前負債比率與現金股利收益率為顯著負向影響，符合Shleifer and Vishny (1986)之論證，不過，費用化後其現象則改變。

表4-10為員工分紅費用化對股票股利收益率的影響(假說四)迴歸檢定結果之彙整資料。若未進行樣本區分，員工分紅對股票股利收益率則具負向影響，但不顯著。研究假說四員工分紅費用化對股票股利收益率呈顯著負向影響之預期並未成立。但當進一步將樣本區分為電子業或非電子業時則發現，員工分紅費用化確實會對電子業之股票股利收益率造成顯著的負向影響，雖與研究假說四員工分紅費用化對股票股利收益率呈顯著負向影響之預設結果相同，但其係數趨近於零，顯示對其邊際影響效果不大。負債比率則會對股票股利收益率造成負向影響，但只有非電子業費用化前具5%顯著水準。就公司規模而言，無論費用化實施與否，公司規模對電子業之股票股利收益率確實會呈正相關，非電子業則為負相關，但兩者之結果皆並未達統計上之顯著水準。成長機會對股票股利收益率的影響則皆不顯著，此結論與詹家昌、徐民欣(2003)之實證研究結論無異。

表 4-9 員工分紅費用化對現金股利收益率的影響之實證結果

假說三 Model : $CDR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ln(BONUS_{it-1}) + \alpha_2 Ln(OCF_{it}) + \alpha_3 IND_{it} + \alpha_4 Ln(SIZE_{it}) + \alpha_5 DEBT_{it} + \alpha_6 Ln(GROWTH_{it}) + \omega_{it}$ (3-11)

變數	全樣本				電子業樣本				非電子業樣本			
	費用化前		費用化後		費用化前		費用化後		費用化前		費用化後	
	Coefficient	Std. Error										
C	0.0095	0.0171	0.0128*	0.0134	0.0331**	0.0135	0.0219	0.0181	-0.0457	0.0192	0.0445***	0.0188
Ln(BONUS)	0.0001	0.0008	-0.0002	0.0006	0.0001	0.0006	-0.0001	0.0001	0.0001	0.0009	-0.0001	0.0009
Ln(OCF)	0.0051***	0.0008	0.0056***	0.0005	0.0059***	0.0005	0.0070***	0.0007	0.0057**	0.0008	0.0037**	0.0007
IND	-0.0020***	0.0026	0.0028	0.0019								
Ln(SIZE)	0.0022***	0.0010	0.0017	0.0008	0.0014*	0.0008	0.0025	0.0011	0.0053***	0.0012	-0.0009	0.0012
DEBT	-0.0177***	0.0084	-0.0039	0.0054	-0.0132***	0.0060	-0.0122	0.0076	-0.0011***	0.0089	-0.0073	0.0076
Ln(GROWTH)	0.0021	0.0011	0.0025	0.0006	-0.0026	0.0008	0.0017	0.0009	0.0038	0.0014	0.0043	0.0010
N	2481		1505		1401		858		1081		646	
Adj R²	0.3376		0.2813		0.3989		0.3153		0.2270		0.1654	

註：1.各項變數說明請詳見表3-3。

2.*表p-value達0.1顯著水準；**表p-value達0.05顯著水準；表p-value***達0.01顯著水準。

表 4-10 員工分紅費用化對股票股利收益率的影響之實證結果

$$\text{假說四 Model: } SDR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ln}(BONUS_{it-1}) + \alpha_2 \text{Ln}(OCF_{it}) + \alpha_3 IND_{it} + \alpha_4 \text{Ln}(SIZE_{it}) + \alpha_5 DEBT_{it} + \alpha_6 \text{Ln}(GROWTH_{it}) + v_{it} \quad (3-12)$$

