

Chapter 13

股利政策理論與實務

Money

Economics

00 110 10001 011 01

00 100 1 0001 011

0 1 0001 011 01

Stock

00 100 1 0001 011

Business



財務管理 Corporate Finance

第五章至第七章的討論都集中在資產負債表左邊與資本預算決策有關的科目。從第十一章開始焦點移至資產負債表右邊科目。具體的說，第五章到第七章學習重點在於如何選擇對公司最有利（為公司創造最大價值）的投資計畫（錢如何運用），第十一章及第十二章學習重點在於公司籌措資本支出所需的財源（錢從哪裡來）對公司市場價值的影響。

第五章至第七章有關資本預算決策的討論亦非對籌資決策完全略而不論，只是對籌資方式做了最簡單的假設：資本支出完全由公司的保留盈餘或發行新股支應。這個假設下，股東提供資本支出所需的資金，也承擔所有營運風險，故投資計畫所創造的營運現金流量亦全數歸股東所有。

由第一章的討論可知：公司股利政策則與資本預算決策及籌資決策息息相關。當公司經營階層對未來公司成長機會抱持樂觀看法時，會傾向減少現金股利的發放以保留較多的盈餘因應未來資本支出的資金需求。舉例說，生產 LCD 面板的友達光電每年獲利約在 60 億元，興建一座六代廠所需的資本支出約 900 億元，興建一座 7.5 代廠資本支出更高達 1000 億元。由於友達看好未來 LCD 面板市場需求，過去數年不僅很少發放現金股利而且一再擴大公司資本額以支應發展過程所需資金。若公司選擇以向外舉債方式支應資本支出的資金來源，公司仍可維持原有的保留盈餘水準、甚至增加現金股利發放。此時，股利政策與籌資決策亦相互影響不可分離。

假設公司未來成長機會不如預期必須暫停部分的投資計畫。由於公司資本支出的資金需求減少，公司勢必調整股利政策，或增加現金股利發放或買回部分在外流通的股票。由此可知，資本預算決策會影響股利政策。由於資本預算決策對股價有所影響。若公司發現成長機會現值下降將導致公司股價下跌，財務部門必須分別評估縮小資本支出規模以及增加現金股利發放（調整股利政策）對股價的影響，如此才能選擇最適的股利政策。

為簡化說明，本章有關股利政策的討論皆假設公司已選定所有值得執行的實質性投資計畫，公司依以下面向思考選擇如何籌措資本支出所需資金：

- ❖ **籌資決策**：公司執行投資計畫所需的資金，除向外舉債及發行新股外，應保留多少稅後盈餘供未來投資之用？
- ❖ **股利政策**：公司投資與營運所創造的營運現金流量除保留部分金額供未

來投資之用，剩餘部分應以何種方式分配給股東？

由此可知，本章將討論的股利政策，包括現金股利發放或買回股票的時機及金額以保留盈餘的金額。就公司籌資管道來看，股利政策應為廣義的籌資決策一環。公司財務管理部門評估股利發放時機、金額與方式時，須先瞭解股利政策是否會影響到公司市場價值以及如何影響。若股東偏好公司發放現金股利，公司就不太可能以保留盈餘做為主要籌資方式，必須改變籌資方式。若公司股利政策因所得稅負不同而影響到公司市場價值，則過去一直使用的「公司資本預算決策和籌資決策相互獨立」假設就必須修正，而資本預算分析過程中也必須瞭解股利政策如何影響公司價值。

為了方便分析，本章仍將股利政策和資本預算決策做必要的切割。在給定資本預算決策前提下，公司決定應發放多少現金股利或買回多少股票。由於發放現金股利或買回股票亦須有相對財源支應，故假設資本支出為事前給定對整個分析尚不致有顯著的影響。在這些限制條件下，本章所謂的「股利政策」就只限於公司應保留多少盈餘，應發放多少現金股利或買回多少股票以及是否發行新股或公司債以支應股利政策所需的財源。實際上，不少公司發放股利（或買回股票）和發行新股（或向外舉債）雖不必然同步進行，但兩者亦非完全獨立決定；亦有不少公司會以限制現金股利的發放來減少發行新股的金額及次數，當然也有公司同時發行新股（或向外舉債）以及增加現金股利發放（或提高股票買回金額）。

✍️ 股利發放與股票買回



一般所稱的股利係指公司將投資與營運所創造的營運現金流量以現金方式分配給股東的金額。公司分配現金股利給股東時，若所需資金不是來自當期稅後盈餘而是來自累計保留盈餘，則此項分配不應稱為股利發放而應稱為**股利分配** (dividend distribution)。依此原則，公司解散時，所發放的**清算股利** (liquidating dividend) 就不應視為股利發放而應視為資本分配。

一般所稱的股利係指公司將投資與營運所創造的稅後盈餘以現金方式分配給股東的金額。

公司最常見股利發放方式是**現金股利** (cash dividend)。美國法律規定公



財務管理 Corporate Finance

開發行公司每年應發放四次（每季一次）**正規現金股利**（regular cash dividend）。公司因手中現金過多時支付正規現金股利以外的現金稱為**額外現金股利**（extra cash dividend）。另一種發放股利方式是**股票股利**（stock dividend），它不是真正的股利。發放股票股利不會讓公司手中持有的現金減少，而是讓流通在外的股數增加。發放股票股利必須待持有者處分這些股票後，由處份產生的資本利得取得現金收益。資本公積轉增資亦屬廣義的股票股利的一種。實務上，台灣將現金股利，股票股利以及資本公積轉增資都視為股利。此外，**股票分割**（stock split）亦會增加公司流通在外股數，分割後每股對公司殘餘價值請求權變小，股價會下降。舉例說：ABC 公司目前每股股票價值為 90 元，公司若宣佈將一股分割為三股，由於參與盈餘分配的股數增加三倍，分割後每股價格應會降到 30 元左右。一般而言，在外流通股數增加幅度若小於 20% 稱為股票股利，超過 20% 則稱為股票分割。

發放股票股利不會讓公司手中持有的現金減少，而是讓流通在外的股數增加。

現金股利金額通常以每股多少金額表示或以市價比率表示（即**股利收益率**（dividend yield））。**股利收益率**通常可用於衡量繼續持有股票的報酬率。股票股利亦以每股配發多少股表示，稱為**配股率**。股利的分配依照發放登記日的股東名冊為主，因此市場投資者必須在股利發放登記日前向公司或股務代理辦理過戶，否則將失去對股利的請求權。從會計處理的角度來看，公司宣佈發放現金股利時，應付現金股利的負債就已發生，此時公司須將此記列為流動負債。接下來，先以簡單例子說明資本市場無借貸限制條件下，只要公司各年度營運現金流量維持不變，公司現金股利發放金額與時機不會改變股東權益價值。亦即，公司股東權益價值決定於未來各年度營運現金流量的現值而非各年度現金股利實際發放的金額。

只要公司各年度營運現金流量維持不變，公司現金股利發放金額與時機不會改變股東權益價值。

例子：

假設 ABC 公司已營運 10 年目前無任何負債 ($B=0$)，預計本年度與下年度營運現金流量均為 1000 萬元。董事會決定公司將於下年度結

束營業並予以解散。依現行營運計畫，ABC 公司無需再保留盈餘，營運現金流量全數將以現金股利方式發放，因此本年度及下年度現金股利應各為 1000 萬元。股東權益價值 (由於無任何負債，股東權益價值等於公司價值) 等於今明兩年現金股利的現值：

$$V = E = DIV_0 + \frac{DIV_1}{1 + r_u}$$

式中 DIV_0 和 DIV_1 分別是本年度及下年度現金股利發放金額， r_u 為無負債情況下，股東權益預期報酬率。假設股東權益預期報酬率為 10%，ABC 公司股東權益價值為

$$1909 \text{ 萬元} = 1000 \text{ 萬元} + \frac{1000 \text{ 萬元}}{1.1}。$$

假設 ABC 公司現有 100 萬股在外流通，本年度及下年度每股應發放 10 元現金股利，故每股的價值應為

$$19.09 \text{ 元} = \frac{1909 \text{ 萬元}}{100 \text{ 萬股}}。$$

ABC 公司部分董事對此項股利政策不滿意，董事長遂指示財務部門研擬其它可行的股利政策。研議中的股利政策是將本年度每股現金股利發放金額調高為 11 元，由於有 100 萬股在外流通，ABC 公司必須支付 1100 萬元的現金股利。由於本年度 ABC 公司手中僅有 1000 萬元的營運現金流量，公司必須另外籌措 100 萬元的現金，其中最方便的籌資方法是發行一年期公司債或向銀行借款。

假設 ABC 公司決定發行一年期公司債，債務成本為 10%，則該公司必須在下年度支付 110 萬元 (= 100 萬元 × (1 + 10%)) 本息給債券持有人。支付本息後，ABC 公司將剩餘的 890 萬元做為下年度的現金股利，下年度每股現金股利將減為 8.9 元 (= 890 萬元 / 100 萬股)。新的股利政策下，ABC 公司股東權益價值仍為



財務管理

Corporate Finance

$$1909 \text{ 萬元} = 1100 \text{ 萬元} + \frac{890 \text{ 萬元}}{1.1}。$$

只要公司和股東皆無借貸限制，股東權益價值不受各年度現金股利實際發放金額的影響。

兩相比較可知：只要公司和股東皆無借貸限制，股東權益價值不受各年度現金股利實際發放金額的影響。

由這個例子可知：各年度營運現金流量金額維持不變情形下，公司股利政策對股東權益價值沒有影響。若公司向外部借款或發行公司債以支應本年度額外現金股利所需財源，由於下年度 ABC 公司必須償還本年度向外借款或發行公司債的本息，下年度現金股利金額將由 1000 萬元減為 890 萬元，減少金額的現值為 100 萬元 (=110 萬元/1.1)，此金額正是下年度現金股利因本年度增加現金股利發放所減少金額的現值。股東本年度所分配到每股的額外現金股利 (每股 1 元) 將為下年度每股減少的現金股利現值所抵銷 (1 元 = (10 元 - 8.9 元)/1.1)，使得改變各年度現金股利實際發放金額對股東權益價值沒有任何影響。換句話說，只要各年度營運現金流量和現金股利實際發放金額的差額可透過借貸來調節，改變股利政策就像公司以未來營運現金流量做為還款財源向銀行或信用市場預借現金，再將所取得的現金用於發放本年度的現金股利。由於各年度現金股利實際發放金額現值必須等於各年度營運現金流量的現值，改變股利政策不會對股東權益價值有任何影響。

各年度營運現金流量和現金股利實際發放金額的差額可透過借貸來調節，改變股利政策就像公司以未來營運現金流量做為還款財源向銀行或信用市場預借現金，再將所取得的現金用於發放本年度的現金股利。

