

東海大學高階經營管理碩士在職專班(研究所)
碩士學位論文

股利殖利率投資策略之研究：以台灣股票市場為例
The Dividend Yield Trading Strategy : Evidence from Taiwan
Stock Market

指導教授：徐啟升 博士
研究生：吳宜靜 撰

中華民國 108 年 7 月

謝 誌

終於順利畢業了！在東海大學 EMBA 的這二年是快樂的，除了學到課程上的知識外，也見識到同學在課堂上勇於發問，與老師互動，探究真理的態度，這是我該好好學習的地方。在 EMBA 認識了來自不同行業的同學，聽取到不同的資訊及各自對業務處理方式的實務分享，開闊了我的眼界，更開心的是結交到幾位好同學，豐富了我的生活。

隨著論文的完成，東海校園的學習生活將告一段落，雖然很開心，卻也有點不捨。最要感謝的，是我的論文指導教授-徐啟升教授，徐教授一步步帶領著不專業的我，做量化論文內容，更不厭其煩的再三重複重點解說，那些話聽到我都會背了，還是常常達不到要求，還好教授用他最大的耐心指導我，給了我很多的幫忙，終於完成我的畢業論文和論文口試。其中我也了解到論文探討的現金股利更深一層的含意和學術面的影響，是一次很寶貴的經驗與學習，對我日後也會有正面的幫助。

此外，特別感謝林哲鵬教授及王凱立教授兩位口試委員，對本論文提供寶貴意見，使得本論文更加完整。當然，也要感謝家人的支持、同學的陪伴，還有所有學科教授的認真教學，以及從入學起就替大家解決疑難雜症的EMBA系辦工作人員，感謝大家！

論文名稱：股利殖利率投資策略之研究：以台灣股票市場為例

校所名稱：東海大學高階經營管理碩士在職專班(研究所)

畢業時間：2019年7月

研究生：吳宜靜

指導教授：徐啓升 博士

論文摘要：

本文旨在以台灣股票上市櫃股票為研究樣本，並以 2010 年 7 月至 2018 年 12 月為樣本期間，探討高現金股利殖利率投資策略是否具有投資效益。在實證上，本文要求現金股利殖利率至少達 5%，並設立自由現金流量殖利率、合併營收成長性、現金股利連續性以及交易流動性等安全邊際，進行選股並形成投資組合。

實證結果顯示，無論係以買進持有年報酬率分析，或是以 Fama-French-Carhart 之四因子模型分析，每月利用上述高現金股利殖利率選股基準形成投資組合，且投資組合內每一成分股皆投資相同金額之投資策略享有顯著正向異常報酬。

關鍵字：現金股利殖利率；均等加權平均報酬率；價值加權平均報酬率

Title of Thesis : The Dividend Yield Trading Strategy : Evidence from Taiwan Stock
Market

Name of Institute : Tunghai University, Executive Master of Business Administration

Graduation Time : 07/2019

Student Name : Wu, Yi-Ching

Advisor Name : Hsu, Chi-Sheng

Abstract :

Using listed and delisted companies in the Taiwan stock market during the period of July 2010 to December 2018 as a sample, this study proposes a dividend yield trading strategy, which requires dividend yields of 5% or higher and considers free cash flow yields, consolidated earnings growths, consistent dividend payouts, and trading liquidities as safety margins.

Under the analyses of buy-and-hold annualized returns and Fama-French-Carhart four-factor model, the empirical results show that a portfolio, selected by applying the above dividend yield trading strategy, investing equal dollar values on each stock in the portfolio, and rebalancing monthly, can earned abnormal positive returns.

Key words: Dividend Yield, Equal-Weighted Average Return, Value-Weighted Average
Return

目錄

謝 誌	I
論文摘要：	II
ABSTRACT：	III
目錄	IV
表 次	V
圖 次	VI
第一章 緒論	1
第二章 文獻回顧	7
第三章 研究方法	10
第四章 實證結果與分析	16
第五章 結論	25
參考文獻	27

表 次

表 4-1 以月均等加權報酬率計算之結果	16
表 4-2 以月價值加權報酬率計算之結果	17
表 4-3 以季均等加權報酬率計算之結果	19
表 4-4 以季價值加權報酬率計算之結果	20
表 4-5 以月均等加權報酬率計算之結果	21
表 4-6 以月價值加權報酬率計算之結果	21
表 4-7 以季均等加權報酬率計算之結果	22
表 4-8 以季價值加權報酬率計算之結果	22
表 4-9 四因子模型之月平均異常報酬實證結果	24

圖 次

圖 1-1 台灣銀行一年期定存利率最近 10 年走勢圖.....	1
圖 4-1 以月均等加權報酬率計算之樣本期間累計報率	17
圖 4-2 以月價值加權報酬率計算之樣本期間累計報率	18
圖 4-3 以季均等加權報酬率計算之樣本期間累計報率	19
圖 4-4 以季價值加權報酬率計算之樣本期間累計報率.....	20

第一章 緒論

根據中央銀行歷年存款利率統計資料，民國 70 年時一年期定期存款牌告利率為 13%，民國 80 年一年期定期存款牌告利率為 8.26%，自民國 97 年之後，一年期定期存款牌告利率，就一直維持在 2% 以下，目前民國 108 年的一年期定期存款牌告利率為 1.03%。從「台灣銀行一年期定存利率最近 10 年走勢圖」(圖 1-1)，可看出定期存款利率為由高往下發展趨勢。

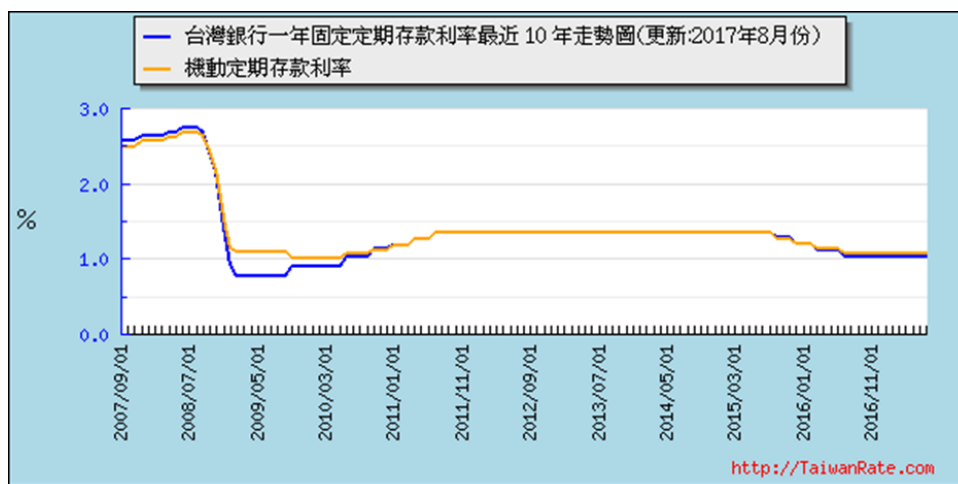


圖 1-1 台灣銀行一年期定存利率最近 10 年走勢圖
資料來源：taiwanrate.com

根據滙豐銀行於 2017-05-17 所發布最新〈未來的退休生活：趨勢的變革〉調查報告，台灣有 61% 仍在工作年齡的受訪者認為在低利率環境下，他們必須工作更久才能存到足夠的退休金儲蓄，並且超過一半(59%)的受訪者則表示，利率上升他們才有機會儲備足夠的退休金，而 38% 仍在工作年齡的台灣民眾表示他們會把將資金從儲蓄轉移到投資以準備退休基金。由此可知，尋找一項具備較高利率且安全穩定的理財工具，來加快財富增加的速度，安心做好退休規畫，是很多台灣民眾迫切的期望。台灣證券交易所於 2018-10-08 新聞稿指出，台灣上市公司在獲利後的配息意願高，使台股殖利率在全球名列前茅，吸引國內外投資人。2018 年上市公司發放現金股利約新台幣 1 兆 3,042 億元，較 2017 年現金股利 1 兆 1,816 億元增加 10.38%。而根據台灣證券交易所官網公告，2018 年台股包含股票及現金

股利殖利率高達 4.77%，居全球第一高，若只看現金股利殖利率也有 4.52%，在全球主要股市中僅次於英國倫敦的 4.91%，高出銀行一年定存利率 2 倍以上。相較於台灣目前低迷的存款利率，投資在高現金股利殖利率股票，以獲得較高的報酬收入，累積未來的資產，是一項不錯的選擇。

