

第 10 章 股利政策

一、腦力激盪

10-1 如果您是小額投資人（假設只持有 3,000 股），您覺得每股可能不到 1 元的現金股利對您的意義是什麼？

思考方向：是可以參加除息的，因為股息很低而不致於被課稅，若白白放棄而將股票出售，反而會浪費交易成本與證交稅。

您覺得如果除息 5 元，股價真的就會下跌 5 元嗎？如果不會，可能的理由有哪些呢？

思考方向：理論上，股價是會在除息日當天下跌 5 元，但台灣股票市場往往有所謂填息現象，因此除息當天不見得收盤會看到下跌 5 元，但其參考價的確比除息前一天收盤參考價低 5 元。

10-2 小明一直吵著跟父親要 1,500 元零用錢，不巧的是，剛被太太沒收私房錢的父親，身上所剩不多，於是跟小明說：「老爸現在最多只能給你 500 元，如果明天再給你 1,000 元，怎麼樣？」如果您是小明，會接受這個提議嗎？為什麼？

思考方向：當然接受，因為日利率高達 100%。但前提是小明並不急著今天用此 500 元，或者小明無法使用其他管道將今天的 500 元在明天創造超過 1,000 元的價值。

10-3 身為股東的您，當公司採用剩餘股利政策時，有何「感想」呢？什麼因素會影響您的感想呢？

思考方向：剩餘股利政策可讓投資人瞭解公司未來投資決策的訂定。

二、問答及計算題

1. 討論下列因素對公司股利政策的可能影響：

- (1) 公司現金是否充足。
- (2) 投資機會。
- (3) 發行新股的成本。
- (4) 以債權替代股權的能力。
- (5) 控制權。

【2003 年基三特】

ANS :

- (1) 公司的自由現金流量愈充足，則發放股利的能力愈高，反之則愈低。
- (2) 投資機會愈多，公司將傾向於增加保留盈餘，減少股利的支付。
- (3) 發行證券的成本愈高，則因發放股利造成資金不足必須籌資所付出的代價愈高，宜降低股利支付水準。
- (4) 若舉債能力較弱，宜多保留資金，減少股利支出。
- (5) 若公司對控制權的掌據不具信心，應避免過度發行股票，此時宜多保留資金或以負債方式支應，故傾向於降低股利支付水準。

2. 假設您是一家新成立的網路科技公司的財務經理，公司成長快速，但盈餘穩定性尚為不足，且董事長想保有較高的控制權。試問在此條件之下，您應如何制定適當的股利發放政策？請詳述之。

【2001 年退三特】

ANS :

由於公司正處於成長期，因此此時可以採用剩餘股利政策，以維持公司的持續成長。剩餘股利政策主張公司的保留盈餘應充分支應 $NPV > 0$ 的投資機會，剩餘的部分才可用來當作股利發放給股東。剩餘股利政策主要採下列四個步驟來決定公司的股利支付率：

- (1) 決定最佳資本預算額，即接受所有 $NPV > 0$ 的投資專案。
- (2) 在目標資本結構下，決定投資計畫所需的權益資金：在本書第 9 章亦曾說明過，公司在融資時應注意是否配合其目標資本結構，以使資金成本最小

化的觀念。因此，公司可透過目標資本結構來決定應使用多少負債資金、多少權益資金。

- (3) 盡量使用保留盈餘來融通所需的權益資金：因發行新股的成本較使用保留盈餘者為高，故公司應盡量使用「後者」來融通投資計畫。
- (4) 將所剩餘的盈餘作股利發放：當投資計畫所需的權益資金得到完全滿足後，若有盈餘留下，公司才將這些剩餘的盈餘作為股利發放給股東。

3. 考量股利政策，試討論公司採用穩定股利政策的好處為何？【2000 年原住民】

ANS :

管理當局採取穩定股利政策的主要理由是：

- (1) 穩定股利政策可降低投資人對未來預期收入的不確定性，進而降低對公司所要求的普通股必要報酬率，使股價提高。
 - (2) 採用穩定股利政策尚有法律上的理由。在美國，許多財務機構，如銀行信託部、退休基金及保險公司，只准許將資金投資於穩定股利支付政策的公司，通常會列出一張規劃名單，將長年採取穩定股利政策的公司納入；一旦公司出現不穩定股利支付時，會被剔除於參考名單之外，此時公司潛在市場的流動性將會降低，造成公司價格的下跌。
4. 中華公司的最佳資本結構為負債 40%，權益資金 60%，公司的加權平均資金成本為 14%，公司今年的盈餘為 120 萬元，投資加權平均資金成本為 14%，公司今年的盈餘為 120 萬元，投資機會如下：

方案	投資金額	內部報酬率
甲	\$1,200,000	21%
乙	100,000	19%
丙	600,000	15%
丁	200,000	13%

- (1) 以上投資案均非互斥型，則根據股利的剩餘理論，公司應發放之股利為若干？
 - (2) 若該公司發放 48 萬元股利，且限制股權融資須來自內部產生之盈餘，則應接受哪些投資方案？
- 【1996 年高考】

ANS :

