

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

股利政策改變成因與股利資訊內涵之研究

A Study on the Reasons for Dividend Policy Change and the  
Content of Dividend Information

指導教授：吳依正 博士

ADVISOR : PH.D. YI-CHEN WU

研究生：張偉青

GRADUATE STUDENT : WEI-CHING CHANG

中華民國 101 年 7 月

# 南 華 大 學

財務管理研究所

碩 士 學 位 論 文

股利政策改變成因與股利資訊內涵之研究

A Study on the Reasons for Dividend Policy Change and the

Content of Dividend Information

研究生：張偉青

經考試合格特此證明

口試委員：邱魏頌正  
吳依正  
林原賢

指導教授：吳依正

系主任(所長)：賴丞堉

口試日期：中華民國 101 年 6 月 25 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份並未使用在申請其他學位論文之用。

## 謝誌

回想踏入南華研究所這二年的求學時光雖然短暫，取得學位的過程縱然辛苦卻是快樂充實滿行囊。我的心充滿感謝，感謝這段期間給予我幫助、鼓勵的所有人們，因為有你們我的碩士論文才能得以順利完成。

首先要感謝我的指導教授吳依正老師，在這段期間毫不藏私、不遺餘力、不辭辛勞的教導，還有二位口試委員邱魏頌正老師、林原賢老師的建議與指導，讓我的論文能夠更具完整性，讓我在財管方面的知識能夠更深厚通透，相信未來對我在這方面的思考能夠更透徹深遠。

再來要感謝的是系上的可愛又辛苦的學弟尚澄、同學婉貞，同學俊凱、永哲及好友美玟在這兩年的日子裡的幫忙及照顧，課堂上、研究室裡共同生活的點滴，學術上的討論、言不及義的閒扯、趕作業、論文的革命情感，讓我這兩年的研究生活更加的豐富精彩。

最後要感謝我的父母及家人長久以來的鼓勵、支持，終於我完成這艱難的一役，再次感謝在撰寫論文期間給予我幫助的師長及親朋好友們，謝謝！！

張偉青 謹誌於  
南華大學財務管理研究所  
民國一百零一年七月

# 南華大學財務管理研究所一百學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：股利政策改變成因與股利資訊內涵之研究

研究生：張偉青

指導教授：吳依正 博士

## 摘要

近年來，台灣及許多國家經濟成長日漸趨緩，使得很多保守型投資人把焦點移往企業的股利政策，自 1990 年起至 2010 年，企業發放股利的趨勢漸漸地由股票股利轉為發放現金股利，這背後隱藏的故事正是本研究欲探討的主因。因此，本研究首先以 1990～2010 年的台灣上市公司為樣本，分產業別來探討股利發放趨勢有何不同，並對照台灣上市公司的股利政策趨勢。其次，本研究以文獻找到轉變的成因，再以質性個案企業訪談的方法，透過實際參與企業股利政策決策之高階人員進行深度訪談，探討影響股利政策改變成因等變數。最後，本研究以事件研究法，驗證股利連續增發與減發所產生的股利資訊內涵對市場的影響，結果以總股利來看，連續四年以上增發在宣告日那天有正向的異常報酬率，連續四年以上減發的在宣告日前一天有負向的異常報酬率，顯示資訊內涵效果是存在的。

關鍵字：股利政策、股利資訊內涵、現金股利、股票股利

**Title of Thesis** : A Study on the Reasons for Dividend Policy Change and the  
Content of Dividend Information

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

**Graduate date** : June 2012

**Degree Conferred** : E.M.B.A.

**Name of student** : WEI CHING CHANG

**Advisor** : PH.D. YI-CHEN WU

### **Abstract**

Recently, the economic growth of Taiwan and many other countries has increasingly slowed down, which makes many conservative investors shift their focus on enterprises' dividend policy. From 1990 to 2010, enterprises gradually pay cash dividends instead of stock dividends. Thus, this study attempts to examine the reasons for this phenomenon. This study adopts the samples of listed companies in Taiwan from 1990 to 2010 in order to investigate and contrast different dividend policy trends of different industries. Moreover, based on the causes of dividend policy changes found in the past literature, this study further utilizes the approach of case study and depth interview by which we can have in-depth interviews with the executive of several enterprises. With this effort, this study aims to investigate the variables affecting the reasons for dividend policy change. Finally, with the event study method, this study further verifies the influence of the dividend information content resulting from contiguous dividend increase and reduction on the market. From the perspective of dividends, the empirical results reveal that the abnormal return rate will be positive on the announcement day if there are four consecutive years of dividend increase. In contrast, the abnormal return rate will be negative on the day before the announcement day if there are four consecutive years of dividend reduction. Therefore, the effect of information content is proved to exist on the market.

**Key words** : Dividend policy 、 dividend information content 、 Cash dividends 、 Stock  
Dividends

# 目 錄

口試論文合格證明.....	i
版權宣告.....	ii
謝誌.....	iii
中文摘要.....	iv
英文摘要.....	v
目錄.....	vi
表目錄.....	vii
圖目錄.....	viii
第一章 緒 論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	7
第三節 研究架構.....	8
第二章 文獻探討.....	9
第一節 企業股利政策相關文獻之探討.....	9
第二節 股利資訊內涵相關文獻之探討.....	14
第三節 文獻評論.....	16
第三章 研究方法.....	17
第一節 質性研究方法.....	17
第二節 定量研究方法.....	19
第四章 實證分析.....	23
第一節 公司股利政策的趨勢.....	23
第二節 公司股利政策改變之成因.....	29
第三節 股利資訊內涵實證結果.....	38
第五章 結論與建議.....	55
第一節 研究結論.....	55
第二節 對後續研究之建議.....	58
第三節 研究限制.....	58
參考文獻.....	60
中文部份.....	60
英文部份.....	62
附錄.....	63
附錄一 發函給企業的信.....	63
附錄二 個案初次訪談大綱.....	64
附錄三 個案二次訪談大綱.....	65

## 表 目 錄

表 1-1	兩稅合一與平衡股利政策比較表.....	3
表 1-2	股票發放形式優缺點分析表.....	4
表 3-1	上市個案公司訪談之日期、對象與時間表.....	18
表 4-1	全產業股利政策 1990 年起至 2010 年止發放家數比較表.....	24
表 4-2	個案公司基本資料表.....	30
表 4-3	現金股利連續三年增發股東會宣告日標準平均異常報酬率表.....	41
表 4-4	現金股利連續四年以上增發股東會宣告日標準平均異常報酬率表.....	42
表 4-5	現金股利連續三年減發股東會宣告日標準平均異常報酬率表.....	43
表 4-6	現金股利連續四年以上減發股東會宣告日標準平均異常報酬率表.....	44
表 4-7	總股利連續三年增發股東會宣告日標準平均異常報酬率表.....	45
表 4-8	總股利連續四年以上增發股東會宣告日標準平均異常報酬率表.....	46
表 4-9	總股利連續三年減發股東會宣告日標準平均異常報酬率表.....	47
表 4-10	總股利連續四年以上減發股東會宣告日標準平均異常報酬率表.....	48
表 4-11	現金股利與總股利增減發之資訊內涵宣告效果表.....	53
表 5-1	個案公司股利政策改變成因之變數分析表.....	56

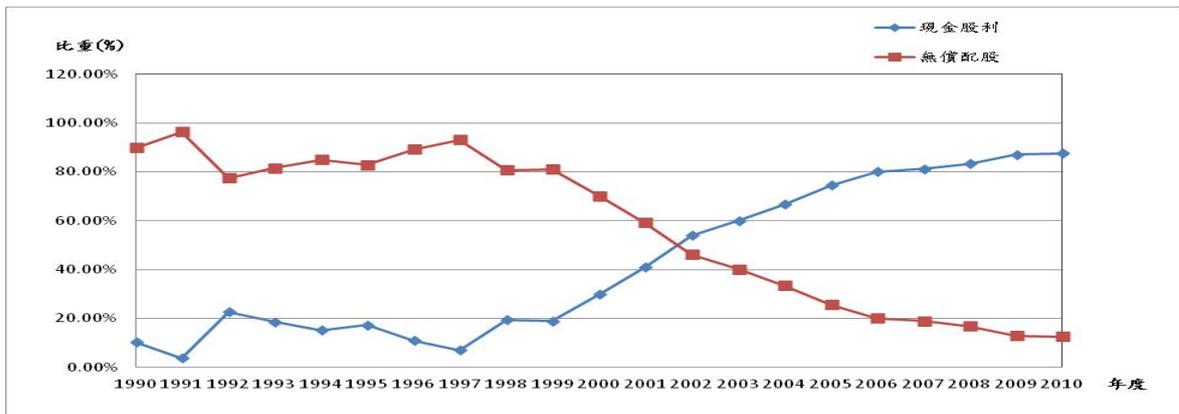
## 圖目錄

圖 1-1	台灣上市公司發放股票股利與現金股利趨勢圖 .....	1
圖 1-2	台灣銀行一年期平均定期儲蓄利率圖 .....	5
圖 1-3	本研究架構圖 .....	8
圖 4-1	1990 年起至 2010 年期間水泥產業股利發放趨勢圖 .....	25
圖 4-2	1990 年起至 2010 年期間食品產業股利發放趨勢圖 .....	25
圖 4-3	1990 年起至 2010 年期間塑膠產業股利發放趨勢圖 .....	26
圖 4-4	1990 年起至 2010 年期間鋼鐵產業股利發放趨勢圖 .....	26
圖 4-5	1990 年起至 2010 年期間汽車產業股利發放趨勢圖 .....	27
圖 4-6	1990 年起至 2010 年期間觀光產業股利發放趨勢圖 .....	27
圖 4-7	1991 年起至 2010 年期間半導體產業股利發放趨勢圖 .....	28
圖 4-8	1995 年起至 2010 年期間電子通路產業股利發放趨勢圖 .....	28
圖 4-9	1990 年起至 2010 年期間其他產業股利發放趨勢圖 .....	29
圖 4-10	1990 年起至 2010 年期間 A 公司股利發放趨勢圖 .....	37
圖 4-11	1990 年起至 2010 年期間 B 公司股利發放趨勢圖 .....	38
圖 4-12	2000 年起至 2010 年期間 C 公司股利發放趨勢圖 .....	38
圖 4-13	現金股利連續三年增發 CAR、AR 圖 .....	49
圖 4-14	現金股利連續四年以上增發 CAR、AR 圖 .....	49
圖 4-15	現金股利連續三年減發 CAR、AR 圖 .....	49
圖 4-16	現金股利連續四年以上減發 CAR、AR 圖 .....	50
圖 4-17	總股利連續三年增發 CAR、AR 圖 .....	50
圖 4-18	總股利連續四年以上增發 CAR、AR 圖 .....	50
圖 4-19	總股利連續三年減發 CAR、AR 圖 .....	51
圖 4-20	總股利連續四年以上減發 CAR、AR 圖 .....	51

# 第一章 緒 論

## 第一節 研究背景與動機

近年來，台灣及許多國家經濟成長日漸趨緩，加上許多國家在債務上有很多不確定因素，例如歐債，使得投資人在股票市場獲利較為不利，因此，很多保守型投資人把焦點移往各公司的股利政策，股利政策不僅是公司管理者重要決策，也會提高或降低投資人購買此公司股票的意思願，所以，了解上市公司發放股利的趨勢極為重要。過去文獻並沒有以二十年期的長時間來探討上市公司股利政策的趨勢，趨勢的轉變以致於投資人無法掌握股利變化的趨勢因而調整投資策略。這也是過去文獻所欠缺的。如圖 1-1 所示，以股票股利與現金股利發放的比重來看，在 1992 年股票股利比重約 80%，而現金股利比重約 20%，而在 2010 年現金股利接近 90%，股票股利接近 10%，自 2002 年以後發放現金股利的比重高於發放股票股利，這背後隱藏的故事正是本研究想探討的主因。



資料來源：本研究整理

圖 1-1 台灣上市公司發放股票股利與現金股利趨勢圖（1990 年～2010 年）

過去學者都以全部上市公司做為趨勢的判斷，沒有分析各產業之間的差異性，因為沒有辦法了解各產業發放股利的趨勢變化，而股票股利目前雖然發放率很低，但還是有投資人偏好股票股利，這裡面也有很多因素造成企業不發股票股利，如產業問

題、時空環境問題、生命週期問題等，而現今趨勢以發放現金股利為主。

政府在 1998 年開始推行的兩稅合一是所得稅制的一大改革，把同一來源所得只課一次所得稅，自然就不會有重複課稅的現象，因此，在實施後各公司在稅額扣抵比率較高者，其現金股利發放率、盈餘配股發放率、總股利發放率會自然增加。其中現金股利發放提高便是本文所要研究探討的。依此，兩稅合一法案主要內容分為下列四項：(1) 企業轉投資收益完全免稅，有利國內企業進行資源合作及多角化經營。(2) 納稅人自 1999 年起領取的股利，因為擁有抵稅權，將不再適用 27 萬元儲蓄特別扣除額的規定。(3) 選擇設算扣抵法為兩稅合一的架構，明定企業所繳的營利事業所得稅，若分配股利予股東，可自股東應繳納的綜合所得稅中扣除，消弭了重複課稅，使得股東的邊際稅率<sup>1</sup>最高由 55% 降至 40%。(4) 企業未分配盈餘須加課 10% 營利事業所得稅，目的是彌補稅收損失及避免公司保留大量盈餘而不配發，導致小股東權益受損。綜合以上論述，兩稅合一對公司而言，能夠避免重覆課稅，讓公司提高發放現金股利的意願，使股東能提高獲利，另外，實施前有很多公司會大量保留盈餘，實施後因為會加課 10% 營利事業所得稅，所以公司也會比以往多配發放現金股利，最後，公司在轉投資收益完全免稅，政府希望塑造國內良好的投資環境，以利經濟成長。如陳明進、汪瑞芝與蔡靜文 (2003)、洪榮華、曾子耘與林聖傑 (2006) 兩稅合一後公司現金股利支付率明顯上升而股票股利支付率則顯著減少，此結果顯示稅制政策確實會影響企業股利政策的制定。

此外，政府在 1999 年推行的平衡股利政策下，希望各上市、上櫃公司，在實施股利政策時，能以現金股利與股票股利各一半，避免公司獲利被稀釋影響股東權益。另外，在國內證期會從 2001 年起，上市上櫃公司在章程制定分配現金股利比率，在公司提出需要增資時審查將有限制，若公司股票股利過多使股本提高，以至於每股獲利稀釋幅度超過 30% 以上，將限制該公司申請海內外募集，以保障股東權益，因此在政府的政策輔導下，使很多的公司在決定股利政策時，開始提高現金股利的發放比重。政府期望上市公司達到以下目標：(1) 實現股東投資獲利之目的，並由股東決定

---

<sup>1</sup> 所謂邊際稅率，就是徵稅對象數額的增量中稅額所占的比率。如：對於遺產稅來說，其邊際稅率就是每多增加 1 元錢的遺產中稅收所占的比例，而對於公司所得稅來說，其邊際稅率就是公司新增加 1 元錢利潤中稅收所占的比例。

是否繼續參與投資。(2) 改善大股東藉機利用持股成本差異進行投機炒作或短線套利之情事。(3) 避免公司無效率之投資，扭曲社會資源運用。(4) 避免配發股票股利可能產生稀釋每股盈餘之反效果。(5) 澄清資本公積<sup>2</sup>配股為股利之誤解，並避免投資人被誤導作為投資決策而遭損失。綜合以上政府推行的平衡股利政策下，對投資人而言在股票市場中就像多了一道保護措施。表 1-1 是兩稅合一與平衡股利政策，透過稅制改革與平衡政策使實施後傾向發現金股利，而兩者相同處與不同處之比較表。

表 1-1 兩稅合一與平衡股利政策比較表

政府政策	實施年份	相同處	不同處
兩稅合一	1998 年	實施後企業股利政策傾向發放現金股利。	屬於稅制改革，主要目的是改善重複課稅，避免公司大量盈餘不發放，因此加課 10% 營所稅以及轉投資收益免稅。
平衡股利	1999 年	實施後企業股利政策傾向發放現金股利。	屬於平衡政策，主要目的提高現金股利發放，避免因發放股票股利會使股本膨脹以致獲利稀釋保障股東權益。

資料來源：本研究整理

投資人有人喜歡股票股利，有人偏好現金股利，現今許多企業改發放現金股利，但不代表這是每個投資人所喜好的，因此，從企業生命週期的觀點來看，確實在導入期及成長期較容易發放股票股利，小公司有很高的成長性及高獲利。從企業股利政策已轉變由股票股利改為發放現金股利，因此，本研究以發放現金股利趨勢與成因做為

<sup>2</sup> 資本公積是企業收到的投資者的超出其在企業註冊資本所占份額，以及直接計入所有者權益的利得和損失等。資本公積包括資本溢價（股本溢價）和直接計入所有者權益的利得和損失等。

探討方向。表 1-2 現今顯示發放現金股利或股票股利的優缺點分析表中可知對於一般投資人來說，發放現金股利是有利的選擇，因為會使企業降低內部現金避免造成的代理問題；反之，發放股票股利會導致股本膨脹稀釋每股盈餘，損及股東權益。

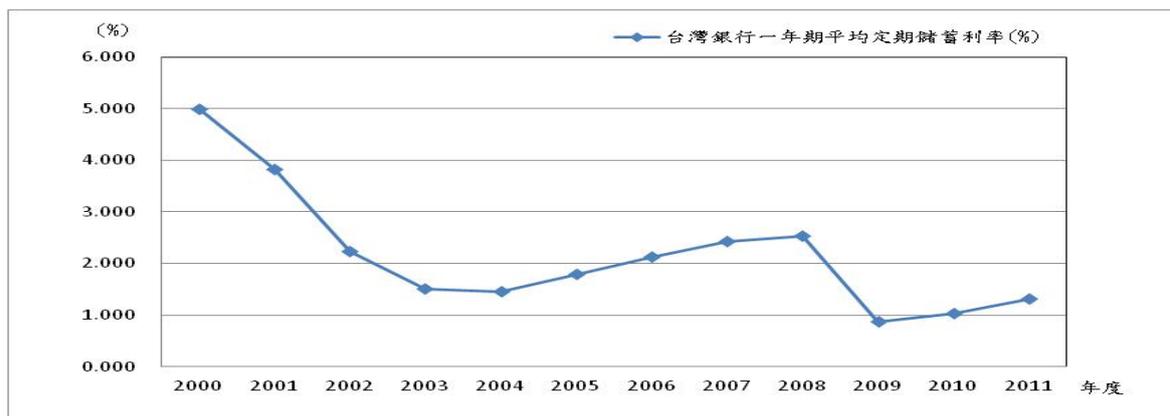
表 1-2 股票發放形式優缺點分析表

股利形式	優點	缺點
現金股利	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 獲取一定的現金流量。</li> <li>2. 降低代理成本。</li> <li>3. 避免股本增加，稀釋每股盈餘。</li> <li>4. 提振股東對企業之信心。</li> <li>5. 可將現金投資於其他投資標的。</li> <li>6. 穩定企業控制權。</li> <li>7. 避免大股東利用短線操作進行套利。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 對適用邊際稅率高之投資人而言，其稅負增加。</li> <li>2. 企業可運用現金減少。</li> </ol>
股票股利	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 保留現金以供再投資。</li> <li>2. 調整股價，有助流通性之提昇。</li> <li>3. 如股價順利填權，有相當程度之獲利。</li> <li>4. 滿足長期投資者之需求。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 可能影響企業控制權。</li> <li>2. 股本增加，稀釋每股盈餘。</li> <li>3. 須承擔管理當局之道德風險。</li> </ol>

