

修平技術學院

財務金融系

除權的股價反應---以電子股為例

組長：學號 AL96015 姓名白書瑋
組員：學號 AL96003 姓名謝雯惠
組員：學號 AL96004 姓名簡珮珊
組員：學號 AL96006 姓名周憶齡
組員：學號 AL96016 姓名洪雅君

指導教師：蔡麗雀 老師

中華民國 九十七 年 十二 月

致 謝

本研究得以順利完成首先要感謝 蔡麗雀老師給予我們的指導與協助，使本研究的研究方向能夠清楚確定，當我們遇到問題時，熱心且不厭其煩的指導我們如何去尋求解決的方法。並且還要感謝兩位口試委員 林恭正老師以及 張呈徽老師於口試期間給予本研究的建議，才能使本研究的整體架構能趨於完善。

在這最後兩年的學生生涯中，我們也很感謝幫助過我們的老師們，當我們遇到任何困難時，給予我們的鼓勵與打氣。我們永遠心存感謝。

專題組員 謝雯惠

簡珮珊

周憶齡

白書瑋

洪雅君 謹上

摘要

實施股票股利的發放是否含有股價低估或未來公司前景樂觀的資訊，可以使得投資人得以在未來能獲取正的異常報酬？抑或是投資人過度的自信解讀公司實施股票股利的資訊？針對這些問題，本文發現在除權後的半年內，並無存有過度反應的現象，而實施目的為維護股東權益時，則無存有過度反應的現象。至於影響庫藏股宣告後的半年內後股價表現，我們發現只有代表市場氣氛的『除權後該股調整後的累積報酬率』及『除權前股市累積報酬率』不管在何種目標報酬率設定下皆會影響到達目標報酬率所需的時間，顯見市場氣氛的樂觀與否將會影響日後股價的表現。

目 錄

致謝	I
摘要	II
目錄	III
表目錄	IV
壹、前言	1
貳、文獻回顧	3
參、資料來源與計量模型	12
3-1 資料來源	12
3-2 分離母體持續時間模型	15
肆、實證結果	16
4-1 複迴歸模型	16
4-2 分離母體持續時間模型	17
伍、結論	24
陸、參考文獻	25

表 目 錄

表一 最小平方法	16
表二 分離母體持續時間模型(獲利目標 10%)	17
表三 分離母體持續時間模型(獲利目標 20%)	19
表四 分離母體持續時間模型(獲利目標 30%)	20
表五 分離母體持續時間模型(獲利目標 40%)	21
表六 分離母體持續時間模型(獲利目標 50%以上)	23

第一章 前言

國外許多公司在股利政策的選擇上，往往偏好現金股利的發放，而顯少考慮股票股利。其原因在於股票股利發放，對股東來說僅是意味股票的分割，並無產生任何實際的意義與報酬。不過台灣的投資人長期存有所謂「除權行情」及「填權行情」的預期，認為當公司發放股票股利時，反而能夠帶給投資人的報酬遠高於現金股利的收益，因此使得國內投資人較國外投資人偏好公司股票股利的發放，並且願意積極參與公司的除權。針對國內此種異於國外的現象，許多學者紛紛加以進行研究與探討。

陳隆麒等(1996)針對 1982 年至 1993 年底，公司於台灣證券交易所上市後，第一次股票股利發放的資訊內涵進行研究。結果發現，在股票股利宣告前二十八日起即存在正的累積異常報酬；而事件日後累積異常報酬呈緩慢的下降趨勢，因此推測原先股票股利的宣告造成市場過度反應的結果。李忠憲(1996)則是選取民國 81 年至民國 85 年之間，發放股票股利在 10% 以上的樣本，樣本數共有 626 個，之後採行標竿模式及殘差模式來分析臺灣股市除權行情是否存在的問題，結果顯示台灣股票市場的確存有所謂的「除權行情」。王祝三、陳麗萍(2003)則以四種股票績效衡量指標，針對股票股利除權後，檢測其公司股價的長期績效，最後顯示在除權之後，除了「持有期間報酬」之長期股票績效為正值外(但是隨著時間增加，呈現衰退的現象)，其他三種績效指標皆呈現負值衰退的現象，也就是說，當持有時間拉長到五年的時候，其長期股票績效衰退情形會進一步惡化，恐損及股東利益。陳秀燕(2004)研究各個不同因素對除權除息日股價行為的影響，她以過去股價下跌率及異常報酬率為研究主體，發現在股票的除權除息日其股價跌幅顯著的不等於一，表示在除息日當天的跌幅小於股利發放的金額，即股票價格有回補的情況，顯見除權除息日則有顯著為正的異常交易量及異常報酬率，投資人如果參與除權除息，可經由除權除息獲得利益。綜合上述文獻，普遍國內學者的研究皆不支持股票股利具有信號發射的功能，也就是說，在短期內由於投資人因為過度樂觀導致過度反應，造成往往短期內股票存有正的異常報酬，但隨時間的經過，因為無公司實際盈餘的增加等有利於公司股價的資訊支持，而使得過去的研究常會發現股票股利除權之後，長期股票績效卻呈現衰退為零，甚至是負的現象。

由以上的結果可知，我們可知公司在發放股票股利之後，短期內會有正的異常報酬，但在長期時卻有負的異常報酬。所以本文認為如果根據此一結論的話，那麼參與除權的投資人應該只能短期持有除權股票，甚至不能參與除權。因此，實施股票股利的發放是否包含股價低估或未來公司前景的資訊，而使得投資人得以在未來能獲取正的異常報酬？抑或是投資人過度的自信解讀公司發放股票股利的資訊？這些問題實有再探討的必要。因此本文最主要目的就在於探討，投資人針對股票股利之訊息是否有過度反應的現象，另外探討當投資人在設定的獲利目標之下，究竟會有哪些因素影響到公司除權後的累積報酬率達到獲利目標之速度，以作為未來投資人在評估是否要參與公司股票除權以及除權後持有期間的重要參考依據。

本文後續的內容為第二章是資料來源與計量模型；第三章為實證結果；第四章則為本文的結論。

第二章 文獻回顧

一、金柏西(69)

股票股利的發放，在會計處理上只是將保留盈餘移轉到普通股本，對股東所擁有的財富而言，並沒有實質上的影響。但是由於股票股利所隱含的情報內容，股票股利的發放會對股價產生相當的影響。依照半強式效率市場假說，這些情報內容應該在公佈股票股利的發放前就開始反映到股價上，而在公佈後，立即完成市場對股價的調整。

本研究利用夏普市場模式及夏普——林特納二母數模式來估計在均衡時，個別股價應有的報酬。而實際報酬與估計值的差就是股價特異的變動。然後再利用累積平均殘差法及非常績效指標來顯示除權日前後八十天內報酬異常變動的情況。二種均衡模式的適用性也同時加以檢定。

研究的結果顯示，台灣股票市場了解股票股利所穩含的情報內容，並可以正確地加以應用以改個別股票的評價。投資人以除權日作為調整的基準日，而需要大約四個星期的時間來完成其對股價的調整。因此台灣股票市場不符合半強式效率市場的假說。

投資人雖可利用股票股利的發放獲得超額的利潤，但在利用威爾克森配對符號檢定以計算超額利潤的中位數時，可以發現其風險亦相對地提高。

二、陳淑儀 (91)