股利配發可分股票股利和現金股利。張宏杰(2011)在股利政策是否符合投資人的需求實證中發現，在臺灣上市公司中，現金股利比股票股利更符合投資人的期望。現金股利是公司將獲利發出來給股東，股票股利則是將股數變多，但總價值不變。倪衍森等(2011)的研究中指出，臺灣在金管會於 2000 年開始推行平衡股利政策，鼓勵各上市公司股利發放型式應該以發放股票股利與現金股利各半，或以發放現金股利為主，強調高額現金股利就是高報酬率的表現。依據研究，高現金股利殖利率股具有防禦股市變動的特性，在景氣不佳股市下跌，造成股票價格損失時，因配發高現金股利而減少本金的損失，具有保本抗跌的特性。且當公司宣布發放高現金股利，除可代表公司在財務面的健全外，也是告訴投資人對於未來營運的正面訊息，即投資高股利股，必須建立在較佳的盈餘品質上，公司才有能力付出較高金額的現金股利。而在公司除息後，因公司所發放的股利愈多，除息後的價格相對愈低，進而吸引眾多買盤，造成股價上漲出現超額報酬，所以高現金股利股票除了能夠提供投資者穩定的股利所得之外，亦提供投資者享有資本利得的機會。

在投資選股上，殖利率的高低，並非挑選個股時的唯一考量，歷年股利發放的穩定性及填息，也是重要的參考指標，因股價漲跌會影響現金股利殖利率的高低，而現金股利殖利率，是運用除權息前一天的股價作為計算基礎，但股價是浮動的，所以在挑選高殖利率個股，現金股利歷年發放的穩定度就相當重要，代表公司有穩健的獲利，且快速的填息則不會因賺了股息卻賠掉價差。當一檔股票歷年來皆有配發較高的股利殖利率時，且將多數盈餘直接分配給股東，而非列入保留盈餘去擴大營業，因此，相對於低股利股票，高股利股票具有較低之波動性，較佳之財務報表數字，及風險較小的特性。當大盤不穩時，在穩定配息支持下，

股價也會相對抗跌，依研究顯示，長期平均而言，高股利股票之投資報酬率高於低股利(或未發放股利)股票，但仍注意個股體質，確認股利發放具有成長性，並挑選全年營收與月營收，皆有年增率成長的公司，才不會為了賺取高配息而買到只是一次性發放高股利的地雷股，造成股價損失。在投資股票的股價成本考量上，股神巴菲特曾說：「不要花錢買成長」，因為未來成長率不一定能保持，所以要避免買進的股價過於昂貴，避免投資的風險過高。

僅管現金股利殖利率股有定存的概念，但二者還是有不同的地方，銀行定存的本金很安全，利率的波動很小，但是現金股利殖利率變化很大，股價波動也大，可能造成投資損失，投資人還是需花時間，時常的檢視，有需要時必需做調整，以免造成虧損。2019-03-07 經濟日報報導，元大高股息 ETF 研究團隊建議，如果想檢視個股體質，可利用每 10 日固定公布的月報，確認是否有營收異常情形。

由會計報表上可看出，營業收入扣除營業成本等於營業毛利；營業毛利扣除營業費用（包括營業管理費用、銷售費用、研究發展費用等）等於營業利益，而此營業利益欄位金額，即為公司本業的營業收入金額。當營業利益再加上營業外收益時，等於營業淨利，公司有營業外收益時，代表有額外非本業的收入，例如處置固定資產收入或有業外投資收入等，讓公司的營業淨利增加，每股盈餘(EPS)也因此上升，雖當年度有不錯的股利配息，但非屬公司常態營收，恐將造成無法穩定配息，無法符合高股利殖利率穩定配息的條件。如果一間公司 EPS 成長，營業率（營業利益除以營業收入）卻明顯衰退，此時就要留意是否為業外收益灌水股。

投資高殖利率股不能只看現金股利殖利率高，就以為每年都能領到這麼多現金股利，有時公司發出的現金股利，與公司實質的盈餘產出能力，不一定有直接關係，因為在某些情況下，一家公司就算沒有盈餘，因要維持公司的股利政策，透過各種財務手段，來維持發放股利的表象。也有可能過去賺很多錢，但都以股票股利的形式將這些錢從保留盈餘移到資本公積，但公司又暫無其他投資計劃，有可能會用資本公積發放現金股利的方式，把現金退還給股東。股票市場瞬息萬

變，為保障投入本金不受到損失及能挑選到符合高現金股利殖利率投資要件的個股，而獲取較佳的報酬，我們可以設立幾項安全邊際來幫助選股及避開危險股票。

本文設定之第一個選股指標為現金股利殖利率至少達 5% 的股票。2018 年台股現金股利殖利率為 4.52%，且根據本文利用 Cmoney 資料庫計算，台灣股票上市櫃公司 2010-2018 年期間，現金股利殖利率平均為 3.5%；因此，本文將高現金股利殖利率股之篩選條件定義為至少 5%。

本文設定之第二個選股指標係要求自由現金流量殖利率須大於現金股利殖利率。自由現金流量(Free cash flow)，是企業可自由運用的現金流，係指從營運活動帶來的現金流量加上投資活動而來之現金流量(為資金流出)。企業可以用這些自由現金作為公司的成長擴充，也可以作為發放股東股利或清償負債。自由現金流量殖利率之計算為自由現金流量除以目前股價，用以表彰投資者每投資一元所產生之現金流量，本文要求自由現金流量殖利率須大於現金股利殖利率，藉以確保公司確實有足夠之現金流量來支付股利，並不是吃老本或靠借款來發放股利。

本文設定之第三個選股指標係要求上市櫃公司之近 12 個月合併營業收入需具成長性。由於若採年度合併營業收入為計算基礎，將受制於每年 3 月底才公布之年報或累計前 4 季之季報；因此，本文採用以「最近 12 月合併營業收入」為比較基礎，要求近 12 月合併營收總額需高於先前 12 個月之合併營收總額，藉以表彰企業營業收入成長性。

本文設定之第四個選股指標乃要求公司之最近三個月之合併營業收入高於去年同期之合併營業收入。此一條件與前一條件皆是用以確保樣本公司之營業收入具成長性，除了較具足夠盈餘來發放現金股利，亦可藉由其營業收入成長性來支撐股價。同樣地，由於若採季合併營業收入為計算基礎，將受制於各季之季報，延後 45 天才公布，未具即時性；因此，本文採用以「最近 3 個月合併營業收入」為比較基礎，要求近 3 個月合併營業收入需高於去年同期之 3 個月合併營業收入，藉以表彰企業營業收入成長性。

本文設定之第五個選股指標乃要求樣本公司之現金股利發放須具連續性，且現金股利發放須具一致性或(且)具成長性，不可以利用某一年度突然調高現金股利來吸引投資者。根據股利發放訊息假說(Dividend Signaling Hypothesis)，公司經理人為確保公司股利發放具有一致性，不會突然調高或降低股利發放；一旦調升股利，代表公司經理人有信心維持在此一股利水準上，亦表彰公司經理人對公司未來營運前景深具信心。在實際選股作法上，本文要求樣本公司之最近3個年度皆須發放現金股利，且此三年期間之現金股利發放皆具一致性，不可以有某一年度現金股利減少現象；亦即，最近一年度發放之現金股利須高於或等於其前一年度，而最近(前)二年度發放之現金股利不低於其前一年度(即最近之前三年度)。在每年發放的股利金額沒有減少或股利有增加的狀況下，表示獲利穩定或盈餘有成長，且暫時無再投資或大型資本支出計畫，短期波動小。

本文設定之第六個選股指標係要求樣本公司之股票交易具有流動性。投資者獲得之報酬率包含資本利得率以及股利殖利率，為確保投資交易具有流動性，本文要求每日成交量須大於500張，避免挑到冷門股。投資股票除了選擇穩定的股性外，也必須考慮到未來需要轉換時方便交易，所以交易量不宜過低。