	全樣本				電子業樣本				非電子業樣本			
	費用化前		費用化後		費用化前		費用化後		費用化前		費用化後	
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>										
C	0.0015**	0.0154	0.0024*	0.0154	0.0009**	0.0252	0.0533	0.0166	0.0532**	0.0227	0.0179**	0.0238
Ln(BONUS)	-0.0003	0.0011	0.0007	0.0007	-0.0013	0.0011	-0.0014***	0.0001	-0.0015	0.0011	-0.0001	0.0011
Ln(OCF)	0.0071	0.0010	0.0005	0.0006	0.0043***	0.0010	0.0009	0.0001	-0.0003	0.0010	-0.0001	0.0009
IND	0.0203***	0.0033	-0.0005	0.0022								
Ln(SIZE)	-0.0011	0.0013	-0.0028	0.0009	0.0022	0.0016	0.0044	0.0011	-0.0154	0.0143	-0.0005	0.0015
DEBT	0.0048	0.0107	-0.0132	0.0062	-0.0024	0.0113	-0.0081	0.0083	-0.0186**	0.0106	-0.0203	0.0095
Ln(GROWTH)	-0.0064	0.0014	-0.0043	0.0008	-0.0049	0.0015	-0.0047	0.0001	0.0007	0.0016	-0.0035	0.0012
N	2481		1505		1401		858		1081		646	
Adj R²	0.2221		0.1846		0.1994		0.1714		0.0521		0.1854	

註：1.各項變數說明請詳見表3-3。

2.*表p-value達0.1顯著水準；**表p-value達0.05顯著水準；表p-value***達0.01顯著水準。

第七節 員工分紅費用化對員工生產力的影響之分析

表 4-11 為員工分紅費用化對員工生產力的影響(假說五)迴歸檢定結果之彙整資料。由表 4-11 數據得知，在員工分紅費用化對員工生產力的影響方面，無論電子業或非電子業，員工分紅費用化後，企業因員工分紅須認列為薪資費用而有造成稅後盈餘降低的情形。但整體而言，雖然員工分紅占稅後盈餘比例下降，不過，其生產力並未隨之降低，其結果與國內學者劉錦花、李合龍(2009)等之研究結果迥異，且未符合研究假說五員工分紅費用化對員工生產力呈顯著負向影響之預期。顯示員工分紅與員工生產力並非必具顯著正向關係。

就現金流量對員工生產力的影響而言，費用化實施前，現金流量無論對電子業或非電子業之員工生產力確實會呈現顯著正相關，但費用化實施後，則皆不顯著。而公司規模對員工生產力的影響方面，費用化實施前，電子業與非電子業之公司規模對員工生產力皆具顯著正向影響；費用化實施後，則只有非電子業呈顯著正向關係。就負債比率對員工生產力的影響而言，費用化實施前，負債比率對電子業會呈顯著正向影響，對非電子業則呈顯著負相關，但費用化實施後，則皆不顯著。然而，無論是否實施費用化，成長機會對員工生產力雖呈正向關係但不顯著。

表 4-11 員工分紅費用化對員工生產力的影響之實證結果

假說五 Model : $Ln(EP_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 Ln(BONUS_{it-1}) + \alpha_2 Ln(OCF_{it}) + \alpha_3 IND_{it} + \alpha_4 Ln(SIZE_{it}) + \alpha_5 DEBT_{it} + \alpha_6 Ln(GROWTH_{it}) + e_{it}$ (3-13)

變數	全樣本				電子業樣本				非電子業樣本			
	費用化前		費用化後		費用化前		費用化後		費用化前		費用化後	
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>										
C	-3.9162***	1.0622	-0.7086	0.4786	-0.6823***	0.0024	-6.1813	1.3401	-4.6785***	1.0759	-1.9834**	1.6220
Ln(BONUS)	0.0560	0.0554	0.0027	0.0500	-0.0471	0.9823	0.0539	0.0650	-0.0707	0.0553	-0.0479	0.0778
Ln(OCF)	0.3204***	0.0497	0.4099	0.0422	0.3743***	0.0000	0.5024	0.0563	0.2531***	0.0491	0.2860	0.0636
IND	-0.1070***	0.1661	-0.4034	0.1538								
Ln(SIZE)	0.6030***	0.0665	0.6763	0.0677	0.3945*	0.0779	0.6350	0.0880	0.6809***	0.0678	0.7516**	0.1051
DEBT	-0.1441	0.5264	0.1987	0.4263	2.6999***	0.0070	2.1911	0.5656	-2.0262***	0.5015	1.1791	0.6525
Ln(GROWTH)	0.6793	0.0716	0.7445	0.0547	0.2698	0.7732	0.6292	0.0694	0.7328	0.0796	0.9466	0.0885
N	2481		1505		1401		858		1081		646	
Adj R²	0.1639		0.1935		0.2441		0.234		0.4678		0.2067	