本研究著眼於本國企業股票股利發放盛行，致股票市場籌碼膨脹過快，又 90 年新修公司法修改公積配股之配股來源，故欲檢視企業用於配發公積配股所採用之來源差異，探討企業公積配股之股利政策與企業營運績效間之關聯性。本研究是以民國 81 年度至 89 年度採公積配股為股利配發方式之上市公司的股價報酬績效與營業績效為主要分析數據，檢視採取公積配股之企業，其在配發後之股價表現與營業績效表現，根據上述研究結果評論我國 90 年新修正公司法在資本公積轉增資方面所作修正之妥適性。

實證結果顯示，(1) 股利宣告短期間內，股份的增加對股價表現是有不利的影響，但公積配股公司後期股價報酬績效則較配對公司為佳。(2) 公積配股公司配股後之總資產利用效率與營業活動產生現金流量之能力存在較配對公司顯著為差。(3) 以股票發行溢價進行公積轉增資者，其在配股後之總資產報酬率及營業現金流量率相對於以非股票發行溢價進行公積轉增資公司之營業表現為差。

由實證結果可知，公積配股公司之股價表現在配股後之表現較盈餘配股公司為佳，惟公積配股公司之營運績效卻顯著較差，潛藏公積配股公司其於公積配股後，其營運績效不足支撐股價報酬績效之危機，主管機關似應刪除資本公積可作為股利配發來源，以杜絕該

等公司利用公積配股矇騙投資大眾。

三、陳虞強 (74)

股票股利，是由於某些公司因其規模不斷地擴充，而內部融資的結果。公司因不斷地擴充，使投資者對公司營運績效有著較佳的預期，公司價值可因此提高，其股票亦可隨之看好。

本研究利用多元線性迴歸模式來探討民國六十七年至七十二年台灣股票上市公司股票股利發放前後股價的行為如何，兼論模式中盈餘、股價指數與現金股利諸變數對股價的影響。研究結果顯示，台灣股票市場股票股利的發放並未對股價產生異常的影響，即投資者無法因此獲得超額利潤。其原因為台灣的股票上市公司所發放的股票股利中，資本公積所佔的比例過高，因而只有小部分的盈餘真正為擴充公司規模之用，使投資者無法因此而對公司未來的營運績效做有效的預估所致。

四、蘇泰弘(88)

有關股票股利的研究，以往學者的研究提出了許多的理論與假說，而國內一般都採用收集公司的財務資料或股票的市場資料，進行實證研究，以驗證這些假說。在國外的研究中，另一種途徑是藉由發放問卷，實際調查公司財務主管的觀點，和其公司配發股票股利的決策過程，從管理者這方面來找出公司發放股票股利的動機。本研究結合上述的兩種研究途徑，同時從公司管理者的觀點和市場上投資人的反應這兩方面來相互印證假說，以完整地對公司發放股票股利的動機加以解釋，提供公司在進行發放股票股利的決策時的參考。從問卷調查的結果，可以知道公司決定發放股票股利的動機主要符合最適交易區間假說，在獲得投資大眾的注意，吸引更多的投資人，增加股票在市場上的交易量。而公司財務主管對此假說的看法也一致，認為股票股利可以將公司的股價調整到較好的交易範圍。

在實證上，高股價的公司其配股率越高，傾向以高額的股票股利來調整股價到適合的交易範圍，而從市場上投資人的反應來觀察，除權當日有顯著的正的異常報酬率，顯示對股價有正向反應，且除權日後的成交量有顯著增加，都支持最適價格區間假說。由問卷結果還知財務主管認為公司決定發放股票股利的消息宣佈後，通常股價有正向反應。而股票股利宣告當日有顯著的正的異常報酬，也顯示投資人的確對股票股利的宣告有正向的股價反應，此和公司財務主管的觀點一致。另外在問卷調查的部份還歸納出，公司發放股票股利的動機亦有考量到維持公司過去發放股票股利的傳統，且其動機受到公司發放次數的多寡影響不大，但會隨著配股率的高低而不同。

五、賴俊男(90)

國內、外許多研究皆發現除權日存在有異常報酬。卻少有人提及，投資人是否能藉由現行市場機制去獲取除權日之異常報酬。在現今市場上，許多投資人在除權期間從事「除

權套利」交易策略，投資人於除權交易前一天買進除權股票，並於除權交易當天賣出除權股票並融券權值，最後投資人在權值股票領到之日，辦理現券償還。而這樣的交易策略就是投資人透過現有市場機制去賺取「除權日」異常報酬之方法。本研究嘗試觀察此情形，探索投資人在扣除所有交易費用後是否還能由此獲利？本文更進一步將除權前一日買進股票的價格分別用開盤價、平均價、收盤價三種策略加以探討；賣出除權股票的價格，則採用開盤價、收盤價兩種策略方式加以探討，去分析此形成的六種除權套利策略中，何者為較佳之除權套利策略。

研究結果發現，民國 88 年到 90 年在台灣證券交易所交易的公司中，其股票股利“除權套利”的平均日報酬率介於 0.68%-1.05% 之間，顯著的大於 0。代表在除權交易日，投資人若於除權日前一天買進股票，並於除權交易日賣出除權股票並融券權值，在扣除來回手續費、證券交易稅及借券費後仍能得到大於 0 的“除權套利”報酬，而其間不到 0.01% 日報酬率的隔夜拆款利率更是大了許多。其次，若於除權交易日前一天以平均價買進股票，並於除權日以開盤價賣出股票並融券權值（策略二）將能獲得最大的日報酬率 1.05%。而若再考量其操作性及風險性後，於除權交易日以前一日以開盤價買進股票，並於除權交易日以開盤價賣出除權股票並融券權值（策略一）雖只得到次高之日報酬率 1.03%，卻是較佳之除權套利策略（操作簡便、風險低）。

六、陳欣伶 (91)

由台灣上市公司民國 70-90 年之股利率與發放率趨勢圖看來，股利政策已歷經不同階段的轉捩點，在民國 73 年後公司股利政策多為發放股票股利，而近年來公司每股現金股利的發放似乎有相對增加趨勢，我們預測台灣上市公司在未來仍可能漸漸地以發放現金股利來取代過去以發放股票股利為公司的股利政策。這可能是證期會積極推動「平衡股利政策」。本研究以事件研究法及迴歸分析，探討當公司董事會所決定發放的股利形式及公司遵循證期會的平衡股利政策時，對於公司價值所造成的影響；並再以迴歸分析，探討影響公司股利政策的變數。實證結果發現，當公司董事會通過股利之發放，對公司價值會有顯著的正向影響，此表示公司股利宣告的確會傳達訊息給投資人，並降低公司的代理成本，此符合資訊內容假說及代理成本理論。在發放形式造成的累積異常報酬方面，同時發放現金股利與股票股利似乎不能增加公司價值，所以證期會的平衡股利政策似乎有再商確的必要；而公司股票股利發放較現金股利多時，對公司價值具有正向效果，此結果雖表示「一鳥在手」理論在這無法得到好的解釋，但卻符合我們提出的假設。