本研究利用前述篩選條件，藉以建立投資組合，探討採用高現金股利殖利率選股投資策略是否具有投資效益。本文之研究樣本為台灣證券交易所上市普通股股票以及櫃檯買賣中心之上櫃普通股股票。由於研究樣本限制，以及上市櫃公司先前年度較注重股票股利，忽略了現金股利之一致性，因此本文研究期間起於2010年7月1日，止於最近之2018年12月31日。在實證作法上，本研究利用前述選股指標，於每月第一個交易日篩選股票，建立投資組合，持有一個月，並於下一個月之第一個交易日重新篩選、建立新的投資組合。於形成投資組合後，計算投資組合之均等加權平均報酬率以及價值加權平均報酬率，進而計算研究期間之累積報酬率以及年化平均報酬率，從而與台灣證券交易所發行情加權股價指數(大盤指數)之報酬率比較，藉以驗證本研究提出之高現金股利殖利率選股投資策略是否具有投資效

益。另外，為求嚴謹性，本研究亦以季為篩選期間，計算季投資組合平均報酬率，驗證本選股策略之投資效益。

本文之章節安排如下：第一章為緒論，說明本文之研究背景、研究動機、目的與貢獻；第二章為文獻回顧，引用論述之理論基礎與相關研究文獻探討；第三章為研究方法，說明本研究資料來源、分析對象、研究假設與投資組合的形成；第四章為實證結果與分析，為投資組合中樣本操作之實證分析；第五章為結論，總結本文之主要發現。

第二章 文獻回顧

當公司有盈餘的時候，藉由發放股利，把現金分發至股東手上，因此股利成為投資者一項期望的投資收益。為什麼公司願意發放較高的現金股利給投資者？學理上有幾個原因：(1) 投資者喜歡目前的現金股利發放方式，可以即時使用。(2) 投資者寧可自己拿到股利後，決定如何投資，而不願把股利交給公司，作為爾後再投資之用，所以股利的發放，減少了未來的不確定性。(3) 依據 Rozeff (1982) 以及 Easterbrook (1984) 提出之股東與經理人的代理成本(Agency cost of equity)問題，當經理人未以追求公司價值最大化為目標時，若公司發放高股利後，如公司需要資金再投資新專案或新計劃時，公司需辦理外部融資，例如發行公司債的負債融資或發行股票的權益融資，此時會有相關法人機構，例如銀行、證管會、證券交易所來監督公司，因有第三方的監控審核，能讓財務更健全，確保投資方案的可行性；也就是說，支付高額股息，可以通過外部融資，產生監控成本來降低代理成本。(4) 依據 Jensen (1986) 之現金流量代理成本(Agency cost of free cash flow)，公司藉由高股利的發放，使得經理人沒有過多的自由現金可任意使用，代理問題也將減少，公司的價值也會隨之提升。(5) 依據股利發放訊息內容(Miller and Rock, 1985、Ghosh and Woolridge, 1988)，股利可用於向股東發出公司當前和未來收益的信號。公司經理人為確保公司股利發放具有一致性，不會突然調高或降低股利發放；假如今年增加股利，明年又需調整回來，那麼經理人今年就不會想增加股利，以維持股利的穩定政策。經理人很注重股利的變動，而不是注重股利水準，例如去年發放 1.5 元股利，今年發放 2 元股利，因有股利變動，屬於重大訊息；但若去年發放 2 元股利，今年亦發放 2 元股利，雖然 2 元為相對高的股利金額，但還是無揭露出重大訊息。所以基於上面所述，投資者會將公司增加股利的宣告視為好消息，因為經理人除非確定這樣的股利發放水準，往後各年也能持續維持，才會調升；也因此當經理人宣布調高股利時，即是發送經理人對公司未來深具信心的訊號。因此，股票價格對股利增加宣告產生正向反應，對股利減少宣告產生負面影響。(6) 依據 Kalay (1982) 之避免過度投資理論，當公司未發放股利或發放低

股利時，會讓公司保有過多的現金，將可能引誘經理人以追求個人利益及名聲為最大化目標，進而投資負淨現值的投資方案，造成公司損失，損害公司價值。

在實證研究上，Healy and Palepu (1988)發現，當公司宣告開始發放股利時，投資者享有 4%的正向年平均報酬率，且股利宣告後公司之盈餘有顯著正向變動，此一宣告後盈餘增加與股利宣告後之異常報酬率成正向相關；但是，公司宣布停止發放股利時，導致投資者損失 9.5%的年平均異常報酬率。上述之發現支持前述之股利訊息假說；亦即，投資者解讀股利增加或減少代表公司經理人對未來盈餘變動之預測。同樣地，Arnott and Asness (2003) 研究顯示，高股利公司反而比低股利公司，有著較高的未來盈餘成長率。換言之，支持股利訊號假說，即是經理人利用股利的發放來透露他們對公司未來成長機會的信心。Hart and Connolly (2013)以 1972 至 2012 年期間之美國 S&P 500 成分股為研究樣本，發現發放股利的公司之長期年平均報酬率顯著高於沒有發放股利的公司；他們的研究結果亦支持股利訊息假說；亦即，發放股利的公司隱含對未來企業經營的狀況充滿信心，因此吸引投資者投入。

另外，Conover, Jensen, and Simpson (2016)以 1963 至 2014 年期間的所有美國股票為樣本，研究發現高股利殖利率的公司，相對於沒有發放股利的公司，享有較低的風險(報酬率標準差)，但卻擁有較高的報酬率；高股利殖利率股投資組合之平均月異常報酬率，顯著高於低股利殖利率股票之投資組合及沒有發放股票之投資組合。投資者投資在高股利公司，比投資在沒有發放股利的公司，每年享有高出 1.5%的年平均報酬率。亦即，此一低風險的性質，並不以犧牲報酬率為代價；發放高股利公司，相對於沒有發放股利的公司，享有低風險、高報酬的特性。因此，他們指出其發現是支持高股利殖利率投資法(Dogs strategy)。據此，本文以 2010 年 7 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日的台灣上市櫃公司股票為樣本，探討高股利殖利率股票，是否享有較高的投資報酬率，以供投資人參考。

除此之外，投資者投資在發放高股利的公司，亦享有股利成長的優勢；以美國 S&P 500 成分股為例，從 1958 至 2017 年期間，其平均年成長率為 5.81%，在

這 60 年期間，發放的總股利，其中有 54 年為增加的，有 6 年為減少的。如果考慮通貨膨脹率，則前述期間的股利實質成長率為 1.98%，也就是投資高股利股票，可以保護投資者所獲得的報酬，免於受到通貨膨脹率的侵蝕。

第三章 研究方法

本研究旨在驗證台灣股票市場投資，是否可利用高現金股利殖利率股票，具安全及穩定配息之特性，並運用較佳盈餘品質財報概念所建立的篩選條件，形成投資組合，於每個月以及每季之第一個交易日，重新搜尋符合投資組合條件的標的，買進符合、賣出不符合條件的股票，形成投資組合；並藉由長時間的觀測，驗證投資高現金股利殖利率股票，除了穩定配息特性外，是否也具高報酬，優於大盤的獲利能力。因過往上市櫃公司較著重股票股利，導致現金股利不一致性，故本文以 2010 年 7 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日為研究期間，並以台灣證券交易所上市股票以及櫃檯買賣中心之上櫃股票為研究對象。另外，為避免存活偏誤（survivorship bias）之產生，本文亦將樣本期間內已下市之股票納入檢測樣本；為求資料完整性，本文排除帳面價值比小於零或缺值之公司。

本研究實證方法，分為三階段進行。第一階段為設定篩選條件；第二階段為找出符合第一階段條件的股票，並且利用每月及每季篩選藉以形成投資組合，並計算該月(季)之均等加權平均報酬率與價值加權平均報酬率；第三階段則將回測完成的每月及每季報酬率計算出研究期間之累計報酬率，並與大盤年化報酬率進行比較。

本文參考 Doorn (2018)所設定之高股利殖利率選股條件，並加上合併營業收入成長性、股利一致性以及股票交易流動性等安全邊際條件，利用 CMoney 為選股與回測工具。在實證作法上，本研究設立下列篩選條件，形成投資組合並計算投資組合加權平均報酬率：

條件 1：現金股利殖利率至少達 5%水準。2018 年台股現金殖利率為 4.52%，且根據本文利用 CMoney 資料庫計算，台灣股票上市櫃公司 2010-2018 年期間，現金股利殖利率平均為 3.5%；因此，本文將高現金股利殖利率股之篩選條件定義為至少 5%。

