

公司上市後首次支付股利對股東財富影響之研究 The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth

陳隆麒 *Long-Chi Chen*

顧河士 *Her-Shih Chuei*

黃國誠 *Kuo-Cheng Huang*

黃旭輝 *Hsyu-Huei Huang*

政治大學企業管理研究所

Graduate Institute of Business Administration

National Cheng-Chi University

(Received January 1996; accepted March 1996)

摘要

本研究探索公司上市後第一次股利發放對股價的影響，由於第一次的股利發放含有較多的未預期成份，因此更容易看清楚未預期股利對於股價具有何種影響，此外，本研究亦以問卷調查的方式來了解投資人對現金股利及股票股利的偏好情形，及影響其偏好的因素為何。

實證及問卷調查結果顯示：

1. 公司上市後首次股利的宣告對股價具有顯著的正面影響，且在宣告日前 30 天起，累積異常報酬即有一路上升的現象，可能意味資訊的洩露而使股價提前反應。
2. 股票股利的宣告較現金股利的宣告具有更顯著的異常報酬，意味國內的投資人對股票股利有較明顯的偏好及較強烈的反應。
3. 實證結果發現，股利變動和未來盈餘的增減無顯著相關，因而無法支持訊號放射理論的說法。
4. 問卷調查結果顯示，機構投資人普遍認為，被投資公司的股利政策是重要的，且股票股利較現金股利明顯的受到注意。
5. 由複迴歸分析結果發現，異常報酬的成因無法由股利的變動，上市的類別及市場景氣所解釋，因此其形成原因仍有待繼續研究。

關鍵詞：首次股利宣告、股東財富。

Abstract

The relations between dividend policy and firm value is a puzzle. The purpose of this study is to find the impact of initial dividend announcement of new listed firms on shareholders. The market model is used to examine the abnormal returns when the initial cash dividends and stock dividends are announced by the new listed firms. Also, the abnormal returns are analyzed by using a cross-sectional regression model. Moreover, 132 institutional investors are surveyed about the influence of the dividend policy of invested firms to their investment decisions.

The results demonstrate a positive stock-price reaction to the initial announcement of dividend of the new listed firms. And the announcement of stock dividends leads more significant effect than cash dividends. It also explains why institutional investors pay more

attention to the stock dividends of invested firms. In addition, the cross-sectional regression model shows that all the variables cannot significantly explain the abnormal returns. The information content hypothesis also can't get a consistent conclusion.

Key Words: Initial Dividend Announcement, Shareholder's Wealth

壹、緒論

本文的主要目的在探討股利支付對股東財富的影響。Modigliani 和 Miller (1961, 以下簡稱 MM) 認為，在完美資本市場的多項假設之下，公司價值完全視其投資政策而定，公司價值與股利政策無關。但亦有許多學者認為，股利發放的多寡對股價具有影響力。其中一鳥在手理論認為，經由保留盈餘再投資而來的資本利得其不確定性比股利高，因而投資人會較偏愛現金股利的報酬形式，股利的發放對股價產生有利的影響；所得稅差異論認為，由於股利所得的稅負高於資本利得，因而投資人會較喜歡公司發放較少的股利，而將較多的盈餘保留在企業作為再投資之用；訊號放射假說論認為，股利的變動會使投資人對公司的未來前景形成某種預期，進而影響股價；股利顧客效果論則認為，不同的股利政策可吸引不同的投資人。

有關股利政策是否會影響公司價值的說法，眾說紛紜，綜合上述理論及國內外的實證，我們發現，股利政策對股東財富的影響仍是一個謎，為了對這個謎有更進一步的認識，本研究擬探索公司上市後第一次股利發放對其股價的影響，主要作用在於第一次股利的發放含有較多未預期的部份，因此更容易看清楚未預期股利對股價的影響。

股利宣告對於股價的衝擊，應僅限於未預期的部份，但如何計算投資者對股利的預期，以得出未預期股利，乃是十分棘手的事。若預期模式使用錯誤，不但可能減低研究效度，甚至可能使研究結果得到相反的結論。本研究使用首次股利支付的樣本，則正好可以解決這個問題，由於上市後的首次股利發放，在此之前並沒有股利的支付可供建立時間數列的預測模式，因此本文使用天真模式 (naive model) 作為股利預測的基礎。

茲將本研究的目的摘列如下：

1. 探討公司上市後第一次股利發放對股價有何影響，藉以了解公司發放股利是否會影響公司價值。
2. 探討總股利、現金股利和股票股利宣告，對於股價的影響是否有不同效果。
3. 區分多頭時期和空頭時期，不同公司規模及上市類股的股利政策對公司價值的影響，是否有所不同。
4. 以問卷調查的方式了解機構投資人對各種股利政策的看法，配合實證結果加以說明，可對股利政策和公司價值之關係有更清楚而深入的了解，並可了解我國股票市場上存有非理性行為（如除權行情）的背後原因為何。

貳、文獻探討

自從MM在1961年提出股利無關論後，有關股利政策如何影響公司價值，便成為財務學者爭論的焦點，三十年來各種理論陸續被提出，相關實證不斷出現，或支持某些理論或不支持某些理論，雖然至今仍未獲得一致的結論，但是漫長的爭論不僅擴大股利的研究領域，同時也使股利理論的內涵更加豐富。例如一鳥在手論認為：投資人喜歡股利甚於資本利得，公司可經由增發股利去提高股價。資訊內容論主張，股利宣布中隱含有重要的訊息，因此股利的增減會使得股價發生變動，並且在實證方面也獲得大部分研究的支持（Miller and Scholes (1982)、Brickley (1983)、Dielman and Oppenheimer (1984) 等）。股利顧客效果論則認為投資人有其偏好的不同股利支付型態，有人喜好現金股利，有人喜好資本利得，因此公司可以制定一套特別的股利政策去吸引那些喜歡此一股利政策的投資者，並藉以維持股價(Elton and Gruber(1970) 等)。另外租稅差異論主張，只要現金股利的稅率比資本利得的稅率高，投資人會對發放現金股利的公司要求較高的必要報酬率，而公司當局應儘可能的減發股利(Farrar and Selwyn(1967)、Brennan (1970)、Masulis and Trueman (1986) 等)。至於在實證方面，部分研究也證實了租稅效果的存在(Litzenberger and Ramaswamy (1979)、Bradford and Groden (1980)、Miller and Scholes (1982) 等)。此外，也有學者認為股利的發放可以解決代理問題 (Rozeff (1982)、Easterbrook (1984)、Booth and Smith (1986)、Jensen (1986)、Lang and Litzenberger (1989))，並且亦獲得實證上的支持。