庫藏股是公司藉買回股票方式將現金發放給股東，這些買回的股票由公司保管。

公司除發放現金股利外，另一種逐漸受到市場投資者歡迎的股利發放方式是公司以現金買回部分在外流通的股票。公司藉買回股票方式將現金發放給股東，這些買回的股票由公司保管，可用於未來員工配股之用亦可於未來需要現金時再行出售。現以例子說明公司在營運現金流量不變情形下，股利發放的方式 (買回股票或發放現金股利) 不會改變股東權益價值。

例子：

假設 ABC 公司有 100 萬股在外流通且無任何負債 ($B=0$)，該公司預期未來每年度的營運現金流量均維持在 500 萬元。若 ABC 公司將營運現金流量全數發放給股東做為現金股利，每年每股現金股利為 5 元 ($=500$ 萬元/100 萬股)。假設股票預期報酬率為 10%，此時每股價值應為

$$PV = \frac{5\text{元}}{0.1} = 50\text{元}。$$

由於有 100 萬股在外流通，故股東權益價值為

$$E = 50\text{元} \times 100\text{萬股} = 5000\text{萬元}。$$

某次董事會，陳南董事認為目前公司股價過低遂提議公司應利用公司手中現金買回股票。經過討論，董事會決議本年度將暫停發放現金股利，改以本年度營運現金流量在次級市場以市場價格買回部分股票；下年度起恢復發放現金股利。首先，下年度結束後，未來各年度現金股利以本年度貨幣衡量的現值為

$$PV_1 = \frac{1}{1.1} \cdot \frac{500\text{萬元}}{0.1} = 4545\text{萬}4546\text{元},$$

ABC 公司股東因公司於下年度買回股票將有 500 萬元的現金收入，買回股票等於為現有股東創造額外財富，而此額外財富的價值為

$$PV_2 = \frac{500\text{萬元}}{1.1} = 454\text{萬}5454\text{元},$$

兩者加總就是 ABC 公司改採買回股票的股利政策後，股東權益價值：



財務管理

Corporate Finance

$$E' = PV_1 + PV_2 = 5000 \text{萬元。}$$

只要公司投資與營運不變情形下，發放現金股利或以市場價格買回股票不會改變股東權益價值。

只要公司投資與營運不變情形下，發放現金股利或以市場價格買回股票不會改變股東權益價值。

ABC 公司宣布以市場價格買回股票的股利政策後，股價是否亦沒有任何變化？由於 ABC 公司股東要求的股東權益預期報酬率仍維持在 10%，且買回股票的股利政策對股東權益價值沒有影響，買回股票後只是讓在外流通的股數減少導致股價上漲。ABC 公司買回股票讓賣出股票的市場投資者取得出售股票的立即收益，而未賣出股票的股東則會因在外流通股數減少而在未來每股可分配到較多的現金股利導致每股價值上升。由於 ABC 公司投資與營運計畫並無任何改變，且買回股票後股東權益價值亦無任何變化，買回股票後股價上漲幅度應反映股票買回後在外流通股數減少幅度。假設下年度股價上漲 10% 成為 55 元。既然 ABC 公司是以市場價格買回部分股票，故 ABC 公司須以 55 元價格買回

$$9 \text{萬}909 \text{股} = \frac{500 \text{萬元}}{55 \text{元}} .$$

買回股票後，尚有 90 萬 9091 股在外流通。換句話說，ABC 公司買回股票後，在外流通股數減少 10%。從下年度起，只剩 90 萬 9091 股可參與 ABC 公司現金股利的分配，預計每股可分配到的現金股利金額為

$$5.5 \text{元} = \frac{500 \text{萬元}}{90 \text{萬}9091 \text{股}} ,$$

雖然未來各年度 ABC 公司營運現金流量仍維持 500 萬元，但由於參與分配股利的股數減少 10%，故每股可分配的現金股利將增加 10%。ABC 公司買回部分在外流通股票後仍持有 ABC 公司股票的市場投資者，由於未來每年預期將可分配到 5.5 元的現金股利，故下年度股價應為 55 元：

$$P_1 = \frac{5.5}{0.1} = 55 \text{元} \cdot$$

由以上說明可清楚看出：只要公司投資與營運計畫沒有改變，沒有所得稅情形下，以市場價格買回股票不會改變股東權益價值。計算股東權益價值時，市場投資者必須考量公司本年度買回股票後對未來各年度股東現金股利發放金額的影響。計算持有期間各年度每股所收到現金流量時，除了應避免重複計算各年度現金流量外，更重要的是只有未被買回仍在外流通的股票才能參與以後各年度現金股利的分配。公司買回股票雖導致本年度可分配給股東的現金股利金額減少，但由於未來可參與股利分配的股數亦相對減少使得未來各年度每股可分配到的現金股利相對增加，未來各年度每股現金股利增加和當年度現金股利金額減少兩相抵銷下對股東權益價值不會有影響。

自 1980 年代開始，美國上市公司買回股票逐漸成為市場投資者偏好的股利發放方式。1987 年美國股市大崩盤後，花旗銀行股價下跌 20%，花旗銀行就宣布買回部份在外流通的股票；亦有不少公司認為公司股價已偏離基本面而紛紛買回股票以防止股價進一步下跌。1994 年美國上市公司總共約有 690 億美元股票買回的額度，其中 Philip Morris 煙草公司及 J. C. Penny 百貨公司經股東大會授權可各自買回 60 億美元的股票，Disney 公司及 Scott 紙業公司及克萊斯勒汽車公司則各有 10 億美元買回股票的額度。一般而言，買回股票額度較高的公司多屬於石油煉製業、煙草業，因為這些公司手中持有現金較多，值得進行的實質投資計畫又沒有那麼多。截至 1999 年底，這類型的公司已買回約 170 億美元的股票。

公司買回股票計價方式有四種，最常見的方式是由公司宣佈將在公開市場上買回一定數量的股票，這種方式稱之為**公開市場買回** (open market repurchase) 就如同其它市場投資者一樣以市場價格買入股票；通常主管機關會對每交易者可買回數量設定上限，或在開盤後以及收盤前某一段時間內禁止公司買回股票以防止公司利用買回股票操控股價；另一種方式是**公司宣佈將在特定期間以某一特定價格買回一定數量的股票**，買回價格大都比目前市場價格為高 (約略高出 10%~20%)，若股東出售股票意願不高時，公司可取



財務管理 Corporate Finance

消上述股票買回。第三種買回方式是採**荷蘭競標模式**，公司先決定一系列可能的買回價格，有意出售的股東依所宣佈的價格架構決定願意讓售的股數。股東投標後，公司依出標狀況決定買回的最低價格；第四種方式是由**公司直接和大股東議價決定買回數量與價格**。

目前台灣上市上櫃公司依《證券交易法》第 28-2 條規定基於轉讓股份予員工或配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證的發行做為股權轉換之用或為維護公司信用及股東權益所必要而買回並辦理銷除股份等三項目得買回本公司股票。上市上櫃公司需先釐定買回股票規劃案後，提報董事會審議，由董事會三分之二以上董事出席及出席董事超過二分之一同意。規劃案內容必須依《證券交易法》第 28-2 條所規定的目的載明此次買回股票的目的、買回股票的總金額上限 (依《證券交易法》第 28-2 條規定，買回股份總金額不得超過保留盈餘加發行股份溢價加實際資本公積金額)、預定執行買回的期間及預定買回數量 (依《證券交易法》第 28-2 條規定，買回股份數量的比例，不得超過該公司已發行股份總數的 10%)，買回的區間價格 (區間價格需至董事會當日才能確定) 以及由董事會出具已考慮公司財務狀況，買回股票將不影響公司資本維持的聲明書。買回股票經董事會決議通過後，公司必須依《上市上櫃公司買回本公司股份辦法》第 2 條公告申請，公告申請內容和買回股票規劃案類似。公告申報後，必須以發文方式通知公司內部人員不得於買回期間內賣出手中持股，執行完成或期間屆滿後，須公告申報實際情形並向董事會報告。最後，還須提交股東大會報告董事會決議及實際執行情形。

★★ 2 現金股利發放實務

股利發放金額與時機一般先由董事會決定，董事會確定上年度稅後盈餘後，再考慮股利發放的方式：發放現金股利或發放股票股利或資本公積轉增資。然後，董事會將所決定的股利金額以及發放方式送請股東大會通過。股東大會中，經常見到部分股東發言要求公司提高現金股利發放金額或要求提高股票股利的比重以提高持有股票的報酬率。

我國上市或上櫃公司營運若產生稅後盈餘，在提列各種公積並支付董監事酬勞後，董事會可自剩餘的年度盈餘中提撥部分以現金股利或股票股利方式分配給股東。目前《公司法》對現金股利發放有以下規定：

- ❖ 公司於完納一切稅捐後，分派稅後盈餘前，應先提撥 10% 做為法定盈餘公積，但若法定盈餘公積已達資本總額時，不在此限。
- ❖ 公司在未彌補虧損或依法提撥法定盈餘公積前，不得分派股息。
- ❖ 公司無稅後盈餘時，不得分派股息與紅利，但法定盈餘公積已超過資本總額 50% 時，或於有盈餘年度所提撥的法定盈餘公積已超過負債 20% 數額者，公司為維持股價，得以其超過部分分派股息。

依現行《公司法》，公司需依規定提列各項公積金後，若公司還有剩餘的稅後盈餘，公司才能考慮將這些盈餘以現金股利方式發放給股東。

公司發放股利過程中有幾個重要日期需加以說明：

- ❖ **股利發放宣佈日**：召開董事會決定股利發放金額及發放方式的日期，股利發放宣佈日亦為公司應付股利的負債發生日期。股利金額應於此日正式記列為應付帳款。
- ❖ **登記日**：公司股東在股東名簿註冊登記的最後截止日。只有在此登記日前完成登記的股東才能享有參與股利分配的權利。
- ❖ **除息日**：公司現金股利自股價中扣除的交易日。除息日前的股價因仍包含現金股利故稱為含息股。含息股在除息日完成除息手續後成為除息股。公司發放現金股利後，股價依現金股利發放金額會有某種幅度的下跌，故除息日會有除息參考價格，其公式為

除息參考價格 = 前一交易日股票收盤價 - 每股現金股利。

- ❖ **除權日**：參與分配股票股利的權利和股票分離的日期。和除息參考價格類似，除權日會有除權參考價格，其公式為

$$\text{除權參考價格} = \frac{\text{前一交易日股票收盤價}}{1 + \text{配股率}}$$



財務管理 Corporate Finance

若公司的股利政策須先考慮資本預算決策以及籌資決策，則此種決策模式稱為剩餘股利政策 (residual dividend policy)。

決定發放現金股利時，若公司的股利政策須先考慮資本預算決策，則此種決策模式稱為**剩餘股利政策** (residual dividend policy)。這種政策背後的直觀已在第五章討論過：只要公司將稅後盈餘再投資的報酬率大於股東自行運用現金股利投資的報酬率，則大多數股東都會支持公司保留稅後盈餘再用於其他投資計畫上。