條件 2：自由現金流量殖利率大於現金股利殖利率。自由現金流量是企業可

自由運用的現金流，係指從營運活動帶來的現金流量加上投資活動而來之現金流量(為資金流出)。企業可以用這些自由現金作為公司的成長擴充，也可以作為發放股東股利或清償負債。自由現金流量是公司在不影響營運下可以自由使用的現金餘額，也是衡量公司財務彈性的指標。再者，自由現金流量殖利率為自由現金流量除以市值，當自由現金流量殖利率高於現金股利殖利率時，即代表企業有足夠的現金支付需發放的現金股利，並不是吃老本或靠借款來發放股利。本文利用CMoney 資料庫據以計算出自由現金流量以及自由現金流量殖利率。

條件 3：近 12 月合併營收總額需高於先前 12 個月之合併營收總額。由於若採年營收成長率為篩選基準，則需依賴年報或以年度為單位，喪失資料即時性，恐影響樣本篩選結果，故本文採用近 12 月合併營收成長率。近 12 月合併營收成長率之計算，是將「近 12 月」的每月合併營收累計，對應於先前 12 個月之合併營收總額，計算出營收成長率；例如，以 2018 年 2 月份為例，近 12 月合併營收成長率之計算為： $\sum_{201702}^{201801} Sales / \sum_{201602}^{201701} Sales - 1$ 。當近 12 月合併營收成長率大於 0，即表示公司年營收有成長，有獲利能力並具競爭力。

條件 4：近 3 個月同期合併營收成長率大於 0。本文以最近 3 個月合併營收累計取代前一季合併營收成長率，避免需依賴季報或以固定四季為單位，喪失資料即時性。通常季財報公布時間第一季為 5 月 15 日、第二季為 8 月 14 日、第三季為 11 月 14 日、第四季(年報)為隔年的 3 月 31 日，但為求近期更準確靈活的財務數字，不用等到正式的財報公布，可機動的將季報篩選的時間條件，設定為「近 3 月合併營收」，並以去年同期比較。例如，以 2018 年 2 月份為例，近 3 月同期合併營收成長率之計算為： $\sum_{201711}^{201801} Sales / \sum_{201611}^{201701} Sales - 1$ 。當近 3 個月同期合併營收成長率大於 0，表示營收近期連續成長，產業趨勢向上，有成長動能。

本研究要求樣本公司之現金股利發放須具連續性，且現金股利發放須具一致性或(且)具成長性，不可以利用某一年度突然調高現金股利來吸引投資者。因此，本研究據以建立下列三個條件(條件 5、6、7)，以求達成上述目標。

條件 5：樣本公司於回測時間(月或季)之前(最近)3 年連續發放現金股利，用以彰顯股利發放具連續性。

條件 6：樣本公司於回測時間(月或季)之前(最近)一年發放之現金股利須高於或等於前二年所發放的現金股利。若今年度發放的現金股利高於或等於去年度發放的現金股利，表示獲利穩定或盈餘有成長，且暫時無再投資或大型資本支出計畫，短期波動小。

條件 7：樣本公司於回測時間(月或季)之前(最近)2 年所發放之現金股利高於或等於前 3 年(第 3 年)的所發放之現金股利。

條件 8：為求樣本公司之股票交易具有流動性，要求每日成交量須高於 500 張。每日有一定成交量的股票，可確保交易有流動性，變現性高，避免挑到冷門股。投資股票除了選擇穩定的股性外，也必須考慮到未來需要轉換時方便交易，所以交易量不宜過低。本文設定每日成交量為 500 張。

於形成投資組合後，本研究據以計算加權平均報酬。加權平均報酬率之計算可採均等加權報酬率或價值加權報酬率。Loughran and Ritter (2000)指出均等加權報酬率較適用於經理人或研究者的角度，來探討某一事件是否產生異常報酬。另外，Fama (1998)指出價值加權報酬率較能夠實際反映出投資者於投資期間之實際財富變化。因此，為了研究之完整性，本研究參酌 Byun and Rozeff (2003)、徐啟升與李滄靖 (2008)、Hsu, Cheng, and Lee (2012)之作法，同時計算投資組合均等加權平均報酬率與價值加權平均報酬率。另外，為了能夠忠實反映出投資者於投資期間之實際財富增減情形，本文亦納入計算證券交易稅(0.3%)與券商手續費(0.1425%)等交易成本，以採取長期持有買進方式，驗證投資策略之財富變化。

本文以市場調整買進持有異常報酬率 (buy and hold abnormal return, BHAR) 衡量長期異常績效，其計算係以樣本投資組合之買進持有報酬率減去市場投資組合 (以臺灣證券交易所發行量加權股價指數衡量) 之買進持有報酬率。亦即，

$$BHAR = \prod_{t=1}^T (1 + \bar{R}_t) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{m,t}) \quad (1)$$

其中, t 代表時間, T 代表衡量長期報酬期間的到期月份(2018年12月), $R_{m,t}$ 代表市場投資組合在第 t 個月的月報酬率, \bar{R}_t 則代表所有樣本公司於第 t 月之平均報酬率, 亦即:

$$\bar{R} = \sum_{i=1}^n \omega_i \times R_i \quad (2)$$

式中, w_i 為權數; 當計算均等加權平均報酬率時, $\omega_i = 1/n$; 當計算價值加權平均報酬率時, $\omega_i = MV_i / \sum_{j=1}^n MV_j$ 。

為求進一步驗證本研究樣本之平均月異常報酬是否顯著大於零, 本文引用 Fama and French (1993) 及 Carhart (1997) 之四因子模型進行檢測。Fama and French (1993) 實證顯示股票報酬率不僅受到市場因素的影響, 同時也受到規模因素 (size factor) 及帳面市值比因素 (book-to-market factor) 所影響, 因此認為三因子模型可以解釋 CAPM 無法解釋的異常現象, 其三因子模型為:

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p(R_m - R_f) + s_pSMB + h_pHML + \varepsilon_p \quad (3)$$

其中, R_p 為樣本投資組合月均等加權報酬率或月價值加權平均報酬率, 其計算如公式 (2); R_f 為無風險利率, 本文依循徐啟升與李滄靖 (2008) 之作法, 以台灣前五大銀行之一個月期定期存款平均利率衡量; $(R_p - R_f)$ 則代表樣本投資組合之預期風險溢酬。 $(R_m - R_f)$ 表彰市場因子 (market factor) 之預期風險溢酬, 而 R_m 為已實現市場投資組合報酬率, 其月報酬以當月全體上市與上櫃公司之價值加權平均報酬率衡量。 SMB 表彰規模因子 (size factor) 之預期風險溢酬, 以小型股投資組合之價值加權平均報酬率扣除大型股投資組合之價值加權平均報酬率衡量。 HML 表彰帳面淨值比因子 (book-to-market factor) 之預期風險溢酬, 以高帳面淨值比股票投資組合之價值加權平均報酬率扣除低帳面淨值比股票投資組合之價值加權平均報酬率衡量。此外, β_p 、 s_p 及 h_p 則分別代表市場因子、規模因子及帳面淨值比因子之要素靈敏度 (factor loading)。

式 (3) 中, SMB 及 HML 之計算係依照 Fama and French (1993) 之方法, 其程序如下: 於每年 6 月底, 將所有上市公司以 6 月底之收盤價乘以該公司流通在

外股數求得市值大小，並將全體上市公司以市值大小排序，以此項排序之中位數為分群依據，然後將所有上市及上櫃公司依市值排序，公司市值小於前述中位數數值之公司定義為小公司（S），公司市值大於前述中位數數值之公司則定義為大公司（B）。另外，亦於每年 6 月底，將所有上市公司以前一年年底的帳面市值比進行排序，找出第 30 百分位數及第 70 百分位數；然後依此二個數值為分群依據，將所有上市及上櫃公司依前一年年底的帳面市值比排序，依序定義出低帳面市值比公司（L）、中帳面市值比公司（M）及高帳面市值比公司（H）。最後，將全體上市及上櫃公司依其規模分類（S 及 B）及帳面市值比分類（H、M 及 L）之交集，形成六組標竿投資組合（即 SH、SM、SL、BH、BM 及 BL），並於每個月月底計算每一組標竿投資組合的月市場價值加權平均報酬率。前述帳面價值之計算係採股東權益減去遞延所得稅及減去特別股，並去除帳面價值小於零或缺值之公司，若有市值為零或缺之公司亦刪除，亦不考慮台灣存託憑證；然而為避免存活偏誤（survivorship bias），將所有已下市及已下櫃公司列入形成投資組合之樣本。