註：1.各項變數說明請詳見表3-3。
 2.*表p-value達0.1顯著水準；**表p-value達0.05顯著水準；表p-value***達0.01顯著水準。

第五章 結論與建議

第一節 研究結論

員工分紅應否費用化近年來逐漸成為企業及社會大眾所廣泛討論的議題，而企業反對聲浪之所以蜂擁而至，係若從企業經營決策者的觀點而言，實施員工分紅關鍵制度時，無不自覺地傾向希冀負有正比效益之基本假設。因為過去諸多學術上的研究在理論上亦是如此。相對的，以投資者風險迴避(Risk Avoidance)的心理而言，挹注資金投資公司股票，卻意外驚覺所得到的財報資訊是如此不甚透明時，難免會因有所矛盾而遲遲裹足不前，甚至做出拋售的決定。然而，無論各方所持意見為何？在此政府積極推動與國際會計準則接軌及提升產業競爭力的同時，本文試圖進行費用化後，員工分紅所得降低，員工士氣與績效是否會隨之降低之實證，以避免各界對政府相關政策產生過度反應。

係此，本研究旨在探討員工分紅費用化(Employee Profit-Sharing Expensing)對台灣上市櫃公司企業財務績效、股利收益率及員工生產力的影響。但因國內 2008 年方正式實施員工分紅費用化，先前相關研究係皆以費用化前未經調整(未費用化)的財務報表之數據進行實證或預測，其結果容易因費用化前後財報適用會計準則不同，而造成帳面盈餘與實際結果偏離。因此，本文遂將國內上市櫃公司(排除金融、保險及證券)，以 2005 年至 2010 年費用化前後財報數據一致費用化之公平基準點下，佐以實證結果，進行相關比較。

研究結果發現，若將財務績效(Financial Performance)以總資產報酬率 (Return on Asset, ROA) 及股東權益報酬率 (Return on Equity, ROE) 代表之。以員工分紅費用化對企業總資產報酬率的影響而言，無論係對全體樣本或對電子業及非電子業進行

實證，其費用化前後之結果皆未達統計學上的顯著水準，顯示無論是否費用化，員工分紅對企業的總資產報酬率並不具顯著相關性。若以員工分紅費用化對企業股東權益報酬率的影響而言，無論是否施行費用化，電子業實施員工分紅確實能為其股東權益報酬率帶來正面效益，但非電子業而言，則未能如此。不過，經由電子業費用化前後之係數發現，費用化後其正相關程度反而提高，顯示費用化並未對電子業之企業財務績效造成負向影響。

深入觀之，若以員工分紅費用化對股利收益率(Dividend Yield)和員工生產力(Employee Productivity)的影響而言，員工分紅總值對現金股利收益率的影響並未達到統計學上的顯著水準。而員工分紅費用化雖會對電子業之股票股利收益率造成顯著負向影響，但其係數趨近於零，邊際影響效果不大；對非電子業則否。在員工分紅費用化對員工生產力方面，企業因員工分紅須認列為薪資費用，而有造成稅後盈餘降低的情形。但整體而言，雖然員工分紅占稅後盈餘比例下降，不過，其生產力並未隨著降低，顯示員工分紅與員工生產力並不具顯著正向關聯性。即員工分紅費用化並不會對員工生產力造成顯著負向影響。

