

# 行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

## 公司發行股票股利的動機：台灣股市之探討

Why Companies Issue Stock Dividends: The Case of Taiwan

計畫編號：NSC 89-2416-H-004-003

執行期限：民國 88 年 8 月 1 日至 89 年 7 月 31 日

主持人：徐燕山 國立政治大學財務管理學系

計畫參與人員：蘇泰弘、吳明政 國立政治大學財務管理學系

### 一、中英文摘要

本研究探討台灣股票上市公司發放股票股利的動機，研究方法採用問卷調查分析法與事件研究法；問卷調查分析結果顯示，公司發放股票股利的主要動機包括傳遞公司營運成果訊息予投資大眾，將公司的股價調整至較佳的交易區間，及維持股票股利發放的傳統。實證研究結果顯示，在股票股利宣告日，股價有顯著的正異常報酬，支持訊息傳遞假說，在除權日期間，股價也有顯著的正異常報酬，而交易量也顯著地提高，這些結果支持最適交易區間假說，最後，橫斷面迴歸分析結果顯示，公司可能藉由股票股利以保留現金在公司內，但現金未必用在擴充資產之上。

關鍵詞：股票股利、訊息傳遞、最適交易區間、除權日

#### Abstract

This paper examines the underlying motives for distributing stock dividends by firms listed in Taiwan Stock Exchange. Both survey research and empirical research are employed to investigate the motives for distributing stock dividends. The survey results show that the major motives for firms distributing stock

dividends include conveying favorable information to investors, adjusting the firm's stock price to a preferred trading range, and maintaining the practice of distributing stock dividends. On the other hand, the empirical results show that there exist abnormal returns on the announcement dates and ex-dividend dates of stock dividends. These results support the signaling hypothesis, and the trading range hypothesis. The results from cross-section regressions support the cash substitution hypothesis.

Keywords: Stock Dividends, Information Signaling, Trading Range, Ex-dividend Date.

### 二、緣由與目的

在美國紐約證券交易所上市公司中，發放股票股利公司的比例由 1963 年的 13.45% 下降至 1982 年的 4.48%。雖然發放股票股利的公司所佔比例較低，但在 1997 年，仍有 Dell Computers, Eli Lilly 等著名公司發放百分之百的股票股利；而在鄰近的南韓，發放股票股利公司的比例由 1977 年的 6.67%，上升至 1991 年的 20.58%，此項比例的增加和該國商業法規在 1987 年 8 月將股

票的面額從 500 韓圓調高至 5,000 韓圓有關；在臺灣證券交易所上市的公司中，發放股票股利的公司比例在近些年來，均維持在 65% 以上，例如：在 1995 年有 277 家上市公司發放股票股利，佔該年年底總上市公司家數的 79.83%，而 1996 年、1997 年、1998 年及 1999 年的比例則分別為 82.26%、85.24%、88.52% 及 66.51%。

台灣上市公司發放股票股利的公司比例，相對地高出其他國家甚多，此種現象的背後動機實值得深入探討，先前已有學者針對股票股利這個主題，進行實證研究與分析，例如：林焯燕(1995) 探討股票股利宣告與股價波動性間的關連；尤彥卿(1996) 與黃悌愷(1996) 則分別探討股票股利增減的資訊內涵；而台灣證券交易所(1996) 的研究報告，則探討股票股利宣告及除權日對股票報酬的影響。

上述數篇研究已針對股票股利作了部份的探討，但這些研究大多是屬 1995 年以前的研究樣本，然國內股市自 1995 年起上市公司家數增加迅速，而股票股利的發放也一直持續，因此，這個主題值得再度探討，以瞭解公司配發股票股利的行為及投資者的反應；另外，本研究有兩點不同於先前之研究，第一，本研究首先針對發放股票股利的公司，進行問卷調查，以了解公司配發股票股利的重要動機，然後，依據這些主要動機檢視市場投資者的反應，第二，本研究的樣本公司將侷限於僅發放股票股利的公司，不含同時有現金股利與股票股利宣告的公司，如此可以避免現金股利宣告的影響。

