

# 金融、電子、紡織三產業之股利政策與股價變動之研究

王鐘模、林志忠

E-mail: 8919324@mail.dyu.edu.tw

## 摘要

近代對股票價格所做的研究發現，影響股價變動的因素真是多如牛毛，只是各變動因素的影響力與相關度有所不同而已。在眾多影響股價變動因素中，能同時由公司經營者與市場投資者協同決定者並不多，而股利政策卻是可由雙方共同參與訂定。此外，由於股利政策與融資政策、投資政策並列公司財務管理之三大決策。股利政策是企業執行經營決策之成果分配，它所代表的是企業經營績效的指標，同時也是投資者從事投資理財的報酬。雖然國外各項實證研究結果均支持股利政策會影響股價，但國內股市環境特殊，因此國外理論是否能應用在國內環境值得探討。本論文之研究首先對三產業進行財務報表分析，以歸納出各產業的股利政策，並對三產業之上市公司財務主管進行問卷，以明瞭公司股利政策的管理動機。之後在對投資者進行問卷調查，藉此問卷明白投資者的投資看法對股利政策之影響；最後再以前述選取公司在股利宣告前後之股價變動，來印證股利政策與股價變動之關係。本研究結論摘要如下：一、在股利政策方面，紡織、電子與金融三產業不論在股利發放率、股利發放方式或實際發放金額方面都有明顯的差異。可是在進一步以問卷分析發現，造成不同產業股利政策不同的原因並非管理動機的差異，而是因為公司在制定股利政策時，最主要考量的因素為經營績效與未來展望。二、就股利管理動機而言，三產業並沒有顯著的差異性，這種結果或許是「英雄所見略同」，但也未必不是因為公司不重視股利政策所致。此外，根據文獻理論的觀點，公司管理當局應以追求公司股價極大化為目標，但研究結果卻顯示台灣的企業並不主動以股利政策來提昇公司價值，這可能是公司管理階層害怕被冠以「炒作股票」的惡名而不願為之或有虛偽迴答。不過從股利政策與股價變動的關聯性來論斷，前者的原因應該較大。三、從投資者看法的實證分析結果來看，台灣地區的一般股票投資者 散戶 仍受非理性因素所擾，而且對股票投資的認識度不足，如果再加上對股票股利與資本利得之偏好。本研究大膽推論國內散戶投資人的投資行為是一種短期性的操作。投資者的這種投資模式不但是「一鳥在手論」，而且是極端的一鳥在手論，因為偏好不僅僅是獲得股利，而是獲得實際的金錢貨幣。四、股價實證的分析結果顯現，台灣的股利政策是屬於「MM股利無關論」。這種結果的出現並非只是以過往資料所為的分析，而是配合公司的股利管理動機與投資者的看法。由於公司是採取不主動干預股價的股利無關論，因此在制定股利政策時必先考慮公司內部的狀況與需要，自然鮮少顧慮到投資者的需求。而在投資者方面，由於對公司股利政策的極端一鳥在手論與非理性的投資，所以公司所訂定的股利政策對投資人的決策影響甚小。在供 公司 需 投資人 兩方都不重視下，台灣股利政策與股價變動成為「無關論」是在自然也不過的事。

關鍵詞：股利政策；股價變動；紡織；電子；金融

## 目錄

第一章 緒論 第一節 研究背景.....	1
.....3 第二節 研究動機與研究目的.....	3
.....5 第三節 研究範圍與研究限制.....	5
.....6 第四節 論文架構與研究程序.....	6
第二章 文獻探討 第一節 股利發放的相關法令規章與兩稅合一之影響....	8
.....13 第二節 股利政策之相關文獻探討.....	13
.....23 第三節 股利政策與股票價格變動之相關研究.....	23
.....30 第三章 研究方法 第一節 各產業股利政策之財務分析.....	30
.....34 第二節 各產業股利政策與股價變動之分析.....	34
.....38 第三節 公司股利政策管理動機之問卷分析.....	38
.....42 第四節 投資行為與股利政策之問卷分析.....	42
.....46 第五節 信度與效度.....	46
第四章 結果分析 第一節 各產業股利政策之檢定.....	49
.....56 第二節 各產業股利政策與股價變動關係之檢定.....	56
.....63 第三節 公司股利政策管理動機問卷之結果與分析...63	63
.....70 第四節 投資者問卷之結果與分析.....	70
.....81 第五章 結論與建議 第一節 結論.....	81
.....83 第二節 建議.....	83
.....86 參考文獻.....	86
.....86 附錄一：證管會公告 附錄二：問卷	86

## 參考文獻

一、國外參考文獻 1.Brickley,James A. , " Shareholder Wealth ,Information Signaling and the Specially Designated Dividend," Journal of Financial Economics 12, 1983, pp.187-209. 2.Easterbrook, Frank H. , " Two Agency-Cost Explanations of Dividends," American Economic Review ,September 1984,pp.650-659. 3.Fama ,Eugene F. and Harvey ,Babak , " Dividend Policy :An Empirical Analysis," Journal of the American Statistical Association ,December 1967,pp.1132-1161. 4.Ferri , Michael G. and Wisley H. Jones, " Determinants of Financial Structure :A New Methodological Approach " , Journal of Financial, July 1979, vol.34, pp.631-644. 5.Farrar, Donald E. and Lee L. Selwyn, " Taxes,