資料來源：本研究整理

此外，除了政策改變的影響之外，許溪南等人（2009）之研究中表示，發放股票股利改為發放現金股利且比重逐年增加主要可能有三點：（1）自 93 年以後，利率持續低檔，投資人普遍認為配發現金股利的價值遠高於利率，會要求公司發放現金股利。（2）發放股票股利會使股本快速膨脹，上市公司當局擔心股利成長速度趕不上配股的比率，將使 EPS 下降，不利於股價。（3）以往發放股票股利，除了滿足小股東

的需求，也免除了公司支付現金的壓力，經年累月公司手頭上就有巨額的現金，加上公司治理出了問題，就可能衍生許多代理問題。如圖 1-2 所示，2000 年起至 2011 年止為台灣銀行一年平均定存儲蓄利率，而 2000 年利率處於 5% 的高峰，直到 2002 年及 2004 年來到低點後反轉到 2008 年高點後，2009 年起到 2011 年止維持在 1% 上下擺盪。



資料來源：本研究整理

圖 1-2 台灣銀行一年期平均定期儲蓄利率圖

除此之外，廖俊杰、陳家好（2008）研究顯示迎合理論對企業股利政策確實有影響，公司管理者會迎合投資人的需求而增加現金股利的發放，因此迎合股東也是改變股利政策的因素之一。洪振虔（1989）、蔣慶煌（2002）指出公司治理對公司的股利政策也有直接影響，因為公司大量保留現金會造成代理問題，而內部人持股<sup>3</sup>比率較高的公司也會以現金股利發放，向投資人傳達公司財務穩健的訊息，不管是代理問題或內部人持股的問題，這都是市場上常常對於資訊不對稱加以探討的問題。

企業生命週期也會影響到股利政策，而企業生命週期一般劃分為導入期、成長期、成熟期、衰退期等四期，如龐承緯（2010）研究發現，衰退期現金股利支付率大於成熟期之現金股利支付率，而成熟期之現金股利支付率明顯大於成長期之現金股利支付率。吳欣諭（2005）研究發現我國電子業上市公司，成熟期總股利發放水準較導入期及成長期平穩。在不同的企業生命週期裡，企業發放股利時會有不同策略性的考

<sup>3</sup> 內部人範圍包括發行公司之董事、監察人、經理人及持股超過股份總額百分之十股東；內部人之關係人則包括（一）內部人之配偶、未成年子女及利用他人名義持有者（二）法人董事（監察人）代表人、代表人之配偶、未成年子女及利用他人名義持有者（三）金融控股公司持股百分之百子公司董事、監察人、經理人之本人及其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者，以上皆屬公司之內部人。

量。

在股利政策改變成因中，國內學者研究大多以數量研究法來分析，缺乏產業界公司高層發放股利的決策。過去鮮少使用個案訪談的方式進行研究，因此本研究先從過去文獻中找到發放股票股利轉變發放現金股利的成因，以個案訪談的方式，希望更深入的探討，來佐證實務界他們對股利改變成因的看法。就企業裡其實都有屬於自己內部的股利政策，因為過去文獻裡都沒有透過個案訪談來進一步針對公司股利政策發放的細節來了解。因此，本文透過此研究方法來印證過去文獻是否與實務有相結合。

由過去的文獻得知，雖然股利變動的方向在短期上確實與市場的股價反應一致，但在長期是否與未來獲利有關，乃是投資人更為關心的重要議題，然而長久以來學者在這個領域上一直未有共識存在。林宜勉、潘昭儀（1998）研究發現上市公司宣告現金股利增加時，有正的累積異常交易量，而現金股利減少時則有負的異常交易量，所以現金股利具有資訊內涵。另外，王錦瑩（2003）研究發現當股利增加宣告時都有正的異常報酬，相反當股利減少宣告時會有負的異常報酬。由過去的文獻得知當股利宣告時，確實在短期上與市場股價反應一致，但對投資人而言，公司在長期連續增減發股利的狀態下，是否與未來投資獲利有關，這才是投資人所關心的重要議題。

在股利資訊內涵本研究以三年以上連續增減發的方式進行實證，這是本文研究貢獻與目的，此外，在台灣投資機構都會參考的某資料庫，有此資訊表示股票市場操作上具有參考性，對未來的研究有另一面的思考，另外也可以讓實務界的人士可以參考。在投資人方面，對企業的股利政策可以有更深一層的了解，希望此研究能夠讓投資人在股票市場有所收穫。因此，本文希望觀察公司在連續三年以上增減發股利的狀態下，是否有所謂的資訊內涵與異常報酬的影響，而因為連續二年增減發股利期間太短缺乏精確度，因此，本文以連續三年增減發及連續四年以上增減發做為研究資料。

## 第二節 研究目的

因近年來公司發放股利有趨向發放現金股利的現象，因此本文研究將整理致使公司改變股利政策的原因有哪些？並探討公司資訊內涵的改變對股利政策的宣告有哪些影響，環顧國內期刊文獻很少整理出全面性的研究。

基於以上理由，本文研究目的可歸納如下：

- (一) 以產業別分析台灣上市公司 1990 年至 2010 年股利分配的趨勢。
- (二) 以質性的研究佐證文獻股利政策改變之成因。
- (三) 檢驗連續三年以上股利增發與減發對股利政策宣告效果之影響。

### 第三節 研究架構

本研究架構分為五章，架構安排為：第一章緒論，敘述本研究背景、動機、目的及架構。第二章為文獻探討，針對本研究所探討問題之國內外相關文獻整理及回顧。第三章研究方法，介紹資料說明及研究方法。第四章實證結果及分析。第五章研究結論與建議。

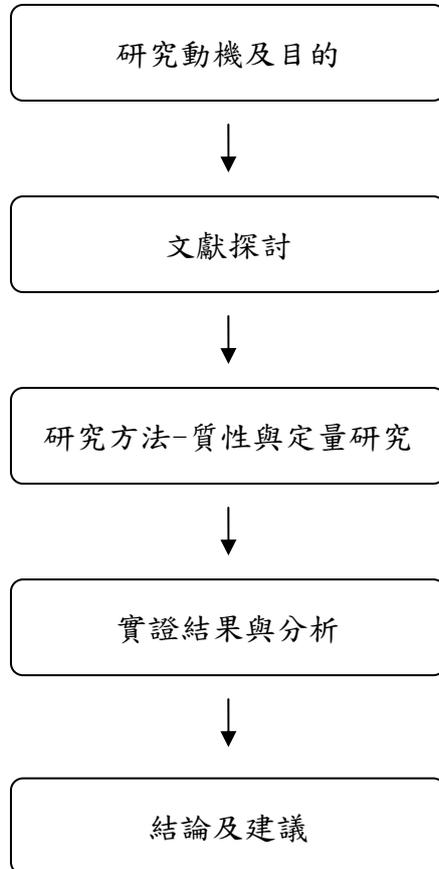


圖 1-3 本研究架構圖

## 第二章 文獻探討

本章要探討影響公司股利政策有哪些成因，另外公司在宣告股利資訊內涵時對公司有何影響，有關股利政策國內外有許多學者有實證研究，透過本章以文獻回顧的方式將過去的研究一一整理出來，作為實證分析上的依據。第一節為有關企業股利政策相關研究之文獻探討。第二節為股利資訊內涵相關研究。第三節為文獻評論。

### 第一節 企業股利政策相關文獻之探討

在政府政策面裡所推行的兩稅合一與平衡股利政策，在過去許多文獻裡，都對於上市公司股利政策由發放股票股利轉為發放現金股利，除了政府政策外，台灣經濟與國際環境也長期維持低利率，也是股東想要把資金移往高現金股利的公司，而股利政策是一家企業的財務決策之一與融資決策、投資決策並列，而股利政策包括現金股利、股票股利、股票的購回及分割；在很多的長期投資者或投資機構，希望長期持有股票而領取股利，使這些資金有穩定收入，因此，上市公司為迎合這些長期股東，在股利政策上轉變發放現金股利來吸引資金，因為發放股票股利會使長期股東有很多不確定因素，而股利的發放的方式也會影響公司的財務，最後造成股價波動，而過去的文獻鮮少提到企業裡的股利政策本文將透過訪談來了解，另外，公司治理從迎合股東、代理問題、內部人持股，還有其他因素如企業生命週期，都是會影響企業的股利政策，因此，我們將從政府政策面、公司治理面來研討企業股利政策改變的成因。

#### 一、政府政策面

##### (一) 兩稅合一政策

兩稅合一對股利政策影響的文獻有汪瑞芝、陳明進(2004)選取 1995 年起至 2000 年止及 1990 年起至 2000 年止為研究期間，探討兩稅合一實施前後上市公司股利發放

有何影響，以樣本 744 家上市公司用敘述統計分析得知，兩稅合一實施後，現金股利發放率較實施前增加，但原因可能是受到平衡股利政策推行的影響；而盈餘配股發放率則較實施前減少，可能是受到股票股利緩課的影響。洪榮華、曾子耘、林聖傑(2006)研究期間以 1994 年起至 2001 年止為樣本，從股東稅負壓力探討兩稅合一對股利政策的影響，以 150 家上市公司結合時間序列及橫斷面的迴歸技巧進行實證經過 Hausman 檢定後再以隨機效果模型進行分析，研究結果，兩稅合一後，現金股利支付率顯著增加而股票股利支付率顯著減少。

盧育仕(1999)選取兩稅合一實施前(1996~1997年)與兩稅合一實施後(1998~1999年)兩組台灣上市公司，探討兩稅合一對上市公司股利政策的影響，對其年度的平均股利支付率作成對樣本 T 檢定(Paired-Samples T Test)，測試兩稅合一實施後，上市公司股利的發放，檢驗兩稅合一是否會多發放現金股利及盈餘配股。實證結果顯示，兩稅合一實施後，公司增加發放現金股利；而盈餘配股則呈現減少的趨勢，推論可能係因租稅規劃的因素，或股本加大及每股盈餘稀釋易造成經營者的壓力，或在既定的股利水準下，因現金股利的增加幅度過大，導致盈餘配股的減少。謝佳純(2001)研究選取實施前兩年(1996年及1997年)及實施後兩年(1998年及1999年)為期間，以兩稅合一的實施為出發點，探討兩稅合一實施前後，公司股利政策之變化。實證結果發現：(1)兩稅合一實施後的股利發放率較實施前顯著為大，說明兩稅合一使得股利發放的水準上升；(2)公司發放的每股股利中股票股利的比率減少，現金股利的比率增加；(3)兩稅合一政策實施後，由於未分配盈餘的多寡對現金股利的影響力漸形增加，相較於股票股利的影響力下降。由這個趨勢看來，當兩稅合一政策實施後，由未分配盈餘所發放出來的股利，大多以現金股利為主，因為不希望股本膨脹過快。

## (二) 平衡股利政策

平衡股利政策的文獻有洪振原(2004)選取 1998 年起至 2004 年止，探討平衡股

利政策對上市公司股利發放及特性，以迴歸分析法得知公司股利政策中現金股利的發放似乎有相對增加趨勢，當公司董事會通過股利發放對公司價值有顯著的正向影響，表示公司股利宣告會傳達訊息給投資人並降低公司的代理成本，符合資訊內容假說及代理成本理論。唐明良（1994）透過寄發問卷與實地訪查的方式雙向並行，直接自上市公司財務主管、簽證會計師和主辦股票承銷商處分別蒐集有關上市公司股利政策管理動機的初級資料。採用次數分配（或百分比）、平均數及標準差，變異數分析（ANOVA）及 scheffe 檢定進行股利政策管理動機之實證研究。實證結果顯示：問卷中 50% 以上的公司認為所得稅法與促進產業升級條例等法令規章是相當重要之考量因素；且 57.83% 認為證管會政策性宣示平衡股利政策亦是重要考量因素。但實地訪查中公司卻認為不受此政策性宣示之影響，因為上市公司對未來展望、營運狀況、產業成長最了解，因此企業股利政策應該有自主權來決定。

平衡股利與兩稅合一兩者的相同處是，分別實施後現金股利的發放有明顯的增加，而兩者不同處是，平衡股利是政策推行防止股本膨脹獲利稀釋，而兩稅合一是以稅改方式讓企業無法大量保留盈餘，在探討股利政策的議題上大多數文獻都以獲利能力、公司風險、內部人員持股比率、成長機會、公司規模等等；這些因素都會影響到上市櫃公司發放股利的方向。孫梅瑞、陳憲民（2002）探討從 1987 年起到 2000 年間台灣上市公司股利政策及其趨勢與公司特性的關係。結果發現在 1989 年起到 1997 年間，台灣上市公司比較傾向只發放股票股利；但自 1997 年後，台灣上市公司只發放股票股利之公司比例開始逐年下降。推論可能經由「平衡股利政策」及「兩稅合一」政策的實施，使得公司只發放股票股利的傾向降低。因此造成 1997 年後，台灣上市公司只發放股票股利之公司比例開始逐年降低。

## 二、公司治理面

### （一）迎合股東

Baker and Wurgler (2004a) 提出股衡迎合理論，並把迎合理論定義為當投資者願意花較高的價格購買發放現金股利的股票時，經理人就會迎合此種需求而選擇發放現金股利，廖俊杰、陳家好 (2008) 及方以唐 (2006) 亦引用此論述。本研究綜合以上論述認為迎合股東理論是指，管理者理性地迎合股東對於股利偏好，提高購買其股票的意願，最終是希望股價能提高。廖俊杰、陳家好 (2008) 研究期間從 2001 年起至 2005 年台灣上市公司為研究樣本，探討迎合理論來檢視台灣企業股利及庫藏股政策，實證結果發現投資者對現金股利的需求表現為股利溢價，即投資人願意追買發放現金股利的企業股票，方以唐 (2006) 探討股票股利消失？台灣上市公司股利政策之探討實證發現，支付現金股利的意願是遞增，但股票股利卻是遞減，股利政策不但依其本身的特徵，也會迎合投資大眾的偏好而做調整，因此，迎合理論會影響現金股利的發放。

## (二) 代理問題

以財務管理學裡代理問題定義為代理人可能為了追求本身的利益，而犧牲多數股東的權益，並未以股東財富極大化為最高目標。而國內學者對於代理理論亦有許多之研究結果，洪振虔 (1989) 研究期間從 1988 年起至 1994 年止台灣新上市公司，探討股票價格績效與獲利績效，以內部人士董事、監察人及經理人合計之持股比率來衡量代理成本，實證結果發現，國內上市公司多偏向同時發放現金股利及股票股利，且公司之獲利能力及成長機會亦會影響現金股利的發放，並驗證了代理問題對現金股利的發放確實會有影響。

## (三) 內部人持股

過去文獻內部人持股定義是 (1) 持有公司股份超過 10% 之股東 (2) 董事會的成員 (3) 公司的經理人員 (4) 有能力影響公司營運政策的人 (5) 與公司有緊密關係，能事先獲知本公開資訊的人。本研究對內部人持股的定義是指，向證期會申報之

公司董事、監察人與經理人、持股比例超過 10% 以上的股東。蔣慶煌 (2002) 以 1992 年起至 2001 年止的上市公司為樣本，探討公司特性與股利政策考量兩稅合一制度的影響，進行複迴歸分析，發現內部人持股比例較高的公司傾向發放較多的現金股利，推論原因如下：(1) 在股東和管理者之間代理問題較嚴重時，如果內部人持股比率比較高時，較有能力利用其影響力，採取增加現金股利發放之方式以降低管理者手上之現金流量，進而避免經理人濫用資金；(2) 國內股東和經理人間之代理問題不如國外嚴重；(3) 內部人本身自利動機所引起。

### 三、企業生命週期

龐承緯 (2010) 及吳欣諭 (2005) 對企業生命週期的定義為一個企業在開業經營後，會歷經到成長、成熟等等不同的階段，企業所面對不同的環境變化，在面對不同的生命週期就會有不同的思維。本研究企業生命週期的定義是指，一家企業的生命週期分為導入、成長、成熟與衰退四期。龐承緯 (2010) 樣本期間 2000 年起至 2009 年止，探討企業股利政策與生命週期的研究，採用 T 檢定實證結果企業的股利發放，在不同生命週期確實會有不同，以敘述統計發現，成熟期之股利支付率明顯大於成長期之股利支付率，而衰退期之股利支付率則明顯大於成熟期之股利支付率。吳欣諭 (2005) 研究期間 1989 年起至 2003 年止台灣電子業上市公司，探討股利政策與企業生命週期之關聯，以樣本 145 家上市公司，實證結果顯示，我國電子業上市公司在股利發放確實會考量所處之生命週期而發放股利，成熟期時之總股利發放水準較導入期時平穩，並處於成熟期之總股利發放水準較成長期時平穩。

另外，以上文獻關於股利發放的實證分析都是以公司發放資料以後做為分析，並沒有討論到公司股利發放的成因，平衡股利政策及兩稅合一政策雖然是改變公司發放股利的方向，但本文更重要的研究是由各公司說明；另外還有考慮那些變數是改變的成因，以使本研究更加完整，以利投資人可以更貼近市場了解公司內部的考量。

## 第二節 股利資訊內涵相關文獻之探討

在以往很多文獻談到股利訊號假說是否成立很多學者仍爭論不休，而股利資訊內涵對投資人有購買該公司股票之意願有關，Bhattacharya (1979)、Miller and Rock (1985) 及 John and Williams (1985) 他們的模式主要建立在資訊不對稱的架構上，經理人與投資人對於公司訊息所擁有的數量並不相等，換句話說，相對於投資人，經理人掌握更多公司未來經營績效的內部資訊。為讓投資人能夠正確評估公司的實際價值，經理人會透過一定的管道，將公司未來營運情況、獲利能力及現金流量等有關訊息傳達給投資人，而股利政策即為最有效的作為之一。因此基於上述文獻是本節所要探討股利資訊內涵的重要性。