經由前述文獻探討，本研究將現有股利政策相關研究的限制與缺點，綜合討論如下，以作為本研究改進的依據。

一、現金股利與股票股利未同時研究

在國外由於現金股利宣佈日多半與股票股利並不在同一日，因此可獨立對現金股利或股票股利進行有關股利宣告效果的研究，然而國內的現金股利與股票股利宣告大多數都在同一日，因此在進行股利宣告效果研究時，必須設法分別衡量現金股利與股票股利對宣告異常報酬率的解釋能力，而不應只針對某一種股利進行宣告效果的研究，否則便會造成高估某一種股利的宣告效果的現象。

二、股利期望模式選擇的影響

理論上股利宣告對股票價格的影響應只限於未預期的部分，但如何計算投資者心目中對某股票的股利預期，以計算出來未預期股利，並不容易。在以往的文獻中，大多以一般股利宣告事件為研究對象，對於預期股利的計算則大多使用純真模式，即以前一期的股利為本期股利的預期值，另外，亦有透過較複雜的股利行為模式去計算股利的預期值，實際股利減去預期股利就可算出非預期股利。然而這種複雜的股利行為模式，卻不一定能保證較高的精確性。

Asquith and Mullins (1983), Richardson, Sefcik, and Thompson (1986) 則是利用初次股利支付樣本去解決上述問題。就初次股利而言，因無以前任何股利存在，可供建立時間序列性的預測模式，故最佳模式即為純真模式。在純真模式下，初次股利的預期股利值為零，即全部的初次股利均視為未預期股利，由於此未預期股利量相對較大，其對股價的衝擊亦較易觀察。

三、樣本純度的問題

由於股利宣告或除權效果的研究大多使用事件研究法，因此必須注意在事件期內不能有其他事件，Grinblatt, Masulis, and Titman (1984), Asquith and Mullins (1983), Banker, Das, and Datar (1993) 等研究者皆已使用純淨樣本。台灣早期受限於上市家數較少的限制，因此大多數實證研究未注意樣本純度的問題。近年來隨著上市公司家數增加，樣本不足的限制已降低，故較嚴謹的實證研究必須強化樣本的純度。

四、宣告與除權效果研究結果仍不一致

如前所述，不論是股利宣告或是除權效果，現有的實證研究在結論上仍呈現不一致，一般而言，大多數國外研究支持現金股利與股票股利宣告有正的異常報酬率，而大多數國內研究則支持除權異常報酬率的存在。如邱志鴻 (1994) 的研究是以股利發放日作為事件日，因此，其研究的結果應屬於除息或除權的效果，本文擬以宣告日即首次見報日作為事件日，如此應更符合資訊效果研究的主旨。此外並探討股利變動對成交量的影響，和股利變動與未來盈餘變動之間的關聯，以進一步了解股利的變動是否真能反應未來盈餘消長的資訊。

參、研究設計

一、研究假說

假說1：公司現金股利的發放，增加的幅度愈大其股票的異常報酬率愈高。

根據股利資訊內容假說，公司股利發放的改變，隱含管理當局對公司未來遠景看法之改變，因此透過此種本質的變化會使公司的股價亦跟著調整。

一般而言，公司並不希望其股利的發放呈現劇烈波動，因此，除非管理當局預期公司之遠景能持續獲得改善，否則不會輕易增加股利的發放，所以當公司股利發放增加，將傳達好的訊息給投資人，造成股價的上漲。

假說2：公司現金股利的發放增加愈多，其未來的盈餘成長愈大。

MM 的資訊內容假說認為，股利增減之所以會導致股價變動，是由於有重要的訊息隱含在股利宣佈中，才導致股價產生變動，並非股利變動本身能對股價產生影響。而重要之訊息可能意謂公司未來現金流量之改變亦或是獲利情況之改變。

本假說主要在於檢驗公司現金股利發放之增加，是否肇因於未來獲利情況之改善，如果二者之間的確呈現同向變動，則可支持資訊內容假說。

假說3：公司股票股利的發放，增加的幅度愈大其股票的異常報酬率愈高。

國內許多研究發現台灣股票市場對股票股利之發放均呈現顯著正向異常報酬的反應，因此，本研究擬特別針對公司上市後首次股票股利的宣告是否會使股價產生顯著的異常報酬作一檢驗。

假說4：公司股票股利的發放增加愈多，其未來的盈餘成長愈大。

公司管理當局若體認未來有良好的投資機會，將會把盈餘保留起來，用於投資專案，因而增加股票股利的發放，讓投資人能分享公司未來的獲利，本假說即在檢驗股票股利的發放是否和公司未來的盈餘具有相關性。

假說5：公司股票股利的發放或現金股利發放所傳遞的訊息對股價的影響具有差異性。

由於股票股利和現金股利對公司而言代表不同的意義，且其所傳達給投資人的訊息效果亦不盡相同，因此本研究將股利分為股票股利和現金股利，並比較在不同的發放方式之下，對股票投資報酬率的影響，以了解投資人對股票股利和現金股利的偏好狀況。

二、資料蒐集

本文之資料蒐集包含二個部份，其一為初次股利發放之實證樣本公司，其二為，機構投資人對股利發放所持態度之問卷調查，茲分述如下：

(一) 上市公司的資料來源

研究的樣本期間涵蓋71年至82年共12年的時間，其中首次股利資料取自「台灣證券交易所上市證券概況」、「證券統計要覽」，二者股利資料若有不符，則查證各公司自行編印的公開說明書。預期股利資料取自各公司上市公司公開說明書中上市前一年之現金股利及股票股利數額。每日股價資料取自教育部E P S 資料庫。股利宣告日取自「經濟日報」及「工商時報」。本研究所選取的122個樣本係根據下列六項標準：

1. 樣本的選取係以台灣證券交易所公開上市的普通股股票為限。
2. 為隔離現金增資對股價造成的影響，在股利宣告觀察期間內伴隨現金增資的公司將不列入樣本。
3. 民國77國9月24日，政府宣佈課徵證券交易所得稅，使得股市連續滑落二十餘天，為避免此事件對研究造成影響，因此觀察期間若與此事件重疊的樣本將予以剔除。
4. 在觀察期間內有連續五個交易日以上無交易者，將不列入樣本，因無交易日過多將影響股票價格的決定，易使研究產生偏差，故不列入樣本。
5. 本文係以市場模式估計樣本公司的異常報酬，凡市場模式中的迴歸係數不顯著者，皆從樣本中予以剔除。