另一方面，本文在員工分紅費用化對員工生產力的影響之實證結果雖與過去文獻之結論不同，但卻與行政院主計處根據國內業界實務所統計的資料顯示，單位勞動成本(薪酬)與勞動生產力非呈正向關係之趨勢不謀而合(詳如附錄一)，此為本研究之重要發現。基於上述結論，本文彙整上市櫃公司經營影響之三項構面其重點如下：

一、財務績效：(一)無論係電子業或非電子業，員工分紅與總資產報酬率並不具顯著相關性；員工分紅費用化的實施並不會對企業總資產報酬率造成負向影響。(二)電子業實施員工分紅確實能為其股東權益報酬率帶來正面效益，但非電子業則否。

二、股利收益率：(一)無論係電子業或非電子業，員工分紅費用化對股東現金股利收益率的影響部分，皆未達到統計學上的顯著水準。顯示，員工分紅費用化的實施並不會對股東現金股利收益率造成影響。(二)員工分紅費用化雖會對電子業之股東股票股利收益率造成顯著的負向影響，但其係數趨近於零，其邊際影響效果不大，對非電子業則否。

三、員工生產力：無論係電子業或非電子業，員工分紅與員工生產力並不具顯著正向關聯，因此實施員工分紅費用化後，員工分紅所得減少，其員工生產力並未隨之降低。

第二節 研究建議

企業、員工及股東實屬互利共生之相互關係。在台灣，員工分紅費用化現為正在施行之政策，且經由研究結果證實，員工分紅降低企業財務績效與員工生產力並未因此而降低，顯然企業若以員工分紅與企業績效及員工生產力必成對等關係，進而反對政府員工分紅費用化的政策，可能已淪為一種迷思。

企業若為適應全球詭譎多變且複雜的競爭環境使企業得以永續經營，員工分紅總額多寡並非員工工作成效的關鍵要因。若以企業管理理論應用於提升競爭力上，優質的企業文化、有效控制營運成本與經營風險、企業資金運用調度具有彈性、機動縝密的經營策略及遵循法規與適當的稅務管理等，皆為其可應用的方法之一。

有鑑於各個企業所規劃的核心競爭目標可能不盡相同，企業於擬定員工分紅與獎酬制度時除了稅負承擔外，亦應將不同的激勵因子對不同的員工特性可能產生不同的激勵效果納入考量，並保持制度、績效評估指標的確定性及各方高度的溝通管道與彈性，讓員工了解企業未來的目標與策略，激發員工可能的潛在能量與最大生產力，降低員工流動率，對企業經營者及員工及投資者方為三贏的利器。

第三節 研究限制與後續研究方向

由於國內實施員工分紅制度之公司家數眾多，若本研究欲逐一對所有樣本公司之財務報表真實性實際進行評核，不但耗時且所費不貲外，尚有其執行上之困難。惟上市、櫃公司之財務報表均已經過會計師簽證，資訊品質可信度較高，故以資料庫上會計師簽證後之財務報表所揭露的資料做為本研究變數資料的基準。

此外，員工分紅費用化施行至今只達3年之久，且台灣實施員工分紅的企業大多集中在電子業，若將資料依各產業進行細分，恐資料筆數有差異懸殊之虞，以致本研究只能暫以全樣本和電子業及非電子業三種型態進行區分。併以影響財務績效、股利收益率及員工生產力之原因繁多，本文為僅援引財務報表之數據衡量，且變數的相對重要性可能隨時間改變，後續研究者可待此制度施行較多年的時間，資料筆數較多後，佐以不同的變數或不易量化之質化因素加以探究之。