林毅明 (2000) 選取 1997 年起至 1999 年間 412 家台灣上市公司為樣本，探討董事會通過股利之發放是否會對公司價值產生影響，實證結果顯示，當公司董事會通過股利之發放，對公司價值會有顯著正向影響，支持了訊號理論。Healy and Palepu (1988) 認為當公司內部經理人擁有較多資訊時，會藉由某種形式傳達公司績效或是未來盈餘狀況，而最直接的方式就是透過現金股利的發放。

Healy and Palepu (1988) 選取至少十年以上的樣本公司，包含 131 家初次發放現金股利的公司 (Initiation) 以及 172 家初次現金股利取消發放 (Omissions) 的公司，探討其股利發放在市場上的反應。研究結果發現，不論是初次的現金股利發放或是取消，均對於未來盈餘有顯著影響，意味股利政策的變化對市場有顯著的反應。平均而言，初次現金股利宣告的股票報酬為 3.9%，而現金股利取消發放時報酬-9.5%。說明投資人會透過股利來預測公司前景，進而決定買進或出脫股票，造成公司股價波動。顯示現金股利與股價間呈現正向效果，符合訊號發射理論。

Ross (1977) 認為當兩家公司的規模與負債相同，但未來盈餘不同時，具有較高

預期盈餘、財務狀況好的公司，目前較有能力支付較高的股利，而還有能力保有現金以償還負債；而財務狀況差的公司，如果目前要支付較高的股利，會有破產的可能性。因此財務狀況差的公司，其經理人雖然可以用提高股利，提供不確實的訊息給投資人，使市場上對該公司有較高的評價，而增加其報酬。但是當公司因現金不足而倒閉的時候，將使其人力資本價值降低，報酬減少而得不償失。所以不論狀況好或壞的公司，都會傳達公司目前的真實情況給投資人。

Yoon and Starks (1995) 選取 1969 年起至 1988 年期間，所有 NYSE 現金股利增加之 3,748 家公司以及現金股利減少之 431 家公司的月資料，並且為了使所有潛在資訊都能捕捉到，嚴格限定現金股利變動樣本必需變動幅度達到 10% 以上才予以取樣，利用此樣本來探討盈餘預測與現金股利之間的關係。實證結果發現，現金股利減少的樣本其盈餘預測更改幅度會高於現金股利增加的幅度，此結果與訊號發射理論一致。除此之外，當宣告現金股利變動時，市場上的預期變動方向也是一致。亦即當現金股利宣告下降時，市場上的分析師會傾向慢慢調降長期評等，並多加注意其公司未來營運走向；反之，當公司宣告調升現金股利時，市場分析師反而不像宣告現金股利下降時採取慢慢調升評等。這部份可能原因如同股價表現一般，當宣告現金股利增加時，股價反應不如宣告現金股利減少時明顯。

王錦瑩 (2003) 選取 1999 年起至 2002 年止台灣上市公司為樣本，運用事件研究法，單變量的 t 統計量檢定及 Wilcoxon 檢定來測試上市公司股利政策變動情形，實證結果得知，股利增加的公司宣告時，都有正的異常報酬，意味著公司經營績效良好；反之，股利減少公司在宣告時，則大多呈現負的異常報酬，傳達出公司經營績效不佳的訊號。由此可知，投資人認為在資訊不對稱的環境下，股利政策的變動具有傳遞公司資訊內涵的功能。

林宜勉、潘昭儀 (1998) 研究期間以 1987 年起到 1995 年止為樣本，探討股利宣告內涵與 Tobin's Q 理論，以 297 次樣本事件，實證結果當宣告現金股利增加有正面

的累積異常報酬率，而宣告現金股利減少時也有顯著負的累積異常報酬率，表示股利變動與股價具有正相關，或者說現金股利增減變動可傳達管理者對未來現金流量展望之訊號。

### 第三節 文獻評論

綜合上述文獻探討，國內有關股利政策與股利資訊內涵的文獻存在以下幾個缺點。

(一) 在過去的文獻中，大多以 5~12 年來觀察股利變化的趨勢，本文以 20 年為期間觀察上市公司股利政策的變化與走勢。(二) 過去文獻在探討股利政策改變的成因，大部分都是以學術化方式做出來的結果，並沒有參考產業界公司高層在做股利決策時的考量，缺乏實務面上的考量，這可能會讓結論與實務操作有所不同。(三) 在股利資訊內涵上，過去的文獻大多以股票購回、盈餘宣告與盈餘變動為主，本研究則是觀察長期股利增減發的方式，求證企業在連續增發或減發三年與四年以上股利的狀況下，是否還有異常報酬的存在，這個部分的印證方式，在過去文獻中所沒有的，因此本文期望藉此方法能夠更貼近市場與實務面。(四) 過去文獻針對兩稅合一、平衡股利、迎合股東、代理問題、內部人持股、企業生命週期大部份都單獨與股利政策做為研究主題，本文將其綜合整理使本研究更具有參考性。

## 第三章 研究方法

本研究首先採用質性研究法，再使用定量方法驗證資料數據，並參考國內外文獻建立架構，以個案研究加以實務印證，了解各公司發放股利策略考量因素；方法如下：第一：針對三家上市公司之高階管理人員進行深度訪談，訪談內容包含公司股利發放政策、股利發放動機與目的等相關議題，統整出受訪者訪談中紀錄。第二：經由初級資料以及次級資料分析做整合性的比較驗證，分析與推倒出相關命題以主軸式架構呈現，最後以個案內容資料分析的結果預先推導的相關命題，再將跨個案比較法驗證個案的相異與相同之處與驗證並假設理論是否符合。在驗證預先推倒的相關議題中我們使用內部效度與信度持續修正初步理論。第三：採用定量的方法，經由先前預設的假說驗證資料數據。

本章共分為二節：第一節為質性研究方法，說明使用研究的方法與理由，透過發放股利的公司進行個案選擇、資料蒐集，並研究之信度與效度。第二節為定量研究方法，透過樣本選取、研究模型與變數、研究假說來驗證資料數據。

### 第一節 質性研究方法

質性研究是透過個案訪談進行分析，以文字詳細紀錄內容與細節，將問題以實質方式體會問題，並就個案訪談的資料經過有系統的整理之後，了解個案公司發放股利時有什麼使其改變的因素，使本研究更加貼近產業及實務面。

#### 一. 個案選擇

本文搜尋經濟新報資料挑選個案公司進行訪談，以了解企業內部對於股利發放政策之影響。本研究選取個案訪談以上市公司有發放股利為標的。由上選取三家公司，如基本資料如表3-1。表3-1為上市個案公司訪談之日期、對象與時間的整理。

表 3-1 上市個案公司訪談之日期、對象與時間表

個案公司	訪談日期	訪談對象	訪談時間
A 公司	2012 年 3-4 月	總經理室財務組長	90 分鐘
B 公司	2012 年 3-4 月	財務部處長	90 分鐘
C 公司	2012 年 3-4 月	財務長	90 分鐘

資料來源：本研究整理

## 二、個案資料蒐集

我們首先利用個案公司公開說明書、公開資訊觀測站、歷年年報、學術論文與網頁資訊等相關訊息作為資料蒐集的完整性及理論的飽和為目的，由分析次級資料驗證研究假設，並藉此發展實證訪談之問項，將想要研究的目的轉化為結構性的問題，設計訪談概要表依研究目的按議題分類，先傳真給個案公司，再藉由參訪三家個案公司取得相關重要資料，例如，公司的沿革與規模、部門組織圖…等相關書面資料，而在深度訪談過程中我們先利用結構性問卷引導受訪者，再以個案公司的資料、公開發佈的資料、以及相關研究的資料作為輔助，並且徵求即時文字記錄以及實況錄音，於結束後歸納統整出文字稿，以便資料分析使用。

## 三、個案研究之信度與效度

為了加強研究信度，本研究使用內容分析法，曾真真、何雍慶(2005)，對個案訪談內容進行比對分析，經由個案訪談進行預試，再與指導教授多次討論下，本研究各變數衡量問項或指標之發展均根植於國內外學者相關文獻的基礎上，並從我們蒐集之次級資料再次確認訪談內容之正確性。而內在信度亦是利用相同的條件，蒐集、分析和解釋資料的一致程度。如果該項研究結果是具有信度的，其外在信度則在處理獨立的研究者能否在相同或類似的情境中複製研究的問題，在研究者使用與前一項研究相

同的方法與條件等，亦會得到相關的結果。最後，本研究透過跨個案比對方式，即具備外在效度。再經由資料收集到實際觀察的結果進行比對，以驗證研究的假設。在多重個案設計中，透過複現邏輯增加外在效度，在不同個案間支持相同的論點以確認研究架構，當預測的議題與實際訪談中萃取出來的資料相符時，便能有效的強化研究的內部效度；於個案分析完成後，再請受訪者確定受訪內容與問卷中相關議題的原意符合程度，進行評分以檢驗構念效度。

## 第二節 定量研究方法

### 一、樣本選取與資料來源

本文以台灣交易所上市之公司為研究母體，樣本研究期間則自 1990 年 1 月 1 日起至 2010 年 12 月 31 日止。以這段期間內有宣告發放股利資訊的上市公司為初步樣本，包含當年度上市公司，上市公司家數共為 779 家，合計一共有 6,583 件宣告股利資訊的上市公司。若有錯誤、不具代表性、資料不足的樣本，再進一步刪除之。其中，由於連續增減發兩年股利的公司樣本數過多，在加上連續兩年的期間太短，可能無法精確的觀察是否真正存在於異常報酬，因此，本研究在樣本的選取上採用連續增發與減發三年及四年以上的樣本，為本研究探討連續增減發股利宣告是否有更多的異常報酬率。在總股利上，已連續增發總股利三年的上市公司有 138 件，連續增發總股利四年以上的上市公司有 77 件，連續減發三年的上市公司有 118 件，連續減發四年以上的上市公司有 66 件。

而本文除了採取用總股利觀察連續增減發股利是否有異常報酬外，另外也以現金股利為樣本觀察對象，其主要因素現今台灣股利發放趨勢都以現金股利為主，因此觀察現金股利的變化也較能貼近市場真實面，因此，在現金股利宣告增發與減發三年及四年以上的樣本一共有 319 個樣本，其中，已連續增發三年的上市公司有 132 件，連

續增發四年以上的上市公司有 108 件，連續減發三年的上市公司有 63 件，連續減發四年以上的上市公司有 16 件。

本文所使用資料來源為台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal TEJ)，取其上市公司股東會年度、市場別、股東會日期、董事會日期、股票股利發放日、股息發放日、現金股利(元)、無償配股合計(元)與總股利等資料。

## 二、研究模型與變數

### 1. 異常報酬率之衡量

利用估計期各成分股日報酬率與市場投資組合 (交易所指數 Y9999) 的日報酬率資料，以最小平方法估計市場模式參數  $(\hat{\alpha}, \hat{\beta})$ ，公式如 (1) 所示。其中， $R_{it}$  為  $i$  事件公司在第  $t$  日之實際日報酬率，第  $i$  個成分股樣本公司， $i=1, 2, 3, \dots, n$ 。樣本估計期為 120 日 ( $t=120$ )。 $R_{m_{it}}$  為市場投資組合 (Y9999 交易所指數報酬率) 在  $i$  事件公司第  $t$  日之實際日報酬率。 $\hat{\alpha}_i$  為第  $i$  事件公司迴歸模型之截距項估計值。 $\hat{\beta}_i$  為第  $i$  事件公司迴歸模型之斜率估計值。 $\varepsilon_{it}$  為第  $i$  事件公司在第  $t$  日之殘差項，且必須符合  $\varepsilon_{it}$  在  $N(0, \sigma^2)$  為獨立隨機變數與  $\varepsilon_{it}$ 、 $R_{m_{it}}$  兩者彼此獨立的兩點假設。

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m_{it}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

本文以累積平均異常報酬率 CAR (Cumulative Abnormal Return) 來檢定異常報酬。首先以最小平方法求各事件樣本簡單迴歸模型，估計各樣本公司在事件期之異常報酬率，進而求出全體樣本之各期平均異常報酬率及累積平均異常報酬率。接著利用事件期的成分股實際日報酬率減去預期報酬率，即可得出異常報酬率  $AR_{it}$ 。其中， $\hat{R}_{it}$  為第  $i$  事件公司第  $t$  日之預期報酬率， $AR_{it}$ ：第  $i$  事件公司在事件期  $t$  日所估計出之異常報酬率。計算方式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (2)$$

## 2. 報酬率統計檢定

本文採用標準化殘差法 (standard residual cross-sectional method) 或簡稱 SRM 及普通橫剖面法 (ordinary cross-sectional method) 或簡稱 OCSM，採各自的優點加以混和，即將個別證券的異常報酬率加以標準化，再將所有樣本的累積異常報酬率予以加總平均，計算事件期某一期  $t$ ， $N$  為各組所選的樣本數。

即可得出各期平均異常報酬 ( $SAAR_t$ )，計算方式如下：

$$SAAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N SAR_{it}}{N} \quad (3)$$

將宣告事件期由  $t_1$  累積至  $t_2$  日，即可得出標準化累積平均異常報酬率 (Standardized Cumulative Abnormal Return; 簡稱 SCAR)。計算方式如下：

$$SCAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} SAAR_t \quad (4)$$

檢驗標準化平均異常報酬率及標準化累積平均異常報酬率的統計顯著性，其中， $S(SAAR)$  為標準化平均異常報酬之標準差。本文採用  $t$  統計量檢定之，如下所述：

$$t(SAAR_t) = \frac{SAAR_t}{S(SAAR)} \quad (5)$$

$$S(SAAR) = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (SAAR_{i,t} - \sum_{i=1}^N \frac{SAAR_{i,t}}{N})^2}$$

$$t(SCAR) = \frac{SCAR(t_1, t_2)}{S(SCAR(t_1, t_2))} \quad (6)$$

### 三、研究假說

本文提出三個研究假說，假說一和假說二探討股利連續增發或連續減發的公司在股利宣告時會有正面或負面的異常報酬率，假說三是探討股利連續增發較多年的公司相對於股利連續增發較少年的公司有更大的異常報酬率，在過去的實證裡大都以增發或減發的股利資訊內涵驗證是否有異常報酬率，而本文以連續三年增發或減發及連續四年以上增發或減發做為實證分析，可以彌補過去文獻所不足的地方，並以公司股東會議日為宣告日，因為股東會議日股利發放數量有時會有異動所以結果會比董事會更為準確，要讓投資人更清楚資訊內涵的判定更確實，所以設定以下三個假說進行分析。

假說一：股利連續增發的公司在股利宣告時會有正面的市場反應。

假說二：股利連續減發的公司在股利宣告時會有負面的市場反應。

假說三：股利連續增發較多年的公司相對於較少年的公司有更大的異常報酬率。

## 第四章 實證分析

本章分為三節，第一節探討台灣 1990 年起至 2010 年止上市公司發放趨勢，並以台灣經濟新報資料庫 (TEJ) 列出九大產業股利發放趨勢進行驗證。第二節以質性研究方式個案訪談和過去文獻加以印證整理出結論。第三節以股利連續增發或減發的方式驗證股利資訊內涵。

### 第一節 公司股利政策的趨勢

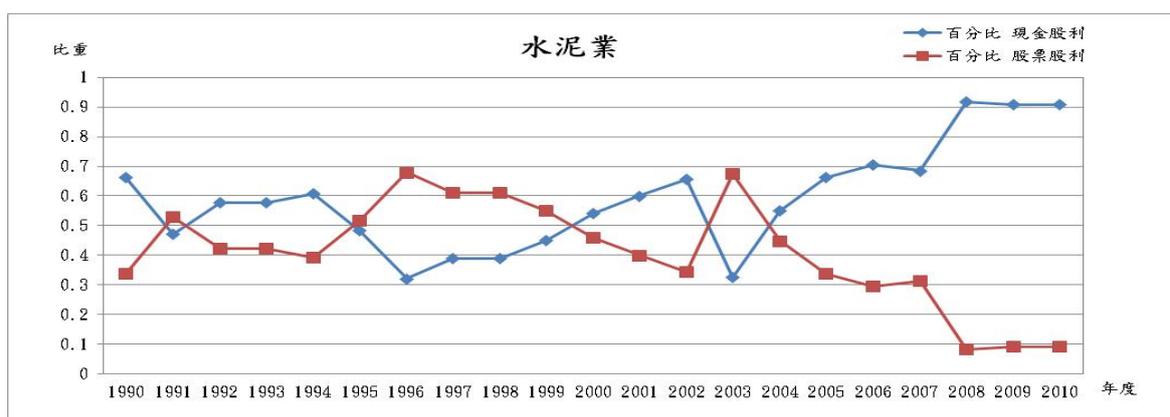
首先，我們觀察台灣上市公司股利政策發放的趨勢，公司每年有盈餘時，決定股利政策時可選擇發放股票股利、現金股利或兩者皆發，過去台灣上市公司以發放股票股利及兩者皆發居多，而現在上市公司以發放現金股利居多，因此，我們透過所有上市公司的家數來了解股利分配的比重，並整理出全上市公司九大產業來比照全上市公司的趨勢是否相符，以下表 4-1 的趨勢來看 1990 年起至 2010 年止發放股票股利的家數都大過發放現金股利的家數，從 2001 年起開始上市公司的股利政策以現金股利發放家數開始超過股票股利的家數，至 2010 年止發放現金股利的上市公司家數以達到 366 家而發放股票股利的上市公司只有 18 家，而在 1990 年時台灣上市公司只發放現金股利比例占 3.6%，股票股利占 57.7%，到了 2010 年現金股利比例占 59.7%，股票股利占 2.9%，而兩者皆發的上市公司呈現平穩幅度不大的震盪，並持續發放現金股利有增加的趨勢，顯示台灣過去上市公司股利政策在近年來已經有改變的跡象。

表 4-1 全產業股利政策 1990 年起至 2010 年止發放家數比較表

年度	總發放家數	兩者皆發		只發現金股利		只發股票股利	
		家數	百分比	家數	百分比	家數	百分比
1990	111	43	38.7	4	3.6	64	57.7
1991	118	47	39.8	11	9.3	60	50.8
1992	110	40	36.4	10	9.1	60	54.5
1993	152	49	32.2	11	7.2	92	60.5
1994	183	58	31.7	9	4.9	116	63.4
1995	200	67	33.5	15	7.5	118	59.0
1996	229	52	22.7	7	3.1	170	74.2
1997	253	43	17.0	10	4.0	200	79.1
1998	229	80	34.9	15	6.6	134	58.5
1999	236	100	42.4	20	8.5	116	49.2
2000	257	137	53.3	49	19.1	71	27.6
2001	293	150	51.2	80	27.3	63	21.5
2002	353	204	57.8	107	30.3	42	11.9
2003	413	260	63.0	110	26.6	43	10.4
2004	454	294	64.8	132	29.1	28	6.2
2005	444	262	59.0	159	35.8	23	5.2
2006	465	268	57.6	185	39.8	12	2.6
2007	526	309	58.7	193	36.7	24	4.6
2008	437	199	45.5	215	49.2	23	5.3
2009	526	191	36.3	322	61.2	13	2.5
2010	613	229	37.4	366	59.7	18	2.9