於 t 年 6 月底形成六組標竿投資組合後，接著於 t 年 7 月至 t+1 年 6 月期間，計算小型股投資組合之月平均報酬率為 $(SH+SM+SL)/3$ ，計算大型股投資組合之月平均報酬率為 $(BH+BM+BL)/3$ ，計算價值型股票投資組合之月平均報酬率為 $(HS+HB)/2$ ，及計算成長型股票投資組合之月平均報酬率為 $(LS+LB)/2$ 。據此，定義 *SMB* 為小型股投資組合之月平均報酬率減去大型股投資組合之月平均報酬率，定義 *HML* 為價值型股票投資組合之月平均報酬率減去成長型股票投資組合之月平均報酬率。然後，每年重組，於第 t+1 年 6 月底依上述程序重新形成六組標竿投資組合，據以計算次一年度之月平均報酬率。三因子模型之目的在檢定截距項 α 是否等於零（亦即檢定平均月異常報酬是否為零），若截距項 α 值為顯著正向，表示樣本公司享有顯著長期正向異常報酬；反之，若截距項 α 值為顯著負向，則表示樣本公司承擔顯著長期負向異常報酬。

Carhart（1997）利用 Fama and French（1993）之三因子模型及 Jegadeesh and Titman（1993）之一年期動能因子（momentum factor）建立四因子模型。Jegadeesh

and Titman (1993) 實證發現若將所有股票依其過去的績效 (以過去 3、6、9 或 12 個月報酬率衡量) 排序, 並區分為十等分, 則過去的輸家仍是未來的輸家 (以未來 3、6、9 或 12 個月報酬率衡量), 而過去的贏家仍是未來的贏家; 因此, 若採買入過去的贏家、賣出過去的輸家的動能投資 (momentum investment) 策略, 可賺取顯著之正向異常報酬。Jegadeesh and Titman (2001) 實證支持動能投資策略仍然持續具正向顯著效果, 故主張動能效應並非是資料探勘 (data snooping) 偏誤下的產物。Carhart (1997) 證實前述四因子可以解釋股票或投資組合報酬率於橫斷面 (cross sectional) 及時間序列 (time series) 的變異; 並且, 相對於 CAPM 與 Fama and French 三因子模型, 四因子模型可以顯著減平均計價誤差。四因子模型為:

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p(R_m - R_f) + s_pSMB + h_pHML + m_pUMD + \varepsilon_p \quad (4)$$

式 (4) 中, $(R_m - R_f)$ 、 SMB 及 HML 係來自 Fama and French (1993) 之三因子模型, 故不再重述。 UMD 表彰動能因子 (momentum factor) 之預期風險溢酬, 以過去一年之贏家投資組合的月平均報酬率減去輸家投資組合的月平均報酬率衡量; m_p 則代表動能因子之要素靈敏度。月投資組合之形成, 依循 Carhart (1997) 之作法, 於每月 (t 月) 底, 將所有上市與上櫃公司依各公司前一年之前 11 個月 (即自 t-12 月至 t-2 月) 的期間持有報酬率高低進行排序; 定義期間持有報酬率低於第 30 百分位數之公司為輸家, 定義期間持有報酬率高於第 70 百分位數之公司為贏家; 然後, 分別計算第 t 月之贏家投資組合均等加權平均報酬率及輸家投資組合均等加權報酬率, 定義 UMD 為贏家投資組合報酬率減去輸家投資組合報酬率, 並依此程序每月重組 (monthly reformed), 分別計算出 UMD 之時間序列月報酬率。

第四章 實證結果與分析

利用第參章所闡述之研究方法及條件設定，形成投資組合，以 2010 年 7 月 1 日開始，至 2018 年 12 月 31 日期間，台灣上市櫃公司資料為研究樣本，於每月以及每季第一個交易日，重新搜尋符合投資組合條件的標的，買進符合、賣出不符合條件的股票，形成新的投資組合，並以「月均等加權」、「月價值加權」、「季均等加權」、「季價值加權」四種計算基礎，計算投資組合的加權平均報酬率，並進而計算出樣本期間之累計報酬率與年化平均報酬率，再與大盤指數年化報酬率進行比較，計算出平均異常報酬率；實證結果分別如下。

一、以月均等加權報酬率計算之樣本期間累計報酬率

以月均等加權報酬率計算出之回測結果如下表 4-1 以及圖 4-1 所示。回測結果顯示：投資組合之樣本期間累計報酬率達 887.91%，同一期間之大盤指數累計報酬率為 34.04%；投資組合樣本期間之年化平均報酬率為 30.92% (月平均報酬率為 2.27%)，而同一期間之大盤指數年化平均報酬率為 3.51% (月平均報酬率為 0.296%)，市場調整買進持有年異常報酬率高達 27.41%。此一實證結果顯著支持本研究所建立高現金股利殖利率選股投資策略具有投資效益。

表 4-1 以月均等加權報酬率計算之結果

投資組合累計報酬率	887.91%
大盤指數累計報酬率	34.04%
投資組合年化報酬率	30.92%
大盤指數年化報酬率	3.51%
市場調整買進持有年異常報酬率	27.41%
投資組合年化報酬率標準差	19.94%
大盤指數年化報酬率標準差	14.42%

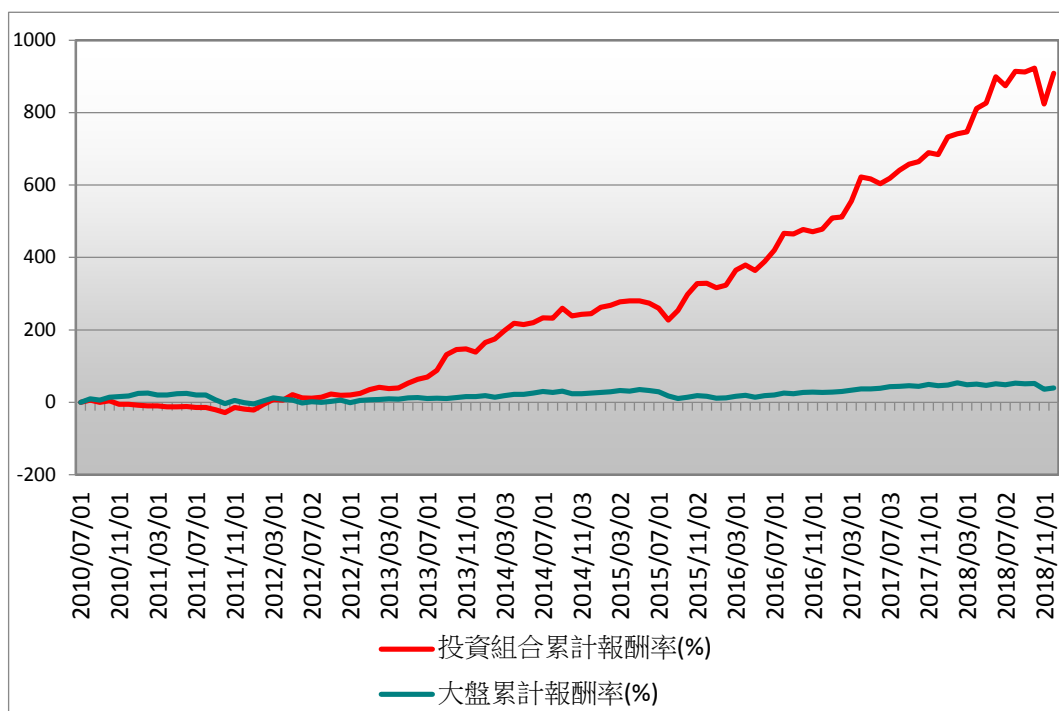


圖 4-1 以月均等加權報酬率計算之樣本期間累計報酬率

二、以月價值加權報酬率計算之樣本期間累計報酬率

以月價值加權報酬率計算之回測結果如下表 4-2 以及圖 4-2 所示。回測結果顯示：投資組合之樣本期間累計報酬率達 360.43%，同一期間之大盤指數累計報酬率為 34.04%；投資組合樣本期間之年化平均報酬率為 19.68%（月平均報酬率為 1.51%），而同一期間之大盤指數年化平均報酬率為 3.51%（月平均報酬率為 0.296%），市場調整買進持有年異常報酬率高達 16.17%；此一實證結果顯著支持本研究所建立高現金股利殖利率選股投資策略具有投資效益。