由迴歸分析之實證結果來探討影響公司股利發放的變數，台灣全部產業及扣除金融業與運輸業後得到一致結論，除了公司獲利能力與股利比率呈現負向關係以外，其餘均符合假設。而在電子業中現金股利與股票股利之發放狀況並無替代效果，且因性質特殊故會有不同之結論： β --現金股利為正向；此原因可能更得以證實「高風險高報酬」，故多發放股票股利。INS--股利比率為負向；似乎符合國外文獻，認為內部人所有權與股利之間呈負相

關。GROW --總股利、股票股利為負向；公司在成長之餘可能擔心盈餘被稀釋，故少發放股票股利。SIZE--總股利、股票股利為正向；為因應擴廠或研發運作之用，因而以多發放股票股利作為增資行為。

七、游騰茂(84)

本研究以實證分析來探討股票股利資訊內涵對股價的影響，以市場模式分析，利用平均殘差(AR)及累積平均殘差(CAR)來觀察異常報酬的變動情形。由實證結果，可歸納出五點的結論：

1. 本研究所有的檢定，其除權日當天的異常報酬都有顯著正的異常報酬，支持資訊內涵假說。且除權日前之-5至-2交易日之異常報酬為負，此現象為有信用交易的股票，在發行公司停止過戶前五個營業日起，停止融資買進三個營業日所導致。
2. 盈餘轉增資與資本公積轉增對投資人的稅負不同，但兩者的異常報酬無顯著的不同，指投資人並無偏好其中任何一種增資，實證結果不支持稅負效果的存在。
3. 在事件期內之異常報酬與公司規模關係方面，小型股在事件期內有較高的異常報酬。
4. 股票股利配股率若超過 15%，其 CAR 會有下降的趨勢。
5. 水泥、食品、塑膠、紡織纖維、電機機械、化學工業、橡膠、電子、營造建材、運輸、金融保險、其他類等十二類產業其除權日有顯著的異常報酬，而電器電纜、玻璃陶瓷、造紙、鋼鐵、汽車、觀光、百貨貿易等七類產業其除權日之異常報酬不顯著。

八、賴佩瑜 (89)

股票股利一直為台灣上市公司所偏好的一項股利政策之一。而股票股利實際上只有改變資產負債表的結構，對於公司實際未來現金流量並沒有影響。故股票股利之發放對股票市場影響理論上應不存在，實際上卻非如此。部分學者認為股票股利的發放會使得股價下降至一合理區間，更吸引投資人來購買以增加股票流動性；或藉由股票股利的發放使流通在外的股數增加，交易量增大而流動性增加。而先前文獻多探討股票股利對股價的影響，本研究著重於股票股利發放後，投資人是否會因為股價下降而多去購買，導致流動性增加，利用三種流動性衡量指標實證分析，並根據結果推測實證可能的原因。結果摘要如下：

1. 以除權日衡量流動性：

除權日前後十天及二十天以買賣價差衡量的結果流動性增加，但以週轉率和馬丁指數衡量的結果流動性均下降。

2. 以宣告日衡量流動性：

宣告日前後十天及二十天以買賣價差衡量的結果流動性下降，但以週轉率和馬丁指數衡量的結果流動性均增加。

本研究實證結果顯示，除權日之後股票的流動性並沒有增加，表示台灣股市並不支持最適價格假說，推測造成這樣的原因除了不同偏好、不同預期投資人會在除權日前先行操作外，另外一可能因素為資訊的先行反應。故加入宣告日作為事件日加以實證，發現除了買賣價差外，宣告日後流動性的確有增加，實證支持宣告效果有可能使投資人先行反應操作。

九、陳麗萍(88)

股票股利的發放對公司而言並未帶來任何的實質效果但是卻在市場上常常被解讀成利多消息，而有所謂的「宣告行情」或「除權行情」，以及「填權行情」。實際上，因為公司管理當局在決定其股利政策時，乃是站在一綜合考慮的立場，同時決定其現金股利與股票股利的發放數額，因此本研究以股票股利佔總股利之比為應變數，各項可能影響因素為自變數，採用 OLS 多元迴歸法，以檢測公司選擇發放股票股利而非現金股利的實際決定因素。

實證結果顯示，歷史股利政策對公司當期股利政策的決定有顯著的影響力，並且公司風險及舉債程度越高、獲利能力越低、代理問題越嚴重、公司規模越小、成長機會越多、股市處於多頭時，越傾向發放股票股利。本研究同時也發現，電子業比其他所有產業傾向選擇發放股票股利。

另外本研究檢測盈餘配股率高低不同的公司，其長期異常報酬是否有顯著的不同，以探討大幅發放股票股利長期是否如預期，對投資者較為不利。結果發現，盈餘配股率越高，則長期累積異常報酬確實越低。

由本研究之迴歸結果可知，影響股利政策的因素其實是跟各公司的財務狀況以及股市的情形，還是有相當程度的關連。除此之外，長期異常報酬率之研究結果，支持財政部的看法，高盈餘配股率長期下來，對股東的影響仍屬不利，因此投資者對於大幅發放股票股利之公司股票，不應過度愛好，也要好好想想其背後的用意與內涵而公司當局也不能因為要迎合投資大眾，而忽略個別公司財務結構的不同，一味的大幅發放股票股利，損及股東的權益。

十、蔡秀玫(82)

本研究係從交易量觀點探討股票股利事件之資訊內涵。藉著觀察異常交易量變化情形，以驗證是否具有資訊傳遞效果及稅負效果。同時進一步分析，異常交易量是否受配股率大小及多、空頭市場影響。本研究宣告日之選定以董事會決議日為準，且又區分盈餘配

股及資本公積配股二種不同稅負效果之事件，以觀察個別的影響。本研究主要係以成交股數和成交週轉率分別衡量異常交易量，利用 t 檢定、均數檢定和橫斷面複迴歸法進行分析。

實證結果如下：一·在宣告日後 1 日有顯著正的異常交易量，而在其他交易日多為負的水準，表示股票股利之宣告具有傳達新資訊至市場的效果，故支持資訊傳遞效果。二·除權日前確有異常交易量增加之現象，然在除權日當天及其後交易日卻呈現負的水準。且在除權日前後 1、2 日內，反而觀察到資本公積配股比盈餘配股有較高的異常交易量，故並不支持稅負效果。三·在宣告日異常成交週轉率和配股率有顯著正相關，而在除權日則與多、空頭市場有顯著正相關。

十一、李玉宏(88)

本研究嘗試以 CAPM 所衍生出來之 Market Model 為主要模型，進行我國股市除權事件之分析、檢定與異常報酬分析，期能對投資人之投資決策能有所助益。本研究共蒐集了民國 80 年 1 月至民國 88 年 6 月共 8 年的時間，台灣證券交易所首次上市與中華民國證券櫃臺買賣中心首次上櫃的資訊電子公司，無償配發股票股利的樣本，共 23 個樣本點。研究在股東大會後五日與除權交易前 10 日到除權交易後 10 日之間，以市場模式估計每個樣本之合理報酬後，觀察平均股價異常報酬之變化，其實證結果顯示：