資料來源：本研究整理

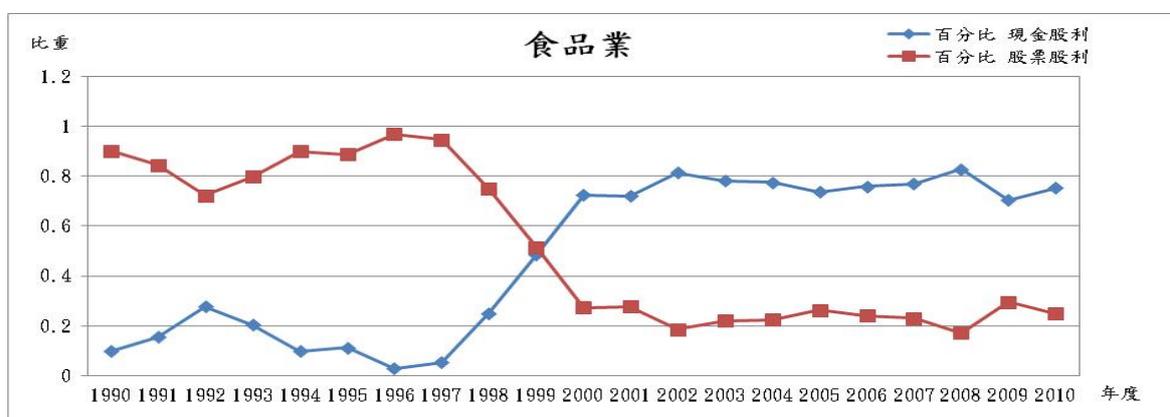
圖 4-1 水泥產業從 1990 年起到 1995 年期間發放現金股利的比重高於股票股利，從 1995 年起到 1999 年期間發放股票股利的比重高於現金股利，2000 年起到 2004 年期間發放方式有些震盪，直到 2004 年開始發放現金股利的比重超過股票股利到 2010 年，現金股利最高比重達到 0.9 以上，而股票股利最低降到 0.1 以下，因此水泥產業股利政策也有改變發放現金股利的趨勢。



資料來源：本研究整理

圖 4-1 1990 年起至 2010 年期間水泥產業股利發放趨勢圖

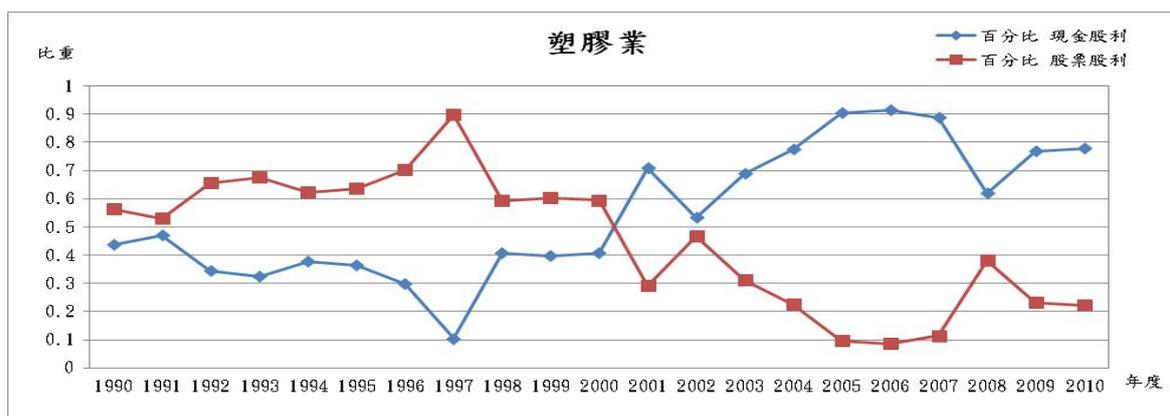
圖 4-2 食品產業從 1990 年期間發放股票股利的比重高於發放現金股利，股票股利比重最高快接近 1，現金股利比重最低接近 0，而從 2000 年開始發放現金股利的比重高於股票股利，現金股利比重最高超過 0.8，股票股利比重最低 0.2，因此食品業股利政策也有改變發現金股利的趨勢。



資料來源：本研究整理

圖 4-2 1990 年起至 2010 年期間食品產業股利發放趨勢圖

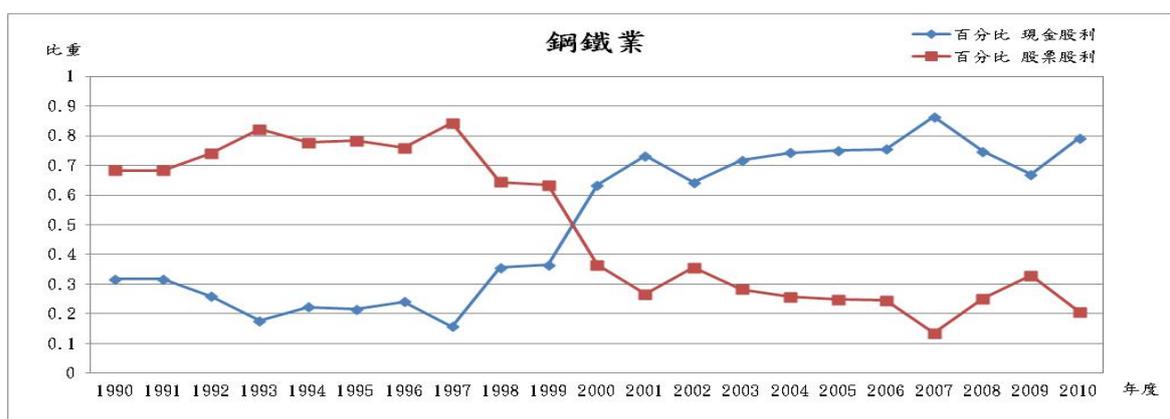
圖 4-3 塑膠產業從 1990 年起到 2000 年期間發放股票股利的比重高於發放現金股利，而從 2001 年開始發放現金股利的比重高於股票股利，現金股利最高比重超過 0.9，股票股利比重低於 0.1，因此塑膠業股利政策也有改變發放現金股利的趨勢。



資料來源：本研究整理

圖 4-3 1990 年起至 2010 年期間塑膠產業股利發放趨勢圖

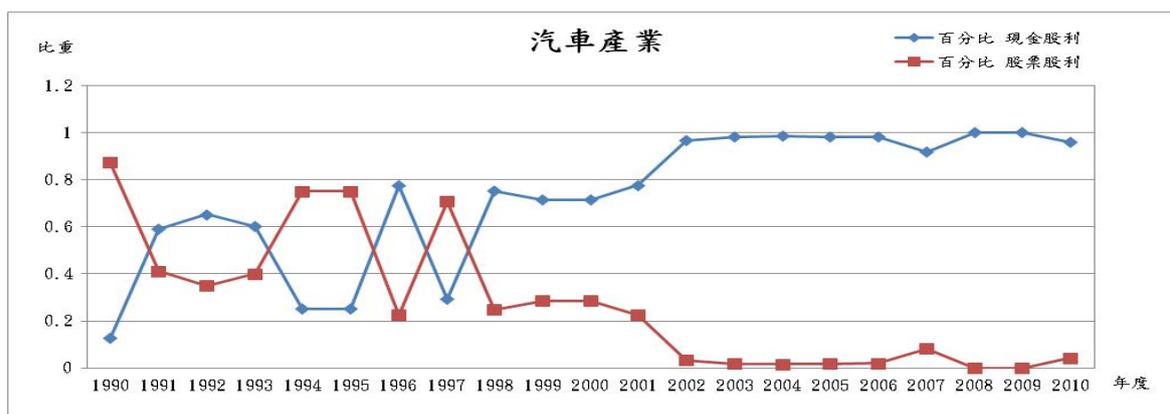
圖 4-4 鋼鐵產業從 1990 年起到 1999 年期間發放股票股利的比重高於發放現金股利，而從 2000 年開始發放現金股利的比重高於股票股利，現金股利比重最高接近 0.9，股票股利比重最低接近 0.1，因此鋼鐵產業股利政策也有改變發放現金股利的趨勢。



資料來源：本研究整理

圖 4-4 1990 年起至 2010 年期間鋼鐵產業股利發放趨勢圖

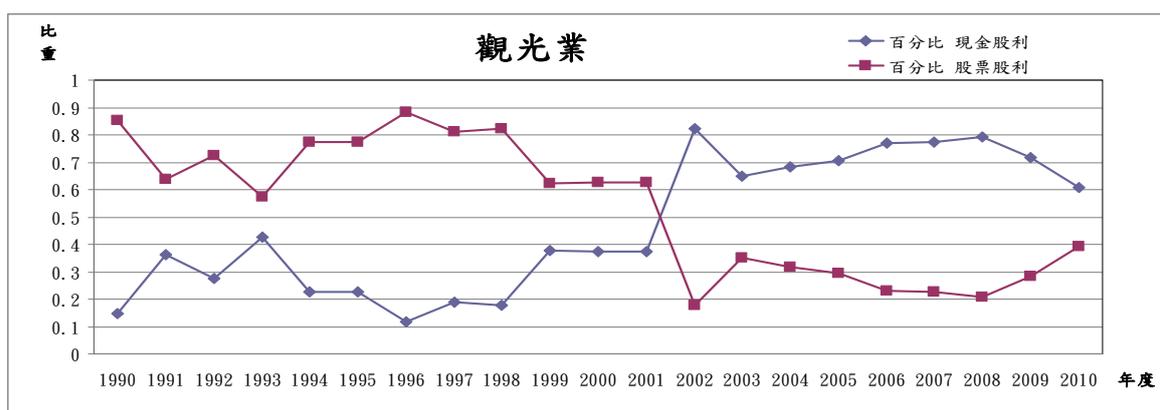
圖 4-5 汽車產業從 1990 年起到 1997 年期間發放股票股利與現金股利有些震盪，但從 1998 年開始發放現金股利的比重高於股票股利，現金股利比重最高到 1，股票股利比重最低到 0，因此汽車產業股利政策也有改變發放現金股利的趨勢。



資料來源：本研究整理

圖 4-5 1990 年起至 2010 年期間汽車產業股利發放趨勢圖

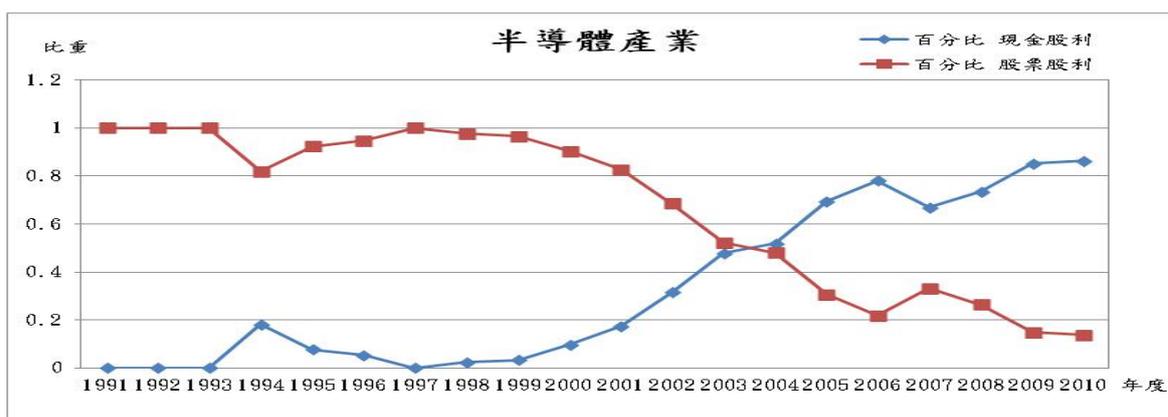
圖 4-6 觀光產業從 1990 年起到 2001 年期間發放股票股利的比重高於發放現金股利，而從 2002 年開始發放現金股利的比重高於股票股利，現金股利比重最高超過 0.8，股票股利比重最低來到 0.2，因此觀光業股利政策也有改變發放現金股利的趨勢。



資料來源：本研究整理

圖 4-6 1990 年起至 2010 年期間觀光產業股利發放趨勢圖

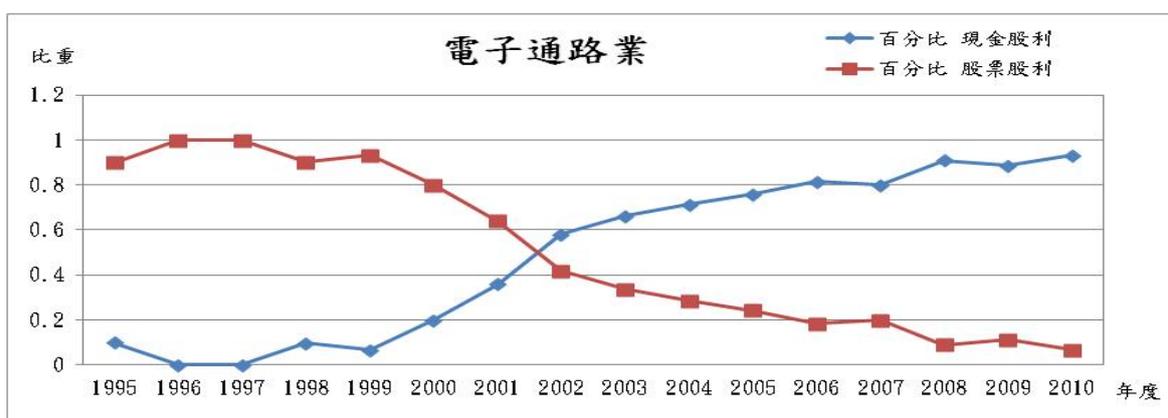
圖 4-7 半導體產業從 1991 年起到 2003 年期間發股票股利的比重高於發放現金股利，而從 2004 年開始發放現金股利的比重高於股票股利，現金股利比重最高 0.8，股票股利比重低於 0.2，因此半導體產業股利政策也有改變發放現金股利的趨勢。



資料來源：本研究整理

圖 4-7 1991 年起至 2010 年期間半導體產業股利發放趨勢圖

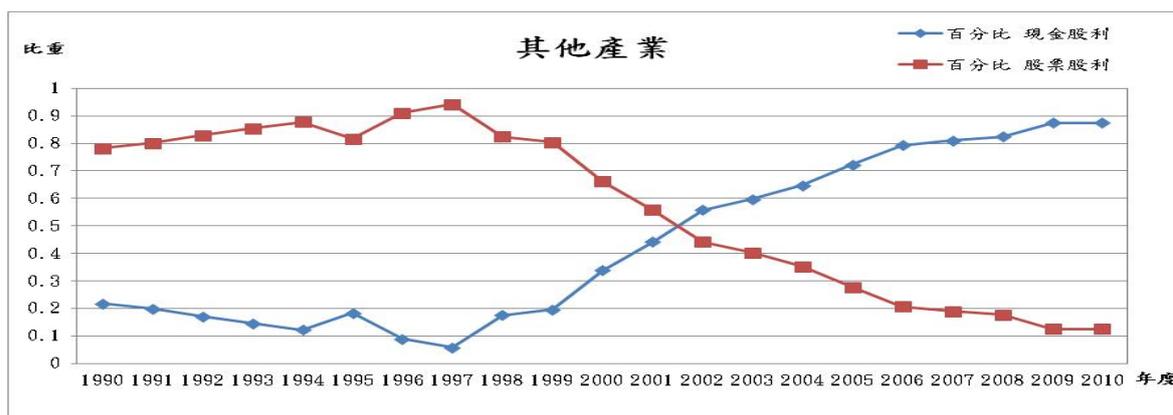
圖 4-8 電子通路產業從 1995 年起到 2001 年期間發股票股利的比重高於發放現金股利，而從 2002 年開始發放現金股利的比重高於股票股利，現金股利比重最高接近 1，股票股利比重接近 0，因此電子通路業股利政策也有改變發現金股利的趨勢。



資料來源：本研究整理

圖 4-8 1995 年起至 2010 年期間電子通路產業股利發放趨勢圖

圖 4-9 其他產業是扣除上述八個產業後其餘上市公司，從 1990 年起到 2001 年期間發放股票股利的比重高於發放現金股利，股票股利比重最高超過 0.9 現金股利比重低於 0.1，而從 2002 年開始發放現金股利比重高於股票股利，現金股利比重最高接近 0.9 股票股利最低接近 0.1，因此其他產業股利政策也有改變發現金股利的趨勢。



資料來源：本研究整理

圖 4-9 1990 年起至 2010 年期間其他產業股利發放趨勢圖

## 第二節 公司股利政策改變之成因

本研究透過質性研究法了解上市公司對股利政策發放股票股利或現金股利的變化，並透過個案訪談驗證股利政策改變之成因，以政府股利政策、公司治理面的做為訪談方向，以確定改變成因驗證本研究之假設，並加入以下訪談公司，從 1990 年至 2010 年股票股利及現金股利發放的趨勢圖，分析訪談公司發放股利的趨勢並對照不同產業之差異性。表 4-2 為個案公司基本資料，內容為成立時間、員工人數、產業別、股本及上市時間。

## 一、個案公司基本資料

表 4-2 個案公司基本資料表

個案公司	成立時間	員工人數	產業別	股本	上市時間
A 公司	1954 年成立	員工 5200 人	塑膠業	約 610 億	1964 年
B 公司	1971 年成立	員工 9500 人	鋼鐵業	約 1500 億	1974 年
C 公司	1978 年成立	員工 4200 人	電子通路	約 16 億	2000 年

資料來源：本研究整理

## 二、股利政策改變成因

### (一) 政府政策

#### 1. 兩稅合一

過去在許多文獻的實證中發現<sup>4</sup>兩稅合一會改變股利政策，因此，本研究納入質性個案訪談的問題，了解為什麼兩稅合一的政策會改變企業發放股利的政策，並以文獻的研究結果與實務來印證兩稅合一的政策是否會影響企業轉為發放現金股利的政策，訪談中提到：

「因應主管機關政策，本企業當時因應政府政策據以修訂公司章程，近年來幾乎全數發放現金股利。」(A 公司)

「兩稅合一其實對公司的股利政策沒有什麼影響，因為基本上兩稅合一是公司繳稅之後把整個股利扣繳給股東，再分配給股東之後，股東再把公司繳的稅拿去申報，

<sup>4</sup>汪瑞芝、陳明進(2004)、洪榮華、曾子耘與林聖傑(2006)、謝佳純(2001)等，兩稅合一政策確實會影響企業的股利政策，藉由稅制的改革使企業由發放股票股利轉而發放現金股利。

當成一個扣抵的稅額，公司很少有保留盈餘存在，所以兩稅合一基本上不會影響到公司股利政策的擬定。」(B公司)