參考文獻

一、中文部份

1. 王元章(2001)，「內部人持股、風險、股利、負債、投資與公司價值」，證券市場發展季刊，第十三卷第三期，29-61 頁。
2. 王肇蘭、池祥萱、侯玟伶(2010)，「股價跌破面值公司發放股票股利動機之實證研究」，會計與公司治理，第七卷第一期，31-52 頁。
3. 李冠皓、蕭惠元、鍾俊文(2003)，「員工分紅入股費用化試算及各法比較」，貨幣觀測與信用評等，第四十期，3-18 頁。
4. 李建然、劉正田及葉家榮(2006)，「以市場評價觀點檢測員工分紅入股是否增進人力資本?」，會計與公司治理，第三卷第一期，47-74 頁。
5. 李伶珠(2008)，「企業與員工如何因應員工分紅費用化後時代的薪酬制度」，會計研究月刊，第二百七十二期，54-64 頁。
6. 汪瑞芝、陳明進(2007)，「兩稅合一前後上市公司融資決策之實證研究」，交大管理學報，第二十七卷第一期，221-246 頁。
7. 吳惠林、藍科正(1995)，「台灣的勞動品質提高對勞動生產力之影響」，台灣經濟，第222卷，1-33 頁。
8. 沈中華、林昆立(2008)，「公司治理對基本財務資訊與股票報酬關係的影響：内生性轉換模型之應用」，管理評論，第二十七卷第二期，1-27 頁。
9. 林蕙芬(2003)，「台灣證券業分紅入股制度對員工生產力之影響探討」，國立中山大學人力資源管理研究所碩士論文。
10. 林有志、黃荷分(2004)，「員工分紅費用化與財務績效之衡量」，績效與策略研究，第一卷第一期，47-64 頁。
11. 林麗寶(2005)，「員工分紅配股對股東財富影響之研究」，國立成功大學高階管理碩士在職專班碩士論文。
12. 周淑卿、林秀紋(2005)，「台灣與美國分紅入股制度之比較及對財務透明度影響之分析」，長榮大學學報，第九卷第一期，41-58 頁。

13. 范宏書、陳慶隆(2006)，「強制揭露員工紅利對盈餘影響資訊之政策效果評估」，會計評論，第四十二期，115-150頁。
14. 許崇源(2002)，「員工分紅會計處理之探討-兼論相關之每股盈餘計算」，會計研究月刊，第二百零二期，59-64頁。
15. 許崇源、陳昭蓉(2008)，「員工分紅、公司治理與未來績效」，中山管理評論，第十六卷第四期，671-702頁。
16. 許耕維(2008)，「員工分紅費用化新制簡介」，證券暨期貨月刊，第二十六卷第六期，55-67頁。
17. 張培真(2003)，「員工分紅入股與公司特質之關係及其對公司績效之影響」，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
18. 曾昭玲、周小玲(2007)，「企業成長機會之於融資政策及股利政策影響之多期性研究」，東吳經濟商學學報，第五十七期，49-77頁。
19. 董廣平(1998)，「解開半導體業傾銷危機」，會計研究月刊，第一百五十一期，22-39頁。
20. 楊清溪、王茂昌(2006)，「企業財務政策、經濟附加價值與現金附加價值之研究—以中國鋼鐵公司為例」，東吳經濟商學學報，第五十四期，27-64頁。
21. 詹家昌、徐民欣(2003)，「檢定股利與負債的預測模式-抵換理論與融資順位理論」，管理評論，第二十二卷第一期，25-52頁。
22. 鄭桂蕙(2005)，「員工持股制度與公司績效」，東吳經濟商學學報，第五十一期，101-130頁。
23. 鄭立仁、李怡宗(2010)，「資產減損會計資訊與權益存續期間之關聯性：以台灣金融機構為例」，證券市場發展季刊，第二十二卷第二期，55-94頁。
24. 劉念琪、葉桂珠、林俊宏(2005)，「企業激勵薪酬設計因子對組織吸引力之影響—以高科技產業新進研發人員為例」，中原企管評論，第三卷第一期，61-68頁。
25. 劉錦花、李合龍(2009)，「員工分紅費用化與企業經營績效之關聯性」，高雄應用科技大學學報，第三十八期，405-429頁。
26. 劉錦花、黃耀銜及李仁茶(2010)，「影響企業獲利因素之研究-以電子產業為例」，商業現代化學刊，第五卷第三期，1-18頁。
27. 鍾惠珍(2002)，「員工分紅費用化?爭論不休」，會計研究月刊，第二百零五期，91-96頁。