6. 為避免首次股利宣告效果中夾雜新股上市的蜜月期影響，凡在上市後三十個交易日以內即宣告股利者，將不列入本研究樣本。

(二) 機構投資人的資料來源

本研究利用問卷調查方式，針對機構投資人對上市公司股利政策的看法進行了解，以探討機構投資人是否會以此作為投資的參考依據，並同時與本研究所提出的有關假說進行對照比較。問卷總共針對國內 132 家機構投資人發出，其中包括證券投資信託公司旗下的 62 個基金，47 家證券自營商，以及 23 家保險公司。最後共收到了 70 份問卷回函（基金 35 份、自營商 24 份、保險公司 11 份）不僅回收率達 53%，且各類機構投資人的意見回收率上亦相當平均。

三、變數衡量

本研究中相關研究變數的操作性定義如下：

1. 現金股利變動程度（即非預期現金股利）：

上市後首次宣告的現金股利－上市前一年度發放的現金股利

2. 股票股利變動程度（即非預期股票股利）：

上市後首次宣告的無償配股股票股利－上市前一年度發放的股票股利

3. 個別股票每日的異常報酬率

本研究根據 Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969) 展出的事件研究法，而定義個別股票每日異常報酬率為：

$$e_{jt} = R_{jt} - \alpha_j - \beta_j(R_{mt}) \quad t = -30 \dots, 30$$

其中 e_{jt} 為第 j 種股票在事件期第 t 日的異常報酬率； R_{jt} 為第 j 種股票在第 t 日的投資報酬率； α_j 為第 j 種股票在第 t 日的預期報酬率中的截距項； β_j 為第 j 種股票貝它係數估計值； R_{mt} 為第 t 日的市場投資組合報酬率。

4. 標準化異常報酬

由於 e_{jt} 等於實證報酬率與正常報酬率間的差異，故它代表 j 公司在第 t 日的異常報酬率。然後利用前一步驟得出的估計期標準差 S_j 將異常報酬率依 Boehmer, Musuneci, Poulsen (1991) 之方法加以標準化，得到標準化異常報酬（standardized abnormal return，簡稱 SAR）。

$$SAR_{jt} = e_{jt} / (S_{jt} \sqrt{1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{mE} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{t=1}^T (R_{mE} - \bar{R}_m)^2}})$$

其中， $t = -30, \dots, 30$

T 為估計期日數（120 天）； \bar{R}_m 為估計期平均市場報酬率； R_{mE} 為事件期平均市場報酬率。

5. 平均異常報酬率

估算出樣本中每家公司在第 t 日的異常報酬率 AR_{jt} 後，再將第 t 日每個樣

本的異常報酬率加總起來，除以樣本數 n ，以算出第 t 日的標準化平均異常報酬率（簡稱 SAR_t ）：

$$SAR_t = \frac{\sum_{j=1}^n SAR_{jt}}{n}, n\text{為樣本數}$$

6. 累積標準化異常報酬率

將觀察期間中某一特定時段的標準化平均異常報酬率累加起來，所得到的值稱為累積異常報酬率（簡稱 $CSAR$ ）：

$$CSAR = \sum_{t=b}^e SAR_t$$

上式中 b 與 e 分別代表計算 $CSAR$ 的開始日與終止日。

7. 個別股票未來盈餘變動程度：定義為上市後首次股利宣告當年度的每股盈餘減去上市後首次股利宣告前一年度的每股盈餘。

8. 個別股票的上市類別

第一類股的虛擬變數為 1；第二類股的虛擬變數為 0。

9. 股票市場景氣

本研究將股票市場景氣定義為空頭市場及多頭市場兩類（參見表 1），以 Cycle 表示。「空頭市場」表示股票市場長期處於下跌趨勢，「多頭市場」則表示股票市場長期來看處於漲升的趨勢。

表 1 市場景氣劃分

日	期	市場景氣	虛擬變數
71/ 1/	1~72/ 1 /30	空頭	0
72/ 2/	1~73/ 4 /30	多頭	1
73/ 5/	1~74/ 7 /30	空頭	0
74/ 8/	1~79/ 1 /30	多頭	1
79/ 2/	1~79/ 9 /30	空頭	0
79/10/	1~80/ 6 /30	多頭	1
80/ 7/	1~81/ 1 /30	空頭	0
81/ 2/	1~83/ 6 /20	多頭	1

10. 公司規模：定義為上市股數乘以上市的掛牌價。

四、研究方法

1. 異常報酬率的檢定

檢定觀察期間中第 t 日的平均異常報酬率是否等於零的統計量如下式所示：

$$T = \frac{SAR_t}{S(SAR)} \quad t = -30, \dots, 30$$

T 表 t 分配統計量， $S(SAR)$ 表事件期經標準化後之平均每日異常報酬率的標準差，如下式所示：

$$S(SAR) = \sqrt{\frac{1}{n(n-1)} \sum_{j=1}^n (SAR_j - \bar{SAR})^2}$$

至於檢定觀察期間中開始於第 b 日一直累積到第 e 日的 $CSAR$ 是否等於零的統計量如下式所示：

$$T = \frac{CSAR}{S(SAR)\sqrt{e-b+1}}$$

2. 迴歸分析模式 I

$$CSAR_j = \alpha + \beta_1 \Delta D + \beta_2 \Delta S + \beta_3 \cdot \text{Cycle} + \beta_4 \cdot \text{Type} + \beta_5 \cdot \text{Size} + \varepsilon_j$$

其中， ΔD 為非預期現金股利； ΔS 為非預期股票股利； Cycle 為市場景氣狀況； Type 為上市類別； SIZE 為公司規模。

本模式除了希望了解非預期現金股利，非預期股票股利對股價的影響外，並擬將市場景氣狀況，上市類型、上市規模等變數加入迴歸模式中，以進一步了解非預期股利的真正影響效果，並對假說 5 進行驗證。

3. 迴歸分析模式 II

驗證假說 2, 4，即非預期現金股利與非預期股票股利是否與公司未來盈餘具有相關性。

$$\Delta EPS_{jT} = \alpha + \beta_1 \Delta D_{T-1} + \beta_2 \Delta S_{T-1} + \varepsilon_j$$

其中 ΔEPS_{jT} 為第 j 種股票在第 T 年的盈餘變動額。

肆、實証結果分析

以下將分別依事件研究法及迴歸分析所得之結果，說明上市公司首次股利宣告對異常報酬的影響及超常報酬形成原因的探討。

一、首次股利宣告的異常報酬分析

(一)全體樣本的異常報酬分析

表 2 為 122 家上市公司，首次股利宣告觀察期的標準化後平均異常報酬及累積平均異常報酬和其相對應的 t 值。由其中可發現，在觀察期中 SAR 大多呈現正

的反應，特別是在宣告日前後五天之中，*SAR*只有一天為負值其餘十天均為正值，顯示公司首次股利宣告，平均而言，能為公司帶來正的異常報酬。

宣告日當天的平均異常報酬(*SAR*)達到最高，為0.6802，同時其*t*值為3.76，達到0.01的顯著水準，此外宣告日的前後一天，其平均異常報酬的*t*值亦達到0.05的顯著水準。