(1)由於甲、乙、丙三方案之內部報酬率均高於公司的加權平均資金成本(14%)，故此三方案均應採行。

$$\text{權益資金需求} = (\$1,200,000 + \$100,000 + \$600,000) \times 60\% = 1,140,000 \text{ (元)}$$

$$\begin{aligned} \text{股利發放金額} &= \text{稅後盈餘} - \text{權益資金需求} = \$1,200,000 - \$1,140,000 \\ &= 60,000 \text{ (元)} \end{aligned}$$

$$(2) \$1,200,000 - \$480,000 = 720,000 \text{ (元)}$$

$$\text{股權融資限額} = \$720,000 \div 60\% = 1,200,000 \text{ (元)}$$

因甲方案之內部報酬率最高，其投資金額恰為 1,200,000 元，故僅應接受甲方案。

5. 某公司去年稅後盈餘 500 萬元，今年由於經濟不景氣，稅後盈餘為 475 萬元，目前流通在外股數為 100 萬股。該公司對未來仍然深具信心，決定再投資 400 萬元設立新廠，其中 60% 將來自負債，40% 來自權益資金。另外，該公司去年股利為每股 3 元。

(1)若該公司每年均維持固定股利支付比率政策，則該公司今年每股股利應為若干？

(2)若依純粹股利剩餘理論，則該公司今年每股應發多少股利？【1994 年高考】

ANS :

(1)該公司去年每股盈餘為 5 元(= \$5,000,000 ÷ \$1,000,000)，因此股利支付率為 60%(= 3 ÷ 5)。

(2)由於該公司必須先將盈餘優先支應建設新廠的預算，因此實際可分配盈餘僅有 \$5,000,000 - (\$4,000,000 × 40%) = 3,400,000 元。若全數發放股利則今年每股股利應為 3.4 元(= \$3,400,000 ÷ \$1,000,000)。

6. 您能說明台灣上市公司發放股利的簡單流程嗎？為什麼發放股利之後，股價會有「除息」的必要？

ANS :

(1)台灣的企業每年在召開董事會時，會宣告股利的發放日及登記基準日，登記基準日結束時印出之股東名冊，就是當年度股利發放的依據；而在基準

日的前四個交易日即為除息日，除息日當天才買進股票就無法享有股利；到了發放日，公司就必須將股利交付給股東。

- (2)因為在除息日買進股票已無權領取股利，故當日的投資人將不願付息前一日之收盤價買進股票，因此股價必須進行「除息」的動作，將除息前一日之收盤價減去股利，作為除息日的開盤參考價。

7. 台灣的稅法只對股利所得課稅，而不課證券交易所稅（即資本利得稅），且每次證所稅在立法院討論時，就會引起喧然大波。您認為以目前稅法的規定，對上市公司的股利政策有何影響？

ANS :

稅率的差異會影響股利政策。目前台灣完全不課徵資本利得稅，而股利所得則須併入綜合所得申報，因此股利利得的稅率遠高於資本利得，故公司可能會傾向於低股利發放率。

8. 張媽媽投入台灣股市已有一段時日，她細心觀察後發現：許多傳統的績優股——台塑、三商銀……等等，多半會發放現金股利（有時也搭配股票股利）；而一些高科技電子股——台積電、日月光……等等，則特別偏好股票股利（有時甚至 1 股配 1 股），為什麼會存在這種現象呢？更奇怪的是，許多發放現金股利的公司，往往又會發行新股籌資（現金增資），為什麼這些公司不直接保留盈餘投資呢？您能替張媽媽解開心中疑慮嗎？

ANS :

- (1)台灣的上市公司中，傳統的績優股多半是屬於傳統產業或銀行業等成熟產業，成長性較低，故公司不需太多保留盈餘再投資，且股本也已經很大，若再將盈餘以股票股利的方式轉增資，則盈餘會被進一步稀釋，故此類公司會較傾向發放現金股利；而高科技的電子公司則不同，它們需不斷地擴充設備追求成長，故必須將盈餘保留作為投資資金，且由於股本不大，因此常會發放大量的股票股利將盈餘轉增資，以改善資本結構。
- (2)有些公司為維持穩定的股利政策，因此即使公司有資金需求，仍會發放一定的股利，不足的部分再用現金增資的方式支應，即使現金增資必須負擔額外的發行成本亦在所不惜。

9. 綠灣科技是一家小型的電腦公司，專門代工生產掌上型電腦(PDA)。上週末，該公司在櫃檯買賣中心舉行重大訊息說明會，表示由於存貨管理不當而使現金調度困難，將暫停發放股利 1 年；消息傳到股票市場後，該公司股價立刻跌停。您認為股價下跌背後真正的原因是什麼？

ANS :

若根據 MM 無關論，綠灣科技停止股利發放應不致使股價下跌，故真正的原因是投資人擔心其明年財務方面的問題，也就是其基本面的轉壞才使股價下跌，與停發股利無關，這也是股利政策的「信號效果」之一。

10. 中興公司目標的資本結構為 50%的負債及 50%的權益資金，並且一直採用 40% 固定股利發放率政策。該公司預計今年年底稅前淨利 200 萬元，適用稅率為 25%；且明年計畫執行之資本預算為 320 萬元。若中興公司決定將固定股利發放率政策改成剩餘股利政策，試問今年發放的股利增減金額為多少？

ANS :

(1) 採固定股利發放率政策： $\$2,000,000 \times (1 - 25\%) \times 40\% = 600,000$ (元)

(2) 採剩餘股利政策

稅後淨利 = $\$2,000,000 \times (1 - 25\%) = 1,500,000$ (元)

保留盈餘最大投資額 = $\frac{\$1,500,000}{50\%} = 3,000,000$ (元)

在剩餘股利政策下，因資本預算 320 萬元大於保留盈餘最大投資額 300 萬元，故無任何股利發放，股利將由 60 萬元降為 0。