「對於公司重要的判別是每年多少預算，根據預算會有多少盈餘，再根據盈餘考量現金流的問題，然後再考量股利政策。」(C公司)

綜合上述，我們了解A公司是有受到兩稅合一政策的影響，這與過去的文獻相符，但在B、C公司的訪談中了解，B、C公司並沒有受兩稅合一政策的影響，這是與過去的文獻不相符的地方。A公司在當年為了因應政府的政策，在公司章程裡已經進行修改，把發放現金股利納入股利政策，B公司的公司章程裡明白地規定現金股利發放的比例，每次在發放股利時，幾乎都將保留盈餘盡量發出，因此，公司發放股利的比率提高，以致於不受兩稅合一政策的影響；C公司考量的因素是企業內部現金流的問題，因為發放現金股利會影響公司的資金運用，因此，公司財務部門需掌握未來公司的資金需求來決定股利的發放，才可避免不必要的貸款利息成本。在針對兩稅合一政策的觀點，對企業的股利政策確實有影響，重要的一點是公司保留盈餘會加課10%的稅，因此，公司當然會選擇發現金股利，以免繳交10%的稅金，因此，兩稅合一政策是會使企業發放現金股利的重要因素。

## 2. 平衡股利

平衡股利政策是政府為了要讓上市公司能夠多發放現金股利而制定的，過去的文獻實證發現<sup>5</sup>平衡股利會影響股利政策，透過訪談了解為何平衡股利政策是改變發現金股利的因素，並以文獻的研究結果與實務來印證平衡股利的政策是否會影響企業轉為發放現金股利的政策。訪談中提到：

「因應主管機關政策，本企業當時因應政府政策據以修訂公司章程，近年來幾乎

---

<sup>5</sup>洪振原(2004)及陳欣伶(2003)的研究證實，平衡股利政策確實會影響企業的股利政策，由股票股利轉變發放現金股利，孫梅瑞、陳憲民(2002)實證結果受「平衡股利政策」及「兩稅合一」制度實施的影響而造成之只發放股票股利的傾向明顯降低。

全數發放現金股利。」(A公司)

「因早期發放股票股利比較多，所以希望現金股利和股票股利去做一個平衡，但是這個後來為什麼會沒有人提，是因為事實上就整個股利來講，有些人喜歡現金股利有些人喜歡股票股利，就產業去看，對公司來說也沒有這個問題，因為在章程已經訂好是以發放現金股利大於股票股利。」(B公司)

「原則上會考量公司整體，很多公司會參考平衡股利政策，如果現金流不夠如何遵照平衡股利政策？因此，公司有經營能力的話就自己去決定。」(C公司)

綜合上述，A公司在股利政策上，確實有受到平衡股利政策的影響，這與過去文獻相符，而B、C公司則沒有受到平衡股利政策的影響與過去文獻不相符。A公司在當時因應政府的平衡股利政策，在公司章程裡已經進行修改，並把發放現金股利納入股利政策，因此，政府在推行平衡股利政策時，確實對A公司在股利政策的決定上有所影響；而B公司在面對平衡股利政策時，並沒有太大的影響，其原因是B公司本身在公司章程已經明訂，現金股利不能低於75%而股票股利不能高於25%，再者B公司認為產業特性不同發放股利也有所不同；C公司在平衡股利政策這個問題上也覺得沒有影響，由於C公司強調公司的自主權，經營能力不錯的公司可以自行去決定發放股票股利或現金股利，所以不會受政策的干擾。以平衡股利政策的觀點來看，對企業股利政策確實有影響，因為發股票股利會使股本增加，股本增加就會使每股盈餘稀釋，因此，政府推行平衡股利政策就是要達到企業多發放現金股利以維護投資人的權益，所以平衡股利政策是會使企業發放現金股利的重要因素。

## (二) 公司治理

### 1. 迎合股東

在股票市場裡，投資人都會追逐高殖利率的股票，而殖利率是以現金股利來計算，因此，上市公司的管理者會把迎合股東列入股利政策的考量，以符合股東的需求

<sup>6</sup>，因此，本研究透過訪談想要了解為何迎合股東會是改變發現金股利的因素，並以文獻的研究結果與實務來印證迎合股東是否會影響企業轉為發放現金股利的政策。訪談中提到：

「原則上公司會考量股東需求，惟仍須整體作考量，包含公司營運、資金、稅負、經濟環境等其他因素。」(A公司)

「公司當時章程在擬定時，也可以說是迎合股東需求，事實上，早期外資持股比例比較高的時候，還是希望企業多發現金股利，因為一般財務上來看的話，所謂殖利率是看現金股利不是看股票股利，所以還是以發較高殖利率的模式在走，這當然是迎合股東的需求。」(B公司)

「如果全部都考慮股東的需求，那股東喜歡多少股利就發多少股利，而公司都沒有考慮到現金流的問題就發較高的股利，公司會有借款的風險。」(C公司)

綜合上述，A、B公司都有受迎合股東的影響，這與過去文獻相符，而C公司並沒有受到迎合股東的影響與過去文獻不相符。A公司在考量股東需求外，還會考慮公司的其他因素，其實股票市場是企業籌措資金的地方，所以很多企業需要迎合股東的需求使公司方便取得資金；B公司已把迎合股東的需求列入股利發放的依據，例如：在台灣股票市場擁有市值三分之一的外資就是很重要的資金來源，尤其許多上市公司的外資持股很高，再加上外資喜好發放現金股利的特性，所以發放現金股利以維護股價的穩定性是考慮的因素之一；C公司不以迎合股東來決定股利政策，是以公司為最大考量因素，可能是先前考慮內部現金流的問題為依據。從迎合股東的觀點來看，對企業股利政策確實有影響，不管是針對外資機構、國內投資機構甚至一般投資人都是企業想要以股利政策去迎合的對象，畢竟每家企業都希望自己的股票不要被市場低

---

<sup>6</sup>廖俊杰、陳家妤(2008)實證結果發現投資者對現金股利的需求表現為股利益價，即投資人願意追買發放現金股利的企業股票，方以唐(2006)的研究發現支付現金股利的意願是遞增，但股票股利卻是遞減，股利政策不但依其本身的特徵，也會迎合投資大眾的偏好而做調整。

估，以致籌措資金不順利，因此，迎合股東是會影響企業發放現金股利的重要因素。

## 2. 代理問題

在公司治理方面，代理問題一直存在企業裡，有些文獻探討公司保留過多的現金會使經理人在管理上面產生代理問題，並會在企業股利政策的制定有所影響<sup>7</sup>，因此，本研究透過訪談想要了解代理問題為何是改變發現金股利的因素，並以文獻的研究結果與實務來印證代理問題是否會影響企業轉為發放現金股利的政策。訪談中提到：

「代理問題對股利發放比率有所影響，惟本企業經營權與所有權趨於一致，較無代理問題。」(A公司)

「如果代理問題是公司交由專業經理人是否會影響股利政策，肯定會。但在股利政策方面，公司章程就已經修訂為現金股利高於75%，實際發放都高於75%，沒有所謂代理問題。」(B公司)

「代理應該解釋為企業經營權與所有權分開，是企業希望公司在專業領導及管理面有所增進，考量股利發放比率，應是其次問題，相信所有權人也應會尊重專業團隊的股利政策，亞洲企業一般都是老闆(所有權人)親自經營管理，當他經營不善或企業體過大才會找專業團隊來經營，無非企業要有所發展及獲利。」(C公司)

綜合上述，A、B、C三家公司都不受代理問題的影響與過去文獻不相符。以上三家企業都屬於經營權與所有權一致的公司，而A、B公司由於在公司章程已擬定好明確的股利政策，所以不受代理問題影響，而C公司財務資金的決定權在所有權人身上，專業經理人只是提建議，因此，在文獻裡所提到擔心有代理問題而發放現金股利，應該是指經營權與所有權分開的公司。對代理問題來看，對企業的股利政策影響不大，其原因是經營權與所有權是否分開，如果是分開的話，所有權人應該是最後決定股利政策的發放，所以會避免代理問題的發生。

---

<sup>7</sup>洪振虔(1989)驗證了代理問題對企業現金股利的發放確實會有影響。

### 3. 內部人持股

本研究透過訪談想要了解內部人持股為何是改變企業發放現金股利的因素<sup>8</sup>，並以文獻的研究結果與實務來印證內部人持股是否會影響企業轉為發放現金股利的政策。訪談中提到：

「內部人(如大股東)持股狀況為公司股利政策考量因素之一，因為在同集團裡有三家關係企業共同持有一家同集團裡的企業股權，因此被持有股權的這家公司相對會發放較高的股利。」(A公司)

「正常來說應該不會，但有些公司可能有交叉持股或大股東持股的現象，就容易影響股利政策的制定。」(B公司)

「公司不會因為內部人持股的問題考量股利政策，還是會考量現金流的問題使公司正常運作，降低資金來源的風險。」(C公司)

綜合上述，A公司有受內部人持股的影響與過去文獻相符，而B、C公司沒有受內部人持股的影響與過去文獻不相符。在A公司的股利政策上，有交叉持股的因素，所以才有影響到股利政策的情形，因此，B公司沒有交叉持股的問題，所以B公司不受內部持股人的影響，C公司主要還是考慮企業內部現金流的問題。以內部人持股觀點來看，對企業的股利政策影響不大，其原因是，企業不會就單純以內部人持股高低來影響股利政策，除了像A公司集團裡有三家公司共同持一家公司的股權，這種情形在台灣不是很普遍，再者本文是探討發現金股利改變的成因，不是探討發放股利的高或低，因此，內部人持股不是企業發放現金股利的重要因素。

---

<sup>8</sup>蔣慶煌(2002)發現內部人持股比例較高的公司傾向發放較多的現金股利。

### (三) 企業生命週期

本研究透過訪談想要了解企業生命週期為何是改變企業發放現金股利的因素<sup>9</sup>，並以文獻的研究結果與實務來印證企業生命週期是否會影響企業轉為發放現金股利的政策，訪談中提到：

「如本企業內屬成熟期之公司，其現金股利發放比率相對較高；若屬成長期之公司，考量資金需求，其現金股利發放比率相對較低。主管機關發佈函令(89)台財證(一)字第100116號，要求各上市上櫃公司於公司章程中，明訂具體之股利政策，其提供之參考範例亦配合企業生命週期而有不同之股利政策。」(A公司)

「一般來說，應該會有影響。但仍然要考慮公司經營狀況與股東的期待，如果公司現金流量減少，加上公司又屬擴建時期，股利政策還是需作調整。」(B公司)

「每一個企業，都是以永續經營的概念繼續經營及永續發展，方向是往前看；往更好的遠景規劃，企業生命週期變化如會影響未來的股利發放政策，亦是正確的方向，但在不能逃脫現金流問題為前題之下，因為現金流有問題的公司而發不出股利，再好的公司也沒有能力去因應。」(C公司)

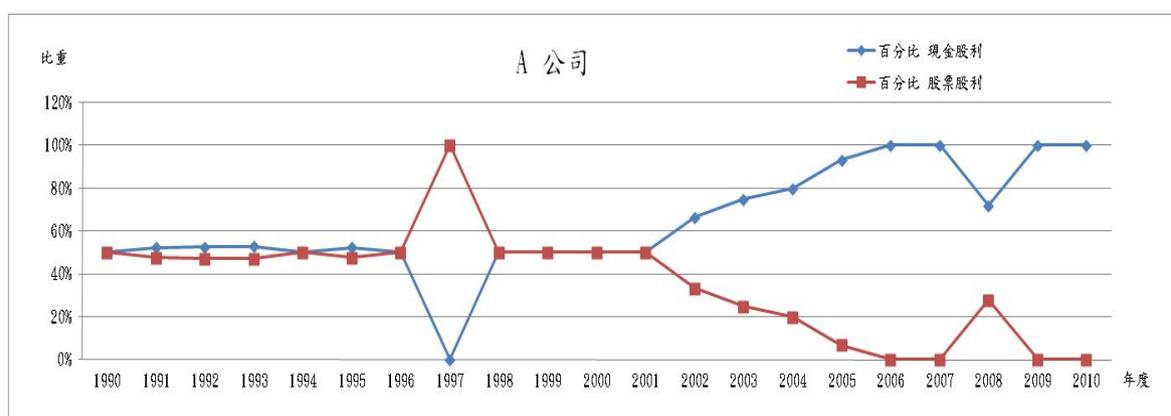
綜合上述，A、B公司有受企業生命週期的影響與過去文獻相符，而C公司沒有受企業生命週期的影響與過去文獻不相符。在A公司是屬於成熟期之公司，因此，發放現金股利比率較高，較不容易有大型的投資或擴建計劃使資金需求相對提高；而B公司生命週期屬於成長期，所以應該還會有擴建的可能，因此，相對有資金的需求可能，但在公司章程修改現金股利不低於百分之七十五，股票股利不高於百分之二十五，所以還是發放現金股利為主；C公司最主要也是覺得公司內部的現金流比較會影響股利發放的政策，對於企業生命週期沒有明確定論。以本研究對企業生命週期觀點來

---

<sup>9</sup>龐承緯(2010)、吳欣諭(2005)企業生命週期分別為導入期、成長期、成熟期、衰退期，在不同的時期裡企業股利政策有不同的考量，因為公司在不同的時期對內部資金有不同的運用。

看，對企業股利確實有影響，企業生命週期分為四期，企業在這四階段裡確實對資金的運用有所不同，因此，企業在考量股利政策要發放股票股利或現金股利時，也會考量自己企業處於生命週期的位置，在 A、B 公司章程裡都有定位，因此，企業生命週期是企業發放現金股利的重要因素。

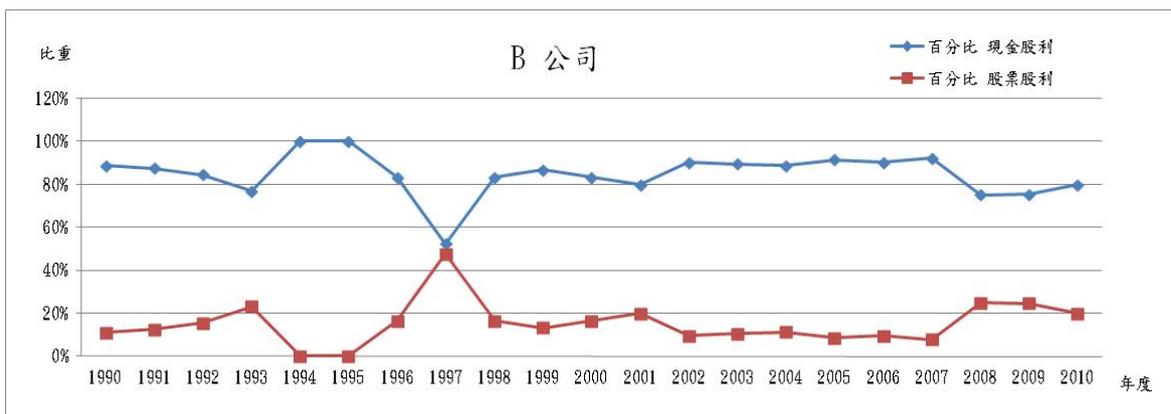
圖 4-10 A 公司在 1990 年至 2001 年發放現金股利及股票股利均呈現平均發放，但 1997 年適逢東南亞金融風暴，因此，A 公司發放股票股利，沒有發放現金股利，由 A 公司的趨勢圖來看，確實在 2002 年開始，現金股利的發放大於股票股利的發放，與全上市公司的趨勢大致相符，而 A 公司的公司章程規定以發放現金股利為優先。



資料來源：本研究整理

圖 4-10 1990 年起至 2010 年期間 A 公司股利發放趨勢圖

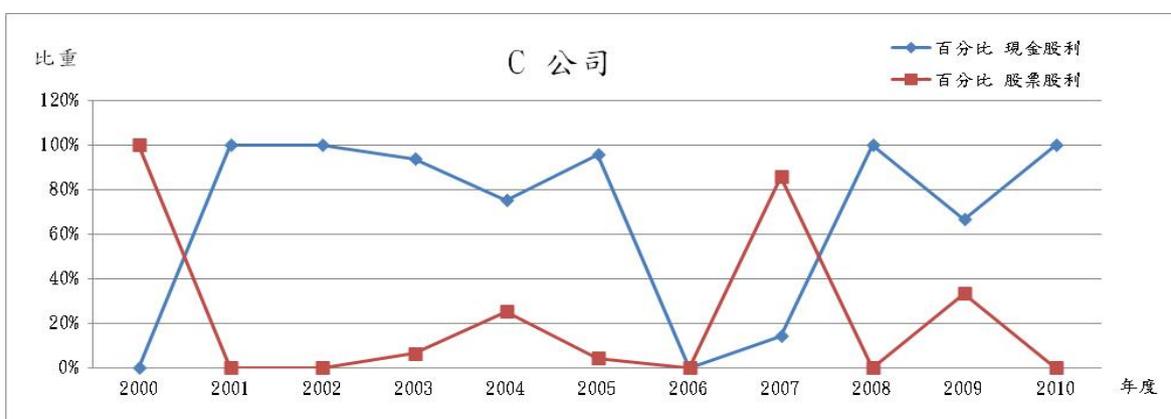
圖 4-11 B 公司在 1990 至 2010 年都呈現發放現金股利大於股票股利的狀態，但 1997 年適逢東南亞金融風暴，因此，B 公司的現金股利發放率下降，股票股利發放率上升，以 B 公司與全上市公司發放股利比較，在發放股票股利轉移為發放現金股利上面，並無太大的影響，其原因為 B 公司早期在訂定公司股利方法章程時，本身在發放股利的公司章程上，就已經採取發放現金股利較多的考量了，所以在公司章程裡明定現金股利發放不得少於百分之七十五，與股票股利發放不得高於百分之二十五的規定，也都有確實遵守發放。



資料來源：本研究整理

圖 4-11 1990 年起至 2010 年期間 B 公司股利發放趨勢圖

圖 4-12 C 公司由於在 2000 年後才上市，因此在發放股票股利上，從 2001 年開始至 2010 年發放現金股利大於股票股利，除了 2006 年因公司處於虧損狀態，因此並無發放股利，2007 年因公司有重大投資案需要大量現金，所以在發放股利策略上，採取降低發放現金股利的比率，因此，C 公司也與全上市公司趨勢大致相符。



資料來源：本研究整理

圖 4-12 2000 年起至 2010 年期間 C 公司股利發放趨勢圖

### 第三節 股利資訊內涵實證結果

股利資訊內涵實證的研究是以台灣交易所上市之公司為研究母體，樣本研究期間則自 1990 年 1 月 1 日起至 2010 年 12 月 31 日止。包含當年度上市公司，其上市公司