28. 鍾俊文、錢素英、謝一弘(2009) , 「談員工分紅配股的詭論」, 貨幣觀測與信用評等, 第七十九期, 45-49頁。
29. 闕河士、黃旭輝(1997), 「成長機會與股票股利關係之實證研究-代理問題觀點」, 管理與資訊學報, 第二期, 133-148頁。

二、西文部份

1. Agrawal, A. and C. R. Knoeber (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 3 : 377-397.
2. Ball, R. and P. Brown (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, 6 : 159-177.
3. Banker, R. D., S. Das, and S. M. Datar (1993), "Complementary of Prior Accounting Information: The Case of Stock Dividend Announcement," *The Accounting Review*, 68 : 28 -47.
4. Barber, B. M. and J. D. Lyon (1996) , "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, 41 : 359-399.
5. Bechmann, L. and J. Raaballe (2007), "The Difference between Stock Splits and Stock Dividends: Evidence on the Retained Earnings Hypothesis," *Journal of Business Finance and Accounting*, 34 : 574-604.
6. Becker, G.S.(1976), "The Economic Approach to Human Behavior," Chicago: University of Chicago Press.
7. Brzeszczy_ski, J., and J. Gajdka, (2007), "Dividend-Driven Trading Strategies: Evidence from the Warsaw Stock Exchange," *International Advances in Economic Research*, 13 : 285-300.
8. Burzawa , S.(1999), "ESOPs Pay off for Employers , as well as Employees," *Employee Benefit Plan Review*, 54(1) : 46-8.
9. Charitou Andreas and Nikos Vafeas.(1998), "The Association Between Operating Cash Flows and Dividend Changes : An Empirical Investigation," *Journal of Business Finance & Accounting* ,25(1) : 225-249.