關於累積異常報酬的變動情形，亦可由表2中看出，在全部觀察期61天中，累積異常報酬全部呈現正的反應，且於事件日前27天起，累積異常報酬即達到0.05的顯著水準，顯示台灣上市公司的首次股利宣告，其資訊效果有提前外露的現象，此外，累積異常報酬於宣告日的次日達到最高點5.2715，同時*t*值亦達到0.01的顯著水準。

而事件日後第二天起，累積異常報酬呈現緩慢的下降趨勢，可能意味原先的股利宣告，市場有過度反應的現象。

綜合來看，就全體樣本而言，上市公司的首次股利宣告，不論對平均異常報酬(*SAR*)或累積平均異常報酬(*CSAR*)，都有顯著正面的影響，且股利宣告的效果有提前反應的現象。

(二)依景氣期間劃分的異常報酬分析

由於台灣股市在71年至82年間，大多時候呈現多頭走勢，且多頭時期有較多的公司願意申請上市，因此在全部樣本122家公司中，105家公司在多頭期間申請上市。

將樣本依照多頭時期及空頭時期區分後發現，多頭時期的股利宣告比起空頭時期的股利宣告，其宣告日及前一天的平均異常報酬更大且更顯著，其-1日及第0日的異常報酬和*t*值分別為0.4867(2.66)、0.5883(3.22)，而空頭時期的首次股利宣告，雖然在宣告日及事件期前後的平均異常報酬皆未達顯著水準，但累積異常報酬提前反應的時間更早，且在整個觀察期中累積異常報酬更大，因此，就此結果而言仍無法支持市場景氣對股利宣告效果具有顯著影響。

(三)依上市類別劃分的異常報酬分析

由於第一類股及第二類股的上市條件不同，因此股票本身所具有的風險和報酬的特性亦不相同，茲將全體樣本區分為第一類股及第二類股，並分別觀察其標準化後的平均異常報酬和累積異常報酬。

由檢定分析發現第一類股的股利宣告當日的平均異常報酬及*t*值分別為0.6460及(3.22)已達0.01的顯著水準。但第二類股的股利宣告當日，平均異常報酬雖為正值但卻未達顯著水準，亦即第一類股比第二類股有更顯著的宣告效果。但從累積異常報酬來看，第二類股的*CSAR*值卻比第一類股的*CSAR*值大，且二者均達顯著水準，因此，就整個觀察期而言，第一類股的首次股利宣告效果未必比第二類股高，亦即無法認定上市類別對其首次股利的宣告效果會有顯著影響。

(四)依股利變動劃分的異常報酬分析

表2 全部樣本SAR與CSAR檢定分析

事件期	SAR(%)	t(SAR)	CSAR(%)	t(CSAR)	事件期	SAR(%)	t(SAR)	CSAR(%)	t(CSAR)
-30	0.1838	1.01	0.1838	1.01	1	0.3304	1.82	5.2715	5.15
-29	0.1128	0.62	0.2966	1.16	2	-0.4722	-2.61	4.7993	4.61
-28	0.5233	2.89	0.8199	2.61	3	0.0419	0.23	4.8412	4.58
-27	0.2290	1.26	1.0489	2.90	4	0.0726	0.40	4.9138	4.59
-26	0.1235	0.68	1.1724	2.90	5	0.0722	0.40	4.9860	4.59
-25	0.1021	0.56	1.2744	2.87	6	-0.1271	-0.70	4.8589	4.41
-24	0.3526	1.95	1.6270	3.40	7	-0.4920	-2.72	4.3670	3.91
-23	0.3440	1.90	1.9710	3.85	8	-0.0248	-0.14	4.3422	3.84
-22	-0.0637	-0.35	1.9073	3.51	9	-0.1621	-0.90	4.1801	3.65
-21	0.3616	2.00	2.2689	3.96	10	-0.0965	-0.53	4.0836	3.52
-20	0.1215	0.67	2.3903	3.98	11	0.3964	-2.19	3.6872	3.14
-19	-0.1720	-0.95	2.2183	3.54	12	-0.1105	-0.61	3.5768	3.01
-18	-0.0263	0.14	2.1920	3.36	13	0.0821	0.45	3.6589	3.05
-17	0.1176	0.65	2.3097	3.41	14	0.0360	0.20	3.6948	3.04
-16	0.2908	1.61	2.6005	3.71	15	0.2425	1.34	3.9373	3.21
-15	-0.0462	-0.25	2.5543	3.53	16	-0.0032	-0.02	3.9341	3.17
-14	-0.0407	-0.22	2.5136	3.37	17	-0.3276	-1.81	3.6064	2.87
-13	0.0196	0.11	2.5332	3.30	18	0.0302	0.17	3.6366	2.87
-12	-0.2043	-1.13	2.3289	2.95	19	-0.2554	-1.41	3.3812	2.64
-11	-0.1787	-0.99	2.1503	2.65	20	0.1157	0.64	3.4969	2.70
-10	-0.0533	-0.29	2.0970	2.53	21	0.1714	0.95	3.6683	2.81
-9	0.5900	3.26	2.6870	3.16	22	-0.1641	-0.91	3.5042	2.66
-8	0.4442	2.45	3.1311	3.61	23	0.1944	1.07	3.6986	2.78
-7	0.0267	0.50	3.1578	3.56	24	0.1432	0.79	3.8418	2.86
-6	-0.1622	-0.90	2.9956	3.31	25	-0.3622	-2.00	3.4797	2.57
-5	0.1626	0.90	3.1582	3.42	26	0.0859	0.47	3.5655	2.61
-4	0.2366	1.31	3.3949	3.61	27	0.1936	1.07	3.7591	2.73
-3	0.2329	1.29	3.6278	3.79	28	0.1687	0.93	3.9278	2.82
-2	0.2395	1.32	3.8673	3.97	29	0.0794	0.44	4.0072	2.86
-1	0.3936	2.17	4.2609	4.30	30	0.0129	0.07	4.0201	2.84
0	0.6802	3.76	4.9411	4.90					