家數共為 779 家，分別以總股利與現金股利連續增發及連續減發為觀察樣本。其中，在總股利上共有 399 個樣本，連續增發三年的公司有 138 件，連續增發四年以上的公司有 77 件，連續減發三年的公司有 118 件，連續減發四年以上的公司有 66 件。在現金股利上共有 319 個樣本，連續增發三年的公司有 132 件，連續增發四年以上的公司有 108 件，連續減發三年的上市公司有 63 件，連續減發四年以上的上市公司有 16 件。

表 4-3 至表 4-10 是運用事件研究法整理關於連續增減發總股利與現金股利，並以股東會宣告日當天為事件日期，從表 4-3 與 4-4 中我們看到在現金股利連續增發三年與四年以上的表格，在事件日當天為-0.0464 與-0.1002 且皆不顯著( $t=-0.3296$ ;  $t=-0.4896$ )。但以現金股利來看，表 4-3 連續增發三年中，我們發現在第四天與第五天都出現顯著的正向異常報酬，可見並非完全沒有效果，在表 4-4 連續增發四年以上，分別在宣告日過後第一天與第三天出現正向異常報酬，可能是在於投資人對於資訊的反應已經有了預期，因此，在宣告過後幾天才反應在股價上。另外，我們可以從圖 4-13 與圖 4-14 中看到樣本在事件期(-30~30)日的累積異常報酬率 (CAR)，可以發現樣本宣告幾乎皆為正的異常報酬率，並在圖 4-13 的累積異常報酬中發現宣告日後兩天都出現正向的異常報酬累積，而圖 4-14 連續四年以上在宣告日過後出現正向的異常報酬，因此，可以推估連續增發現金股利對於投資人而言，確實有著正面的資訊內涵存在。

表 4-5 與表 4-6 現金股利連續減發三年與四年以上的表格中我們發現，在事件日當天為 0.2728 與 0.1554 且皆不顯著，( $t=0.7927$ ;  $t=0.2093$ )，並在往後的五天中都未出現顯著的異常報酬，因此，我們可以觀察圖 4-15 連續三年減發的累積異常報酬率 (CAR) 中發現，在事件日宣告當天呈現 10% 的顯著水準的正向累積異常報酬率 (CAR)，可見，公司在連續減發現金股利的狀況下，投資人對於公司已經提前獲知股利減發的資訊，因此，減發的宣告對投資人而言並不意外，才會造成在異常報酬率上

呈現正的異常報酬。另外，在圖 4-16 連續四年以上減發的累積異常報酬率 (CAR) 中發現，在宣告日過後竟然出現連續四天的正向累積異常報酬率 (CAR)，我們推估連續四年以上減發的公司，投資人可能在事前就已經獲知公司盈餘的變化，對於公司股利的變化已經產生預期心理，因此在事件日宣告當天並無太大的異常報酬反應。

以總股利來看在表 4-7 的部分，連續增發三年的事件日當天的平均異常報酬率 (AR) 為 0.0228 並不顯著 ( $t=0.1472$ )，但在圖 4-17 異常報酬率 (CAR) 中，還是有出現連續四天負向的異常報酬，推估可能由於增發股利的公司都是在公司治理上體制健全的公司，投資人對於連續增發三年的股利可能未達投資人的預期價格，因此出現負向的異常報酬；反之，在表 4-8 總股利連續增發四年以上的部分，在事件日宣告當天的平均異常報酬率 (AR) 為 0.5185 並且有 5% 的顯著水準 ( $t=2.3059^{**}$ )，推估能夠持續四年以上增發總股利的公司在投資人眼中，是屬於穩定成長並且有發展前景的公司，因此，在宣告日得知持續增發四年的正面資訊內涵後帶動股價反應，因此，有比較明顯的異常報酬率，在圖 4-18 累積異常報酬的部分，也在宣告日過後長期來看是有正向成長的異常報酬率，因此，對於投資人而言連續增發四年以上的公司，應該存在正面的資訊內涵。

在總股利連續減發的部分，表 4-9 與表 4-10 分別顯示連續三年與四年以上減發的異常報酬率，在股東日宣告當天的平均異常報酬率 (AR) 為 0.2775 與 0.4099 並不顯著 ( $t=1.2319$ ;  $t=1.4935$ )，在持續觀察圖 4-19 圖 4-20 的累積異常報酬率 (CAR) 資料過後發現，確實在宣告過後一天出現負向的累積異常報酬率 (CAR)，但長期來看卻出現正向的報酬率，推估這可能存在資訊不對稱的問題，因此，投資人可以藉由資訊不對等的關係，由於先前投資人可能因為盈餘宣告的關係，在股利宣告後，投資人可以預期未來的股利資訊，因此，提早把手上的股票賣出，等到股利減發的負面資訊宣告過後，藉此逢低買進相關股票，賺取宣告前後的股價報酬，因此，才在股利宣告日過後出現正向的異常報酬。

表 4-3 現金股利連續三年增發股東會宣告日標準平均異常報酬率表 (-10 日~30 日)

Event Day	AR	STD	t-Value	PERCENT>0
-10	-0.2360	2.0545	-1.3200	61
-9	-0.2512	1.7337	-1.6645*	62
-8	-0.0048	2.1475	-0.0256	49
-7	0.1044	1.8282	0.6564	52
-6	0.1808	2.1191	0.9802	52
-5	0.0128	2.0656	0.0714	54
-4	-0.0942	2.1214	-0.5104	52
-3	0.2487	1.8456	1.5484	52
-2	-0.2941	2.2285	-1.5160	55
-1	-0.0949	1.8783	-0.5806	50
0	-0.0464	1.6180	-0.3296	52
1	0.1321	2.1132	0.7182	43
2	0.0373	2.3891	0.1793	58
3	-0.1561	1.8287	-0.9806	55
4	0.2900	2.0198	1.6496*	47
5	0.5798	2.2817	2.9195***	44
6	-0.2642	2.0947	-1.4493	57
7	-0.1546	2.5337	-0.7012	51
8	-0.0774	2.2487	-0.3953	52
9	0.0206	1.9173	0.1237	46
10	-0.0760	1.9749	-0.4420	54
11	-0.2078	2.3176	-1.0300	58
12	0.0064	2.0422	0.0360	48
13	0.5114	2.2799	2.577**	45
14	0.2297	2.3407	1.1276	52
15	0.0536	1.9958	0.3086	50
16	0.1741	1.9928	1.0037	52
17	0.0133	1.8477	0.0829	53
18	0.1095	1.9557	0.6432	47
19	0.1548	2.1835	0.8143	43
20	0.1426	2.0442	0.8015	48
21	-0.2548	2.1971	-1.3322	55
22	0.0362	2.0927	0.1985	48
23	0.2471	2.0298	1.3989	46
24	-0.2304	2.0949	-1.2637	54
25	0.0821	2.2201	0.4249	49
26	0.0928	2.5175	0.4234	54
27	0.3957	2.1401	2.1242**	44
28	0.2947	2.5067	1.3506	52
29	0.4320	2.0979	2.3658**	45
30	0.4288	2.3025	2.1397**	45

註：\*、\*\*與\*\*\*分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

表 4-4 現金股利連續四年以上增發股東會宣告日標準平均異常報酬率表(-10日~30日)

Event Day	AR	STD	t-Value	PERCENT>0
-10	-0.0109	2.1468	-0.0529	52
-9	-0.5340	1.9355	-2.8672***	58
-8	0.2080	1.6193	1.3351	54
-7	0.0115	1.8392	0.0648	54
-6	-0.1086	1.7463	-0.6460	55
-5	-0.0269	2.1046	-0.1329	51
-4	-0.0041	1.7413	-0.0246	49
-3	0.0552	2.1212	0.2706	52
-2	-0.2773	2.2005	-1.3098	56
-1	-0.3961	2.0493	-2.0087**	58
0	-0.1002	2.1264	-0.4896	56
1	0.3788	2.0522	1.918*	47
2	0.1513	2.3523	0.6683	50
3	0.5310	2.1155	2.6087***	42
4	0.2674	2.0197	1.3761	46
5	0.1456	2.2251	0.6799	43
6	-0.4669	2.1539	-2.2527***	60
7	-0.1229	2.0546	-0.6218	48
8	-0.0238	2.2056	-0.1121	56
9	0.0950	2.0441	0.4830	50
10	-0.1539	1.9301	-0.8284	59
11	-0.2974	2.5549	-1.2097	50
12	-0.3395	2.1229	-1.6618*	58
13	0.5088	2.0915	2.5282**	39
14	0.3119	2.1566	1.5027	44
15	0.1052	2.1903	0.4993	52
16	0.0278	2.0475	0.1413	51
17	0.3987	2.2300	1.8578*	43
18	0.3838	1.9229	2.0743**	40
19	0.1868	2.1322	0.9107	52
20	-0.0423	2.2934	-0.1918	53
21	0.2083	2.3520	0.9204	51
22	-0.0186	2.1792	-0.0886	56
23	0.4986	2.4320	2.1305**	36
24	0.2505	2.4877	1.0466	48
25	-0.0043	2.3295	-0.0190	59
26	-0.4239	2.1415	-2.0571**	64
27	0.3978	2.2647	1.8253*	40
28	0.1032	2.1698	0.4941	47
29	0.7569	2.3484	3.3493***	44
30	-0.1035	2.1481	-0.5005	44

註：\*、\*\*與\*\*\*分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

表 4-5 現金股利連續三年減發股東會宣告日標準平均異常報酬率表 (-10 日~30 日)

Event Day	AR	STD	t-Value	PERCENT>0
-10	-0.1816	3.0747	-0.4687	52
-9	0.1448	2.7838	0.4128	46
-8	-0.1764	2.6610	-0.5263	60
-7	-0.6877	2.6462	-2.0627**	54
-6	0.0687	2.7210	0.2003	49
-5	0.9685	2.8913	2.6587***	41
-4	-0.0276	2.5309	-0.0864	56
-3	0.0196	2.0243	0.0767	52
-2	0.2479	2.4048	0.8182	51
-1	0.2917	2.5420	0.9107	44
0	0.2728	2.7314	0.7927	51
1	-0.5529	2.8077	-1.5630	67
2	-0.2492	2.6585	-0.7441	51
3	-0.4141	2.8856	-1.1391	63
4	-0.4403	2.5241	-1.3844	60
5	0.0689	2.4380	0.2243	52
6	0.1482	2.7474	0.4282	54
7	-0.0923	2.5226	-0.2905	49
8	-0.4498	2.4251	-1.4723	68
9	0.5200	2.6400	1.5633	52
10	0.3470	2.6943	1.0222	44
11	0.1134	2.4447	0.3683	51
12	-0.3793	2.4469	-1.2303	62
13	0.3001	2.4638	0.9668	48
14	0.2153	2.0401	0.8375	52
15	0.2812	2.7876	0.8006	62
16	-0.0029	1.8629	-0.0124	52
17	-0.1790	2.2308	-0.6370	65
18	0.2008	2.6148	0.6095	57
19	-0.2677	2.5062	-0.8479	60
20	-0.1989	2.1710	-0.7271	57
21	-0.1508	2.2367	-0.5352	57
22	-0.1680	2.1007	-0.6348	59
23	0.6277	2.7044	1.8423*	41
24	0.2201	2.8040	0.6230	46
25	0.2843	2.4837	0.9084	46
26	0.2242	2.4927	0.7140	54
27	0.3889	2.3583	1.3090	46
28	0.4252	2.4489	1.3782	51
29	0.0543	2.0417	0.2112	54
30	0.2968	2.1425	1.0994	48

註：\*、\*\*與\*\*\*分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

表 4-6 現金股利連續四年以上減發股東會宣告日標準平均異常報酬率表(-10日~30日)

Event Day	AR	STD	t-Value	PERCENT>0
-10	0.8485	2.9958	1.1330	50
-9	-0.1343	1.5721	-0.3417	56
-8	0.3189	3.2137	0.3969	63
-7	0.6542	3.4156	0.7661	50
-6	0.6575	3.0536	0.8612	38
-5	-0.6207	3.4439	-0.7210	69
-4	0.5532	3.9004	0.5673	44
-3	-1.1161	3.9336	-1.1350	69
-2	1.0738	2.4379	1.7619*	38
-1	-1.1209	2.5220	-1.7778*	69
0	0.1554	2.9691	0.2093	50
1	0.6654	2.7645	0.9628	56
2	0.6025	3.2924	0.7320	31
3	0.2309	3.3830	0.2730	63
4	0.3892	3.1019	0.5019	56
5	-0.5072	2.3891	-0.8493	56
6	-0.3107	2.2809	-0.5449	31
7	-0.0280	4.3435	-0.0258	50
8	1.3568	2.5327	2.1429**	44
9	-0.0021	2.7789	-0.0030	63
10	0.7377	3.1171	0.9466	44
11	1.4143	3.1458	1.7984*	44
12	0.5448	3.3471	0.6511	50
13	-0.4774	2.7138	-0.7037	63
14	0.1755	2.6322	0.2667	56
15	-0.3483	2.1969	-0.6342	63
16	-0.4946	3.1266	-0.6328	69
17	-0.2061	2.8871	-0.2855	56
18	0.5799	2.4675	0.9400	56
19	0.2596	2.4246	0.4282	44
20	0.3656	1.5548	0.9406	50
21	-0.1646	2.0287	-0.3245	56
22	-0.0595	2.1141	-0.1126	56
23	-0.2364	1.8920	-0.4997	56
24	-0.3435	1.4421	-0.9527	56
25	-0.6828	2.5927	-1.0534	56
26	0.4830	1.9702	0.9806	44
27	0.1601	1.9642	0.3261	44
28	0.0094	1.9208	0.0195	50
29	0.4224	2.6307	0.6423	56
30	-0.4118	2.0655	-0.7975	63

註：\*、\*\*與\*\*\*分別代表10%、5%與1%的顯著水準。

表 4-7 總股利連續三年增發股東會宣告日標準平均異常報酬率表 (-10 日~30 日)

Event Day	AR	STD	t-Value	PERCENT>0
-10	-0.1306	1.9669	-0.7803	57
-9	-0.3366	1.8199	-2.1728**	66
-8	-0.1094	1.9271	-0.6667	55
-7	0.0797	1.7764	0.5268	52
-6	0.0982	1.8673	0.6177	54
-5	-0.1038	2.0386	-0.5982	57
-4	-0.1632	1.6585	-1.1560	53
-3	0.1955	1.9645	1.1692	52
-2	-0.5245	2.4091	-2.5575**	54
-1	-0.1021	2.1859	-0.5485	49
0	0.0228	1.8166	0.1472	48
1	0.1107	2.1022	0.6188	41
2	0.1484	2.2900	0.7612	54
3	-0.1002	1.9723	-0.5967	53
4	0.1988	1.9571	1.1934	46
5	0.2190	2.2608	1.1378	51
6	-0.0340	2.0149	-0.1985	53
7	-0.0836	2.4996	-0.3929	52
8	-0.0501	2.3512	-0.2502	54
9	0.1167	1.8986	0.7223	47
10	0.0286	1.9642	0.1711	49
11	-0.1877	2.4706	-0.8924	55
12	0.1601	2.1978	0.8557	48
13	0.5582	2.3843	2.7503***	41
14	0.4369	2.3445	2.1894**	44
15	0.0707	1.9639	0.4228	51
16	0.2352	2.0068	1.3767	54
17	0.2958	2.0139	1.7256*	52
18	0.1130	2.2602	0.5875	51
19	0.0789	2.1389	0.4336	46
20	0.2181	2.0924	1.2246	44
21	-0.2533	1.8862	-1.5777	53
22	-0.0327	2.3057	-0.1666	53
23	0.1471	2.3633	0.7311	50
24	-0.0083	2.2672	-0.0431	50
25	0.0554	2.4121	0.2697	47
26	0.0678	2.2231	0.3582	51
27	0.2245	2.0880	1.2628	47
28	0.4840	2.5538	2.2265**	47
29	0.5695	2.4758	2.7022***	49
30	0.3081	2.3012	1.5726	51

註：\*、\*\*與\*\*\*分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

表 4-8 總股利連續四年以上增發股東會宣告日標準平均異常報酬率表 (-10 日~30 日)

Event Day	AR	STD	t-Value	PERCENT>0
-10	-0.0547	2.1622	-0.2222	49
-9	-0.2411	2.2385	-0.9449	55
-8	0.2062	1.8940	0.9551	53
-7	-0.1346	1.6930	-0.6978	61
-6	-0.0720	1.7102	-0.3695	56
-5	0.4444	2.1491	1.8145*	45
-4	0.2385	1.8653	1.1218	45
-3	0.2833	2.4815	1.0018	45
-2	-0.6734	2.2279	-2.6523***	65
-1	-0.2183	2.1116	-0.9073	53
0	0.5185	1.9731	2.3059**	44
1	0.4968	2.2311	1.9541*	39
2	0.0242	2.4044	0.0882	53
3	0.2340	1.7529	1.1715	44
4	0.2388	2.0514	1.0214	51
5	0.2313	2.2281	0.9108	40
6	-0.3678	2.0244	-1.5942	58
7	-0.3620	1.7950	-1.7697*	56
8	-0.0240	2.1759	-0.0969	56
9	0.4155	1.7997	2.026**	44
10	-0.2603	2.0225	-1.1296	58
11	-0.4252	2.6603	-1.4026	48
12	-0.6582	2.3608	-2.4466**	57
13	0.8220	2.1188	3.4042***	30
14	0.4310	2.5088	1.5075	48
15	0.0156	2.1827	0.0627	56
16	0.1649	2.0832	0.6945	51
17	0.6031	2.1529	2.4581**	42
18	0.3326	1.8051	1.6167	38
19	0.1685	2.1031	0.7030	49
20	0.2651	2.1780	1.0682	45
21	-0.1025	2.0095	-0.4476	52
22	-0.0504	1.9461	-0.2274	53
23	0.4867	2.4462	1.7459*	38
24	0.0017	2.6950	0.0057	57
25	0.1055	2.6566	0.3486	57
26	-0.2743	2.3736	-1.0139	58
27	0.9250	2.2650	3.5837***	26
28	0.1191	2.1278	0.4910	53
29	0.7688	2.4311	2.775***	43
30	0.4355	2.3450	1.6296	39

註：\*、\*\*與\*\*\*分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

表 4-9 總股利連續三年減發股東會宣告日標準平均異常報酬率表 (-10 日~30 日)