表 4-2 以月價值加權報酬率計算之結果

投資組合累計報酬率	360.43%
大盤指數累計報酬率	34.04%
投資組合年化報酬率	19.68%
大盤指數年化報酬率	3.51%
市場調整買進持有年異常報酬率	16.17%
投資組合年化報酬率標準差	21.95%
大盤指數年化報酬率標準差	14.42%

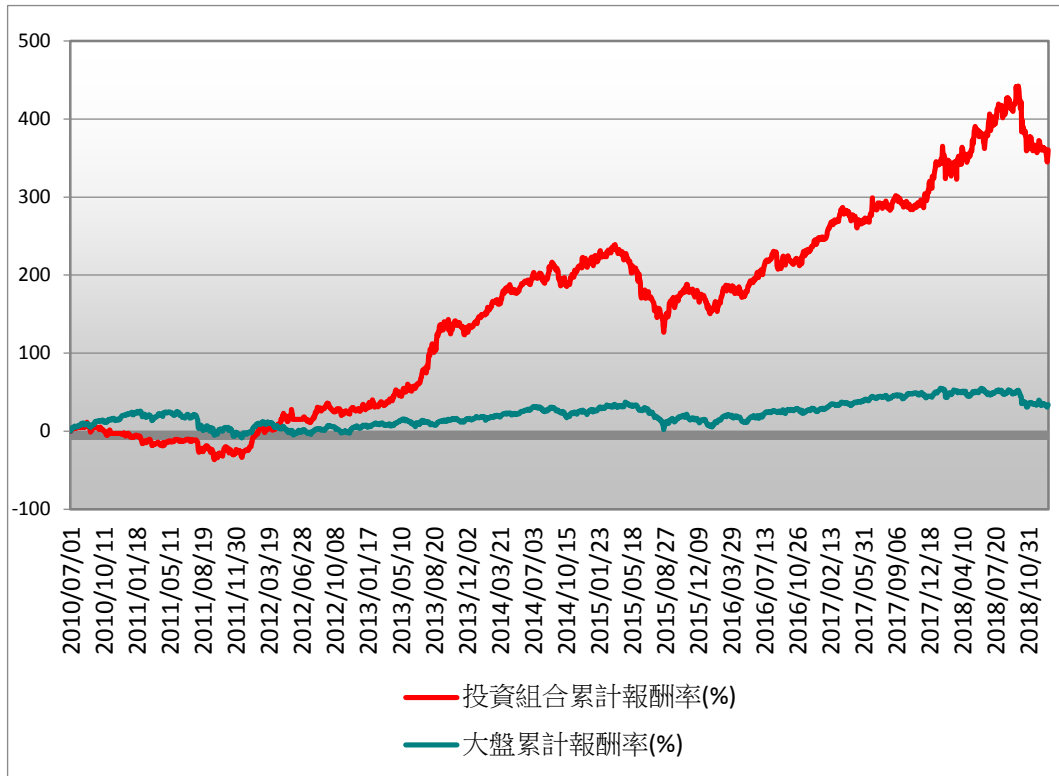


圖 4-2 以月價值加權報酬率計算之樣本期間累計報酬率

三、以季均等加權報酬率計算之樣本期間累計報酬率

以季均等加權報酬率計算出之回測結果如下表 4-3 以及圖 4-3 所示。回測結果顯示：投資組合之樣本期間累計報酬率達 229.2%，同一期間之大盤指數累計報酬率為 34.04%；投資組合樣本期間之年化平均報酬率為 15.05%（月平均報酬率為 1.18%），而同一期間之大盤指數年化平均報酬率為 3.51%（月平均報酬率為 0.296%），市場調整買進持有年異常報酬率達 11.54%；雖小於以月為篩選條件之投資組合報酬率（27.41%），然此一市場調整買進持有年異常報酬率實證結果，仍支持本研究所建立高現金股利殖利率選股投資策略具有投資效益。

表 4-3 以季均等加權報酬率計算之結果

投資組合累計報酬率	229.2%
大盤指數累計報酬率	34.04%
投資組合年化報酬率	15.05%
大盤指數年化報酬率	3.51%
市場調整買進持有年異常報酬率	11.54%
投資組合年化報酬率標準差	20.26%
大盤指數年化報酬率標準差	14.42%

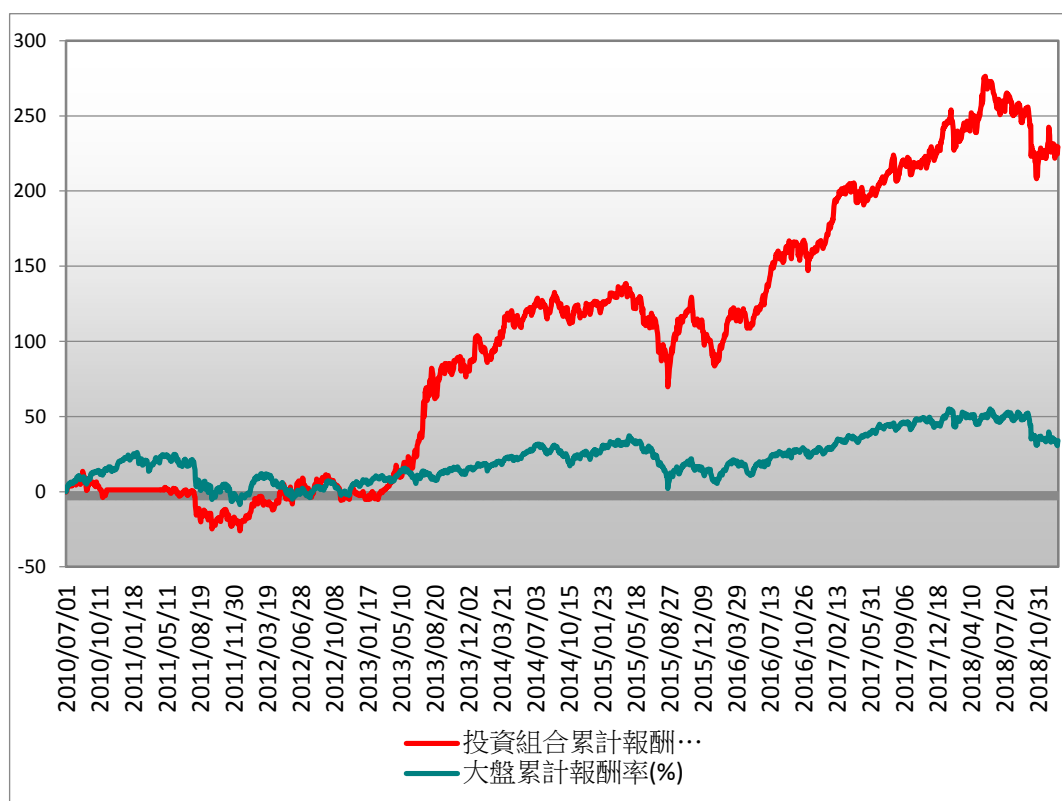


圖 4-3 以季均等加權報酬率計算之樣本期間累計報酬率

四、以季價值加權報酬率計算之樣本期間累計報酬率

以季價值加權報酬率計算之回測結果如下表 4-4 以及圖 4-4 所示。回測結果顯示：投資組合之樣本期間累計報酬率達 136.35%，同一期間之大盤指數累計報酬率為 34.04%；投資組合樣本期間之年化平均報酬率為 10.65%（月平均報酬率為 0.85%），而同一期間之大盤指數年化平均報酬率為 3.51%（月平均報酬率為 0.296%），市場調

整買進持有年異常報酬率高達 7.14%；雖小於以月為篩選條件之投資組合報酬率 (16.17%)，然此一市場調整買進持有年異常報酬率實證結果，仍支持本研究所建立高現金股利殖利率選股投資策略具有投資效益。

表 4-4 以季價值加權報酬率計算之結果

投資組合累計報酬率	136.35%
大盤指數累計報酬率	34.04%
投資組合年化報酬率	10.65%
大盤指數年化報酬率	3.51%
市場調整買進持有年異常報酬率	7.14%
投資組合年化報酬率標準差	22.99%
大盤指數年化報酬率標準差	14.42%