表3 總股利增加樣本SAR與CSAR檢定分析

事件期	SAR(%)	<i>t</i> (SAR)	CSAR(%)	<i>t</i> (CSAR)	事件期	SAR(%)	<i>t</i> (SAR)	CSAR(%)	<i>t</i> (CSAR)
-30	-0.1687	-0.60	-0.1687	-0.60	1	0.1337	0.48	3.4369	2.18
-29	-0.5092	-1.83	-0.6779	-1.72	2	-0.4285	-1.54	3.0084	1.88
-28	0.3714	1.33	-0.3065	-0.63	3	0.2960	1.06	3.3044	2.03
-27	-0.1030	-0.37	-0.4095	-0.73	4	-0.2161	-0.77	3.0883	1.87
-26	0.2419	0.87	-0.1676	-0.27	5	-0.0962	-0.34	2.9921	1.79
-25	0.0921	0.33	-0.0755	-0.11	6	-0.2002	-0.72	2.7919	1.65
-24	0.3488	1.25	0.2734	0.37	7	-0.5505	-1.97	2.2414	1.30
-23	-0.3312	-1.19	-0.0579	-0.07	8	-0.2669	-0.96	1.9744	1.13
-22	-0.4359	-1.56	-0.4938	-0.59	9	0.0465	0.17	2.0209	1.15
-21	0.3890	1.39	-0.1048	-0.12	10	-0.1239	-0.44	1.8970	1.06
-20	0.2933	1.05	0.1885	0.20	11	-0.3684	-1.32	1.5286	0.85
-19	-0.1719	-0.62	0.0166	0.02	12	-0.2419	-0.87	1.2867	0.70
-18	-0.2385	-0.85	-0.2219	-0.22	13	-0.1803	-0.65	1.1064	0.60
-17	-0.0888	-0.32	-0.3107	-0.30	14	0.1556	0.56	1.2620	0.67
-16	-0.0011	0.00	-0.3095	-0.29	15	0.6036	2.16	1.8655	0.99
-15	0.2426	0.87	-0.0669	-0.06	16	0.2537	0.91	2.1192	1.11
-14	-0.1049	-0.38	-0.1719	-0.15	17	-0.0846	-0.30	2.0346	1.05
-13	0.5335	1.91	0.3616	0.31	18	-0.1450	-0.52	1.8895	0.97
-12	-0.3089	-1.11	0.0527	0.04	19	-0.2470	-0.89	1.6425	0.83
-11	0.0930	0.33	0.1457	0.12	20	0.1784	0.64	1.8209	0.91
-10	-0.1062	-0.38	0.0395	0.03	21	0.1847	0.66	2.0056	1.00
-9	0.3964	1.42	0.4359	0.33	22	-0.0364	-0.13	1.9692	0.97
-8	0.8851	3.17	1.3210	0.99	23	0.3629	1.30	2.3320	1.14
-7	0.0623	0.22	1.3833	1.01	24	0.0436	0.16	2.3756	1.15
-6	-0.2238	-0.80	-1.1595	0.83	25	-0.2029	-0.73	2.1727	1.04
-5	-0.1522	-0.55	1.0073	0.71	26	0.0424	0.15	2.2151	1.05
-4	0.0390	0.14	1.0462	0.72	27	0.5223	1.87	2.7374	1.29
-3	0.4676	1.68	1.5138	1.03	28	0.2109	0.76	2.9483	1.38
-2	0.2490	0.89	1.7629	1.17	29	0.1821	0.65	3.1304	1.45
-1	0.4995	1.79	2.2624	1.48	30	-0.2934	-1.05	2.8370	1.30
0	1.0409	3.73	3.3032	2.13					

表4 總股利減少樣本SAR與CSAR檢定分析

事件期	SAR(%)	t(SAR)	CSAR(%)	t(CSAR)	事件期	SAR(%)	t(SAR)	CSAR(%)	t(CSAR)
-30	0.8306	2.58	0.8306	2.58	1	0.7597	2.36	8.9303	5.01
-29	0.9250	2.88	1.7556	3.86	2	-0.1821	-0.57	8.9830	4.84
-28	0.9047	2.81	2.6604	4.78	3	0.0527	0.16	9.3645	4.79
-27	0.7588	2.36	3.4191	5.32	4	0.3815	1.19	9.4316	4.92
-26	-0.0160	-0.05	3.4032	4.73	5	0.0671	0.21	9.5079	4.89
-25	-0.2164	-0.67	3.1868	4.05	6	0.0763	0.24	9.0052	4.86
-24	0.6981	2.17	3.8849	4.57	7	-0.5027	-1.56	8.9805	4.54
-23	1.1552	3.59	5.0401	5.54	8	-0.0248	-0.08	8.2864	4.47
-22	0.5559	1.73	5.5961	5.80	9	-0.6941	-2.16	8.0529	4.08
-21	0.2501	0.78	5.8462	5.75	10	-0.2335	-0.73	7.6984	3.91
-20	-0.0192	-0.06	5.8269	5.47	11	-0.3546	-1.10	7.7041	3.70
-19	-0.0961	-0.30	5.7308	5.15	12	0.0057	0.02	8.1869	3.65
-18	0.0795	0.25	5.8103	5.01	13	0.4829	1.50	8.0488	3.84
-17	0.2968	0.92	6.1071	5.08	14	-0.1381	-0.43	8.0628	3.73
-16	0.4391	1.37	6.5462	5.26	15	0.0140	0.04	7.7443	3.70
-15	-0.3073	-0.96	6.2388	4.85	16	-0.3185	-0.99	7.1522	3.51
-14	-0.0150	-0.05	6.2238	4.70	17	-0.5921	-1.84	7.3714	3.21
-13	-0.4696	-1.46	5.7542	4.22	18	0.2192	0.68	6.9525	3.28
-12	0.0981	0.31	5.8523	4.18	19	-0.4189	-1.30	6.9973	3.06
-11	-0.3181	-0.99	5.5342	3.85	20	0.0447	0.14	7.3098	3.05
-10	0.0168	0.05	5.5510	3.77	21	0.3125	0.97	7.0313	3.15
-9	0.9535	2.97	6.5045	4.31	22	-0.2785	-0.87	7.1488	3.00
-8	0.2290	0.71	6.7335	4.37	23	0.1175	0.37	7.6298	3.03
-7	-0.0817	-0.25	6.6518	4.22	24	0.4810	1.50	7.1559	3.20
-6	0.0386	0.12	6.6904	4.16	25	-0.4739	-1.47	7.1596	2.97
-5	0.3312	1.03	7.0216	4.28	26	0.3638	1.13	7.4966	3.10
-4	0.7474	2.33	7.7690	4.65	27	-0.0230	-0.07	7.3182	3.06
-3	-0.1548	-0.48	7.6142	4.48	28	-0.1783	-0.55	7.2073	2.96
-2	0.2559	0.80	7.8701	4.55	29	-0.1110	-0.35	7.7274	2.89
-1	0.2985	0.93	8.1686	4.64	30	0.5201	1.62	6.9866	3.08
0	0.1841	0.57	8.3527	4.67					