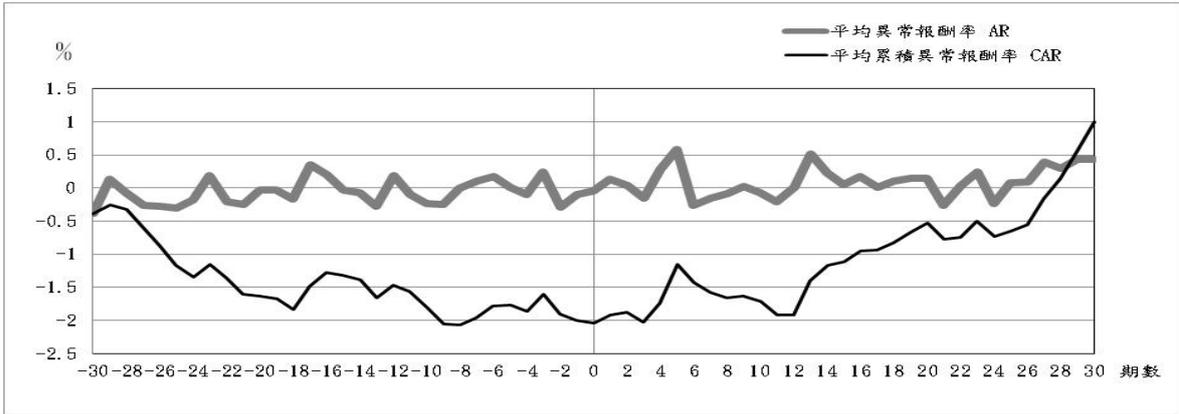
Event Day	AR	STD	t-Value	PERCENT>0
-10	0.1108	2.2806	0.5280	55
-9	0.4091	2.6198	1.6963*	52
-8	0.0626	2.6918	0.2526	55
-7	-0.0124	2.7634	-0.0486	55
-6	0.0969	2.3590	0.4462	50
-5	0.3212	2.8047	1.2441	48
-4	0.2497	2.4661	1.1001	47
-3	-0.2429	2.4703	-1.0682	57
-2	-0.2655	2.2897	-1.2596	53
-1	0.0015	2.3637	0.0067	54
0	0.2775	2.4469	1.2319	45
1	-0.2061	2.6039	-0.8597	53
2	0.0659	2.5349	0.2825	54
3	-0.3152	2.3097	-1.4825	65
4	0.0413	2.3408	0.1917	49
5	0.0226	2.4042	0.1019	49
6	-0.0594	2.6027	-0.2480	57
7	-0.0305	2.3126	-0.1435	58
8	-0.2325	2.3400	-1.0794	58
9	0.2510	2.7664	0.9854	55
10	0.1309	2.4432	0.5821	53
11	0.0804	2.4281	0.3598	45
12	-0.0807	2.3482	-0.3732	59
13	-0.1678	2.2270	-0.8187	58
14	0.0458	2.0778	0.2395	48
15	0.0180	2.3216	0.0843	58
16	0.0081	2.3548	0.0372	55
17	0.1129	2.3596	0.5196	48
18	-0.2077	2.2607	-0.9981	62
19	0.0871	2.4105	0.3924	50
20	0.2721	2.4912	1.1864	44
21	0.3117	2.5836	1.3105	48
22	0.3628	2.7555	1.4302	50
23	0.1930	2.9124	0.7198	50
24	-0.0644	2.8068	-0.2492	53
25	-0.0210	2.4223	-0.0940	53
26	0.1813	2.4976	0.7886	55
27	-0.3106	2.2966	-1.4691	60
28	-0.0032	2.7762	-0.0126	50
29	0.2464	2.8298	0.9458	48
30	-0.1966	2.2467	-0.9504	57

註：\*、\*\*與\*\*\*分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

表 4-10 總股利連續四年以上減發股東會宣告日標準平均異常報酬率表 (-10 日~30 日)

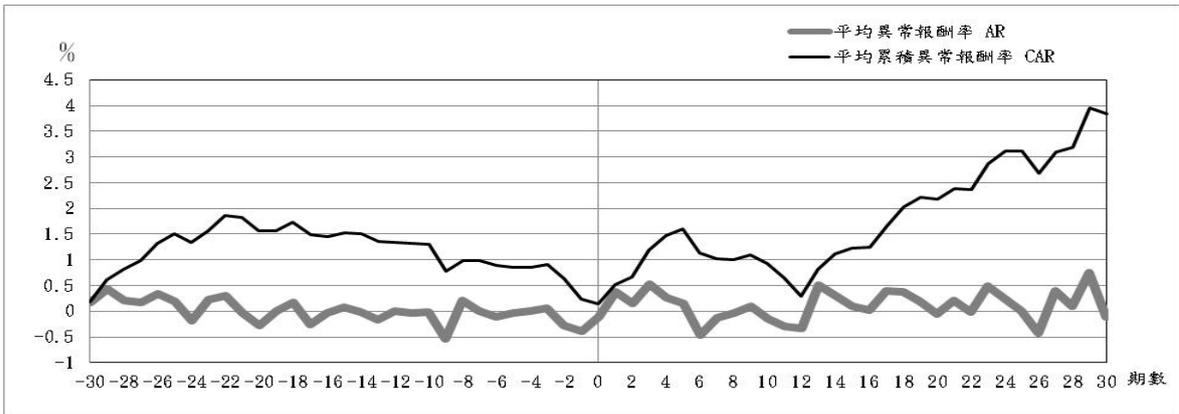
Event Day	AR	STD	t-Value	PERCENT>0
-10	0.1297	3.1829	0.3312	42
-9	0.1639	2.1288	0.6254	50
-8	0.2301	2.6900	0.6948	55
-7	-0.1107	2.8231	-0.3186	55
-6	0.0793	2.9702	0.2168	47
-5	0.4346	2.9539	1.1952	53
-4	0.3179	2.8567	0.9041	55
-3	0.0399	2.8196	0.1149	52
-2	-0.0349	2.8509	-0.0994	50
-1	-0.6349	2.3514	-2.1934**	62
0	0.4099	2.2298	1.4935	42
1	-0.0479	2.9788	-0.1306	58
2	0.3810	2.8187	1.0980	42
3	-0.1573	2.8149	-0.4540	59
4	-0.1619	2.7740	-0.4740	58
5	0.1765	2.7647	0.5187	52
6	0.2767	2.6905	0.8355	50
7	-0.2301	3.2064	-0.5829	53
8	0.2174	3.0789	0.5737	58
9	0.3296	2.4090	1.1116	42
10	-0.1423	2.8577	-0.4044	53
11	0.1763	2.4253	0.5904	56
12	0.2219	3.1830	0.5663	52
13	0.2101	2.1189	0.8054	52
14	-0.0407	2.4607	-0.1344	55
15	0.0656	2.7022	0.1971	55
16	-0.3750	2.3703	-1.2853	55
17	-0.0789	2.3862	-0.2685	61
18	0.3581	2.2716	1.2808	48
19	-0.2611	2.3902	-0.8875	53
20	-0.1365	1.7970	-0.6169	62
21	0.0872	2.6075	0.2716	45
22	0.0465	2.3429	0.1614	55
23	-0.1423	2.1155	-0.5464	58
24	0.2029	2.2462	0.7339	50
25	0.3178	2.2773	1.1339	48
26	0.1119	2.0752	0.4383	55
27	0.5051	2.7260	1.5052	45
28	-0.1994	2.6025	-0.6225	55
29	0.1187	1.9776	0.4876	58
30	-0.1942	2.0234	-0.7797	62

註：\*、\*\*與\*\*\*分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。



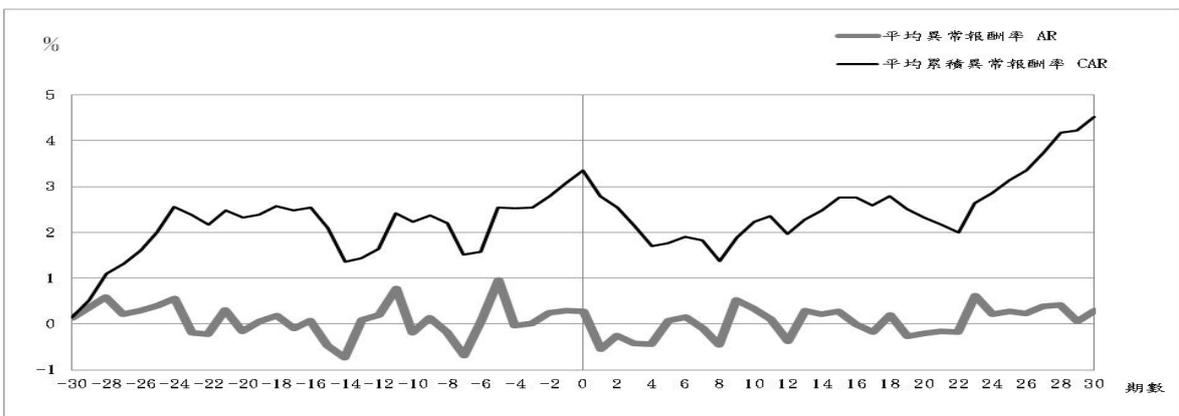
資料來源：本研究整理

圖 4-13 現金股利連續三年增發 CAR、AR 圖



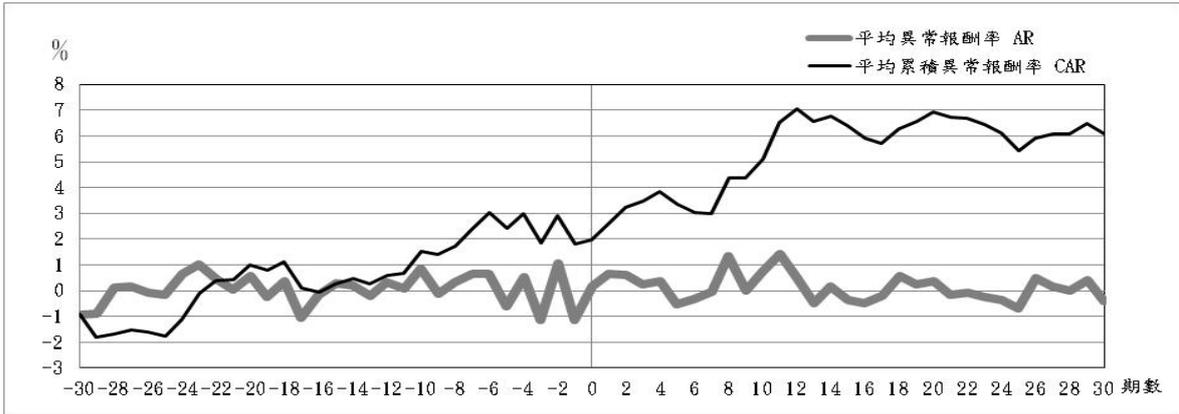
資料來源：本研究整理

圖 4-14 現金股利連續四年以上增發 CAR、AR 圖



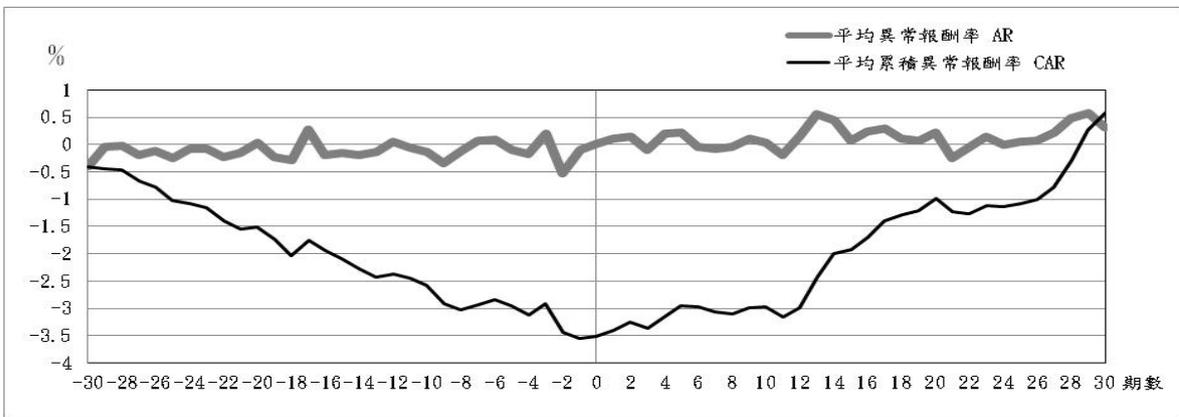
資料來源：本研究整理

圖 4-15 現金股利連續三年減發 CAR、AR 圖



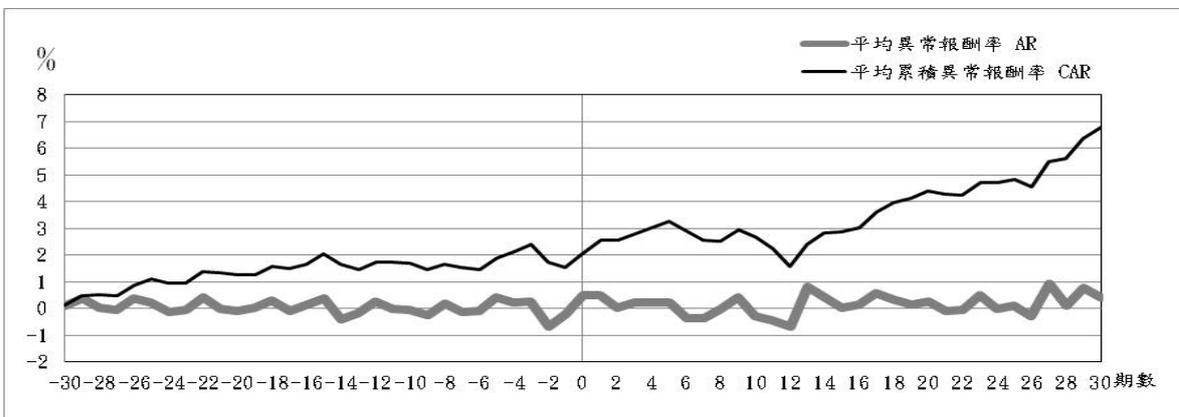
資料來源：本研究整理

圖 4-16 現金股利連續四年以上減發 CAR、AR 圖



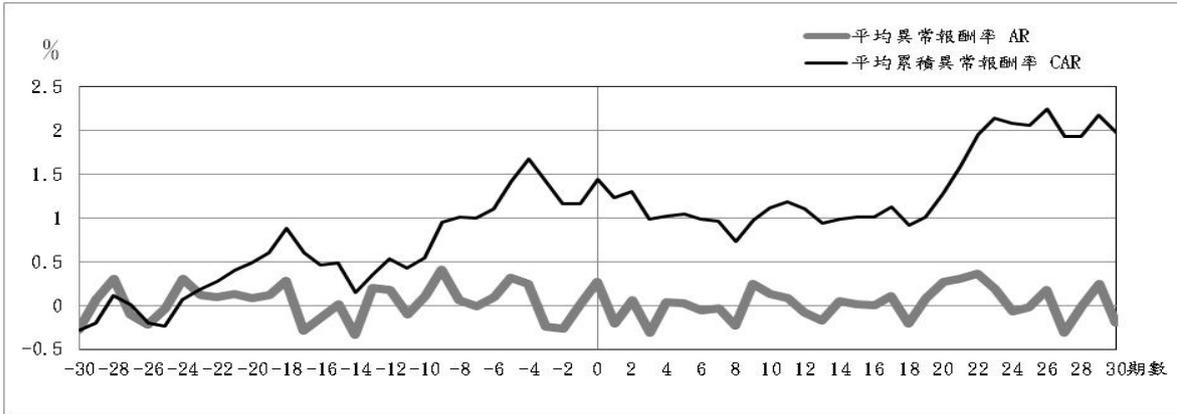
資料來源：本研究整理

圖 4-17 總股利連續三年增發 CAR、AR 圖



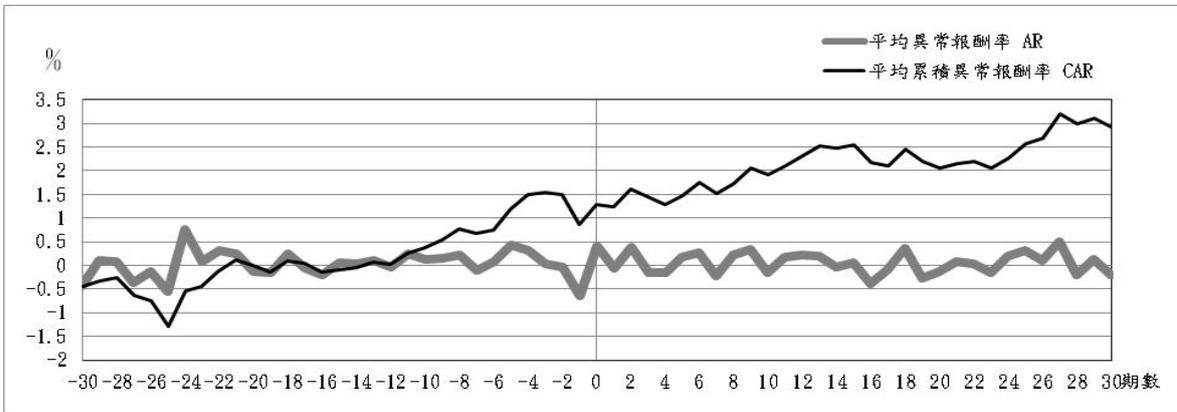
資料來源：本研究整理

圖 4-18 總股利連續四年以上增發 CAR、AR 圖



資料來源：本研究整理

圖 4-19 總股利連續三年減發 CAR、AR 圖



資料來源：本研究整理

圖 4-20 總股利連續四年以上減發 CAR、AR 圖

綜合上述，我們可以推估在股利資訊內涵是正面的，顯示會比沒有變動的資訊有增強的效果。因此，在我們在第三章的假說一提出：股利連續增發的公司在股利宣告時會有正面的市場反應，是成立的。公司在股利宣告時，雖然在事件日當天並無明顯的異常報酬，但在長期累積的異常報酬率上我們得到了答案，從長期累積的異常報酬率中發現，對於股價的變化還是有影響的。而比沒有股利資訊內涵變動的股利增發公司，在股利增發宣告時有較大的正面市場反應。從現金股利與總股利連續增發的報酬率來看，確實在宣告股利增發後的公司，比沒有宣告股利增發的公司有著正面的異常報酬率。

在假說二：股利連續減發的公司，在股利宣告時會有負面的市場反應，在股利減發宣告時有較大的負面市場反應。我們可以從表 4-5、表 4-6、表 4-9 與表 4-10 中得到一個訊息，投資人可以藉由先前公司前一季財報、盈餘與股價中預測股利的變化，因此，當公司宣佈股利減發的同時，也可能符合投資人心理預測的結果，所以投資人也提早反應在公司股價的表現上，但我們還是可以從累積異常報酬率 (CAR) 中觀察出，當公司宣佈股利減發的同時，對於異常報酬率還是顯示負向的。

最後在假說三的部分，為股利連續增發較多年的公司相對於較少年的公司有更大的異常報酬率，我們可以從現金股利與總股利中發現，在現金股利的部分表 4-4 連續增發四年以上的 t 值，在事件日過後的第三天與的六天都有顯著的異常報酬，並且在累積異常報酬的部分，也比表 4-3 來的更有報酬率。從總股利來看，表 4-8 連續四年以上增發總股利的部分，在宣告日當天與宣告日隔天也都比表 4-7 來的顯著，可見於股利連續增發較多年的公司，相對於較少年的公司確實存在更大的異常報酬率，因此，假說三也成立。對此，假說一到假說三都成立的狀況下，我們明確的指出在股利宣告的同時，確實有著異常報酬的存在，也間接證實了股利宣告確實有著資訊內涵。