### 三、結果與討論

#### 1、問卷調查與結果分析

本研究從 439 家上市公司中，挑選出自民國八十四年至八十八年間只發放過股票股利的公司，因此其中排除掉同時有現金股利和股票股利發放的公司，符合條件的研究樣本計有 208 家公司，針對這 208 家上市公司寄發問卷，經過六週的回收期，總共回收 66 份有效問卷，回收率為 31.7% (66/208)，將問卷發出與回收的情形，依研究期間內發放股票股利的次數、產業別以及配股率等特性，分別予以描述，如表 1、表 2 以及表 3 所示。

表 1 顯示出這 208 家公司，其發放股票股利次數的分佈狀況，因為台灣的上市公司是每年發放一次股利，因此，表 1 中的 x 年/五年，表示在研究期間的這五年內公司有 x 年發放股票股利，其餘的 (5-x) 年則為沒發放任何股利。由表可以看出，發放次數較多(五年內發放三次以上) 的公司佔了 67.3%，而發放次數較少(五年內只發放一次或二次) 的公司佔了 32.7%。

表 1 問卷發出與回收情形 (依發放次數分)

發放次數/ 期間	公司家數(回 收家數)	所佔百分比
五/五年	50 (16)	24.0%(24.2%)
四/五年	52 (20)	25.0%(30.3%)
三/五年	38 (12)	18.3%(18.2%)
二/五年	36 (10)	17.3%(15.2%)
一/五年	32 (8)	15.4%(12.1%)
合計	208 (66)	100%(100%)

表 2 問卷發出與回收情形 (依產業別分)

產業 別	公司 家數	發出問 卷數	發放股票 股利公司 家數佔該 產業比例	回收 問卷數
---------	----------	-----------	------------------------------	-----------

水泥	8	1	13%	1
食品	30	16	53%	5
塑化	19	5	26%	1
紡織	52	36	69%	7
電機	21	9	43%	4
機械				
電器	12	2	17%	0
電纜				
化學	19	11	58%	7
玻璃	7	3	43%	2
陶瓷				
造紙	7	4	57%	0
鋼鐵	25	14	56%	6
橡膠	8	5	63%	1
汽車	5	0	0%	0
電子	85	49	58%	11
營造	36	18	50%	6
建材				
運輸	16	2	13%	0
觀光	7	3	43%	1
金融	47	17	36%	7
保險				
百貨	12	2	17%	1
綜合	1	1	100%	1
其他	22	10	45%	5
合計	439	208	47%	66

由表 2 可以發現，各產業中只發放股票股利公司的家數，佔其產業比例最高的為紡織業有 69%，電子業有 58%，另外如食品、化學橡膠、鋼鐵營建業也有 50% 以上；而水泥、塑膠、電機電器、金融保險、百貨觀光業比例多在 40% 以下。因此我們可以知道台灣的上市公司中，發放股票股利比例較高的產業，除了較為人知的電子業外，傳統產業中的紡織、食品、化學橡膠、鋼鐵營建業也屬於該族群；而傳統的水泥、塑膠、電機電器、金融服務業則是比例較低的產業。

表 3 列出研究期間內平均配股率的分佈狀況，配股率的計算是將研究期

間內所配的股票股利總和，除以總研究期間（五年），得出平均配股率。表中顯示無論在全部的 208 家公司或是回收問卷的 66 家公司，配股率在 10% 以下的公司所佔的比例都比配股率在 10%-25% 的公司來得稍微高一些。

表 3 問卷發出與回收情形（依配股率分）

配股率	公司家數(回收家數)	所佔百分比
10%以下	96 (32)	46.1%(48.5%)
10%-25%	89 (29)	42.8%(43.9%)
25%以上	23 (5)	11.1%(7.6%)
合計	208 (66)	100%(100%)

問卷調查的結果顯示，公司決定發放股票股利的主要動機在吸引更多的投資者和增加股票在市場上的交易量，此和公司財務主管認為藉著股票股利可以將股價調整到較好的交易範圍相符，因為在交易價格區間假說中指出，股票股利可以幫助股票調整到一個最適的交易價格，而將股價調整到理論上最適的價格後，可以吸引更多的投資人來交易，同時也增加了流動性，因此財務主管的觀點和公司發放的動機對此頗有一致之處。其次的動機為維持公司過去發放股票股利的傳統，對此財務主管也認為一旦發放股票股利後，股東會預期能繼續發放下去，此和公司發放的動機也相符。