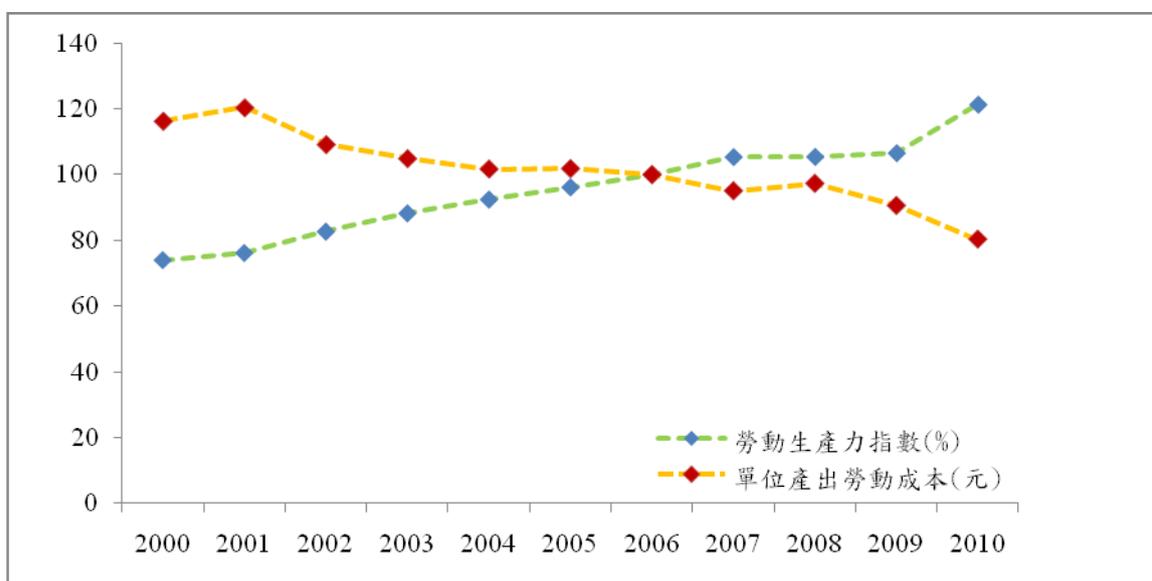
10. Chen, C., and J. Lee. (1995), "Accounting measures of business performance and Tobin's q theory," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10 : 587-607.
11. Chen, C. Y. (2003), "Investment Opportunities and the Relation Between Equity Value and Employees Bonus," *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(7) : 941-973.
12. Chu Eric Liluan.(1997), "Impact of Earning , Dividend and Cash Flows on Stock Return: Case of Taiwan's Stock Market," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 9 : 181-202.
13. Clark-Murphy, M. and G. N. Soutar (2004), "What Individual Investors Value: Some Australian Evidence," *Journal of Economic Psychology*, 25 : 539-555.
14. Collins, D. W. and S. P. Kothari (1989), "An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Respond Coefficients," *Journal of Accounting and Economics*, 11(2) : 143-181.
15. Comment, R. and G. Jarrell (1991), "The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases," *The Journal of Finance*, 4 : 12-43.
16. DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. J. Skinner (1996), "Reversal of Fortune: Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth," *Journal of Financial Economics*, 40 : 341-371.
17. Dickey, D. A. and W. A. Fuller (1979), "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time-Series with a Unit Root," *Journal of the American Statistical Association*, 74 : 427-431.
18. Dyer, L., and Reeves, T. (1995), "HR Strategies and Firm Performance: What do We Know and Where do We Need to Go ?," *International Journal of Human Resource Management*, 8(3) : 656-670.
19. Easterbrook, F. H.(1984), "Two Agency-cost Explanations of Eividends," *American Economic Review*, 74 : 650-659.
20. Estrin, S., Crout, E.S. and Wadhwanis, E. (1987), "Profit-sharing and Employee share ownership," *Economy Policy*, 2(4) : 13-62.
21. Fama, E. F. and K. R. French, (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *The Journal of Finance*, 47 : 427-466.

22. Fenn, W., and N. Liang. (2001), "Corporate payout policy and managerial stock incentives," *Journal of Financial Economics*, 60 (1): 45-72.
23. Fitzroy, Felix R., and Kraft, Korenelius. (1992), "Cooperation, productivity, and profit sharing," *Quarterly Journal of Economic*, 102(1) : 23-35.
24. Fukuda, A. (2000), "Dividend Changes and Earnings Performance in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, 8 : 53-66.
25. Gaver, J. J. and K. M. Gaver (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) : 125-160.
26. Gordon, M. J. (1959), "Dividends, Earnings, and Stock Prices," *Review of Economic Studies*, 41 : 99-105.
27. Grinblatt, M. S. , R. W. Masulis, and S. Titman, (1984) , "The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends," *Journal of Financial Economics*, 13(4) : 461-490.
28. Hall , M. and Weiss L. (1967), "Firm Size and Profitability," *The Review of Economics and Statistics*, 49(3) : 319-331.
29. Harada, K. and P. Nguyen. (2005), "Dividend Change Context and Signaling Efficiency in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, 13 : 504-522.
30. Harford, J. (1999) , "Corporate Cash Reserves and Acquisitions," *Journal of Finance*, 54 (6) : 1969- 1997.
31. Jensen, M. C. and W. H. Meckling.(1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3 : 5-60.
32. Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review*, 76(2) : .323-329.
33. Jones, Derek C. and Kato, Takao (1995), "The productivity effects of employee stock-ownership plans and bonuses: evidence from Japanese panel data," *The American Economic Review*, 85(3) : 391-413.
34. Kim, S.(1998), "Dose Profit Sharing Increase Firm's Profits?," *Journal of Labor Research*, 19(2) : 251-370.
35. Kruse, D. L.(1996), "Why Do Firm Adopt Profit-Sharing and Employee Ownership Plans ? ," *British Journal of Industrial Relations*, 34(4) : 515-538.