- 1.對首次上市公司來說，股東大會的宣告效果不存在，股價已經先行反應該公司董事會議決之股利發放結果。至於首次上櫃公司，對於股東大會亦無其宣告效果存在，但較首次上市公司明顯，並達顯著水準。
- 2.首次上市、上櫃公司在除權前 10 日這一段研究事件期間內，公司的股價並無除權行情的發生，而彼此間的差異也未達顯著水準。
- 3.首次上市、上櫃公司在除權日當日平均異常報酬 AR 值均為呈現填權現象的產生，且皆是達到顯著水準。
- 4.首次上市公司之股價有明顯的填權現象發生，至於首次上櫃公司的填權行情在除權後就不那麼顯著，而彼此間的差異也明顯的達到顯著水準。
- 5.首次上市公司增發股利與否，其股價有呈現增加之趨勢，首次上櫃公司其股價在除權交易日當日則有呈現上漲之趨勢，而在除權後 10 日期間則呈現下跌之趨勢。

十二、李忠憲(85)

本文選取民國 81 年至民國 85 年間，發放股票股利在 10% 以上的樣本，樣本總數共 626

個，採行標竿模式及殘差模式分析臺灣股市除權行情是否存在，並利用變異數分析探討除權樣本的構面條件不同，是否會造成除權觀察期的總報酬率有差異，最後則根據本文所選取的九個構面標準，利用逐步迴歸法建立對除權期總報酬率的最大解釋模型。

本文的實證結果如下：

- 1.經由標竿模型，以(1)除權期總報酬率為零(2)除權期總報酬率與大盤同期總報酬率間之差異為零(3)除權期平均每日報酬率與非除權期每日平均報酬率間之差異為零等三者為標竿，經統計檢定後，均發現拒絕虛無假設，驗證了除權行情的存在。
- 2.由市場模式與殘差分析所共同導出的除權公司在除權期之總異常報酬率顯著大於零，亦驗證了除權行情的存在。
- 3.由市場模式與殘差分析所共同導出的除權公司平均異常報酬率可得知，在除權前一天、除權當天及除權後第四天的平均異常報酬率均顯著大於零；而除權前第三天及除權後第七天，其平均異常報酬率均顯著小於零。
- 4.由樣本特性構面分析得知，除權期報酬率會受多空市場影響，在多頭市場的報酬率顯著大於空頭市場。在配股率構面上，高配股率者其報酬率反而較低配股率者為低。除此之外，以其它構面為標準的樣本區隔，在報酬率上則無顯著差異。
- 5.利用逐步迴歸搜尋影響除權期報酬率之因素，結果以多空市場最為顯著，其次是盈餘成長率、配股率及市場價值規模，至於其它因素(如類股別、產業別、資本額、增資資金來源與本益比等)則不能增加對除權期報酬率的解釋能力。

十三、王金燦(86)

股利政策為經營者對目前價值的實現與公司未來成長預期之間的權衡，而投資人如何去解讀股利宣告這樣一個事件，並且做出反應，已成為企業所關心的事情。本研究主要在探討股票股利宣告效果及其所含的資訊，為觀測純粹股票股利政策對公司價值的影響，藉由篩選樣本方式，得出樣本公司宣告股票股利之異常報酬率，並根據資訊傳遞功能的論點，找出若干影響異常報酬率之因素，更進一步將宣告時異常報酬率的方向與公司未來獲利情況相連結，用以解釋股票股利宣告所含之資訊內容為何，獲得以下結果：

- 1.對於股票股利宣告的事件，股價並無顯著地出現正的平均異常報酬率。
- 2.宣告股票股利之公司，其下一年的獲利情形較上一年度為佳，並可從宣告效果的方向推定盈餘的增減，且達到統計上之顯著性。

- 3.就影響股票股利宣告期間(-1 至 1 日)之異常報酬率的因素中，以配股率最顯著，其次為預估盈餘成長率與 Tobin's Q 值，皆達到統計上之顯著性。
- 4.證券主管機關對於公司辦理股票股利負有監督之責，但其審查態度對宣告時的異常報酬率，並未達統計上之顯著水準。
- 5.由於股票股利宣告後一日股價持續出現異常報酬率的現象達到統計上之顯著水準，故從股票股利宣告事件來看，台灣股票市場不符合半強式效率性。

十四、蘇素卿 (89)

本研究係選取民國 80 年度至民國 88 年度前後兩年度同時宣告股票股利且依證期會規定需公告財務預測的公司為研究樣本，共計 442 筆樣本，以事件研究法之市場模式探討宣告股票股利是否會使股價產生正的異常報酬率，若會產生正的異常報酬率時，則以公司公告財務預測之每股盈餘與前一年度每股盈餘之變動作為管理當局透過股票股利傳遞對未來盈餘私有資訊之代理變數，測試股票股利宣告期間的累積異常報酬率與管理當局對未來盈餘的私有資訊是否具有顯著正相關。亦即檢測公告財務預測公司股票股利宣告，是否傳遞未來盈餘正面之資訊內涵。

實證結果發現，公告財務預測公司只要宣告股票股利，不論公司宣告係屬股票股利增加或減少，在董事會決議股票股利見報日前一天至見報日後一天皆會產生正的股東財富效果，但若維持股票股利不變時，則無此現象。在橫斷面分析之實證結果發現，整體樣本時此異常報酬並非是由於投資人接收到公司傳遞未來每股盈餘之資訊效果所產生。但在宣告股票股利減少之樣本群中發現，股票股利宣告傳遞未來盈餘增加的訊息給投資人，原因可能是當宣告股票股利減少，投資人預期股本膨脹效果減弱，亦即股數增加趨緩，因而使得預期未來每股盈餘增加所致。而在宣告股票股利增加和股票股利維持不變的樣本群中，則並無此發現，可能係當宣告股票股利增加和股票股利維持不變時，並非是由於預期未來盈餘會更好，而係其他預期因素所產生。

十五、陳佳薇 (91)

由於 Healy & Palepu(1988)和 Asquith & Mullins (1983)研究顯示現金股利初次發放之效應特別顯著，而根據股利政策信號理論亦支持現金股利停發效應具顯著性，但 Benesh & Keown & Pinkerton(1984)卻提出現金股利停發效應並不顯著之論點。且台灣未發現有學者針對非初上市公司股票股利初次發放(前幾年連續未發)或股票股利停發(前幾年連續有發)之情況做研究，因而吾人欲依據此方式探究台灣股市股票股利初次發放是否與國外研究現金股利初次發放同樣具顯著性及股票股利停發之效應在台灣股市是否顯著。本研究主要目的在於驗證股票股利初次發放及停發宣告於事件期是否具有顯著之累積異常報酬，再者驗證股票股利初次發放(股票股利停發)之樣本於事件期之累積異常報酬是否顯著大於(小於)

股票股利增發(股票股利減發)之樣本。並且驗證在刪除股票股利初次發放之樣本後，黃慶堂與張文惠(1995)所實證出依股票股利與盈餘之變動關係所區分之二、壞消息子群可區辨異常報酬之正負方向的結果是否會因而變得不顯著。

本研究結果發現：(1)股票股利初次發放宣告於事件期確實具有顯著之累積異常報酬，而股票股利停發宣告於事件期並不具有顯著之累積異常報酬。(2)股票股利初次發放之樣本於事件期之累積異常報酬確實顯著大於股票股利增發之樣本，而股票股利停發之樣本於事件期之累積異常報酬並沒有顯著小於股票股利減發之樣本。(3)依股票股利本身變動所區分之二、壞消息子群與異常報酬之正負方向具顯著關聯性，此實證結果與黃慶堂與張文惠(1995)不同。(4)刪除股票股利初次發放樣本，並不會影響黃慶堂與張文惠(1995)所實證出依股票股利與盈餘