表 4-11 現金股利與總股利增減發之資訊內涵宣告效果表

	現金股利		總股利	
	AR (事件日& t-Value)	CAR	AR (事件日& t-Value)	CAR
連續三年增發	(0, t=-0.3296) (4, t=1.6496*) (5, t=2.9195***)	(0, t=-1.9422*) (1, t=-1.7748*) (2, t=-1.6736*) (3, t=-1.7711*)	(0, t=0.1472)	(0, t=-3.5307***) (1, t=-3.2865***) (2, t=-2.9743***) (3, t=-3.0299***)
連續四年以上增發	(0, t=-0.4896) (3, t=2.6087***)	(0, t=0.1396)	(-2, t=-2.6523***) (0, t=2.3059**) (1, t=1.9541*)	(0, t=1.795*) (1, t=2.1085**) (2, t=2.1446**) (3, t=2.2844**)
連續三年減發	(0, t=0.7927)	(0, t=1.8015*)	(0, t=1.2319)	(0, t=0.99)
連續四年以上減發	(-2, t=1.7619*) (-1, t=-1.7778*) (0, 0.2093)	(0, t=0.5635)	(-1, t=-2.1934**) (0, t=1.4935)	(0, t=0.9051)

資訊來源：本研究整理 註：\*、\*\*與\*\*\*分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

從表 4-11 發現，在現金股利的部分，連續三年增發的公司宣告日當天並無顯著的異常報酬，但在宣告日過後的第四天與第五天分別有 10%與 1%的顯著水準，從 CAR 來看在宣告日過後的後三天，都有負向的累積異常報酬。在連續增發四年以上來看，在宣告日後的第三天出現了 1%的顯著的異常報酬，但在 CAR 的部分，在宣告過後雖有正向的累積異常報酬但並不顯著。

另外在現金股利減發的部分，連續三年在宣告日當天並無顯著，但 CAR 累積異常報酬的部分，卻是在宣告日當天有正向的累積異常報酬，推測可能投資人在先前公司盈餘宣告時，已經預期了股利減發的訊息，從減發四年以上的部分來看，在事件日前兩天都出現負向的異常報酬，推估可能股利減發的訊息提前洩漏，因此才會在事件日

前出現負向的異常報酬率。

總股利的部分，連續三年的 AR 也跟連續三年增發現金股利的數據一樣，並沒有一個顯著的異常報酬，在 CAR 的部分也出現一樣的異常報酬水準，推估可能增發股利的公司都是在公司治理上體制健全的公司，因此，投資人對於連續增發三年股利並已經在預期範圍內。在連續增發總股利四年以上的資料看來，在宣告日當天與隔天都出現顯著的異常報酬，可見連續增發股利的公司對投資人有著正向的資訊內涵。另外，我們也觀察到一個現象，明明同樣都是連續增發四年以上的時間，但總股利卻比現金股利更顯著，因此，推估投資人在看股利增減發時，應該還是以總股利發放作為衡量標準，因此，才會出現比現金股利更顯著的異常報酬率。

在總股利減發的部分，連續三年減發的顯著水準也跟現金股利的相似，並沒有出現顯著的異常報酬，雖然 CAR 的部分在宣告日後兩天出現正向的異常報酬，但我們推測公司減發的資訊，確實還是會對投資人有所影響的。另外在連續四年以上減發的部分，都在宣告日前一天出現顯著的負向異常報酬，估計可能有兩個部分，一個可能是先前在公司董事會宣告日時已經宣布，投資人已經產生了預期心理，因此沒有出現異常報酬，另外一個可能則是，樣本公司可能存有資訊提前走漏的部分，因此投資人提前幾天接受到訊息，才會在前一天出現顯著的異常報酬，但不管結論如何，當增減股利的訊息宣告過後，確實會對股價造成異常報酬，因此，股利宣告確實是存在資訊內涵的訊息。

## 第五章 結論與建議

### 第一節 研究結論

台灣上市公司的股利政策有很大轉變的趨勢，本研究期間以 1990 年起至 2010 年止，研究期間為 20 年，而從 1990 年時台灣上市公司兩者皆發股利的家數比例占 38.7%，現金股利的家數比例占 3.6%，發放股票股利的家數占 57.7%，到了 2010 年兩者皆發放股利的家數比例家數占 37.4%，現金股利的家數比例占 59.7%，而發放股票股利的家數僅占 2.9%，而從本研究整理出九大產業的趨勢確實都有反轉的現象，而且在政府實施兩稅合一、平衡股利政策之後，從股票股利的發放轉變成現金股利的發放，對照全上市公司股利發放的趨勢完全相符，只是各產業的改變年度不一樣以外，顯示台灣上市公司股利政策有很明顯的轉變的趨勢。最後，2002 年以後幾乎全部發放現金股利，九大產業以現金股利發放最多的是汽車產業，以現金股利發放最少的是觀光產業，發放大約都在 0.8 以下，而電子通路業與其他產業是跟全上市公司發放股利的趨勢最相符。

A 公司是塑膠業的龍頭，兩稅合一及平衡股利政策實施後，A 公司因此而修訂公司章程，股利政策以及現金股利為主，並會考量股東需求去迎合股東，但因公司經營權與所有權一致，因此，沒有代理問題，在內部人持股的問題上，會對股利政策有所影響是因有交叉持股的現象，而 A 公司企業生命週期正值成熟期，現金股利發放比率相對較高。

而 B 公司是鋼鐵業的龍頭，兩稅合一及平衡股利政策實施前，B 公司的公司章程就已明定發放現金股利不低於百分之七十五，分配股票不高於百分之二十五，對於公司章程擬定時就是迎合股東訂定的，而 B 公司因經營權與所有權一致，因此，也不會有代理問題，在內部人持股方面沒有所謂交叉持股的因素，所以不影響股利政策，最後

B 公司企業生命週期正值成長期，所以，除非公司現金流量減少，有例外的處理之外，否則還是按照公司章程發 75% 以上的現金股利。

C 公司是消費電子業的龍頭，而 C 公司對於兩稅合一的實施覺得沒有影響，比較在意公司現金流量的問題，平衡股利政策也對 C 公司沒有影響，C 公司覺得有經營能力的話自己就決定股利政策，迎合股東的問題，C 公司覺得還是要以現金流的問題為優先，而 C 公司基本上經營權與所有權一致，因此較無代理問題，內部人持股 C 公司最主要還是注重現金流的問題，也不致於影響股利政策，對企業生命週期而言 C 公司的回應也是比較注重現金流的問題，所以 C 公司的認為生命週期也不致於影響股利政策。就以上訪談結果，實務面並不是全部支持六個變數對股利政策的影響，可能原因是改變的成因並不是存在每家公司裡，因此，本文以質性驗證文獻裡股利政策改變的六個成因，最後，以兩稅合一政策、平衡股利政策、迎合股東、企業生命週期四個成因最重要，確實影響企業股利政策由發放股票股利轉變成發放現金股利。而三家訪談公司股利發放趨勢 A、C 公司與全上市公司趨勢改變大致相符，而 B 公司不相符，因為 B 公司早期已修改公司章程。表 5-1 針對個案公司訪談後，各公司改變股利政策的因素整理出來的分析表。

表 5-1 個案公司股利政策改變成因之變數分析表

	構面	變數	A 公司	B 公司	C 公司
股利政策改變因素	政府政策	兩稅合一	◎		
		平衡股利	◎		
	公司治理	迎合股東	◎	◎	
		代理問題			
		內部人持股	◎		
	其他	企業生命週期	◎	◎	

在現金股利的部分，連續三年增發的公司在宣告日當天並無顯著的異常報酬，但從 CAR 中發現在宣告日過後的後三天，都有負向的累積異常報酬。另外，現金股利減發的部分，連續三年與四年以上在宣告日當天並無顯著，但在宣告日前一天都有出現負向的異常報酬，推測可能投資人在先前公司盈餘宣告時，已經知悉了股利減發的訊息。

從總股利來看，連續三年與四年以上的異常報酬率卻比現金股利更顯著，估計投資人在看股利增減發時，應該還是以總股利發放作為衡量標準，因此，才會出現比現金股利更顯著的異常報酬率。在總股利減發的部分，不管是減發三年或四年以上都在宣告日前一天出現顯著的負向異常報酬，估計可能有兩個部分，一個可能是先前在公司董事會宣告日時已經宣布，另外一個可能則是存有資訊提前走漏，但不管結論如何，當增減股利的訊息宣告過後，確實會對股價造成異常報酬，因此，股利宣告確實是存在資訊內涵的訊息的。

本研究的貢獻是以長期間二十年來觀察股利政策的趨勢，以台灣上市公司股利發放的家數及占比作為判斷，並把台灣上市公司分為九大產業進行分析，並與上市公司股利政策發放的趨勢作為驗證，最後，在比較出九大產業的不同趨勢，是過去文獻未曾顯現的方法。探討股利政策改變的成因，以文獻先找出股利政策改變的成因，並透過三家訪談公司以文獻來印證訪談內容，最後，再以三家訪談公司發放股利的趨勢來比照上市公司是否趨勢一致，這個探討方式也讓投資人對於股利政策的實務面更了解與幫助這也是過去很少的研究方式。

最後，在檢驗股利資訊內涵上的探討，本研究使用事件研究法，以股東日作為宣告日，而過去文獻大部分都以董事會的日期作為宣告日有失準確，因為有些股東會，會再更改股利的金額，因此，本研究以股東日的日期作為宣告日。另外，過去文獻只提到增加發放及減少發放是否會有異常報酬率，而本文以連續增加三年、連續減少三年、連續增加四年以上或連續減少四年以上為方式，作為投資人股利資訊的內涵，這

是創新的方法，而在台灣，投資機構都會參考的某資料庫，對這方面的資料也有整理出來，顯示連續增發或連續減發在實際股票市場操作上具有參考性，投資人可以透過本研究在股票市場有所獲利，也會更了解股利資訊內涵如何運用，這是本研究對股票市場實際操作有很大的貢獻。

## 第二節 對後續研究之建議

1. 本研究以上市公司為主，未來可加以探討上櫃公司對於股利政策的趨勢是否一致。
2. 本研究僅針對台灣上市公司，亦可加入國外公司為後續之研究樣本，探討其國內外公司股利發放之政策是否為相同趨勢。
3. 本研究以個案呈現並不能推論其他產業的股利政策是否也受到本研究所提出的因素所影響從 3 家個案公司股利政策決策經驗所萃取之關鍵因素解釋，提供後續相關股利研究做參考。
4. 由於本研究並未考慮到公司及投資人的稅賦問題，在政府實施兩稅合一後，對公司及投資人會有一定程度的影響，所以未來研究者可以將這個因素納入研究中，以得出更完備的結果。
5. 本研究發覺有些公司現金流的問題與股利政策有所關係，是否會影響後續？可以就此問題進行研究。

## 第三節 研究限制

1. 本研究個案訪談受制於三家公司，因為時間不足的考量，往後可以研究更多的個案發覺問題。
2. 由於各財務資料來源是選取自「台灣經濟新報資料庫」(TEJ)中，所以能擷取到的每個產業上市公司資料只有侷限於其中稍嫌不足，而且資料的正確性完全取決於資料庫中，所以不適合依據此實證結果推論所有的股票。

3. 本研究在探討影響股利政策改變成因時，只探討了兩稅合一、平衡股利政策、迎合股東、代理問題、內部人持股、企業生命週期六個變數，後續研究者可再將其公司財務納入加以探討。

## 參考文獻

### 參考文獻

#### 中文部份

- 王錦瑩 (2003),「台灣上市公司盈餘分配行為對股價影響之研究」, 國立政治大學企業管理研究所博士論文。
- 方以唐 (2006),「股票股利消失? 台灣上市公司股利政策之探討」, 國立東華大學國際經濟研究所碩士論文。
- 汪瑞芝、陳明進 (2004),「兩稅合一制前後上市公司股利發放之實證研究」, 管理科學學報, 21: 2, 257-277。
- 林毅明 (2000),「台灣公司股利政策與股價之關聯性」, 國立中正大學企業管理研究所士論文。
- 林宜勉、潘昭儀 (1998),「股利宣告內涵與 Tobin's Q 理論」, 管理學報, 15: 4, 587-621。
- 吳欣諭 (2005),「台灣電子業上市公司之股利政策與企業生命週期之關聯」, 國立成功大學會計研究所碩士學位論文。
- 洪榮華、曾子耘、林聖傑 (2006),「從股東負壓力探討兩稅合一對股利政策之影響」, 13: 1, 133-162。
- 洪振原 (2004),「平衡股利政策下台灣上市公司股利發放及特性研究」, 國立中正大學企業管理研究所碩士論文。
- 洪振虔 (1989),「台灣地區新上市股票價格績效與獲利績效之研究」, 中山大學企業管理研究所博士論文。
- 唐明良 (1994),「台灣股票上市公司股利政策管理動機之實證研究」, 國立成功大學會計學研究所未出版碩士論文。

- 孫梅瑞、陳憲民 (2002),「台灣上市公司股利政策趨勢與公司特性之研究」, 企業管理學報, 66, 77-100。
- 許溪南、吳依正、黃金生 (2009),「台灣股價指數的股利估計及其對台指期貨定價的影響」, 經濟研究, 45:1, 103-141。
- 陳明進、汪瑞芝、蔡靜文 (2003),「我國兩稅合一前後公司有效稅率之研究」, 財稅研究, 35:5, 120-134。
- 陳欣伶 (2003),「台灣股利發放形式之價格效果與其影響因素」, 國立中正大學企業管理研究所碩士學位論文。
- 曾真真、何雍慶(2005),「以資源基礎觀點及動態能力觀點檢視併購決策及併購績效—以金融整合為例」, 管理評論, 24:3, 95-116。
- 廖俊杰、陳家好 (2008),「從迎合理論檢視台灣企業股利及庫藏股政策」, 東海管理評論, 10:1, 225-256。
- 蔣慶煌 (2002),「公司特性與股利政策—考量兩稅合一制度之影響」, 中正大學財務金融研究所碩士論文。
- 盧育仕 (1999),「兩稅合一對我上市公司股利政策影響之實證研究」, 逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文。
- 謝佳純 (2001),「兩稅合一對公司股利政策及除權各事件日股票市場價量行為之影響」, 國立中正大學會計學研究所未出版碩士論文。
- 龐承緯 (2010),「企業股利政策與生命週期關聯性研究」, 靜宜大學會計學系碩士論文。

英文部份

- Bhattacharya,S.( 1979 ) , “Imperfect Information, Dividend Policy, and ‘The Bird in the Hand ’ Fallacy, ” *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol.10,NO.1,259-270 ◦
- Baker,M,and J.Wurgler ( 2004a ) , “A catering theory of dividends” *Journal of Finance* 59 : 1125-1165 ◦
- Healy, P.M. and K.G. Palepu ( 1988 ) , “Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions,” *Journal of Financial Economics*,21 : 2, 149-175 ◦
- John, K. and J. Williams ( 1985 ) , “Dividends, Dilution and Taxes : A Signalling Equilibrium,” *Journal of Finance*. Vol. 40, No. 4 ,1053-1070 ◦
- Miller, M. and K. Rock ( 1985 ) , “Dividend Policy Under Asymmetric Information,” *Journal of Finance*,Vol. 40, No. 4, 1031-1051 ◦
- Ross,Stephen A., ( 1977 ) , “The Determination of Financial Structure:The Incentive signaling Approach,” *The Bell Journal of Economics* 8,1977,p23-41 ◦
- Yoon, P . S.,and L. T. Starks ( 1995 ) , “Signaling,Investment Opportunities,and Dividend Announcements.” *Review of Financial Studies*,Winter,Vol.8 ◦

## 附錄

### 附錄一 發涵給企業的信

本人是目前為吳依正教授的碩士班研究生，今天早上與您做過聯繫，敝姓張，首先很感謝您撥空看完此信，希望不會對您造成困擾。謝謝您！

我們目前正在做「探討研究企業對股利發放」之研究，希望能有機會能到 貴公司進行訪談，得到 貴公司在業界寶貴經驗的幫助，使我們的研究更具實務性。

因為 貴公司在發放股利發展上具有相當豐當的經驗，有鑑於此，我們希望能結合產業發放股利的狀況，納入我們研究範圍領域中，以達到研究的可信度。希望 貴公司能給予我們機會，將股利發放的經驗分享給我們，讓我們在進行研究時，能更貼近實務面所重視的問題，而非天馬行空的想像。

最後，對於 貴公司的經驗分享，並不會在本研究中公開，敬請放心！為感謝 貴公司提供寶貴的經驗分享，本研究會將分析之結果回饋給 貴公司作為參考。另附上訪談大綱，請您撥冗賜教，謝謝您!!

南華大學 財務管理研究所  
指導教授：吳依正  
研究生：張偉青

## 附錄二 個案初次訪談大綱

- 一、 政府政策對於 貴公司的股利政策有何影響？
- 二、 兩稅合一與平衡股利政策對 貴公司的股利政策有何影響？
- 三、 貴公司發放股利時所考量之事？
  - (一) 貴公司在發放股利時決策人為何？
  - (二) 貴公司在決定股利發放時是否會迎合股東需求？
  - (三) 貴公司在發放股利時是否會因公司股價而有所影響？
  - (四) 貴公司在決定股利發放時流程為何？
  - (五) 現金股利與股票股利如取捨？
- 四、 貴公司發放股利的資訊內涵是否會影響股價？

### 附錄三 個案二次訪談大綱

- 一、企業生命週期的變化，是否會對於股利發放政策有所影響？
- 二、在公司剛上市(導入期)時，所發放的現金股利與股票股利比率，是否與進入成長期時的股利政策有所不同？
- 三、公司再發放股利時，是否會考慮內部持有人的因素，而改變現金股利與股票股利的比率？
- 四、先前詢問貴公司關於兩稅合一的政策，是否對於股利發放有所影響，貴公司回應以現今來看並無太大影響。而我們想詢問的是，當年實施兩稅合一政策時，在制定股利政策時，是否會將現金股利與股票股利的比率關係考量進去？原因為何？另外是否會將租稅等因素一併納入考量範圍內？
- 五、台灣自從 2000 年後開始，定存利率就逐漸下降，而公司在制定股利政策時，對於現金股利與股票股利之間的發放比率，是否會將利率波動的因素考量進去？如果會考量進去，那制定發放比率的因素為何？
- 六、過去的研究資料顯示，代理問題將會對股利發放比率有所影響，根據您的觀察，是否有此現象產生？其原因為何？