## 2、實證分析與結果

本研究收集台灣證券交易所上市公司，在 1995 年至 1999 年五年期間的股票股利事件，去除兼有現金股利的樣本，排除樣本宣告期間內有出現其他重大的宣告事件，如現金增資的宣告、盈餘宣告、投資宣告等等，以避免干擾股票股利的宣告效果，股票在除權當日，若同時有現金增資，也予以排除，上市未滿二個月的樣本、全額交割股樣本、及研究期間無交易資料之樣本均加以

去除。

根據以上的資料來源和選樣過程，共有 208 家上市公司符合條件，而這 208 家公司，共計有 474 個股票股利的宣告事件和 459 個股票的除權日期資料。各年度股利發放的内容(股票股利的金額及除權日)取自於各期的財訊月刊，股票股利的宣告日期，是採董事會決議日，其資料來源為「財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會」網站上所提供的證券資訊整合資料庫，同時參照證券暨期貨市場發展基金會圖書館的剪報資料，以確定正確的宣告日期；而公司的財務資料，包括股價資料、股票的日成交量、股東權益報酬率、資本公積、未分配盈餘以及股東權益的帳面值等等，皆取自「台灣經濟新報社資料庫」，同時該資料庫有計算好的股票日報酬率，均已調整除權與除息效果，故可以直接取用。

本研究使用市場模式來探討宣告效果，表 4 列出股票股利宣告日前後 10 天的平均異常報酬率。在 OLS 組(一般最小平方法，Ordinary Least Squares)方面，股票股利宣告當日和次一日均有顯著的正異常報酬，而在 OLS+GARCH 組方面，其宣告效果類似於 OLS 組。

表 4 公司宣告發放股票股利的平均異常報酬率(n=474)

事件日	OLS估計組		OLS+GARCH估計組	
	異常報酬率(%)	t值	異常報酬率(%)	t值
-10	0.1773	1.6772	0.1606	1.5026
-9	0.2560	2.4287*	0.2789	2.6126**
-8	-0.0703	-0.6839	-0.0726	-0.6991
-7	0.0227	0.2248	0.0335	0.3347
-6	-0.0849	-0.8523	-0.1168	-1.1775
-5	0.1106	1.1294	0.1278	1.3102
-4	0.0092	0.0909	0.0022	0.0219
-3	0.0635	0.6192	0.0218	0.2161
-2	0.1838	1.8564	0.1972	2.0217*
-1	0.1190	1.1341	0.1058	1.0153

0	0.2643	2.6209**	0.2802	2.8323**
1	0.2553	2.3012*	0.2637	2.3965*
2	0.1392	1.2929	0.1221	1.1434
3	0.1211	1.1743	0.1580	1.5131
4	-0.0112	-0.1150	0.0142	0.1466
5	0.1229	1.2299	0.0981	0.9815
6	-0.1314	-1.3110	-0.1215	-1.1953
7	-0.2509	-2.6110**	-0.2270	-2.3251*
8	-0.0915	-1.0093	-0.1185	-1.3010
9	-0.0362	-0.3766	-0.0130	-0.1350
10	0.1420	1.4333	0.1396	1.4145

說明：\*\*表示 0.01 的顯著水準

\*表示 0.05 的顯著水準

股票股利的宣告對公司股票報酬率有正面影響，顯示投資者認為股票股利宣告，傳遞了有關公司未來營運樂觀的訊息，支持訊息傳遞假說。

表 5 列出除權日前後十天的平均異常報酬率，由於前述宣告日的異常報酬率，在 OLS 組和 OLS+GARCH 組並無甚大差異存在，因此，除權日的異常報酬率僅以 OLS 方法來求算。由表 5 結果得知，在除權日前二、三個交易日有負的顯著異常報酬率出現，此應與投資者棄權賣出行為有關，而從除權前一日至除權後一日均有顯著的正異常報酬率；且除權期間的正異常報酬的幅度大於除權前的負異常報酬的幅度，因此，較高的正異常報酬率可能反映出股票流動性的提昇，換言之，除權日後股價可能調整到較低的交易區間，吸引更多投資者購入股票。