第三章 資料來源與計量模型

3-1 資料來源

本文所使用的股價與相關公司之財務資料皆取自『台灣經濟新報資料庫』。研究對象為 1997 年至 2000 年有發放股票股利之上市電子公司，但為避免現金股利對結果產生影響，因此將有發放現金股利的公司從樣本之中予以刪除，總計樣本數共有 138 筆。

本文最主要目的在於探討投資人針對股票股利之訊息是否有過度反應的現象，另外探討當投資人在設定的獲利目標之下，究竟會有哪些因素影響到公司除權後的累積報酬率達到獲利目標之速度。為此我們分別利用複迴歸模型及分離母體持續時間模型來加以探討。

在複迴歸模型中的應變數為「120 天內最高的累積報酬率」。解釋變數有『120 天中最高的累積報酬率所需時間』、『120 天中最高的累積報酬率所需時間的平方』，以這兩個變數來檢測股票股利之訊息是否有過度反應的現象。而其他使用的各項解釋變數的選取皆是來自於以往文獻之建議，會影響公司除權後的價格表現的相關因素，其中包括有公司的基本面因素及代表市場氣氛的部份。總計這些變數有『股票股利』、『股價』、『除權後股市累積報酬率』、『除權前股市累積報酬率』、『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權前該股調整後的累積報酬率』、『總資產』、『資產報酬率』、『負債比率』等九個變數。

『股票股利』為當年度公司無償配股的股票股利金額，其中並不包括現金股利與現金增資的部份，而在上市公司之間的其他條件都一樣的情況下，本文預期一旦公司發放的股票股利愈多，可能釋放較多正面的訊息，因此 120 天內最高的累積報酬率會較高。『股價』代表除權前一天股票的收盤價格，由於股價愈高，代表原先股市就給予較高的評價，因此 120 天內最高的累積報酬率會較高。

『除權後股市累積報酬率』的公式為 $R_M^5 = \frac{P_M^5 - P_M^{-1}}{P_M^{-1}}$ ，其中 P_M^{-1} 為除權前一天加權指數的收盤價， P_M^5 為除權後第五天加權指數的收盤價，此一變數代表除權之後股票市場的狀態，當該數值為正且愈大時，顯示市場氣氛是較為正面與樂觀的，將有助於個股股價的上漲，因此本文預期 120 天內最高的累積報酬率會較高。『除權前股市累積報酬率』的公式為 $R_M^{-5} = \frac{P_M^{-6} - P_M^{-1}}{P_M^{-6}}$ ，其中 P_M^{-1} 為除權前一天加權指數的收盤價， P_M^{-6} 為除權前第六天加權指數的收盤價，此一變數代表除權之前五天股票市場的狀態，當『除權前股市累積報酬率』的數值為正值且愈大時，顯示整個市場的氣氛是較為正面與樂觀的，因此本文預期當『除權前股市累積報酬率』愈高，120 天內最高的累積報酬率會較高。

『除權後該股調整後的累積報酬率』為經過市場調整後該股除權後 5 天的累積報酬率，計算公式為 $R_i^5 = \frac{P_i^5 - P_i^0}{P_i^0} - R_M^5$ ，其中 P_i^0 為該股的除權參考價， P_i^5 為自除權日起算第 5 天股價的收盤價，經此市場調整之後所得的報酬率如果為正且數值越大，表示該股相對於市場有較大的報酬率，可能存有所謂的填權行情，如此的話，該股於 120 天內最高的累積報酬率會較高。『除權前該股調整後的累積報酬率』為經過市場調整後該股除權前 5 天的累積報酬率，計算公式為 $R_i^{-5} = \frac{P_i^{-6} - P_i^{-1}}{P_i^0} - R_M^{-5}$ ，其中 P_i^{-1} 為該股的除權前一天的收盤價， P_i^{-6} 為自除權日前第 6 天股價的收盤價，經此市場調整之後所得的報酬率如果為正且數值越大，表示該股在除權前 5 天相對於整體股市擁有較大的報酬率，可能存有所謂的除權行情，如此的話，該股在 120 天內最高的累積報酬率會較高，反之則可能存有所謂的棄權行情，而造成 120 天內最高的累積報酬率會較低。

『總資產』為公司前一年度之總資產取對數，我們用這一個變數來代表公司的規模，一般來說公司規模越大時，要帶動股價上漲的動能也須較大，因此造成其股價也比較不容易上漲，所以本文預期當『總資產』越大者，其 120 天內最高的累積報酬率會較低。『資產報酬率』為公司前一年度的資產報酬率，本文以此一變數來代表公司的獲利能力，並預期當公司的獲利能力越高時，公司越容易獲得投資人的認同，因此 120 天內最高的累積報酬率會較高。最後，『負債比率』為公司前一年度的總負債除以總資產的比率，負債比率的高低對於公司的價值影響，迄今仍未有結論，負債比率高可能造成當公司面臨不景氣或意外事故時，其應變能力有可能不足，致使公司的經營發生危機，但有相關文獻也提及債權人相較於股東而言，較有足夠的意願與專業能力來監督公司經理人之各項行為，以避免公司經理人從事過度的投資及減少代理問題，進而確保其債權，因此可提昇公司的價值。所以本文無法就『負債比率』對於 120 天內最高的累積報酬率這變數的影響方向，進行合適的預期。

分離母體持續時間模型中的應變數為『達獲利目標所需的持有時間』。該變數表示自公司除權日後，一直到第 120 天為止，如果公司累積報酬率達到投資人設定之報酬率(本文假設投資人分別設定目標值為 10%、20%、30%、40%、50%)所需要的天數，但如果至第 120 天為止，公司股價仍未達成該報酬率的話，我們就令此一觀察值的時間為 120 天，這筆資料就是所謂的截斷資料(censored data)，此時如果仍以所謂的簡單迴歸模型來進行分析的話，將使得估計參數產生偏誤的估計結果，考量此一資料的特性，本文特別採取分離母體持續時間模型來進行分析，並假設『達獲利目標所需的持有時間』為 Weibull 模型、Log-normal 模型及 Log-logistic 模型，以便研究者能夠經由更多的模型的選擇，來找出最能夠解釋『達獲利目標所需的持有時間』的模型，以便提供給投資人更為準確的預測模型，作為其將來是否要參與股票除權及除權後持股期間長短之參考依據。

文中所使用的各項解釋變數的選取皆是來自於以往文獻之建議，會影響公司除權後的價格表現的相關因素，其中包括有公司的基本面因素及代表市場氣氛的部份。總計這些變數有『股票股利』、『股價』、『除權後股市累積報酬率』、『除權前股市累積報酬率』、『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權前該股調整後的累積報酬率』、『總資產』、『資產報酬率』、『負債比率』等九個變數。

『股票股利』為當年度公司無償配股的股票股利金額，其中並不包括現金股利與現金增資的部份，而在上市公司之間的其他條件都一樣的情況下，本文預期一旦公司發放的股票股利愈多，它會在 120 天內「達獲利目標所需的持有時間」會愈短。『股價』代表除權前一天股票的收盤價格，由於股價愈高，我們預期「達獲利目標所需的持有時間」會較短。