每年資本預算的資本支出規模或每年的稅後盈餘都不相同，公司若完全依賴剩餘股利政策發放現金股利，則每年現金股利發放水準將會出現很大的波動。舉例說，景氣持續擴張時，公司必須保留足夠的盈餘以支應資本支出增加所需的財源，此時公司可能將無任何盈餘可供發放；景氣衰退時，公司資本支出規模縮小，資金需求跟著縮小，公司可能又必須調高現金股利發放金額。縱使公司各年度的資本支出皆維持在一定水準，各年度稅後盈餘仍受景氣波動而出現很大的變動導致每年股利發放金額亦出現很大的變動。由於剩餘股利政策對各年度現金股利發放會造成很大的波動，只有當多數股東不反對每年發放現金股利金額可隨著景氣波動而變動，剩餘股利政策才有可能成為公司選擇的股利政策。

過去有不少美國上市公司將每年現金股利發放比率訂在特定值上，只有當公司稅後盈餘出現恆常性增加 (permanent increase) 時，公司才會調高現金股利發放比率。若稅後盈餘只是短暫性增加 (temporary increase)，公司不會立即跟著調整，縱使調整亦只是微幅變動。此外，物價膨脹導致公司年度稅後盈餘金額出現顯著成長，不少公司因而將現金股利發放比率維持在較高的水準。此種股利政策顯然異於上述殘餘股利政策。

為解釋上述現象，哈佛大學教授 J. Lintner 曾於 1950 年代中期針對當時美國上市公司經營階層進行深度訪談。根據訪談結果，**Lintner 教授將公司現金股利政策歸納出以下四個典型現象：**

- ❖ **公司大都會事先設定現金股利發放比率的長期目標值。** 成立較久或營運已趨成熟的公司，由於每年每股稅後盈餘金額較為穩定，所設定現金股利發放比率長期目標值較高；而處於草創時期或成長快速的公司由於未來成長機會仍多，基於未來的投資計畫對資金需求較多，所設定的股利發放比率長期目標值相對較低。
- ❖ **公司股利政策重要的決定變數是各年度現金股利的變動而非各年度現金**

股利水準值。舉例說，ABC 公司本年度每股現金股利為 2 元，2 元的水準值並非公司經營階層決定股利政策主要的考量，考量重點在於本年度和上年度現金股利金額的變化。假設這家公司上年度每股現金股利為 1 元，本年度每股現金股利較上年度每股現金股利增加 1 元。每股現金股利增加一倍不僅是公司重大事件而且是公司發放現金股利重要的決定因素。若上年度每股現金股利亦是 2 元，由於上年度與本年度現金股利發放水準沒有任何變化，則本年度每股 2 元的現金股利不會成為重大事件亦非決定股利政策的主要考量。

❖ **公司較偏好各年度現金股利發放水準維持平滑穩定 (smooth) 的型態。**

只有當公司稅後盈餘金額出現恆常性變動時，公司才會改變現金股利發放水準。稅後盈餘若只是出現短暫性變動對現金股利發放水準沒有顯著影響。

❖ **公司財務部門不太願意讓現金股利發放水準出現由高轉低情形。**

以這些典型現象為基礎，Lintner 教授推導出現金股利發放決定模型。為了簡化分析，假設公司將各年度股利發放比率設定在某長期目標值 (long-term target ratio, 以 γ 表示) 上，則第 t 期每股現金股利 (DIV_t) 依下列公式發放：

$$DIV_t = \gamma \cdot EPS_t, \quad (1)$$

式中 $0 < \gamma < 1$ ， EPS_t 為第 t 期每股稅後盈餘，當下年度每股稅後盈餘有所變動時，此項變動將會反映到下年度每股現金股利發放水準上，則式 (1) 就是各年度現金股利決定式。式 (1) 等式兩邊各減去上年度現金股利發放水準 (DIV_{t-1}) 就可算出本年度現金股利變動值：

$$DIV_t - DIV_{t-1} = \gamma \cdot EPS_t - DIV_{t-1} = \gamma \cdot EPS_t - \gamma \cdot EPS_{t-1} = \gamma \cdot (EPS_t - EPS_{t-1}), \quad (2)$$

式 (2) 顯示第 t 期每股現金股利變動完全由同期每股稅後盈餘變動的影響，此和 Lintner 教授深度訪談所得到的「公司經營階層較不偏好每年的每股現



財務管理 Corporate Finance

金股利水準變動幅度過大，而公司股東也較偏好每股現金股利發放水準維持穩定的型態」典型現象並不一致，故式 (1) 不應是公司現金股利決定的模式。

實際上，當公司外部營運環境發生大幅變動因而影響到每股稅後盈餘水準時，公司不會立即將這個變動反映到本年度現金股利變動上而是採取逐年漸進調整的方式：

$$DIV_t - DIV_{t-1} = \rho \cdot [\gamma \cdot EPS_t - DIV_{t-1}] ,$$

式中 ρ 為每股現金股利調整的速率。 ρ 愈接近於 1，表示第 t 期每股盈餘變動 (EPS_t) 愈會立即反映到該年度每股現金股利發放水準 (DIV_t) 上。 $\rho=1$ 時，上式就變成式 (2)。一般而言，營運成熟的公司各年度現金股利金額調整速度較慢，故 ρ 值較小。當這些公司第 t 期每股股利發放金額長期水準值 ($\gamma \cdot EPS_t$) 偏離上年度實際發放金額 (DIV_{t-1}) 時，本年度每年現金股利發放金額的變動只會部分反應此項偏離值： $\rho \cdot [\gamma \cdot EPS_t - DIV_{t-1}]$ 。由於上式在任何時點皆應成立，故下兩式成立：

$$DIV_t = \rho \cdot \gamma \cdot EPS_t + (1 - \rho) DIV_{t-1} ,$$

$$DIV_{t-1} = \rho \cdot \gamma \cdot EPS_{t-1} + (1 - \rho) DIV_{t-2} ,$$

將第二式代入第一式中的 DIV_{t-1} 可得下式：

$$DIV_t = \rho \cdot \gamma \cdot EPS_t + (1 - \rho) \cdot \rho \cdot \gamma \cdot EPS_{t-1} + (1 - \rho)^2 DIV_{t-2} \cdot$$

以相同的方式可代掉上式中的 DIV_{t-2} ；依此做法最後可得

$$\begin{aligned} DIV_t &= \rho \cdot \gamma \cdot EPS_t + (1 - \rho) \cdot \rho \cdot \gamma \cdot EPS_{t-1} + (1 - \rho)^2 \cdot \rho \cdot \gamma \cdot EPS_{t-2} + \dots \\ &\quad + (1 - \rho)^n \cdot \rho \cdot \gamma \cdot EPS_{t-n} + \dots , \end{aligned} \tag{3}$$

$$= \rho \cdot \gamma \cdot \sum_{n=0}^{\infty} (1 - \rho)^n EPS_{t-n}$$

由式 (3) 可清楚看出第 t 期每股現金股利決定於公司當期以及所有過去年度的每股稅後盈餘。過去年度每股稅後盈餘對第 t 期每股現金股利的影響程度隨時間而逐年降低 (即 $(1-\rho)^n$ 值隨 n 愈大而愈小)。調整速度愈慢 (即 ρ 值愈小)，過去年度每股稅後盈餘對第 t 期每股現金股利影響下降速度愈慢 (即 $1-\rho$ 值愈大)。由式 (3) 亦可看出，第 t 期每股現金股利是本年度與所有過去年度每股稅後盈餘的加權平均值，權數值隨時間而愈小 (當 $n \rightarrow \infty$ 時， $(1-\rho)^n \rightarrow 0$)。

假設每股稅後盈餘出現短暫性變動 (temporary changes)：第 t 期每股稅後盈餘由 EPS_t 變為 EPS'_t ：

$$\Delta = EPS'_t - EPS_t,$$

但其他年度的每股稅後盈餘皆未變動。由式 (3) 可知，第 t 期每股現金股利發放變動的金額應為

$$DIV'_t - DIV_t = \rho \cdot \gamma \cdot [EPS'_t - EPS_t] = \rho \cdot \gamma \cdot \Delta。$$

假設 ρ 為 0.2， γ 為 0.5，第 t 期每股稅後盈餘短暫性增加一元 ($\Delta=1$ 元)，第 t 期每股現金股利發放金額只增加 0.1 ($=0.2 \times 0.5 \times 1$) 元。換句話說，為了讓各年度現金股利維持平滑穩定型態，公司將第 t 期所增加的 1 元稅後盈“平均”分配到未來各年度現金股利的發放上，導致第 t 期每股稅後盈餘短暫性變動對該年度現金股利的影響並不顯著。若過去各年度稅後盈餘皆有所變動，公司就會開始認定此種每股稅後盈餘的變動不再是短暫性現象而是恆常性現象。假設第 t 期及過去各年度每股稅後盈餘變動值均為 $\Delta (= EPS'_{t-n} - EPS_{t-n}, n \geq 0)$ 。將各年度每股稅後盈餘變動金額 (Δ) 代入式 (3) 可得：這種恆常性變動將讓第 t 期現金股利增加 $\gamma \cdot \Delta (= DIV'_t - DIV_t)$ 。亦即，每股稅後盈餘恆常性變動對本年度現金股利有顯著的影響。Fama 和 Babiak¹ 兩位教授曾利用這個模型從事實證研究，發現不少美國公司的股利決定模式和 Lintner's 模型所預測的頗為一致。但他們亦發現公司決定本年度現金股利發放時，亦受到公司對未來每股稅後盈餘預期的影響。

¹ E. F. Fama and H. Babiak, "Dividend Policy: An Empirical Analysis," *Journal of the American Statistical Association* 63 (December 1968), pp. 1132-1161.



財務管理 Corporate Finance

並非所有公司要等到有確定的現金收入時才會提高現金股利的發放，亦有部分公司只要預期到未來獲利情況好轉時就會增加本年度現金股利發放水準。Benartzi, Michaely and Thaler (1997)² 的研究發現不少公司預期到未來每股稅後盈餘將高於過去長期平均值後就會增加本年度股利發放水準。Healy and Palepn (1988)³ 則針對首次發放股利的公司進行實證研究發現：公司首次發放股利的時點大都和公司稅後盈餘大幅上升的時點相當一致，這些公司稅後盈餘上升幅度的平均值為 43%。依現金股利發放決定模型，公司經營階層若仍質疑稅後盈餘大幅上升係屬於短暫性現象，就不會貿然做出增加發放現金股利的決定。然而，依 Healy and Palepn 的研究又發現這些公司大多對公司盈餘持續成長有信心，實際資料顯示首次發放股利後的四年期間，這些稅後盈餘成長率平均值為 164%。這兩位教授研究結果支持公司藉發放現金股利釋放出「未來盈餘將持續成長」的訊息。

由於 Lintner 教授從事深度訪談時，公司只能採取發放現金股利方式。至於買回股票則有以下典型現象：

- ◆ 當公司手中已累積不少現金或決定利用發行公司債買回股票以改變現有資本結構時，公司經營階層往往採取買回股票做為股利政策。

★★★ 3 股利政策無關理論

股利政策是否如第 1 節的例子不會影響公司股東權益價值也是一直爭議不斷。由第十一章有關資本結構與公司價值間關連的討論可知：無營利事業所得稅情形下，若市場投資者擁有完全資訊 (complete information) 且無任何交易成本，公司價值決定於未來投資與營運所創造營運現金流量，不受資本結構的影響。資本結構只是決定各年度營運現金流量如何分配。資本結構無關模型亦可直接套用到股利政策無關理論，本節將利用類似的邏輯探討何種情形下，公司市場價值不受股利政策的影響。

² S.Benartzi, R. Michaely and R. Thaler, "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?" *Journal of Finance* 52(3) (1997), pp. 1007-1034.