台灣的股利宣告通常合併現金股利和股票股利一起公佈，因此總股利的變動不管是對公司或對投資人而言，均具有重要的意義。茲將全體樣本區分為總股利增加的樣本及總股利減少的樣本，其中總股利增加的樣本共有 64 家，而總股利減少的樣本則有 43 家。

由檢定分析表 3 及表 4 中發現總股利增加的樣本，其首次股利宣告的當日，平均異常報酬達到 1.0409， t 值達 0.01 的顯著水準，而總股利減少之樣本，在首次股利的宣告前後，其平均異常報酬均不顯著，可見總股利增加的宣告的確在宣告當日及其前一天有更顯著的股東財富效果。但累積異常報酬的表現，無論是股利增加的宣告或股利減少的宣告均有顯著的正報酬，顯示兩類的股票在整個觀察期中，均因首次股利的宣告而獲利，就此結果而言並不能支持總股利的變動具有資訊內涵的說法。

此外，由異常報酬檢定分析表可看出，無論是現金股利增加或現金股利減少的樣本，其宣告日前後的平均異常報酬及累積平均異常報酬雖為正值，但均未達顯著水準。亦即首次股利的宣告並不因宣告內容中現金股利是增加或減少，而有顯著的差異，因此無法支持現金股利的變動具有資訊內涵的說法，而本研究的假說 1 也未得到支持。

最後將全體樣本區分為股票股利增加的樣本及股票股利減少的樣本，結果發現股票股利增加的宣告，在宣告日及宣告日前一天的平均異常報酬及 t 值分別為 1.1472 (4.11)、0.4838 (1.74)，分別達到 0.01 及 0.1 的顯著水準，同時累積異常報酬在宣告日至宣告日後第六天均達到顯著水準，顯示股票股利增加的宣告，的確能為股價帶來正面的影響。而股票股利減少的宣告，其宣告日的平均異常報酬雖為正值，但卻不顯著，不過累積異常報酬自事件日前 30 天起，就有顯著的正報酬，且在事件日次日達到 8.875 的最高點。

綜合來看，股票股利的宣告比起現金股利的宣告，具有更顯著的宣告效果，亦即可支持本研究假說 5 的論點，但股票股利增加的宣告並未比股票股利減少的宣告帶給股東更高的累積異常報酬，因此，仍無法支持本研究假說 3 的論點。

二、累積異常報酬率成因複迴歸分析

累積異常報酬率成因複迴歸分析，是以 -1 日、0 日、+1 日，三日累積異常報酬率為應變數，而以現金股利變動金額、股票股利變動金額、市場景氣狀況、上市類股、公司規模等為自變數，由複迴歸分析結果發現，迴歸模式的複判定係數僅有 1.572%，且各迴歸變數均未達顯著水準，顯示所選定的自變數並無法解釋三日累積異常報酬率的成因，且 F 值很小，可發現整體複迴歸模式的適合度很差。由複迴歸分析結果可知，假說 1、假說 3、假說 5，均未獲得支持。

三、首次股利宣告與資訊傳遞

首次股利宣告是否具有傳遞未來盈餘的效果，是以股利宣告當年度的盈餘與前一年度盈餘差異，即盈餘變動金額作為應變數，以現金股利變動金額、股票股

利變動金額為自變數，由複迴歸分析結果發現，複判定係數只有 1.29%，顯示現金股利變動金額與股票股利變動金額並無法解釋，下一年度的盈餘變動方向與幅度。且由 F 值很小 ($= 0.7500$) 可發現整體複迴歸模式的適合度很差，另外，觀察各自變數的係數，亦發現無一達到顯著。由複迴歸分析結果可知，假說 2、假說 4 並未獲得支持。

伍、機構投資人的投資決策與公司股利政策攸關性的問卷調查分析

一、有關股利政策重要性部份

根據回函意見顯示，機構投資人在面臨執行投資決策時，一般皆認為，被投資公司的股利發放政策是相當重要的。在 Likert 7 點的重要性評量尺度上，機構投資人認為股利政策的重要性平均分數水準達 5.1429，並且經 t 值檢定，顯示股利政策的重要亦達統計上的顯著性。

至於機構投資人在投資時，對於所投資股票在現金股利與未來資本利得兩者的相對偏好上，顯示現金股利稍微不受機構投資人的喜好，而未來資本利得的實現則明顯受到強烈的偏好（平均分數達 6，t 值並達顯著水準）。而原因可能在於未來資本利得可反應被投資公司長期的績效表現，因此現金股利相對上只是一時績效的實現，機構投資人拿到現金股利，對於被投資公司的長期發展並無多大助益，因此偏好程度是較低的。

至於機構投資人面臨被投資公司發放的股利內容部分，也顯示出顯著的稍微不偏好現金股利，因平均分數為 3.5571，尚不及中間意見水準（即沒有偏好）。但在股票股利部分則有明顯的偏好現象（平均分數為 5.1，t 值為 8.8710）。因此亦印證機構投資人較重視被投資公司未來的成長性，而較不喜歡在股利收益上拿到大部分的現金股利。

而在被投資公司的股利發放情形變動較大時，70 件回函中有 56 個機構投資會據此要求被投資公司有較高的預期報酬率，（比例達 75%），顯見多數的投資者是會以被投資公司的股利政策變化情形，來調整其預期的報酬率，即當今年比去年多發放股利時，此非預期股利的幅度，會引起投資人要求被投資公司在下一年度會有更好的績效表現，期望報酬水準因此會隨之提高。

在首次股利的重要性方面，有 42 個機構投資人（佔 60%，會對投資新上市公司的初次股利發放有特殊的預期，即這些機構投資人會相當重視所投資的新上市公司，帶給其投資收益的初次績效表現。而這也就是因為對這些新上市公司在股利報酬上有一些不錯的期望，才會使得投資人選擇投資某些新上市公司的原因。至於在形成這些預期的因素方面，大多數投資人皆以根據被投資公司未來獲利前景的預測為初次股利的依據，而以被投資公司未上市前的股利發放情形及其未上市前的獲利情況為根據者，亦有相當高的比例，至於以公開說明書上的股利預測為參考的比例則較少。

而在形成對新上市公司首次股利發放的預期之後，若實際的發放金額比原先所預期的股利為高，則有 44 家機構投資人會增加持有被投資公司股票的意願（佔 62.86%），而其餘則仍維持原先的意願。若實際股利發放金額較預期為低時，亦有半數以上（65.71%）的機構投資人會降低持有的意願。顯見投資人對新上市公司的投資持有意願，是會受到其首次股利發放行為的影響。