36. Lakonishok, J. and B. Lev,(1987),“Stock Splits and Stock Dividends : Why, Who and When,”*Journal of Finance*,42 : 913-932.
37. Lintner, J.(1956).“Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes,”*American Economic Review* , 46: 97-113.
38. Marcus M. (1969).“Probability and Size of Firm: Some Further Evidence,” *The Review of Economics and Statistics*,3 : 104-107.
39. Marsh, P. (1982), “The Choice between Debt and Equity : An Empirical study,” *The Journal of Finance*, 37 : 121-144.
40. McGuire, J., A. Sundgren, and T. Schneeweis (1988), “Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance,” *Academy of Management Journal*, 31 : 854–872.
41. McQueen, G., K. Shie lds, and S.R. Thor ley, (1997), “Does the ‘Dow-10 Investment St rategy’ Beat the Dow Stat ist ically and Economically?” *Financial Analysts Journal*, 53 : 66-72.
42. Mehram, H.(1995) , “Executive compensation structure, ownership and firm performance,” *Journal of Financial Economics*, 38(2) : 163-184.
43. Miller, J. C. and B. Pras.(1980), “The Effects of Multinational and Export Diversification on the Profit Stability of U. S. Corporation,” *Southern Economic Journal*, 28 : 792-805.
44. Miller, M. and F. Modigliani (1961), “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares,” *Journal of Business*, 34(4) : 411-433.
45. Miller, M. and Rock, K. (1985),“Dividend Policy under Asymmetric Information,” *Journal of Finance*, 4 : 1031-1051.
46. Modigliani, F. and M. H. Miller (1963), “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: Correction,” *American Economics Review*, 53(3) : 433-443.
47. Mundlak, Y. (1978),“On the Pooling of Time-Series and Cross-Section Data,” *Econometrica*,46(1) : 69-85.
48. Myers, S. C., and M. S. Majluf. (1984),“Corporate financial and investment decisions when firms have information that investors do not have,” *Journal of Financial Economics*, 13 : 187-221.
49. North, Douglass C. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, New York: Cambridge University Press.

50. Pound, J. (1988), "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, 20 : 237-265.
51. Ritter, J. (1984), "Signaling and the valuation of unseasoned new issues: A comment," *Journal of Finance*, 39 (4) : 1231-1237.
52. Rozeff, M. S.(1982), "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research*, 5 : 249-259.
53. Shleifer, A. and Vishny, R.(1986) , "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economics*, 94(3) : 461-488.
54. Vermaelen, T. (1981), "Common Stock Repurchases and Market Signaling — An Empirical Study," *Journal of Financial Economics*, 9(2) : 139-82.
55. Visscher, S., and G. Filbeck, (2003), "Dividend-Yield Strategies in the Canadian Stock Market ," *Financial Analysts Journal*, 59 : 99-106.
56. Vivian, Jeng., Robert, C. W. Fok., and Yuanchen, Chang.(2009), "Effects of Employee Stock Bonuses on Technical Efficiency: Evidence from Taiwan's Electronic Industry," *NTU Management Review*, 20(1) : 331-354.
57. Weston, J. F. and T. E. Copeland,(1988), "Financial Theory and Corporate Policy," *Reading, Mass. : Addison—Wesley 3th Edition*, 544-575.
58. Woolridge, J.(1983), "Stock Dividend as Signals, " *The Journal of Financial Research*, 6(1) : 1-12.
59. Yao Shujie (1997), "Profit sharing, bonus payment, and productivity: a case study of Chinese state-owned enterprises," *Journal of Comparative Economics*, 24 : 281-2.

附錄一 行政院主計處薪資與生產力統計表



資料來源：2000年至2010年行政院主計處薪資與生產力統計之單位產出勞動成本及勞動生產力指數變化表。本研究整理。