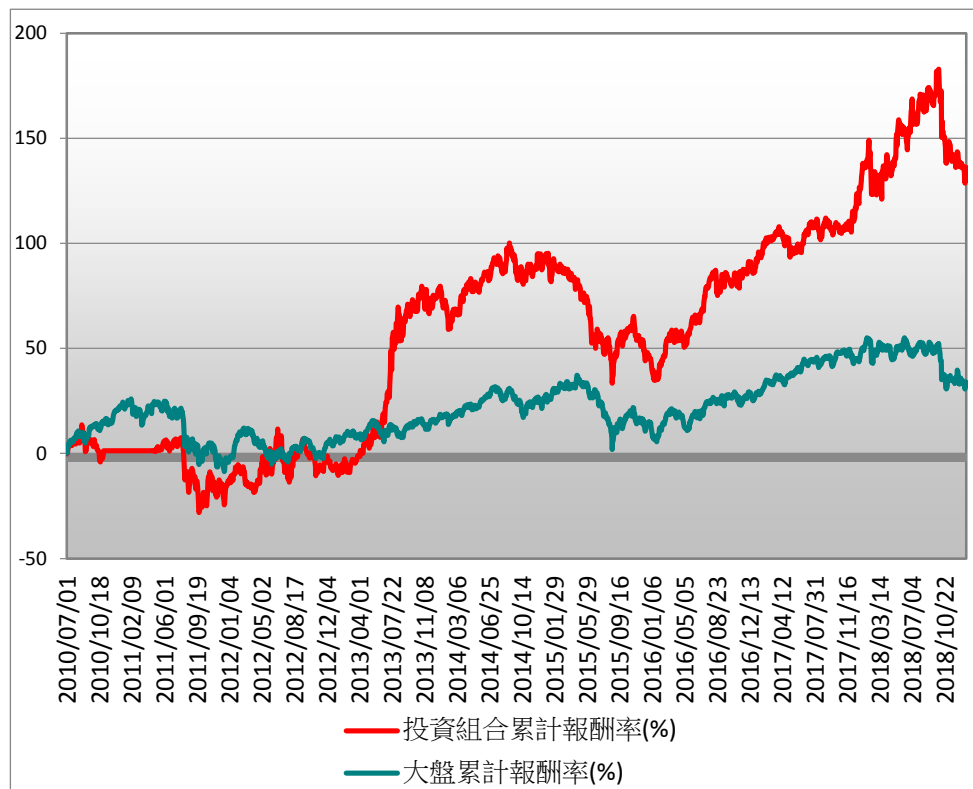


圖 4-4 以季價值加權報酬率計算之樣本期間累計報酬率

綜合上列表 4-1 至表 4-4 之實證結果發現，支持本研究所建立高現金股利殖利率選股投資策略具有投資效益。然而，若以每月形成投資組合或以每季形成投資

組合來比較，本研究發現以每月形成投資組合之篩選結果，無論係以均等加權平均報酬率或以價值平均報酬率來看，皆優於以每季形成投資組合之投資結果；因此，本文據以建議應採以每月形成投資組合之投資策略。另外，就均等加權與價值加權比較，均等加權平均報酬率顯著高於價值加權平均報酬率；因此，建議投資者應採每一成分股皆以相同投資金額之投資策略。

接著，為求嚴謹性，本研究進行比較性分析，分別就現金股利殖利率高於或等於至少 4% 以及至少 6% 為篩選條件，且在其他條件不變之下，來比較樣本期間投資組合報酬率結果，其結果如表 4-5 至表 4-8 所示。

表 4-5 以月均等加權報酬率計算之結果

股利殖利率篩選標準	5%	4%	6%
投資組合累計報酬率	887.91%	353.08%	550.92%
大盤指數累計報酬率	34.04%	34.04%	34.04%
投資組合年化報酬率	30.92%	19.45%	24.64%
大盤指數年化報酬率	3.51%	3.51%	3.51%
市場調整買進持有年異常報酬率	27.41%	15.94%	21.14%
投資組合年化報酬率標準差	19.94%	18.91%	20.91%
大盤指數年化報酬率標準差	14.42%	14.42%	14.42%

表 4-6 以月價值加權報酬率計算之結果

股利殖利率篩選標準	5%	4%	6%
投資組合累計報酬率	360.43%	47.34%	535.4%
大盤指數累計報酬率	34.04%	34.04%	34.04%
投資組合年化報酬率	19.68%	4.67%	24.3%
大盤指數年化報酬率	3.51%	3.51%	3.51%
市場調整買進持有年異常報酬率	16.17%	1.16%	20.79%
投資組合年化報酬率標準差	21.95%	19.68%	21.64%
大盤指數年化報酬率標準差	14.42%	14.42%	14.42%

表 4-7 以季均等加權報酬率計算之結果

股利殖利率篩選標準	5%	4%	6%
投資組合累計報酬率	229.2%	110.58%	122.32%
大盤指數累計報酬率	34.04%	34.04%	34.04%
投資組合年化報酬率	15.05%	9.15%	9.85%
大盤指數年化報酬率	3.51%	3.51%	3.51%
市場調整買進持有年異常報酬率	11.54%	5.64%	6.34%
投資組合年化報酬率標準差	20.26%	20.14%	18.92%
大盤指數年化報酬率標準差	14.42%	14.42%	14.42%

表 4-8 以季價值加權報酬率計算之結果

股利殖利率篩選標準	5%	4%	6%
投資組合累計報酬率	136.35%	21.41%	97.59%
大盤指數累計報酬率	34.04%	34.04%	34.04%
投資組合年化報酬率	10.65%	2.31%	8.34%
大盤指數年化報酬率	3.51%	3.51%	3.51%
市場調整買進持有年異常報酬率	7.14%	-1.2%	4.83%
投資組合年化報酬率標準差	22.99%	20.96%	20.22%
大盤指數年化報酬率標準差	14.42%	14.42%	14.42%

依據上列表 4-5 至表 4-8 所示，在現金股利殖利率分別設定為至少 4% 以及至少 6% 之條件下，對比於現金股利殖利率至少 5% 之篩選條件；發現無論係採月或季形成投資組合，或採均等加權平均、價值加權平均計算報酬率，現金股利殖利率至少 5% 的回測結果皆享有最高的投資組合年化報酬率。而且，在 Cmoney 回測過程中發現，當設定現金股利殖利率條件為至少 6% 時，符合篩選條件的股票樣本數過少，雖然投資報酬率結果顯示為正數，不過其可做為研究結論的可信度稍嫌不足。綜上所述，本研究發現以現金股利殖利率至少 5% 為選股篩選條件，可獲得最佳之市場調整買進持有年異常報酬率，並從而支持本研究所建立高現金股利殖利率選股投資策略具有投資效益。

五、Fama-French-Carhart 四因子模型分析結果

最後，本研究依據上述高現金股利殖利率選股投資策略，據以形成月投資組合，並計算出月均等加權平均報酬率與月價值加權平均報酬率，以及對應之風險溢酬後，運用式(4)之 Fama-French-Carhart 四因子模型，計算出月平均異常報酬率。

表 4-9 顯示，於投資組合採均等加權平均時（亦即每一成分股皆採相同投資金額），投資者享有顯著月平均異常報酬率 1.30%；此一結果與前述計算之市場調整買進持有異常報酬率的結果一致，支持本研究所建立高現金股利殖利率選股投資策略具有投資效益。

在四因子之解釋效率方面，市場因子係數 β_p (factor loading) 為顯著之 0.77 (顯著水準為 1%)，略低於 1，顯示與市場投資組合比較下，樣本投資組合有略低之系統風險。規模因子係數 S_p 為正向 0.57 (顯著水準為 1%)，代表顯著存在規模效應，且樣本投資組合應多為小型股，造成規模因子對小型股的正向關係更趨顯著。帳面市值比因子係數 h_p 為 0.01 (不顯著)，其係數為正，代表樣本投資組合之成分股偏向高帳面價值-市值比之價值型股票。最後，動能因子係數 m_p 為 -0.17 (不顯著)，動能因子所代表過去股價的表現，其負值係數代表樣本投資組合偏向過去股價報酬的輸家。

表 4-9 亦顯示，於投資組合採用價值加權平均時（亦即每一成分股皆依其市值佔投資組合之比重來投資），樣本投資組合之月平均異常報酬率為不顯著之 0.54%。此一結果雖與前述計算之市場調整買進持有異常報酬率的結果不一致，但若比較前述分別採用均等加權平均報酬率與價值加權平均報酬率所計算之月投資組合報酬率下，前者之樣本期間的市場調整買進持有異常報酬率明顯高於後者，似支持此一四因子模型之分析結果。是故，此一結果支持本研究所建立高現金股利殖利率選股投資策略具有投資效益，且投資者應就篩選出之每一高殖利率股投資相同金額比率，據以形成投資組合。