二、有關股利顧客效果部分

在市場景氣不同的情況下，機構投資人在執行投資決策時，其對股利政策的偏好有明顯的不同，當股市處於多頭的情況時，投資人是明顯的偏好股票股利（平均分數為 5.8571， t 值為 16.5813 達顯著水準）而較不偏好現金股利（平均分數僅為 3.2571）。而當股市空頭時，機構投資人則相對於較偏好現金股利，而顯著不偏好股票股利。因此可顯示出，在空頭時期投資人期望投資收益能「落袋為安」的心理；而在多頭時期，則希望獲得股票股利，以實現未來更大的投資利得。

至於在機構投資人偏好股票股利的原因，平均分數最高為期待市場上的填權行情，其次則為被投資公司未來遠景看佳，被投資公司獲利情況良好。但由 t 值檢定顯示，只有「期待市場上的填權行情」的原因達到「同意」的統計顯著性，而其它原因則並未顯著異於「無同意或不同意」的中間意見值。因此，顯示出機構投資人偏好股票股利的現象，多少是有點投機的動機在。

三、有關資訊內容假說部份

問卷結果顯示，當機構投資人面臨被投資公司所發放的現金股利較去年增加時，其認為主要的原因最可能是「公司去年度的盈餘增加」，此項同意程度平均數達 5.1429，並具統計上的顯著性，其次原因則為「公司缺乏良好的投資機會」、「被投資公司的融資機會及管道增加」與「預估未來的盈餘將持續增加」，但此三項原因則未達統計上的顯著。另外，股票股利增加的原因，回卷者多認為「被投資公司搭配減少現金股利的發放，而將資金用於其它投資機會」為主要原因，其次亦同意「被投資公司希望將更多的盈餘或資本公積轉增資以改善資本結構」的說法。

六、結論

一、實證分析結果

根據事件研究法的分析，新上市公司的首次股利發放宣告，在異常報酬與累積異常報酬方面，皆有顯著的正面影響。同時，在宣告日前 30 天，累積異常報酬即有一路上升的現象，因此或許有資訊洩露，造成股價提前反應的情形。但綜合而言，首次股利宣告的確會增加股東的財富。

將股市景氣時期分為多頭與空頭時期下，首次股利的宣告皆出現累積異常報酬顯著為正的現象，亦即不論多頭或空頭期間，首次股利宣告仍會增加股東的財富，在區分新上市公司為第一及第二類股時，也同樣會有正報酬情形出現。

以總股利的增減區分樣本，來衡量兩者的宣告效果時發現，兩群樣本累積異常報酬皆顯著為正，因此顯示總股利的變動並無所謂資訊內涵的意義。但若將其變動區分為現金股利的變動與股票股利的變動時，則股票股利的宣告仍較現金股利宣告有顯著的異常報酬，因此亦印證出投資人對股票股利有明顯偏好及強烈反應的情形。

由複迴歸分析結果發現，新上市公司股利宣告所產生的累積異常報酬並無法由股利金額的變動所解釋，不論總股利的變動或現金股利變動、股票股利變動均無法達到顯著的解釋水準。另外在股利變動是否會傳遞未來盈餘變化的資訊效果方面，則同樣顯示出不受股利金額變動的影響，即無資訊傳遞效果存在，此點則與機構投資人的意見反應一致。

二、問卷調查分析結果

綜合而言，股利政策對機構投資者的投資決策而言是攸關且重要的，同時機構投資人考慮長遠的績效會較偏好股票股利，較不偏好現金股利，並會對被投資公司有一定水準之績效要求，因此會要求每年有一定程度的股利收益實現。另外，他們亦相當重視新上市公司首次的股利表現，在投資時對此會有某種程度的預期，並且會依照其首次股利的表現，來調整對此新上市公司未來的投資行為。

在多頭市場時期，機構投資人明顯偏好股票股利，而在空頭市場時期，則較偏好現金股利。投資人偏好現金股利的原因依次為「被投資公司獲利良好」、「期待市場填息行情」、「未來遠景看佳」等，而偏好股票股利的原因則依次為「期待市場填權行情」、「未來遠景看佳」、「獲利情況良好」。

當現金股利較去年增加時，投資人明顯認為其原因為「被投資公司去年度之盈餘增加」、及「被投資公司缺乏良好的投資機會」。而認為現金股利減少的原因則為：「去年度盈餘減少」、與「擁有良好的投資機會」。在股票股利較去年增加的原因方面，投資人則認為是「搭配減少現金股利，以投資於其它投資機會」、及「以盈餘或資本公積轉增資來改善資本結構」，而股票股利減少部分，則認為是有特殊的原因或涵義所致，唯此原因視被投資公司狀況而定。

三、實證與問卷分析之綜合

投資人對於公司的股利政策是相當重視的，而且對於股票股利的反應程度更甚於現金股利，因此，公司上市後的首次股利宣告，使股價產生顯著的正向異常報酬，對於異常報酬量的解釋，本研究嘗試從現金股利變動額、股票股利變動額、上市類別、市場景氣、公司規模等因素予以解釋，均無法得到顯著的結果，因而，影響異常報酬的真正原因仍待後續研究者進一步探討。

參考文獻

中文部分

1. 邱志鴻，新上市公司股利發放對股價影響之研究，政治大學企管研究所碩士論文，1994。

英文部分

1. Asquith, P. and Mullins, D., "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder's Wealth," Journal of Business 56, 1983, pp.77-96.
2. Banker, R.D., Das, S. and Datar, S. M., "Comple Mentity of Prior Accounting Information: The Case of Stock Dividend Announcement," The Accounting Review 68, 1993, pp.28-47.
3. Boehmer, E., Musumeci, J. and Poulsen, A. B., "Event-Study Methodology under Conditions of Event-Induced Variance," Journal of Financial Economics 30, 1991, pp.253-272.
4. Booth, J. and Smith, R., "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis," Journal of Financial Economics 15, 1986, pp.261-281.
5. Bradford, D.F., and Gordon, R.H., "Taxation and the Stock Market Valuation of Coprial Gains and Diridends," Journal of Public Economics 14, 1980, pp.109-136.
6. Brennan, M. J., "Taxes, Market Valuation and Frnamcial Policy," National Tax Journal 23, 1970, pp.417-429.
7. Brickley, J. A., "Shareholder Wealth, Information Signaling and the Speciially Designated Dividend," Journal of Financial Economics 12, 1983, pp. 187-209.
8. Dielman, T. and Oppenheimer, H. "An Examination of Investor Behavior during Periods of Large Dividend Changes", Journal of Financial & Quantitative Analysis 19, 1984, pp.107-216.
9. Easterbrook, F., "Two Agency-cost Explanations of Dividends," American Economic Review 74, 1984, 650-659.
10. Elton, E. and Gruber, M., "Marginal Stockholders' Tax Rates and the Clientele Effect," Review of Economics and Statistics, 52, 1970, 68-74.
11. Fama, E., Fisher, L. Jensen, M. and Roll, R., "The Adjustment of Stock Prices to New Information," nternational Economic Review 10, 1969, 1-21.
12. Farrar, D. and Selwyn, L. "Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors", National Tax Journal, 1967, pp.444-454.