³ P. Healy and K. Palepn, "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions," *Journal of Financial Economics* 21 (1988), pp. 149-175.

Miller 與 Modigliani⁴ 兩位教授在 1961 年所發表的一篇論文中，認為在完全資本市場前提下，股利政策對公司市場價值沒有任何影響。公司選擇對其最有利的資本支出計畫後，接著要決定如何籌措投資計畫資本支出所需資金：有多少向外借款，有多少由發行新股支應，有多少由保留盈餘支應。公司營運有稅後盈餘後，需決定保留多少盈餘。決定保留盈餘後，若還有剩餘現金流量就可用於發放現金股利或買回股票。縱使投資計畫與資本支出的籌資方式決定後，公司本年度欲發放現金股利金額若大於所持有的現金，公司還可到信用市場借款發放現金股利所需現金或發行更多的新股支應。

Miller 與 Modigliani 兩位教授在 1961 年所發表的一篇論文中，認為在完全資本市場前提下，股利政策對公司股東權益價值沒有任何影響。

假設公司決定採發行新股做為發放現金股利的籌資管道。此時，唯有市場投資者要求的預期報酬率不低於持有新股所需付出的資本（機會）成本時，市場投資者才願意購買這些新股。發行新股做為發放現金股利的籌資管道可視為將部分現有股東權益移轉給新股東，將部分現有股東權益移轉給新股東導致現有股東權益價值因股利政策的改變（增加本年度現金股利發放）而減少造成資本損失（股價因在外流通股數增加而下跌）。此項資本損失雖由現有股東承受，但 Miller 與 Modigliani 兩位教授認為這些資本損失的現值正好為本年度增加的現金股利所抵銷。



3.1 股利政策無關理論：初學篇

本小節將以例子說明股利政策不會影響公司市場價值和第十一章資本結構不影響公司價值兩者邏輯非常相似。股東權益價值決定於股東在各年度所能分配到的現金流量的現值，股利政策只是決定現金股利的分配方式、時機與金額而已。在沒有營利事業所得稅情形下，公司股東無論以現金股利或買回股票方式取得公司投資與營運所創造營運現金流量對公司市場價值沒有影響，而為發放股利所執行的籌資決策只要不影響公司可分配給股東的現金流量，股利政策不會影響公司市場價值。第一個例子說明股利發放方式（現金股利或買回股票）不會影響公司市場價值。

⁴ M. H. Miller and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares," *Journal of Business* 34 (October 1961), pp. 411-433.



財務管理

Corporate Finance

例子：

假設 ABC 公司目前資產負債表為

現金	1000 萬元	債務價值	1000 萬元
固定資產價值	1 億元	股東權益價值	1 億元

ABC 公司財務部門重新評估後發現：原先預備執行的實質投資計畫淨現值為負，故決定取消此項投資計畫。ABC 公司手中現所持有 1000 萬元現金就不需用在該投資計畫的資本支出。財務部門遂向董事會提案建議將此 1000 萬元做為本年度額外現金股利。額外現金股利發放後，ABC 公司資產負債表中現金科目減少 1000 萬元，由資產負債表恆等式可知：股東權益價值亦應減少 1000 萬元，此時資產負債表變為

現金	0 元	債務價值	1000 萬元
固定資產價值	1 億元	股東權益價值	9000 萬元

假設在外流通股數為 500 萬股，發放額外現金股利前，每股價格應為 20 元 (=1 億元 / 500 萬股)；發放後，每股價格降為 18 元 (=9000 萬元 / 500 萬股)，每股股價下跌 2 元 (=20 元 - 18 元)。投資與營運計畫皆無改變情形下，ABC 公司將手中現金做為額外現金股利發放導致本年度股價下跌，但股東總財富不變 (=9000 萬元 + 1000 萬元)。

該次董事會中，陳南董事認為應將公司手中 1000 萬元現金用於買回股票以提升股價。經過討論，董事會決議以市場價格買回股票，由於目前股價為 20 元，1000 萬元可買回的股數為

$$50 \text{ 萬股} = \frac{1000 \text{ 萬元}}{20 \text{ 元}}$$

買回股票後，在外流通的股數減為 450 萬股，股東權益價值 (等於公司市場價值) 變為 9000 萬元 (=450 萬股 × 20 元)。由此可知：無論 ABC 公司將 1000 萬元現金以額外現金股利方式發放或以市場價格買回 50 萬股，公司資產負債表中股東權益價值皆減少 1000 萬元，但以 1000 萬元買回股票或發放額外現金股利則讓股東總財富增加 1000 萬元，一增一減對股東財富沒有影響。買回股票對股價沒有影響，只是在外流通股數減少。至於發放額外現金股利雖對在外流通股數沒有影響，但股價由 20 元降為 18 元。

公司除了發放現金股利外，亦可選擇以買回股票方式將現金發放給股東。只要各年度營運現金流量維持不變，公司以買回股票或發放現金股利方式增加本年度股利發放對公司市場價值不會有不同的影響。同理，減少本年度股利發放對公司市場價值亦不會有任何影響，減少本年度現金股利發放正好為未來股東權益的資本利得所抵銷。

Miller and Modigliani (1961) 再以第二個例子說明在沒有營利事業所得稅以及完全競爭資本市場假設下，股利發放金額與時機不會影響到公司市場價值。由淨現值公式可知，投資計畫為公司創造多少價值決定於投資與營運所創造營運現金流量現值以及資本（機會）成本。縱使公司某年度欲支付的現金股利金額大於該年度營運現金流量，公司仍可透過發行新股或向外舉債等方式支應發放該年度現金股利所缺的現金，故何時發放現金股利以及各年度股利發放水準並不影響公司市場價值。只要各年度營運現金流量現值不變，變動股利政策不會影響到公司市場價值。換句話說，第二個例子說明：公司可利用發行新股或向外舉債（籌資決策）創製其偏好的股利政策。只要公司無須支付任何交易成本即可創製任何股利政策，股利政策對公司市場價值將無任何影響（此即「均衡狀態下，不可能存在套利機會」的條件成立）。

Miller and Modigliani (1961) 再以第二個例子說明在沒有營利事業所得稅以及完全競爭資本市場假設下，股利發放金額與時機不會影響到公司市場價值。

公司可利用發行新股或向外舉債（籌資決策）創製其偏好的股利政策。只要公司無須支付任何交易成本即可創製任何股利政策，股利政策對公司市場價值將無任何影響。

例子：

假設 ABC 公司目前資產負債表為：

現金（預備用於資本支出）	1000 萬元	債務	1000 萬元
固定資產	1 億元	股東權益	(1 億 + NPV) 元
成長機會現值	NPV 元		
總資產價值	(1.1 億 + NPV) 元	公司價值	(1.1 億 + NPV) 元

ABC 公司預備將手中的 1000 萬元現金用於支付投資計畫的資本支出。資產負債表中，NPV 元為該投資計畫淨現值。ABC 公司執行此項投資計畫後，公司市場價值增加為 (1.1 億 + NPV) 元。最後，假設 ABC 公司無須負擔任何營利事業所得稅且發行新股或公司債或向外借款皆無



財務管理

Corporate Finance

需支付任何交易成本 (即無借貸限制)。

ABC 公司董事會決定本年度將發放 1500 萬元的現金股利，由於公司手中的 1000 萬元現金將做為資本支出的財源，財務部門必須另籌 1500 萬元現金做為發放現金股利所需財源。籌措財源的方式有二：發行公司債或發行新股。

假設 ABC 公司選擇發行一年期公司債做為本年度發放現金股利的籌資方式。由於 ABC 公司資本預算決策不受上述股利政策的影響，執行投資計畫後，公司固定資產價值維持在 (1.1 億+NPV) 元，固定資產價值之所以增加係因 ABC 公司以 1000 萬元資本支出購置固定資產所致。依資產負債表恆等式可知：發行公司債後的股東權益變為 (1.1 億+NPV) 元 - 1500 萬元，而資產負債表變為

固定資產價值	(1.1 億+NPV) 元	債務價值	2500 萬元
		股東權益價值	(8500 萬+NPV) 元

固定資產價值不變，股東權益價值下降顯示本年度所增加的現金股利正好為股東權益價值變動所抵銷。此時，由於在外流通股數不變，故股價變為

$$P'_0 = \frac{(8500\text{萬} + \text{NPV}) \text{ 元}}{500\text{萬股}}$$

若 ABC 公司決定改以發行新股支應發放 1500 萬元現金股利所需財源後，ABC 公司資產負債表變為

固定資產	(1.1 億+NPV) 元	債務價值	1000 萬元
		股東權益	(1 億+NPV) 元

依資產負債表恆等式，發行新股後的股東權益價值仍維持在 (1 億+NPV) 元水準。發行新股後股東權益價值不變表示原有股東的權益價值必然有所改變：

$$\begin{aligned} \text{原有股東的權益價值} &= (1\text{億} + NPV) \text{元} - 1500\text{萬元} \\ &= (8500\text{萬} + NPV) \text{元} \end{aligned}$$

式中 1500 萬元是新股東權益的市場價值。原有股東權益價值由 (1 億 + NPV) 元降為 (8500 萬 + NPV) 元。由於此項現金股利所需財源由發行新股支應，造成原有的股東權益價值被新股稀釋而減少 1500 萬元。原有股東因此項股利政策導致其股東權益價值減少 1500 萬元。亦即，本年度所增加的現金股利正好為原有股東權益價值的變動所抵銷，所以，新舊股東權益價值總和仍維持 (1 億 + NPV) 元不變。

顯然此項股利政策對公司市場價值無任何影響，亦對原有股東的財富無任何影響：原有股東一方面取得 1500 萬元的現金股利，但其股東權益價值亦減少 1500 萬元。股利政策對公司市場價值無任何影響背後最重要的假設是 ABC 公司是以股票的市場價格發行新股。換句話說，ABC 公司發行新股的市場價值正好為 1500 萬元。