表 5 除權日前後的平均異常報酬率 (n=459)

事件日	異常報酬率(%)	t值
-10	0.067	0.5766
-9	0.182	1.6002
-8	-0.1094	-1.0563
-7	0.0456	0.3874
-6	0.0228	0.2097
-5	0.0683	0.5868

-4	-0.0386	-0.333
-3	-1.0185	-8.6447**
-2	-0.1369	-1.1755
-1	0.4427	3.2588**
0	1.4627	10.0368**
1	0.3261	2.5842**
2	0.1452	1.2115
3	0.1939	1.6006
4	0.0019	0.0165
5	0.0548	0.4974
6	0.1231	1.1488
7	0.0427	0.3887
8	0.0263	0.228
9	-0.2017	-1.8916
10	-0.2883	-2.852**

說明：\*\*表示 0.01 的顯著水準

\*表示 0.05 的顯著水準

為了進一步驗證最適價格區間假說，本研究比較除權日前後期間的交易量變化，以檢驗成交量是否因股價調降而有顯著增加。在全部樣本方面，除權後的平均成交量皆較除權前增加，其中以除權後一個月的平均成交量較除權前一個月增加為多，平均增加了 18.1%，而無論哪一個觀察期間，其平均數皆具顯著性。

#### 四、計畫成果自評

本計畫同時採用問卷調查方式與實證研究方法，探討公司發放股票股利的動機，方法上不同於先前之相關研究，而台灣上市公司發放股票股利的公司比率一直維持在高比率，因此，本計畫研究結果可供業者與投資者的參考之用；國外公司發放股票股利之比率均很低，因此，本計畫成果較不易在國外期刊發表，但應可以在國內的財務學術期刊發表。

#### 五、參考文獻

1. 尤彥卿(1996)，股票股利宣告效果其資訊內容之研究，國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
2. 台灣證券交易所(1996)，最近五年度

上市公司股票股利宣告及除權對股價影響之實證研究。

3. 林焮燕(1995)，股票股利宣告與股價波動性之研究，國立中正大學會計學研究所未出版碩士論文。
4. 黃悌愷(1996)，不同產業間股票股利宣告與股價關聯性之關係研究，國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。
5. 陳順宇，多變量分析，華泰書局，1998年初版。
6. Baker, H. Kent and Aaron L. Phillips, 1993, Why Companies Issue Stock Dividends, *Financial Practice and Education* Fall, 29-37.
7. Bollerslev, T., R. Y. Chou and K. F. Kroner, 1992, ARCH Modeling in Finance: A Review of the Theory and Empirical Evidence, *Journal of Econometrics* 51, 5-59.
8. Cronbach, L. J., 1951, Coefficient Alpha and the Internal Structure of Tests, *Psychometrika*, September 16, 297-334.
9. Dhatt, M. S., Y.H. Kim and S. Mukherji, 1997, The Role of Stock Dividends in Korea, *Global Finance Journal* 8(2), 295-308.
10. Elgers, P. T. and D. Murray, 1985, Financial Characteristics Related to Managements' Stock Split and Stock Dividend Decisions, *Journal of Business Finance and Accounting* 12, 543-551.
11. Engle, Robert F., 1982, A General Approach to Lagrange Multiplier Model Diagnostics, *Journal of Econometrics* 20, 83-104.
12. Frankfort-Nachmias, C. and David Nachmias, 1997, Research Methods in the Social Science, 5th edition, 165-176
13. Grinblatt, M. S., R. W. Masulis and S. Titman, 1984, The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends, *Journal of Financial Economics* 13, 461-490.
14. Lakonishok, J. and B. Lev, 1987,

- Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When, *Journal of Finance* 42, 913-932.
15. McNichols, M. and A. Dravid, 1990, Stock Dividends, Stock Splits, and Signaling. *Journal of Finance* 45, 857-879.
16. Ross, S. A., R. W. Westerfield and B. D. Jordan, 2000, *Fundamentals of Corporate Finance*, The McGraw-Hill Companies, Inc.