『除權後股市累積報酬率』代表除權之後股票市場的狀態，當該數值為正且愈大時，顯示市場氣氛是較為正面與樂觀的，將有助於個股股價的上漲，因此本文預期「達獲利目標所需的持有時間」會較短。『除權前股市累積報酬率』此一變數代表除權之前五天股票市場的狀態，當『除權前股市累積報酬率』的數值為正值且愈大時，顯示整個市場的氣氛是較為正面與樂觀的，因此本文預期當『除權前股市累積報酬率』愈高，「達獲利目標所需的持有時間」會較短。

『除權後該股調整後的累積報酬率』為經過市場調整後該股除權後 5 天的累積報酬率，經此市場調整之後所得的報酬率如果為正且數值越大，表示該股相對於市場有較大的報酬率，可能存有所謂的填權行情，如此的話，該股於 120 天內「達獲利目標所需的持有時間」會較短。『除權前該股調整後的累積報酬率』為經過市場調整後該股除權前 5 天的累積報酬率，經此市場調整之後所得的報酬率如果為正且數值越大，表示該股在除權前 5 天相對於整體股市擁有較大的報酬率，可能存有所謂的除權行情，如此的話，該股在 120 天內「達獲利目標所需的持有時間」會較短，反之則可能存有所謂的棄權行情，而造成「達獲利目標所需的持有時間」會較長。

『總資產』為公司前一年度之總資產取對數，我們用這一個變數來代表公司的規模，一般來說公司規模越大時，要帶動股價上漲的動能也須較大，因此造成其股價也比較不容易上漲，所以本文預期當『總資產』越大者，其「達獲利目標所需的持有時間」會較長。『資產報酬率』為公司前一年度的資產報酬率，本文以此一變數來代表公司的獲利能力，並預期當公司的獲利能力越高時，公司越容易獲得投資人的認同，因此「達獲利目標所需的持有時間」會較短。最後，『負債比率』為公司前一年度的總負債除以總資產的比率，負債比率的高低對於公司的價值影響，迄今仍未有結論，負債比率高可能造成當公司面臨不景氣或意外事故時，其應變能力有可能不足，致使公司的經營發生危機，但有相關文獻也提及債權人相較於股東而言，較有足夠的意願與專業能力來監督公司經理人之各項行

為，以避免公司經理人從事過度的投資及減少代理問題，進而確保其債權，因此可提昇公司的價值。所以本文無法就『負債比率』對於「達獲利目標所需的持有時間」這變數的影響方向，進行合適的預期。

3-2 分離母體持續時間模型

持續時間模型(duration model)最早被應用於生物醫學之上。由於該模型能適當解決，當應變數為某種狀態的持續時間時，其分配有可能不為常態分配的狀況，以及因為存有被截斷資料時，所導致最小平方法所得的估計式有偏誤的問題。

持續時間模型用來分析某種狀態持續期間的主要方法，乃是透過危險函數 $h(t_i)$ (hazard function)及存活函數 $S(t_i)$ (survival function)來表現。所謂危險率 $h(t_i)$ 是指，某種狀態已持續至 t_i 時，但於 $t_i + \Delta t_i$ 時狀態改變的機率，

$$h(t_i) = \lim_{\Delta \rightarrow 0^+} \frac{P(t_i \leq T_i < t_i + \Delta t_i | T_i \geq t_i)}{\Delta t_i}$$

存活函數 $S(t_i)$ 是指某種狀態持續時間 T_i 大於 t_i 的機率：

$$S(t_i) = P(T_i \geq t_i)$$

由此可知危險率與存活函數之間的關係為， $h(t_i) = \frac{f(t_i)}{S(t_i)}$ ，其中 $f(t_i)$ 為相對應 $h(t_i)$ 、 $S(t_i)$ 的機率密度函數。

首先，令上市公司實施除權後的累積報酬最終會超過目標值(0%、25%、50%)的機率為 δ ，其中 $0 \leq \delta \leq 1$ ，一旦當 $\delta = 1$ 時，分離母體持續時間模型便會回復至一般傳統的持續時間模型，表示所有的除權後的上市公司之累積報酬皆會超過目標值。所以，如研究者實際上能觀察到累積報酬率高於目標值(0%、25%、50%)之確切時點時，其對應的機率值可寫為 $P(m_i = 1) = \delta f(t | x)$ 。但如果所得到的資料是被截斷的，表示研究者至觀察期結束時仍然無法實際觀察到報酬高於目標值(0%、25%、50%)的正確時點時，該樣本點的機率為 $P(m_i = 0) = (1 - \delta) + \delta S(t | x)$ 。透過以上的假設，可建構出分離母體持續時間模型模型之一般化的概似函數為

$$L = \prod_{j=1}^s (\delta f(t | x))^{m_j} [(1 - \delta) + \delta S(t | x)]^{1 - m_j}$$

第四章 實證結果

本文最主要目的在於探討投資人針對股票股利之訊息是否有過度反應的現象，另外探討當投資人在設定的獲利目標之下，究竟會有哪些因素影響到公司除權後的累積報酬率達到獲利目標之速度。所以以下我們將分別就複迴歸模型及分離母體持續時間模型的結果進行探討。

4-1 複迴歸模型

表一為複迴歸模型結果。顯著的變數共有『120天中最高的累積報酬率所需時間』、『除權後股市累積報酬率』、『除權後該股調整後的累積報酬率』。

表一 最小平方法

變數名稱	平均值
常數項	0.5892* (1.6822)
120天中最高的累積報酬率所需時間	0.0070** (2.4753)
120天中最高的累積報酬率所需時間的平方	-0.00002 (-0.6412)
股票股利	0.0004 (0.0139)
股價	0.00003 (0.0534)
除權前該股調整後的累積報酬率	-0.1491 (-0.3616)
除權後該股調整後的累積報酬率	1.0650** (4.2750)
除權後股市累積報酬率	1.9627** (2.4960)
除權前股市累積報酬率	-0.2027 (-0.2406)
總資產	-0.0324 (-1.4644)
資產報酬率	-0.3329 (-0.6359)

註：1、括號內為t值。

2、*、**分別表示雙尾檢定在10%、5%水準下顯著。

4-2 分離母體持續時間模型

本文另一目的在於探討究竟有那些因素會影響到公司發放股票股利之後，達到投資人所設定報酬率為 10%、20%、30%、40%、50% 的速度。為此本文特別針對『達到各預定報酬所需要的時間』這應變數來進行探討。文中為了選擇出最佳的計量模型，因此採用概似函數值為我們的判斷準則。

以『達到各預定報酬所需要的時間』為應變數，我們假定報酬率分別為 10%、20%、30%、40%、50%。本文以分離母體持續時間模型中的 Weibull、Log-logistic、Log-normal 模型進行估計。表二及表六為所得的估計結果。以下我們將依不同的設定報酬率進行結果的分析。

(1) 設定報酬率為 10%。

表二 分離母體持續時間模型(獲利目標 10%)