接下來，計算 ABC 公司以何種價格發行新股。由於未發行新股前，ABC 公司有 500 萬股在外流通。執行投資計畫後尚未發行新股前，股東權益價值為 (1 億 + NPV) 元，故當時股價為

$$P_0 = \frac{(1\text{億} + NPV) \text{元}}{500\text{萬股}}。$$

發行新股後，股價變為

$$P'_0 = \frac{(8500\text{萬} + NPV) \text{元}}{500\text{萬股}}，$$

無論籌措發放本年度現金股利所需財源的方式為何，新股價均變為 (8500 萬 + NPV) 元 / 500 萬股。兩相比較可知：無論發行新股或發行公司債以支應發放現金股利所需資金會讓股價下跌 3 元：



財務管理

Corporate Finance

$$P'_0 - P_0 = \frac{1500\text{萬元}}{500\text{萬股}} = 3\text{元}$$

這個數字正好是原有股東本年度每股可分配的現金股利：

$$3\text{元} = \frac{1500\text{萬元}}{500\text{萬股}},$$

上述股價變動與 ABC 公司投資與營運計畫淨現值無關，完全是受股利政策的影響。

發行新股後，股票的價格應為

$$P'_0 = \frac{(8500\text{萬} + \text{NPV})\text{元}}{500\text{萬股}}$$

由於新股東以此價格取得 ABC 公司所發行的股票，故 ABC 公司必須發行新股的數目為

$$\text{新股股數} = \frac{1500\text{萬元}}{P'_0}。$$

ABC 公司為支應現金股利而發行的股數則會受到投資計畫淨現值的影響。舉例說，若投資計畫淨現值為 2000 萬元，則執行投資計畫後的股價變為 24 元，而發行新股後的股價再變為 21 元。此時，ABC 公司須發行的股數為

$$\text{新股股數} = \frac{1500\text{萬元}}{21\text{元}} = 71\text{萬}4286\text{股}$$



3.2 股利政策無關理論：進階篇

假設公司 A 和公司 B 未來各年度營運現金流量完全相同： $X_t^A = X_t^B, t \geq 1$ 。這兩家公司唯一的差異就在於股利政策。公司 A 和公司 B 未來各年度股利發放金額完全相同，只是下年度股利發放水準不同：

$$DIV_1^A \neq DIV_1^B ,$$

$$DIV_t^A = DIV_t^B , \quad t \geq 2 .$$

假設 $DIV_1^A > DIV_1^B$ 。這兩家公司有完全相同營運計畫，它們是否會因股利政策不同而有不同的公司價值？依第五章資產報酬率的定義，持有公司 A 與公司 B 股票一期的報酬率分別是

$$r_t^A = \frac{DIV_{t+1}^A + P_{t+1}^A - P_t^A}{P_t^A} ,$$

$$r_t^B = \frac{DIV_{t+1}^B + P_{t+1}^B - P_t^B}{P_t^B} ,$$

式中 DIV_t^A 和 DIV_t^B 分別是第 t 期公司 A 和公司 B 的現金股利發放金額， P_t^A 和 P_t^B 分別是第 t 期公司 A 和公司 B 的股價。由於公司 A 和公司 B 有完全相同的投資與營運計畫，市場投資人對這兩家公司要求的股東權益預期報酬率應該相同：

$$r_t^A = r_t^B = r .$$

由 r_t^A 和 r_t^B 定義式可算出公司 A 和公司 B 當期 (第 0 期) 股價的決定式：

$$P_0^A = \frac{DIV_1^A + P_1^A}{1+r} ,$$

$$P_0^B = \frac{DIV_1^B + P_1^B}{1+r} ,$$

假設公司 A 和公司 B 第 0 期期末在外流通股數分別是 N_0^A 和 N_0^B ，這兩家公司第 0 期公司價值分別是

$$V_0^A = P_0^A \cdot N_0^A = \frac{(DIV_1^A + P_1^A) N_0^A}{1+r} ,$$

$$V_0^B = P_0^B \cdot N_0^B = \frac{(DIV_1^B + P_1^B) N_0^B}{1+r} ,$$

(4)



財務管理 Corporate Finance

由於這兩家公司各年度營運現金流量相同，只是第一期現金股利發放金額不同 ($DIV_1^A \neq DIV_1^B$)，現金股利發放金額較高的公司必須另外籌措足夠財源才能支應發放較高金額現金股利所需的資金。首先，利用公司各年度資金來源 (sources of funds) 與資金使用 (uses of funds) 必須相等的原則導出公司下年度資金來源與資金使用恆等式：

$$X_1 + \Delta N_1 \cdot P_1 + \Delta B_1 = DIV_1 \cdot N_0 \quad ,$$

式中 X_1 為公司在第 1 期因投資與營運所創造的營運現金流量， ΔN_1 為第 1 期發行新股的數量， ΔB_1 為第 1 期向外舉債金額。資金來源與資金使用恆等式左邊表現公司在第 1 期發放現金股利所需資金可能的來源，其中包括發行新股所取得的現金 ($\Delta N_1 \cdot P_1$)，本年度營運現金流量 (X_1) 以及向外舉債金額 (ΔB_1)。恆等式右邊表現公司在第 1 期資金唯一的用途：發放現金股利 ($DIV_1 \cdot N_0$)。假設公司決定不以向外舉債做為籌資管道 ($\Delta B_1=0$)。若股利發放總金額 ($DIV_1 \cdot N_0$) 大於該期營運現金流量 (X_1)，該公司必須以發行新股籌措發放現金股利所需資金的金額為

$$\Delta N_1 \cdot P_1 = DIV_1 \cdot N_0 - X_1 > 0 \quad .$$

假設公司 A 以發行新股來發放較多的現金股利，將資金來源與資金使用恆等式 ($X_1^A + \Delta N_0^A \cdot P_1^A = DIV_1^A \cdot N_0^A$) 代入式 (4) 並利用在外流通股數關係式 ($N_1^A = N_0^A + \Delta N_1^A$)，可得

$$V_0^A = \frac{DIV_1^A \cdot N_0^A + P_1^A \cdot N_0^A}{1+r} = \frac{X_1^A + \Delta N_0^A \cdot P_1^A + P_1^A \cdot N_0^A}{1+r} = \frac{X_1^A + P_1^A \cdot N_1^A}{1+r} \quad ,$$

$$V_0^B = \frac{DIV_1^B \cdot N_0^B + P_1^B \cdot N_0^B}{1+r} = \frac{X_1^B + P_1^B \cdot N_0^B}{1+r} \quad ,$$

式中由於公司 B 並未在第 1 期發放額外現金股利，故第 1 期市場價值 (V_1^B) 等於 $P_1^B N_0^B$ ， $P_1^A N_0^A$ 及 $P_1^B N_0^B$ 分別是公司 A 和公司 B 在第 1 期的市場價值： V_1^A 與 V_1^B 。將 $V_1^A = P_1^A \cdot N_1^A$ 與 $V_1^B = P_1^B \cdot N_0^B$ 分別代入 V_0^A 與 V_0^B 決定式中即得

$$V_0^A = \frac{X_1^A + V_1^A}{1+r},$$

$$V_0^B = \frac{X_1^B + V_1^B}{1+r},$$

從第 2 期開始，由於公司 A 和公司 B 都有相同的總現金股利發放水準，這兩家公司在第 1 期的市場價值應該相同 ($V_1^A = V_1^B$)。公司 A 和公司 B 在第 1 期又都有相同的營運現金流量： $X_1^A = X_1^B$ 。由於 $X_1^A = X_1^B$ 且 $V_1^A = V_1^B$ ，故公司 A 和公司 B 本年度應有相同的市場價值：

$$\frac{X_1^A + V_1^A}{1+r} = \frac{X_1^B + V_1^B}{1+r}。$$

由上式可知：公司市場價值決定於未來各期因投資與營運所創造的營運現金流量與資本（機會）成本。由式 (4) 亦知，公司 A 在下年度雖然每股發放較高的現金股利 ($DIV_1^A > DIV_1^B$) 但每股現金股利的差異卻為下年度較低的股價所抵銷。只要公司以該公司股票市場價格發行新股來籌措執行股利政策所需的資金，公司價值不會受到各年度股利發放金額的影響。換句話說，在沒有營利事業所得稅以及零交易成本情形下，公司股利政策對公司價值不會有任何影響。

只要公司以該公司股票的市場價格發行新股來籌措執行股利政策所需的資金，公司價值不會受到各年度股利發放金額的影響。

在沒有營利事業所得稅以及零交易成本情形下，公司股利政策對公司價值不會有任何影響。

✈ 租稅負擔與股利政策

★★★

依第 3 節的討論，沒有營利事業或個人綜合所得稅情形下，股利政策不會影響公司市場價值。有所得稅情形下，股利發放方式是否會改變公司市場價值？若所得稅負對公司市場價值有所影響，本節將說明稅負是公司選擇股利政策重要考量因素。

由第十一章 M-M 定理命題 I ($V_L = V_u + \tau \cdot B$) 可知：公司市場價值與無負債情形下，公司市場價值間的差額就是稅盾現值 ($\tau \cdot B$)。下面的例子將利用這個公式說明在有營利事業所得稅情形下，發行公司債再以買回股票方式發放股利對股價的影響。



財務管理

Corporate Finance

例子：

ABC 公司目前無任何負債，股價為 100 元，在外流通的股數為 100 萬股。董事會認為目前股價偏低，決定發行無到期日永續公司債，將公司債發行所得款項以每股 125 元的價格買回部分在外流通的股票。假設營利事業所得稅稅率 (τ) 為 40%。ABC 公司執行此項股票買回計畫後，請問 ABC 公司市場價值變為多少？股東權益價值變為多少？新的股價又是多少？

發行公司債後，每年度的利息支出可為公司省下部分營利事業所得稅。利用 M-M 定理命題 I，算出發行公司債後公司的市場價值：

$$\begin{aligned} V_L &= V_u + \tau \cdot B \\ &= 100 \text{ 元} \times 100 \text{ 萬股} + 0.4 \times 4000 \text{ 萬元} \\ &= 1 \text{ 億 } 1600 \text{ 萬元，} \end{aligned}$$

買回股票後，公司負債總金額變為 4000 萬元，股東權益價值變為

$$\begin{aligned} E &= V_L - B \\ &= 1 \text{ 億 } 1600 \text{ 萬元} - 4000 \text{ 萬元} \\ &= 7600 \text{ 萬元，} \end{aligned}$$

發行公司債所得的 4000 萬元若以每股 125 元價格買回股票將可買回 32 萬股，新的股價變為

$$\begin{aligned} P'_0 &= \frac{7600 \text{ 萬元}}{100 \text{ 萬股} - 32 \text{ 萬股}} \\ &= 111.72 \text{ 元} \end{aligned}$$