表 4-9 四因子模型之月平均異常報酬實證結果

係數	均等加權	價值加權
α_p	1.3031** (2.5255)	0.5358 (0.9508)
β_p	0.7675*** (5.6198)	0.8897*** (5.9656)
S_p	0.5665*** (2.8732)	0.2395 (1.1121)
h_p	0.0087 (0.0380)	0.0829 (0.3308)
m_p	-0.1714 (-0.9916)	-0.1090 (-0.577)

註：括號內為 t 值，報酬率之單位為%。**與***分別代表 5%、1%顯著水準。

在四因子之解釋效率方面，市場因子係數 β_p 為顯著之 0.89，顯示與市場投資組合比較下，樣本投資組合有稍低之平均系統風險。規模因子係數 S_p 為不顯著之 0.24，由於價值加權投資組合給予大型股較高權重，故正向係數代表投資組合偏向小型股。帳面市值比因子係數 h_p 為 0.08 (不顯著)，動能因子係數 m_p 為 -0.11 (不顯著)，此二結果與前述均等加權之四因子分析結果一致，故不再重複敘述。

第五章 結論

本文旨在探討以台灣股票市場為例，高現金股利殖利率投資策略是否具有投資效益？在實證做法上，本文設定現金股利殖利率至少 5% 之上市櫃股票，為高殖利率股。此至少 5% 之篩選標準係參考 2018 年台股現金股利殖利率為 4.52%，以及台灣股票上市櫃公司 2010-2018 年期間，現金股利殖利率平均為 3.5%；因此，本文將高現金股利殖利率股之篩選條件定義為至少 5%。

然而，高現金股利殖利率亦可能因股價過低，而使得公司經營與成長不佳，因此必須設立安全邊際，以確保樣本公司之股利殖利率不會被負向資本利得減損。本文設立下列安全邊際：(1)自由現金流量殖利率須大於現金股利殖利率、(2)前 3 個月與前 12 個月之營業收入具成長性、(3)前 3 年現金股利發放需具透過具連續性與成長性、(4)個股交易具流動性。

本研究之實證結果顯示，就上述所列之篩選條件進行回測，發現無論係採月或季形成投資組合，或採均等加權平均、價值加權平均形成投資組合，樣本投資組合皆享有正向市場調整買進持有年異常報酬率，支持本研究所建立高現金股利殖利率選股策略具有投資效益。

然而，若進一步比較以每月形成投資組合或以每季形成投資組合之持有期間異常報酬率，則發現無論係以均等加權平均報酬率或以價值加權平均報酬率計算，每月重組之投資組合報酬率皆優於以每季形成投資組合之投資結果；因此，本文建議應採以每月形成投資組合之投資策略。另外，就均等加權與價值加權比較，每月以均等加權平均形成投資組合之持有期間異常報酬率明顯高於每月以價值加權平均形成投資組合之持有期間異常報酬率；因此，建議投資者應每月形成投資組合，且每一成分股皆投資相同金額。

另外，本研究亦比較將股利殖利率設為至少 4%、至少 5% 及至少 6%，且維持其他安全邊際條件不變下，各個投資組合之市場調整買進持有年異常報酬率之高低。實證結果發現在採月均等加權平均、季均等加權平均、季價值加權平均計算投資組

合月報酬率下，現金股利殖利率至少 5% 的回測結果皆享有最高的投資組合年化報酬率。綜上所述，本研究發現以現金股利殖利率至少 5% 為選股篩選條件，輔以上述安全邊際條件，每月篩選形成投資組合，且每一成分股皆投資相同金額，可獲得最佳之市場調整買進持有年異常報酬率，並從而支持本研究所建立高現金股利殖利率選股策略具有投資效益。

最後，為確保本研究之嚴謹性，本研究亦運用 Fama-French-Carhart 四因子模型計算月平均異常報酬率，藉以與前述市場調整買進持有年異常報酬率之結果比較。四因子模型迴歸結果顯示，於投資組合採均等加權平均時，投資者享有顯著月平均異常報酬率 1.30%；但是，當採用價值加權平均形成投資組合時，樣本投資組合之月平均異常報酬率並不顯著。因此，四因子模型迴歸結果與市場調整買進持有異常報酬率的結果一致，支持本研究所建立高現金股利殖利率(至少 5%)選股策略，且採每月篩選形成投資組合，每一成分股皆投資相同金額，則可享有顯著之投資效益。

綜合本文的結論，發放高現金股利也需建立在較佳的盈餘品質上，因此，除考量現金股利殖利率高低作為選股外，也需建立安全的篩選條件，以保障投資的安全性。而選擇高現金股利殖利率為股票投資標的，除可以享有較高的投資報酬率，亦能獲得資本利得的機會，是一項安全穩定的理財工具，不論在股市多頭或股市空頭情況下，以高現金股利殖利率為後盾，形成保護機制，就不需太擔憂股市的波動。

參考文獻

一、中文文獻

1. 倪衍森、黃寶玉與古曜嘉 (2011),「台灣高額現金股利宣告效果之實證研究：以富時指數公司所編製的成分股為例」,《東吳經濟商管學報》,第72期,81-108。
2. 徐啟升、李滄靖(2008),「台灣併購公司之股票長期績效分析」,《證券市場發展季刊》,第20卷第2期,41-74。
3. 張宏杰(2011),「股利政策是否符合投資人的需求?—台灣股市之實證」,朝陽科技大學財務金融系學位論文。

二、英文文獻

1. Ang, A. and Bekaert, G. (2007), "Stock Return Predictability: Is It There?," *Review of Financial Studies*, 20 (3), 651-707.
2. Arnott, R. D. and Asness, C. S. (2003), "Surprise! Higher dividends= higher earnings growth," *Financial Analysts Journal*, 59(1), 70-87.
3. Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. and Michaely, R. (2005), "Payout policy in the 21st century," *Journal of financial economics*, 77(3), 483-527.
4. Byun, J. and Rozeff, M. S. (2003), "Long-run performance after stock splits: 1927 to 1996," *The Journal of Finance*, 58(3), 1063-1085.
5. Campbell, J. Y. and Shiller, R. J. (1988), "The dividend-price ratio and expectations of future dividends and discount factors," *The Review of Financial Studies*, 1(3), 195-228.
6. Conover, C. M., Jensen, G. R. and Simpson, M. W. (2016), "What Difference

Do Dividends Make?," *Financial Analysts Journal*, 72(6), 28-40

7. Easterbrook, F. H. (1984), "Two agency-cost explanations of dividends." *The American economic review*, 74(4), 650-659.
8. Fama, E. F. (1998), "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance," *Journal of financial economics*, 49(3), 283-306.
9. Fama, E. F. and French, K. R. (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bonds," *Journal of financial economics*, 33(1), 3-56.
10. Ghosh, C. and Woolridge, J. R. (1988), "An analysis of shareholder reaction to dividend cuts and omissions," *Journal of Financial Research*, 11(4), 281-294.
11. Hart, C. and Connolly, M. (2013), "*J.P.Morgan INVESTMENT INSIGHTS* "
12. Healy, P. M. and Palepu, K. G. (1988), "Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions," *Journal of financial Economics*, 21(2), 149-175.
13. Hsu, Chi-sheng, Cheng, Lee-young and Lee, Shiou-ling (2012), "Valuation and Motivation of Equity Carve-Outs," *Journal of Financial Studies (TSSCI)*, 20(2), 83-119.
14. Jensen, M. C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *The American economic review*, 76(2), 323-329.
15. Kalay, A. (1982), "Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints," *Journal of financial economics*, 10(2), 211-233.
16. Loughran, T. and Ritter, J. R. (2000), "Uniformly least powerful tests of market efficiency," *Journal of financial economics*, 55(3), 361-389.
17. Miller, M. H. and Rock, K. (1985), "Dividend policy under asymmetric information," *The Journal of finance*, 40(4), 1031-1051.

18. Rozeff, M. S. (1982), "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios," *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.

三、網路、書籍資料

1. taiwanrate.com。「台灣銀行一年期定期存款最近 10 年走勢圖」，
www.taiwanrate.com
2. 滙豐銀行(2017-05-17)。「未來的退休生活：趨勢的變革」，
www.about.hsbc.com.tw
3. 台灣證券交易所。<https://www.twse.com.tw>
4. 記者林婉琪(2019-03-07)。「小資存股！這四件事不可不知」，**經濟日報**
<http://udn.com/news/story>