變數	時間方程式(Weibull)	時間方程式 (Log-normal)	時間方程式 (Log-logist)
常數項	3.8472** (2.3872)	3.6590** (2.3722)	3.3692** (2.4324)
股票股利	0.2910** (-2.3097)	0.1184 (0.6921)	0.0673 (0.4746)
股價	-0.0063** (-2.6134)	-0.0045* (-1.8545)	-0.0031 (-1.5667)
除權前該股調整後的 累積報酬率	-0.9956 (-0.5992)	-1.5477 (-0.8904)	-0.9348 (-0.6844)
除權後該股調整後的 累積報酬率	-3.0239** (-7.2028)	-3.6106** (-7.3577)	-5.4811** (-8.6379)
除權後股市累積報酬 率	-26.2691** (-7.0451)	-23.3585** (-6.1071)	-18.0885** (-5.6076)
除權前股市累積報酬 率	8.3927* (1.9200)	6.8726* (1.6633)	3.6158 (1.1555)
總資產	-0.0351 (-0.3421)	-0.0405 (-0.4114)	-0.0277 (-0.3162)
資產報酬率	-1.5800 (-0.6619)	-1.0816 (-0.3880)	-0.8806 (-0.4016)
θ	-0.8073** (-4.8129)	-0.7581** (-4.5974)	-0.6475** (-4.6505)
σ	0.9958** (7.6488)	1.0195** (10.3468)	0.5229** (10.2635)
Log-likelihood	-211.9571	-201.5030	-199.3393

註：1、括號內為 t 值。

2、*、**分別表示雙尾檢定在 10%、5% 水準下顯著。

由表二可知，Weibull 模型、Log-normal 模型及 Log-logistic 模型的概似函數值分別是 -211.9571、-201.5030、-199.3393，可以發現其中 Log-logistic 模型的概似函數值最大，因此以下我們將以該模型為此部分的最佳模型。模型中顯著的變數有『除權後該股調整後的累積報酬率』及『除權後股市累積報酬率』二個變數。而『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』的估計值分別為-5.4811、-18.0855，皆是顯著為負，代表當『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』二個變數的數值越高時，其達到預定報酬率 10% 的時間越短，而危險率就越高。

(2) 設定報酬率為 20%。

由表三可知，Weibull 模型、Log-normal 模型及 Log-logistic 模型的概似函數值分別是 -171.9984、-168.4081、-169.6601，可以發現其中 Log-normal 持續時間模型的概似函數值最大，因此以下我們將以該模型為此部分的最佳模型。模型中顯著的變數有『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』、『除權前股市累積報酬率』及『總資產』等四個變數。而『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』的估計值分別為-3.8946、-26.1417，皆是顯著為負，代表當『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』二個變數的數值越高時，其達到預定報酬率 20% 的時間越短，而危險率就越高。『除權前股市累積報酬率』、『總資產』的估計值分別為 10.7849、0.1949 表示當公司除權前股市累積報酬率及總資產愈高時，則達到預定報酬率 20% 的時間越長，而危險率就越低。

表三 分離母體持續時間模型(獲利目標 20%)

變數	時間方程式 (Weibull)	時間方程式 (Log-normal)	時間方程式 (Log-logist)
常數項	0.0158 (0.0105)	1.3788 (0.7998)	1.6718 (1.0150)
股票股利	0.0929 (0.6265)	0.1188 (0.7642)	0.1216 (0.8360)
股價	-0.0027 (-0.9208)	-0.0024 (-0.8089)	-0.0022 (-0.7308)
除權前該股調整後的 累積報酬率	-1.7963 (-1.0181)	-2.5228 (-1.2161)	-1.8560 (-0.9778)
除權後該股調整後的 累積報酬率	-3.8403** (-6.3869)	-3.8946** (-4.9287)	-3.8641** (-4.9998)
除權後股市累積報酬 率	-24.1169** (-6.0678)	-26.1417** (-5.5412)	-27.3914** (-5.8800)
除權前股市累積報酬 率	12.1743 (2.8547)	10.7849** (2.3782)	10.8415** (2.6338)
總資產	0.3112** (3.1940)	0.1949* (1.8040)	0.1710 (1.6302)
資產報酬率	-2.3445 (-0.9249)	-2.3644 (-0.8738)	-2.2838 (-0.8877)
θ	-0.6884** (-3.8988)	-0.8083** (-3.7434)	-0.7681** (-3.8053)
σ	0.9061** (6.7919)	1.1697** (7.2243)	0.6743** (6.3051)
Log-likelihood	-171.9984	-168.4081	-169.6601

註：1、括號內為 t 值。

2、*、**分別表示雙尾檢定在 10%、5%水準下顯著。

(3) 設定報酬率為 30%。

由表四可知，Weibull 模型、Log-normal 模型及 Log-logistic 模型的概似函數值分別是 -144.0787、-140.0493、-142.3242，可以發現其中 Log-normal 持續時間模型的概似函數值最大，因此以下我們將以該模型為此部分的最佳模型。

表四 分離母體持續時間模型(獲利目標 30%)

變數	時間方程式 (Weibull)	時間方程式 (Log-normal)	時間方程式 (Log-logist)
常數項	3.9335** (2.1324)	2.3231 (1.2124)	2.2744 (1.2774)
股票股利	-0.1460 (-0.7763)	-0.0883 (-0.4907)	-0.0593 (-0.3650)
股價	0.0005 (0.1465)	0.0002 (0.0555)	-0.0002 (-0.0680)
除權前該股調整後 的累積報酬率	-4.5859** (-2.0283)	-2.5741 (-1.1191)	-2.3030 (-1.0090)
除權後該股調整後 的累積報酬率	-2.7957** (-2.2002)	-3.0322** (-2.8983)	-2.8376** (-3.1416)
除權後股市累積報 酬率	-13.6519** (-2.5895)	-17.5276** (-3.4084)	-18.6603** (-3.7298)
除權前股市累積報 酬率	13.0892** (2.5543)	11.0143* (1.8265)	10.5081* (1.9032)
總資產	0.1126 (0.9922)	0.1676 (1.3966)	0.1596 (1.4118)
資產報酬率	-0.5588 (-0.1961)	-0.7477 (-0.2505)	-0.8343 (-0.2903)
θ	-0.7376 (-1.1992)	-0.4808 (-1.3100)	-0.3646 (-1.3395)
σ	0.9698** (3.8162)	1.1720** (3.9116)	0.6794** (4.0459)
Log-likelihood	-144.0787	-140.0493	-142.3242

註：1、括號內為 t 值。

2、*、**分別表示雙尾檢定在 10%、5%水準下顯著。

模型中顯著的變數有『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』、『除權前股市累積報酬率』三個變數。而『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』的估計值為-3.0322、-17.5276，顯著為負，代表當『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』變數的數值越高時，其達到預定報酬率 30% 的時間越短，而危險率就越高。『除權前股市累積報酬率』的估計值則是 11.0743，表示當除權前股市累積報酬率愈高時，則達到預定報酬率 30% 的時間越長，而危險率就越低。

(4) 設定報酬率為 40%。

表五 分離母體持續時間模型(獲利目標 40%)