ABC 公司執行股票買回計畫後，原有股東的財富由 1 億元增為 1 億 1600 萬元，而所增加的財富 1600 萬元並非因執行買回股票的股利政策所創造而是因發行公司債所創造的稅盾現值。

現金股利為個人綜合所得之一，取得現金股利的股東將依其所適用個人綜合所得稅率課徵個人綜合所得稅，至於買回股票所衍生資本利得則依資本利得稅率或證券交易所稅率加以課徵。資本利得稅多採分離課稅方式，且個人綜合所得稅率高於資本利得稅率導致現金股利和股票買回兩種股利政策所衍生的稅負不同。若以課稅時點來看，發放現金股利該年度就必須繳稅，但買回股票所產生的資本利得必須等到股票出售實現後才需繳稅。當股東適用的個人綜合所得稅率和證券交易所稅率間出現很大差距時，買回股票可為股東減輕個人綜合所得稅負，這類股東會較偏好公司買回股票的股利政策。亦即，股東個人綜合所得稅負差異會影響其對股利政策的偏好。接下來先以例子說明買回股票以及發放現金股利對股東個人綜合所得稅負的影響。

現金股利為個人綜合所得之一，取得現金股利的股東將依其所適用個人綜合所得稅率課徵個人綜合所得稅，至於買回股票所衍生資本利得則依資本利得稅率或證券交易所稅率加以課徵。

例子：

ABC 公司執行所有可行投資計畫後，發行手中還有 6000 萬元的現金。董事會決議將這 6000 萬元發放給股東。第一種發放方式是額外現金股利。目前公司流通在外股數是 2000 萬股，故每股將可分配到 3 元。

若 ABC 公司改採買回股票方式發放現金股利，ABC 公司可將此 6000 萬元用於買回部分在外流通的股票。目前股價為每股 27 元，若股票買回的價格訂為每股 30 元，則 ABC 公司可購回 200 萬股，而流通在外股數減為 1800 萬股，價格也因此上升至 30 元。沒有個人綜合所得稅情形下，股東以現金股利或買回股票方式取得股利並無不同：以現金股利方式發放，本年度每股將可取得 3 元現金股利而手中持有股票的價格仍維持在 27 元，故每股實際價值為 30 元，這個數字正好等於買回股票的價格。

考慮個人綜合所得稅後，現金股利和股票買回對股東權益價值是否會有不同的影響？假設現金股利適用的個人綜合所得稅率為 40%，證券交易所稅率為 0%。若 ABC 公司採現金股利方式發放股利，則自



財務管理

Corporate Finance

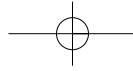
個人綜合所得稅率若高於證券交易所稅率，股東會偏好以買回股票方式發放股利。

然人股東每股分配到的現金股利將被課以 1.2 元的個人綜合所得稅 ($=3 \text{ 元} \times 40\%$)，故自然人股東實際股利所得只有 1.8 元，再加上 27 元的股價，每股實際價值只有 28.8 元。另一方面，公司若選擇買回股票方式發放現金，由於證券交易所稅率為 0%，出售股票無須就資本利得部分支付任何所得稅，股東稅負為 0 元，故每股價值仍維持在 30 元。由此可知，個人綜合所得稅率若高於證券交易所稅率，股東會偏好以買回股票方式發放股利。

台灣目前尚未開徵證券交易所稅，僅課徵千分之三的證券交易稅；證券交易稅是財產稅，證券交易所稅則是所得稅。依現行稅法，資本利得有效稅率遠較個人綜合所得稅率為低。公司選擇發放現金股利時，大股東分配到的現金股利所適用的所得稅邊際稅率很高；另一方面，公司若選擇買回股票，則股價變動所衍生的資本利得卻無須課徵所得稅只須繳納證券交易稅。兩種發放股利方式稅負不同造成大股東較偏好公司發放股票股利或買回股票。

只要個人綜合所得稅負不同，不同的市場投資者對股票買回或現金股利(即對公司股利政策)有不同的偏好，而此偏好取決於市場投資者適用的現金股利的所得稅率與資本利得的所得稅率。由於稅率不同，公司的股利政策會吸引不同的市場投資人。本章焦點在於公司發放現金股利抑或保留盈餘對市場投資者投資決策的影響，以及市場投資者投資策略如何減輕股利所得稅負對公司價值衝擊。為決定市場投資者對公司股利政策的偏好，須先算出股利所得及資本利得的租稅效果。為簡化分析，假設市場投資者在登記日前取得股票，發放現金股利後立即出售該股票。假設該股票每股現金股利水準為 DIV ，而市場投資者適用的現金股利所得稅率為 τ_d ，故她實際取得的現金流量為 $DIV(1 - \tau_d)$ 。

除此之外，市場投資者持有該股票期間還會因購入與出售股票的價格不同產生資本利得(損失)。令 P 與 P' 分別表示期初購入與期末出售股票的價格。假設市場投資者適用的資本利得所得稅率為 τ_g 。由於除息後價格(即 P')



通常會小於除息前價格 (即 P)，故採取此種投資策略的市場投資者會有 $(P - P')(1 - \tau_g)$ 金額的稅後資本損失。市場投資者決定參與配息的淨收益為 $DIV(1 - \tau_d) - (P - P')(1 - \tau_g)$ 。若 $DIV(1 - \tau_d)$ 大於 $(P - P')(1 - \tau_g)$ ，則市場投資者會選擇參與配息；反之，市場投資者會選擇不參與配息。「均衡狀態下，不可能存在套利機會」條件成立，故股價和現金股利必須滿足以下關係：

$$(P - P')(1 - \tau_g) = DIV(1 - \tau_d)$$

經過簡單計算可得

$$P = P' + DIV \left[\frac{1 - \tau_d}{1 - \tau_g} \right] = P' + DIV \left[1 - \frac{\tau_d - \tau_g}{1 - \tau_g} \right]$$

式中 $(\tau_d - \tau_g)/(1 - \tau_g)$ 為現金股利的有效稅率 (以 τ^* 表示)。現金股利有效稅率 τ^* 的決定因素有

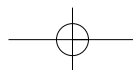
- ❖ 市場投資者的所得水準。不同所得水準適用的稅率亦不相同。
- ❖ 稅法規定。舉例說，美國稅法規定為退休而開立的投資帳戶中，所有持有股票的現金股利及資本利得均為免稅。
- ❖ 持有股票期間的長短。

由於上述因素不同，不同市場投資者對股利政策有不同偏好，若長期投資者分配到的現金股利適用的稅率較高，則她會偏好買回股票。另一方面；長期投資者或適用免稅規定的帳戶或基金則對買回股票無特別偏好，她們偏好的股利政策須視她們對現金需求型態與時點。若市場投資者股利所得有效稅率 ($\tau_g > \tau_d$) 為負，市場投資者會偏好發放高現金股利的股票。

當個人綜合所得稅稅負會影響股東偏好的股利政策時，公司可藉選擇特定的股利政策以吸引那些偏好此種股利政策的市場投資者，此為**股利顧客效果** (dividend clientele effect)。舉例說，對不需依賴現金股利做為主要所得的市場投資者而言，她們會偏好持有現金股利發放率較低的股票；對以現金股利做為主要所得的個人或信託基金則會偏

股利顧客效果

當個人綜合所得稅稅負會影響股東偏好的股利政策時，公司可藉選擇特定的股利政策以吸引那些偏好此種股利政策的市場投資者。





財務管理 Corporate Finance

好現金股利發放率較高的股票。當市場投資者能自由選擇何種股票時，公司會藉特定股利政策以吸引公司較偏好的股東。然而，存在股利顧客政策效果並不意謂某種股利政策會較另一種股利政策為優。

以上的討論集中在於市場投資者股利所得有效稅率如何影響她們對發放現金股利或買回股票的選擇。接下來，將討論市場投資者的租稅負擔如何影響到公司對保留盈餘金額及現金股利發放的選擇。

依第五章的討論，公司可將保留盈餘用於支應未來投資計畫資本支出所需財源，而選擇投資計畫的準則為投資計畫的淨現值。一旦公司已選擇所有淨現值為正的投資計畫，公司對繼續將剩餘的稅後盈餘存在銀行或從事金融性投資或發放現金股利就無任何偏好。既然公司已選擇所有淨現值為正的投資計畫，此時公司不應再將保留盈餘用於淨現值為負的投資計畫，而應將剩餘資金存放在銀行或從事金融性投資。如此，公司再將這些金融性投資的投資收益用於未來現金股利的發放或投入未來的投資計畫。在具效率性的資本市場中，公司從事這些金融性投資不可能為公司創造額外的價值（即這些金融性投資的淨現值為零，請見第九章的說明）。所以，當公司及股東皆無借貸限制且信用市場借貸利率等於現有實質性投資計畫報酬率時，公司繼續保留多餘的盈餘或將這些盈餘以現金股利方式發放給股東都不會影響公司的價值。

當保留盈餘或發放現金股利會影響到股東的租稅負擔時，公司股利政策必須考量到股東的租稅負擔。接下來，先以例子說明公司保留盈餘對股東租稅負擔的影響。

例子：

假設 ABC 公司手中有 1 億元現金以及有 1000 萬股在外流通，公司所有股東適用的個人綜合所得稅率完全相同。公司股利政策的選擇有二：將這 1 億元做為現金股利發放給股東，則每股股利為 10 元，然後結束公司營運；或將這 1 億元永久存放在銀行，將每年度利息所得發放給股東做為各年度的現金股利。

若 ABC 公司選擇第一種股利政策。由於本期將結束營運，分配 1 億元現金股利後，公司股價變為零，故發放現金股利前的股價 (以 P_1 表示) 決定於股東取得股利的實際水準：

$$P_1 = DIV_0 \cdot \left(\frac{1 - \tau_d}{1 - \tau_g} \right) = 10 \cdot \left(\frac{1 - \tau_d}{1 - \tau_g} \right)。$$

第二種股利政策是將 1 億元永久存放在銀行，每年賺取億元利息所得。發放現金股利前，ABC 公司須先繳納營利事業所得稅 (稅率為 τ)，故現金股利實際取得金額為 r 億元 $\times (1 - \tau)$ ，每年每股現金股利為 $10 \times r \times (1 - \tau)$ 元。由於股東預期未來每年每股將收到 $10 \times r \times (1 - \tau)$ 元的股利，故第二種股利政策下，股價 (以 P_2 表示) 為

$$P_2 = \frac{10 \times r \times (1 - \tau) \times (1 - \tau_d)}{r \times (1 - \tau')}，$$