13. Grinblatt, M.S., Masulis, R.W., and Titman, S., "The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividend," *Journal of Financial Economics* 13, 1984, pp.461-490.
14. Jensen, M.C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76, 1986, pp.323-329.
15. Lang, L. H.P., and Litzenberger, R.H. "Dividend Announcements Cash Flow Signalling vs, Free Cash Flow Hypothesis?", *Journal of Financial Economics* 24, 1989, pp.181-191.
16. Litzenberger, R. and Ramaswamy, K., "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices," *Journal of Financial Economics* 7, 1982, pp.163-195.
17. Miller, M. and Modigliani, F., "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business* 4, 1961, pp.411-433.
18. Miller, M. and Scholes, M., "Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence," *Journal of Political Economy* 6, 1982, pp.1118-1141.
19. Richardson, G. and Sefcik, S., Thompson, R., "A Test of Dividend Irrelevance Using Volume Reaction to a Change in Dividend Policy," *Journal of Financial Economics* 17, 1986, pp.313-333.
20. Rozeff, M., "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research* 5, 1982, pp.249-259.

作者簡介 About Authors

戚樹誠（探索企業主管之親信關係）

於1991年9月獲得美國紐約州立大學水牛城分校博士，主修組織行為暨人力資源管理。目前任職於國立台灣大學工商管理學系副教授。去年獲頒管科學報年度論文獎。主要教學與研究包括激勵與領導、員工參與、管理決策、組織理論等領域。學術論文發表於管科學報、台大管理論叢、中山管理評論、中國行政等。

王泰裕（台灣地區技術轉移輸出方案評估決策模式－自動化產業為例）

於1991年8月獲得美國奧本大學博士，隨即返國任教於國立成功大學工業管理科學系所，主要教學與研究包括生產管理、電腦整合製造系統、行銷管理等領域。學術論文發表於 International Journal of Production Research、OMEGA 等。

陳穎川（台灣地區技術轉移輸出方案評估決策模式－自動化產業為例）

於1993年畢業於國立成功大學機械系，隨即考入工業管理研究所碩士班。主修專長為生產管理、自動化、技術轉移等領域。現正服役中。

劉尚志（台灣發光二極體上游產業技術發展策略之研究）

現任交通大學科技管理研究所副教授及智慧財產權管理學分班主任。1984年美國 Texas A&M University 工程博士（教育部國家公費留學）。1992年台灣大學法律學士。1984-1991年間服務於中山科學研究院核能研究所，1991年轉任教於交通大學迄今。1995-1996年間擔任英國牛津及劍橋大學訪問學者。曾任交通大學科技管理研究所所長及研究發展委員會顧問。主要研究領域為智慧財產權與科技管理、組織經營之規範與經濟分析、整合法律、經濟與組織共通之研究領域。

徐炯升（台灣發光二極體上游產業技術發展策略之研究）

現任工業技術研究院光電工業研究所研究員。1990年國立交通大學光電工程研究所碩士。1995年國立交通大學科技管理研究所碩士。1990年起服務於工業技術研究院光電工業研究所迄今，主要研究領域為光電子元件之研發、生產工作，1995年擔任企劃管理師。

方世榮（從策略觀點探討製造與行銷策略之互動對績效的影響－電子／資訊業的實証研究）

國立台灣大學商學博士，目前任職於國立雲林技術學院企管系所副教授。主要研究領域包括：製造策略、服務行銷、策略管理等；曾連續三年獲得國科會甲等獎助。

吳志正（價格定位、促銷方式對市場佔有率與獲利率關係之研究：國內三大產業之實證研究）

民國八十二年畢業於國立成功大學企業管理研究所，目前就讀於國立成功大學博士班，主修行銷、副修財務，研究領域為「行銷策略」、「國際企管」、「權力與談判」，研究論文發表於臺大管理論叢、亞太管理評論、證券管理等。

吳萬益（價格定位、促銷方式對市場佔有率與獲利率關係之研究：國內三大產業之實證研究）

曾於中鋼公司擔任專業工程師、課長及組長等職務長達17年，負責工程建廠及企劃工作。於1990年5月獲得美國奧克拉荷馬州立大學企管博士，並隨即進入國立成功大學企管系任教迄今。主要教學與研究包括策略規劃、行銷研究、國際企業管理及國際行銷等領域。學術論文發表於Journal of Global Marketing, Cross Cultural Management, Journal of Midwest Marketing, 管科學報, 台大管理論叢, 成大學報, 中山管理評論, 管理與系統及輔仁管理評論等。

張淑昭（價格定位、促銷方式對市場佔有率與獲利率關係之研究：國內三大產業之實證研究）

於1987年5月獲得美國紐約市立大學企管博士。後任教於美國紐澤西William Patterson州立學院，於1990年2月進入國立成功大學企業管理學系迄今。主要教學與研究包括組織理論與管理、策略管理等領域。

康信鴻（台灣地區外匯市場與股票市場互動關係之實証研究：聯立方程式模型）

美國加州大學聖塔巴巴拉校區經濟學博士，現任國立成功大學企管系所副教授。主要教學與研究領域包括經濟學、國際貿易與投資、國際金融、計量經濟及產業與應用個體經濟等。

初家祥（台灣地區外匯市場與股票市場互動關係之實証研究：聯立方程式模型）

清華大學電機系學士，成功大學企管所碩士。目前在服役中。

陳隆麒（公司上市後首次支付股利對股東財富影響之研究）

國立政治大學企業管理研究所教授，美國密西根大學企業管理博士，主要研究興趣為財務管理及公司理財。學術論文發表於管理科學學報、政大管理評論、台大管理論叢、證券管理等。

闕河士（公司上市後首次支付股利對股東財富影響之研究）

政治大學企業管理研究所博士候選人，目前為實踐設計管理學院兼任講師。

About Authors

黃國誠（公司上市後首次支付股利對股東財富影響之研究）

政治大學企業管理研究所博士候選人。

董旭輝（公司上市後首次支付股利對股東財富影響之研究）

政治大學企業管理研究所博士候選人。