變數	時間方程式 (Weibull)	時間方程式 (Log-normal)	時間方程式 (Log-logist)
常數項	5.7531** (2.6027)	5.0691** (2.0389)	5.4390** (2.3831)
股票股利	-0.0044 (-0.0272)	0.0185 (0.0950)	0.0026 (0.0147)
股價	-0.0003 (-0.1022)	-0.0004 (-0.1182)	-0.0003 (-0.1051)
除權前該股調整後的 累積報酬率	-5.4518** (-2.4346)	-4.1550* (-1.8159)	-4.8750** (-2.1461)
除權後該股調整後的 累積報酬率	-2.9032* (-1.7157)	-3.4030** (-1.9876)	-2.8898* (-1.7028)
除權後股市累積報酬 率	-7.3390 (-1.3439)	-9.8356* (-1.6515)	-8.6136 (-1.5100)
除權前股市累積報酬 率	12.5286** (2.0153)	11.0052* (1.6978)	11.3069* (1.8531)
總資產	0.0529 (0.4280)	0.0730 (0.5122)	0.0518 (0.3852)
資產報酬率	-3.5428 (-1.1787)	-3.0664 (-0.9430)	-3.5848 (-1.1498)
θ	-6.9818 (-0.0000)	-6.9941 (-0.0000)	-7.0586 (-0.0000)
σ	0.9528** (3.3008)	1.5065** (2.6928)	0.8420** (3.0571)
Log-likelihood	-115.8808	-114.9470	-116.1447

註：1、括號內為 t 值。

2、*、**分別表示雙尾檢定在 10%、5%水準下顯著。

由表五可知，Weibull 模型、Log-normal 模型及 Log-logistic 模型的概似函數值分別是 -115.8808、-114.9470、-116.1447，可以發現其中 Log-normal 持續時間模型的概似函數值最大，因此以下我們將以該模型為此部分的最佳模型。

模型中顯著的變數有『除權前該股調整後的累積報酬率』、『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』、『除權前股市累積報酬率』四個變數。而『除權前該股調整後的累積報酬率』、『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』的估計值為-4.1550、-3.4030、-9.8356，顯著為負，代表當『除權前該股調整後的累積報酬率』、『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』變數的數值越高時，

其達到預定報酬率 40% 的時間越短，而危險率就越高。『除權前股市累積報酬率』的估計值則是 11.0052，表示當除權前股市累積報酬率愈高時，則達到預定報酬率 40% 的時間越長，而危險率就越低。

(5) 設定報酬率為 50%。

由表六可知，Weibull 模型、Log-normal 模型及 Log-logistic 模型的概似函數值分別是 -75.6566、-69.2398、-70.8480，可以發現其中 Log-normal 持續時間模型的概似函數值最大，因此以下我們將以該模型為此部分的最佳模型。

模型中顯著的變數有『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』及『總資產』這三個變數。而其他的變數則是不顯著。其中『除權後該股調整後的累積報酬率』、『除權後股市累積報酬率』的估計值為 -2.4540、-27.1811 顯著為負，代表當『除權後該股調整後的累積報酬率』變數的數值越高時，其達到預定報酬率 50% 的時間越短，而危險率就越高。『總資產』的估計值為 0.2894 表示當公司除權前股市累積報酬率及總資產愈高時，則達到預定報酬率 20% 的時間越長，而危險率就越低。

表六 分離母體持續時間模型(獲利目標 50%以上)

變數	時間方程式 (Weibull)	時間方程式 (Log-normal)	時間方程式 (Log-logist)
常數項	6.4056** (2.2849)	0.2387 (0.1097)	3.4810* (1.8730)
股票股利	-0.1749 (-0.6648)	-0.1506 (-0.5749)	0.0332 (0.1750)
股價	0.0030 (0.4187)	0.0001 (0.0206)	-0.0024 (-0.6001)
除權前該股調整後 的累積報酬率	-2.0635 (-0.9260)	-0.3970 (-0.1963)	-1.0973 (-0.7781)
除權後該股調整後 的累積報酬率	-3.4105* (-1.8172)	-2.4540** (-2.4729)	-1.4602** (-2.2520)
除權後股市累積報 酬率	-13.9832 (-1.4892)	-27.1811** (-2.7225)	-21.4769** (-3.4115)
除權前股市累積報 酬率	14.7722 (1.3661)	13.5841 (1.4429)	9.9802** (2.0660)
總資產	0.0271 (0.1602)	0.2894* (1.8512)	0.0524 (0.3876)
資產報酬率	0.5072 (0.1522)	3.0488 (0.9826)	1.7526 (0.7761)
θ	-6.5884 (-0.0000)	0.4822** (2.2549)	0.7227** (4.1428)
σ	0.8940** (2.2186)	0.6588** (3.7042)	0.2614** (5.0816)
Log-likelihood	-75.6566	-69.2398	-70.8480

註：1、括號內為 t 值。

2、*、**分別表示雙尾檢定在 10%、5%水準下顯著。

第五章 結論

實施股票股利的發放是否含有股價低估或未來公司前景樂觀的資訊，可以使得投資人得以在未來能獲取正的異常報酬？抑或是投資人過度的自信解讀公司實施股票股利的資訊？針對這些問題，本文發現在除權後的半年內，並無存有過度反應的現象，而實施目的為維護股東權益時，則無存有過度反應的現象。至於影響庫藏股宣告後的半年內後股價表現，我們發現只有代表市場氣氛的『除權後該股調整後的累積報酬率』及『除權前股市累積報酬率』不管在何種目標報酬率設定下皆會影響到達目標報酬率所需的時間，顯見市場氣氛的樂觀與否將會影響日後股價的表現。

參考文獻

- 王金燦(民 86) “股票股利宣告效果及其所含資訊之研究” 國立台灣大學財務金融學系碩士論文。
- 李忠憲(民 85) “台灣股票市場除權行情之研究--以股票股利為例” 國立台灣大學國際企業學系碩士論文。
- 李玉宏(民 88) “首度上市、上櫃公司股票股利宣告對股價影響之研究——以資訊電子業為例” 國立政治大學企業管理學系碩士論文。
- 金柏西(民 69) “台灣股票市場股票股利對股價影響之實證研究” 大同大學事業經營研究所碩士論文。
- 游騰茂(民 84) “臺灣上市公司股票股利資訊內涵對股價的影響” 大同工學院事業經營學系碩士論文。
- 陳虞強(民 74) “台灣股票市場股票股利發放對股價之影響” 東海大學企業管理研究所碩士論文。
- 陳淑儀(民 91) “股票股利與企業經營績效關聯性之研究” 東吳大學會計學系碩士論文。
- 陳欣伶(民 91) “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論文。
- 陳麗萍(民 88) “我國上市公司股票股利方式與股票報酬率的相關探討” 國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
- 陳佳薇(民 91) “股票股利初次發放與停發效應之研究” 雲林科技大學財務金融系碩士班碩士論文。
- 蔡秀玫(民 82) “股票股利對交易量影響之研究” 國立台灣大學會計學研究所碩士論文。
- 賴俊男(民 90) “股票股利「除權套利」之研究” 國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
- 賴佩瑜(民 89) “股票股利對流動性影響之實證研究--以台灣市場為例” 國立中央大學財務管理研究所碩士論文。
- 蘇泰弘(民 88) “國內上市公司發放股票股利的動機” 國立政治大學財務管理學系碩士論文。
- 蘇素卿(民 89) “公告財務預測公司宣告股票股利之資訊傳遞效果” 逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文。