式中 $r \times (1 - \tau)$ 為市場投資者的資本 (機會) 成本。理由很簡單，市場投資者將 1 元存入銀行，稅後報酬率為 $r \times (1 - \tau)$ ， τ' 為利息所得適用的個人綜合所得稅率。分子及分母消掉 r 後，可得

$$P_2 = 10 \times \frac{(1 - \tau)(1 - \tau_d)}{(1 - \tau')}。$$

P_1 表現式與 P_2 表現式相互比較可得下式：

$$P_2 = P_1 \times \left[\frac{(1 - \tau)(1 - \tau_d)}{(1 - \tau')} \right]。$$

只要 ABC 公司支付現金股利，股東都須支付股利所得的個人綜合所得稅，所以，現金股利適用的個人綜合所得稅率 (τ_d) 不會影響 P_1 和 P_2 間的關係式。然而，公司若選擇第二種股利政策，則須在發放現金股利前繳納營利事業所得稅 (稅率為 τ)。其次，股東還須因股價上升而繳納資



財務管理 Corporate Finance

本利得的所得稅。兩相加總表示公司保留多餘盈餘，其投資報酬必須重複課稅。另一方面，若公司選擇第一種股利政策，將多餘保留盈餘全數發放給股東，由股東自行運用，此時，股東所賺取的投資所得只須繳納個人綜合所得稅。由此可知，公司保留過多盈餘的成本決定於營利事業所得稅率 (τ) 以及資本利得稅率 (τ_g)。

既然，保留過多盈餘對股東所得稅負有負面影響，為何不少公司仍然持有巨額現金？一個可能原因是持有巨額現金可預防未來對現金需求突然的增加。舉例說，未來的營運狀況不如預期導致公司無足夠現金支應未來投資計畫資本支出所需資金。此種情形對研發支出比重很高或未來有併購其他公司計畫的公司尤其必要。所以，持有巨額現金的好處在於降低未來籌資成本。總之，公司必須在持有現金所須承擔的租稅成本以及持有現金以降低籌資成本間取得平衡點。

當公司持有過多的現金時，股東除了租稅負擔加重外，還會衍生「代理成本」問題。當公司持有超過需要的現金時，公司經營階層會選擇淨現值為負的投資計畫、或過度浪費、或不當併購導致公司自有資金使用效率降低。此時，增加現金股利發放或買回股票可有效降低公司手中持有過多的現金。

★★ [5] 資訊不對稱與股利政策

會計制度不健全、公司財務資訊不透明或公司監理不嚴格的國家，市場投資者不會完全相信公司所發布的資訊。在台灣少數上市(上櫃)公司為財務操作需要在避稅天堂設立子公司，在子公司下又設立孫公司，透過複雜關係人交易來美化公司帳面盈餘，這些為美化帳面盈餘的操作讓公司所揭露的財務會計資訊變得沒有價值。股市投資者面對此種資訊不對稱情形時，總會設法從公司各種決策行為(尤其是股利政策)去了解公司真實的營運狀況。公司亦了解到市場投資者會透過其決策行為去瞭解其真實營運狀況，公司亦會透過股利政策讓市場投資者獲取公司想要揭露的資訊或掩飾公司不欲為人所知的資訊。

市場投資者雖然無法透過公司所揭露的資訊或各種公開說明會充分掌握到公司經營階層對未來投資與營運計畫的看法以及公司實際營運狀況，但市場投資者瞭解無論公司股利發放方式、發放時機以及發放金額為何，最終都會將投資與營運所創造營運現金流量分配給股東。由於，發放股利最終財源還是來自於公司的營運現金流量，故市場投資者可透過股利政策來瞭解公司真實的營運狀況。舉例說，部分上市(上櫃)公司將銷售不佳的產品賣給子公司，母公司應收帳款增加的結果固然達到美化母公司帳面盈餘的效果，但對母公司現金流量卻無任何實質助益。股市投資者不應只因公司所公佈的每股稅後盈餘增加就認定為公司營運狀況不錯。市場投資者還應藉助股利政策進一步瞭解公司稅後盈餘增加是否為公司投資與營運動動所創造更多的營運現金流量支撐。

公司亦了解到市場投資者會透過其決策行為去瞭解其真實營運狀況，公司亦會透過股利政策讓市場投資者獲取公司想要揭露的訊息或掩飾公司不欲為人所知的訊息。

公司營運活動創造營運現金流量能力不足情形下，若仍決定發放高額的現金股利，公司必須思考發放現金股利所需財源將從何而來？公司可取消部分實質性投資計畫或向外舉債或發行新股以籌措發放現金股利所需資金，但這些籌資行為都必須付出成本，故缺乏足夠現金的公司多不願貿然增加現金股利的發放。依此邏輯，公司的股利政策就可提供市場投資者一些與公司營運實際狀況有關的資訊。實際營運狀況不佳但利用各種會計方式處理以刻意美化帳面盈餘數字的公司當然可以利用向外舉債或取消實質性投資計畫以分配較高的現金股利讓股東相信會計報表中所揭露公司營運屬真實狀況。只要公司投資與營運無法持續創造足夠的營運現金流量，這種作法必然無法持久。長期下來，公司將面臨無現金可供發放現金股利的窘境。

公司發行有價證券(股票或公司債)往往須由金融機構代為銷售，不論以包銷或代銷方式協助公司發行有價證券，發行的公司都必須支付費用。對現金不足但仍想藉助發行有價證券以發放現金股利的公司而言，因債務違約或財務風險變高除了要支付前述費用外，還需支付其他費用，如：會計師簽證費用等。這些額外發行成本則是公司現金不足時，公司仍不願透過發行有價證券方式籌資以發放現金股利的重要原因。



財務管理 Corporate Finance

依籌資管道選擇順位，公司為支應資本支出所需的資金多會先由資本成本較低的自有資金（如：保留盈餘等）動用，然後再利用資本成本較高的籌資方式如發行公司債方式籌措，待無發行公司債籌資空間時，公司才會轉而利用資本成本最高的發行新股方式籌資。

另一方面，公司發行新股以籌措發放現金股利所需資金亦可能會被市場投資者解讀為這家公司的未來**籌資空間** (financial slack) 將會變小。依籌資管道選擇順位，公司為支應資本支出所需的資金多會先由資本成本較低的自有資金（如：保留盈餘等）動用，然後再利用資本成本較高的籌資方式如發行公司債方式籌措，待無發行公司債籌資空間時，公司才會轉而利用資本成本最高的發行新股方式籌資。發行新股籌資以發放現金股利等於對市場揭露「公司未來籌措資金管道亦將採取籌資成本最高的方式進行」的資訊。

市場投資者是否必然將發行新股訊息給予負面的解讀？根據美國的實證研究結果顯示：當公司宣佈將發行有價證券以籌措發放股利的財源後，無論該有價證券是普通股或特別股或可轉換特別股或公司債或可轉換公司債均會使得該有價證券價格下跌，其中又以普通股和可轉換公司債下跌幅度最大。此外，公司發行新股籌措發放現金股利所需資金對公司市場價值的影響除透過上述管道外，還會有**稀釋每股稅後盈餘** (EPS dilution) 的效果。最後，發行新股亦可能導致股東權益預期報酬率下降。

公司若有足夠現金發放現金股利時，公司將手中的現金分配給股東，其目的無非是希望透過現金股利分配以消除股市投資者對公司營運風險的疑慮。公司若不進行現金股利的發放，市場投資者可能會質疑公司是否將多餘現金用於淨現值為負的投資計畫。若公司未對手中現金從事最有效率的運用，執行淨現值為負的投資計畫會提高公司營運的風險，公司股東亦會跟著提高股東權益預期報酬率導致公司價值下降。依第 4 節的討論亦知：公司手中持有過多的現金往往是資金使用無效率的源頭，因此，一個有足夠現金支付股利的公司增加股利發放不但不會降低公司價值，反而有助於提昇公司的價值。

上市（上櫃）公司宣布調降現金股利發放水準亦常被市場投資者解讀為公司未來獲利能力將看壞的訊息而導致股價下跌。

上市（上櫃）公司宣布調降現金股利發放水準亦常被市場投資者解讀為公司未來獲利能力將看壞的訊息而導致股價下跌。反之，宣布調升股利發放水準則有助股價上升。Healy and Palepn 前述研究指出公司宣布增加股利發放後，股價平均上升 4%。由於大部分市場投資者關心的並非是公司本年度發放多少現金股利，而是過去幾年現金股利發放

水準的變化，市場投資者以過去各年度公司現金股利發放水準的變動做為檢視公司稅後盈餘是否能持續的重要指標。然而，這些實證現象並非所有國家皆是如此。舉例說，由於日本公司和主要股東間關係非常密切，主要股東無須透過公司股利政策來瞭解公司獲利能力，就可直接取得大部分與營運有關的訊息，故日本公司每股稅後盈餘下降大多直接反映在當年度股利發放的水準上。

買回股票也是公司發放現金給股東的一種方式，但不同於現金股利發放，它只能偶一為之，無法經常進行股票買回。所以，買回股票所釋放的訊息和發放現金股利所釋放的訊息差異極大。公司手頭的現金已超過資本支出所需或公司想提高負債比率時都是買回在外流通股票的時機。這些情況其實對公司而言都不是正面消息，由於市場投資者往往會認為買回股票等同於將公司手中現金發還給他們自行運用總比公司將資金閒置不用或用於不值得執行的投資計畫上要來得好。市場投資者也會認為負債比率較高的公司往往比較不會亂花手中現金。Comment and Jarrell (1991)⁵以美國股市為研究對象發現利用市場買回股票的公司，當這些公司宣佈買回計畫後，股價平均上漲 2%，顯示買回股票所反映的訊息雖非完全正面，但市場投資者仍會認同公司買回股票以避免公司無效率的使用手中現金。

公司手頭的現金已超過資本支出所需或公司想提高負債比率時都是買回在外流通股票的時機。

此外，公司經營階層亦以買回股票向市場釋出經營階層對公司未來營運具有充分信心。當公司經營階層認為未來發展榮景可期但股價卻偏低時，公司經營階層宣佈公司將以高於市價的價格買回一定數量的在外流通股票。為了展現經營階層對公司營運的信心，經營階層若同時宣佈其所擁有的股票不在買回之列。這些動作會讓投資者相信這家公司營運遠景不錯，變動後的股價要比目前股價為高。實際上公司經營階層為展現對公司的信心，在宣佈以高於市場價格購回部分在外流通股票之前還會先增加持有。這也是為何學者研究顯示公司宣佈以高於市價買回部分股票後，股價會比原先買回股票的價格為高。

公司經營階層亦以買回股票向市場釋出經營階層對公司未來營運具有充分信心。

⁵ R. Comment and G. Jarrell, "The Relation Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases," *Journal of Finance* 46 (September 1991), pp. 1243-1277.