Corporate Financial Policy and Return to Investors,” National Tax Journal, December 1968, pp.444-454. 6.Gordon , M. J. , “ Dividends , Earnings , and Stock Prices, “ Review of Economics and Statistics, May 1959, pp.99-105. 7.Gordon , M. J. , “ Optimal Investment and Financial Policy, “ Journal of Finance ,May 1963,pp.264-274. 8.Higgins, Robert C. , “ Dividend Policy and Increasing Discount Rates: A Clarification, “ Journal of Financial and Quantitative Analysis , June 1972, pp.1757-1762. 9.Jensen, Michael C. and William H. Meckling, “ Theory of the Firm: Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure, ” Journal of Financial Economics, October 1976, pp.305-360. 10.Miller, Merton H. and Franco Modigliani, “ A Reply, ” American Economic Review 49,1959,pp.655-669. 11.Miller, Merton H. and Franco Modigliani, “ Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, “ Journal of Business, October 1961, pp.411-433. 12.Miller, Merton H. and Myron S. Scholes, ” Dividends and Taxes, “ Journal of Financial Economic, November 1978, pp.333-364. 13.Miller, Merton H. and Myron S. Scholes, ” Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence, “ Journal of Political Economy, December 1982, pp.1118-1141. 14.Pittit, R. Richardson, “ Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency, “ Journal of Finance, December 1972, pp.993-1007. 15. Pittit, R. Richardson, “ Taxes, Transactions Cost and the Clientele Effect of Dividends, ” Journal of Financial Economics, December 1977, pp.419-436. 16.Rozeff, Michael S., “ Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Pay out Ratios, “ Journal of Financial Research, Fall 1982, pp.249-259. 17. Watts, Ross, “ The Information Content of Dividends, ” Journal of Business, April 1973 pp.191-211. 二、國內參考文獻 1.王玉枝, 「資金成本、資本結構與股利政策之研究」, 成功大學企業管理研究所碩士論文, 民國七十七年六月。 2.王秀美, 「兩稅合一對企業盈餘、資金結構與政府稅收之影響」, 淡江大學會計學研究所碩士論文, 民國八十七年六月。 3.王雪花, 「股票股利與股價關聯性之研究」, 台灣大學會計學研究所碩士論文, 民國八十三年六月。 4.朱慶忠, 「股利行為模式暨情報內容假說之實證研究」, 交通大學管理科學研究所碩士論文, 民國七十九年六月。 5.李存修, 「股票股利及現金增資之除權與股價行為理論與實證」, 台大管理論叢, 第二卷第一期, 民國八十年五月, pp.1-40. 6.李建然, 「台灣股票市場股票股利對股票價格影響之研究」, 政治大學會計研究所碩士論文, 民國八十年六月。 7.邱正仁, 「試論我國公司企業無償增資配股之會計與財務問題」, 第三屆會計理論與實務研討會, 民國八十年十一月。 8.沈明鑑, 「集團企業與非集團企業股利政策之研究 以台灣地區上市公司為例」, 大葉大學事業經營研究所碩士論文, 民國八十五年五月。 9.林達三, 「台灣股票市場之投資者行為與股利政策」, 淡江大學管理科學研究所碩士論文, 民國七十七年六月。 10.林建榮, 「我國上市公司投資、股利與舉債決策互動關係的實證研究 因果檢定法之應用」, 中央大學財務管理研究所碩士論文, 民國八十年六月。 11.林忻燕, 「股票股利宣告與股價波動性之研究」, 中正大學會計學研究所碩士論文, 民國八十四年六月。 12.林博政, 「台灣上市公司股利發放模式之實證研究」, 東海大學管理研究所碩士論文, 民國八十七年六月。 13.洪振虔, 「台灣地區上市公司股利發放之探討」, 中山大學企業管理研究所碩士論文, 民國七十八年六月。 14.柯孟聰, 「股票股利公告對股價影響之實證研究」, 交通大學管理科學研究所碩士論文, 民國七十九年六月。 15.郭瓊珠, 「現金股利情報內容之實證研究」, 中國文化大學企業管理研究所碩士論文, 民國七十八年六月。 16.郭麗雲, 「股利政策和股利顧客效果的理論與實證分析」, 東海大學企業管理研究所碩士論文, 民國七十五年十月。 17.唐明良, 「台灣股票上市公司股利政策管理動機之實證研究」, 成功大學會計學研究所碩士論文, 民國八十三年六月。 18.陳慶隆, 「股利、投資及融資決策之關係 台灣上市公司之實證研究」, 台灣大學商學研究所碩士論文, 民國七十八年六月。 19.張志揚, 「兩稅合一對我國中小企業理財策略影響之研究」, 淡江大學會計學研究所碩士論文, 民國八十六年六月。 20.廖季方, 「台灣股票市場上市公司股利情報內容之研究」, 台灣大學商學研究所碩士論文, 民國六十八年六月。 21.蔡鴻坤, 「股利情報內容暨股利宣告對股價影響之實證研究」, 交通大學管理科學研究所碩士論文, 民國七十四年六月。 22.蔣後安, 「台灣證券市場股票上市公司股利宣告所含情報之實證研究」, 中興大學企業管理研究所碩士論文, 民國七十六年六月。 23.劉志勇, 「台灣股票上市公司無償配股動機之現場實地研究」, 成功大學會計學研究所碩士論文, 民國八十三年六月。 24.謝明樹, 「我國租稅制度對公司股利政策之影響」, 淡江大學會計研究所碩士論文, 民國八十七年六月。 25.「兩稅合一介紹」, 財政部台灣省中區國稅局編印。