習題

選擇題：

- 有關股利政策之敘述，何者為非？ (A) 公司發放股利，可以增加股東財富 (B) 戈登模式指出股利政策會影響股票價格而影響公司價值 (C) MM 以外部融資評價模式來解釋股利中立性的主張 (D) 股利剩餘論是指在最適資本結構下，僅可能使用保留盈餘來支應權益資金的需求，盈餘有剩餘再發放股利。【93 年銘傳大學財金、風管所甲組】
- 若日月光目前股價 78 元，公司有放股票股利 3 元，則除權後日月光之市價應為？ (A) 45 元 (B) 60 元 (C) 75 元 (D) 81 元 (E) 以上皆非。【89 年朝陽財金所】
- 有關庫藏股制度之敘述中，何者為正確？ (A) 公司可賣出子公司之股票，為利多消息 (B) 公司必須長期持有相關公司之股票，為利多消息 (C) 公司大股都可隨意買賣股票，為利空消息 (D) 公司可以買回自己股票，為利多消息。【93 年銘傳大學財金、風管所甲組】
- 如果有一家公司想要發行可轉換特別股，您認為這公司的財務狀況如何？ (A) 較其他公司佳 (B) 較其他公司差 (C) 無從比較。
- 「一鳥在手」的股利理論是指投資人對未來股利： (A) 較偏好近期的現金股利，越多越好 (B) 較偏好越遠期的現金股利 (C) 較偏好股票股利 (D) 無特定偏好。【95 年台灣大學財金所甲、丙組】
- 根據先進國家(如美國)文獻，當證券市場不是那麼完美，公司獲利需課徵公司所得稅時，上市公司如宣布發行新公司債，常造成其股價： (A) 鉅幅下跌 (B) 微幅下跌 (C) 不受影響 (D) 上漲。【95 年台灣大學財金所甲、丙組】
- 下列有關股利發放之事件日敘述，何者為誤？
 - 股利發放宣告日在股利發放除息日之前。
 - 股利發放基準日在股利發放除息日之前。
 - 股利發放除息日在股利發放宣告日之後。
 - 股利發放宣告日在股利發放基準日之前。
 - 股利發卡基準日在股利發放日之前。【90 年台大財金所】

- | | 活存
DEPOSIT | 1 MONTH | 3 MONTH | 6 MONTH |
|-----|---------------|---------|---------|---------|
| USD | 3.75 | 6.30 | 6.50 | 6.6 |
| JPY | 0.10 | 0.10 | 0.15 | 0.20 |
| GBP | 2.25 | 4.80 | 5.00 | 5.10 |
| HKD | 2.25 | 4.50 | 5.00 | 5.10 |
8. 依據 Elton 和 Gruber (1970) 股利顧客效果的隱含稅率公式，若一股票發行 \$3.00 現金股利，而其除息後價格比除息前價格低 \$2.40，若證券交易所所得免稅，請問投資人所適用的所得稅率為何？ (A) 0% (B) 10% (C) 13% (D) 20% (E) 25% 【88 年台大財金所】
9. 若買賣股票有交易成本，則公司發放現金股利對投資人而言較為？ (A) 有利 (B) 不一定 (C) 有損失 (D) 有利亦有弊。 【89 年台大財金所】
10. 有關股利政策之敘述，何者為非？
- (A) 公司發放股利，可以增加股東財富。
 - (B) 戈登模型指出股利政策會影響股票價格進而影響公司價值。
 - (C) MM 以外部融資評價模式來解釋股利中立性的主張。
 - (D) 股利剩餘理論是指在最適資本結構下，盡可能使用保留盈餘來支應權益資金的需求，盈餘有剩餘再發放股利。 【93 年銘傳財金所】
11. 以下有關股利政策敘述，何者為誤？
- (A) 股利訊息理論主張經理人利用實際發放股利和投資人預期發放股利水準之差異，向投資人透露企業經營的遠景。
 - (B) 依據股利顧客理論，投資人之所得稅率越高，其持有之股票之股利率越高。
 - (C) 稅率差異理論主張投資人對股利越多的股票之願付價格越低，因此資金成本也越高。
 - (D) 一鳥在手理論者主張投資人較喜歡股利而不喜歡資本利得，因此股利發放越多的股票價格越高，因此資金成本也越低。
 - (E) MM 主張公司之價值取決於產生盈餘能力大小，而非股利發放比率之大小。 【91 年台大財金所】
12. 下列哪一個公司相對而言，應發放較小的現金股利？ (A) YAHOO (B) IBM (C) HP (D) GE。 【89 年台大財金所】
13. 剩餘股利政策會使公司所發放的現金股利變得很不穩定。 (A) 沒錯 (B) 不是這樣的 (C) 不一定 (D) 沒意見。 【91 輔大金研所】
14. 假設甲公司平均資金成本為 14%，且目前有閒置資金 1200 萬元，該公司未來三年可能之投資機會如下：

幣別 CURRENCY	活期 DEPOSIT	1 MONTH	3 MONTH	6 MONTH
USD	3.75	6.30	6.50	6.60
JPY	0.10	0.10	0.15	0.20
GBP	2.25	4.80	5.00	5.10
HKD	2.25	4.50	5.00	5.10
CAD	1.75	3.75	4.00	4.10
AUD	2.00	4.25	4.50	4.60
CHF	0.60	1.25	1.50	1.60

	計畫	A	B	C
所需資金		300 萬	200 萬	500 萬
內部報酬率		16%	10%	15%

如果根據股利剩餘理論做決策，則公司應發放多少股利？ (A) 400 萬 (B) 200 萬 (C) 100 萬 (D) 500 萬。 【93 政大財管所】

15. 承上題，若甲公司必須發放 800 萬元股利，且限制股權融資來自內部產生的盈餘，則應該接受那些投資方案？ (A) 接受 A 方案 (B) 接受 A 與 B 方案 (C) 接受 C 方案 (D) 接受 B 方案。 【93 政大財管所】

16. 中華公司目前的資本結構為 40% 債務、60% 權益，並且一直採用剩餘股利發放政策。中華公司預計今年年底之稅前淨利 \$1000000 (稅率為 35%)；且明年計畫執行之資本預算 \$2000000。若中華公司決定將股利政策由剩餘股利發放政策，改成 40% 固定股利發放政策，試問股利變化數為多少？ (A) 減少 \$210000 (B) 增加 \$460000 (C) 增加 \$270000 (D) 增加 \$260000 (E) 減少 \$560000。 【92 年文化國貿所】

問答題：

1. UNO 公司目前股價為 100 元，在外流通的股數為 100 萬股。該公司目前並無任何債務。UNO 公司決策階層認為股價偏低，擬發行 2400 萬元的永續公司債，將發行所得用於買回部份股票，買回價格為每股 120 元。目前營利事業所得稅稅率為 40%。

- 請問買回股價之後，公司的市場價值變為多少？
- 宣佈此項買回計畫後，股價變為多少？股東權益價值變為多少？
- 宣佈此項買回計畫後，有多少在外流通的股票願意提供由公司買回？
- 宣佈此項買回計畫後，對未宣布前所有股東的財富有何影響？

2. 優卓公司目前無任何負債，在外流通的股票有 100 萬股，目前股價為 100 元。為了享受發行公司債所產生的稅盾利益，該公司接受財務顧問的建議，發行永續公司債 3000 萬元，並利用所籌集的 3000 萬元依宣布此項買回計畫後的股價買回 26 萬 7857 股流通在外的股票。目前營利事業所得稅稅率為 20%。

	活期 DEPOSIT	1 MONTH	3 MONTH	6 MONTH
USD	3.75	6.30	6.50	6.6
JPY	0.10	0.10	0.15	0.20
GBP	2.25	4.80	5.00	5.10
HKD	2.25	4.50	5.00	5.10

- (a) 優卓公司宣佈上述買回計畫後的股價應為多少？
- (b) 請算出發行公司債的稅盾現值？
- (c) 由於該公司委託某投信公司處理處理公司債發行及買回股票等事宜。請問優卓公司支付多少承銷費用給投信公司？

3. ABC公司目前無任何負債。為提高股價，該公司接受某投資銀行建議適度舉債並用以買回股票。預計發行公司債金額將是發行公司債前的公司市場價值的25%。宣布此項財務結構調整計畫前，公司股價為100元，在外流通股數為100萬股。目前營利事業所得稅率為20%。

- (a) 假設發行公司債所需成本為200萬元。請問公司ABC公司宣布財務結構調整計畫後，股價將變為多少？

在某次聚會，ABC公司董事長將此項計畫所告知該公司最大客戶Computer Supermarket。Computer Supermarket總裁認為ABC公司發行公司債計畫的風險太大，若ABC公司仍然依計畫執行。該公司只有被迫將訂單移轉到其他公司。ABC公司初步估計Computer Supermarket若將訂單移轉到其他公司，造成該公司各年度營運現金流量減少的現值將為1000萬元，至於其他客戶訂單則不會跟著抽掉。

- (b) 請問ABC公司是否仍要發行公司債？

4. 登匯公司目前為無任何負債的未上櫃公司。曉華投顧公司建議登匯公司股票上櫃。登匯公司預估下年度營運現金流量為5000萬元，其後每年營運現金流量成長率為8%。目前，登匯公司資產帳面價值為5億元，目前股東持有股票總數為1000萬股。曉華投顧所建議的上櫃方案為現有股東拿出250萬股加上新發行的500萬股，上櫃並由曉華投顧承銷。該公司計畫將發行新股所得的資金用於購置新機器設備以擴充產能，但ABC公司財務部門初步估算此項計畫淨現值為零。假設產業的平均債務成本為12%，股東權益產業平均的 β 值為1，無風險利率為8%，市場投資組合預期報酬率為16%。

- (a) 假設登匯公司適用的營利事業所得稅率為40%，該產業的負債/股東權益比平均值為25%。請問該產業無負債情況下，股東權益預期報酬率應為多少？

活 行
DEPOSIT

3 MONTH

1 MONTH

幣 別 CURRENCY	3 MONTH	1 MONTH	3 MONTH	1 MONTH
美 元 USD	3.75	6.30	6.50	6.60
日 元 JPY	0.10	0.10	0.15	0.20
英 鎊 GBP	2.25	4.80	5.00	5.10
香 港 元 HKD	2.25	4.50	5.00	5.10
加 拿 大 元 CAD	2.25	4.25	4.50	4.75
澳 洲 元 AUD	2.25	4.25	4.50	4.75
瑞 士 法 郎 CHF	0.60	1.25	1.25	1.30
瑞 士 克 朗 SEK	1.75	1.75	1.75	1.75

(b) 請計算該產業 (稅前) 加權平均資本成本。

(c) 請問登匯公司股票上櫃的價格應訂為多少？上櫃後，登匯公司的市場價值又為多少？

登匯公司評估這項方案時，係依負債/股東權益比的產業平均值決定應發行永續公司債的金額。

(d) 請問登匯公司要發行多少金額的公司債方能使該公司的負債/股東權益比達到 25%？由於發行公司債，登匯公司就不需再發行那麼多新股。登匯公司還要再發行多少新股才能籌措到所需資金？

5. 請證明若以向外舉債 ($\Delta B_1 > 0$) 而不以發行新股 ($\Delta N_1 = 0$) 做為本期發行現金股利的財源，第 3.2 節中得到的股利政策無關理論仍然成立。