

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士論文

股利支付率與盈餘使用率對價格動能策略之影響

The effects of Dividend Payout Ratio and Dividend to Available

Earnings on Price Momentum

指導教授：蕭慧玲 博士

研究生：江銅峰

中華民國一百年六月

誌謝

感謝指導老師蕭慧玲博士悉心的指導下，使我在論文完成的過程中成長，寫作期間老師不厭其煩的細心指導，並給與許多寶貴意見，不論是在知識上的或是為人處事上的，使我終生受益，在此致上最誠摯的敬意。

另外也特別感謝在我第一階段的口試委員徐啟升博士，如此重視這個主題，在他細心的提問與建議下，使我與指導老師產生靈感，讓本篇論文才得以漸漸成形；在第二階段的口試期間，承蒙口試委員林宜勉博士、徐啟升博士不吝指正，提供許多寶貴意見，使本篇論文中的瑕疵得以修正與改進，特此表達由衷感謝。

最後感謝網友熱心的協助，在研究過程中，面臨許多 SAS 執行上語言中的困難得以順利解決，過程中使我更加的成長茁壯，漸漸能獨單一面。

江銅峰

謹誌于

東海大學企業管理學系碩士班

中華民國 一 百 年 六 月

摘要

本研究目的為探討價格動能策略和現金股利之間的關聯性和股利支付率與盈餘使用率對股利價格動能之影響性。公司的股利政策傳遞著企業的經營績效與未來的展望，因此公司股利理論一直以來均是國內外學者所矚目的焦點。本文實證上參照 Asem (2009) 的研究方法，搭配價格動能及公司股利政策來建構投資策略，探討在臺灣證券市場中，股利價格動能假說是否亦成。另外公司的股利政策在不同程度下的股利支付率其所傳遞訊息的效用其強弱程度亦有不同，因此本研究在股利動能模型中再加入股利支付率探討是否能透過股利支付率來增強股利動能效果；然而股利支付率所顯示的是企業每賺取一元時，普通股股東所能分配到的股利金額，但事實上公司在決定發放多少現金股利時，在公司法規定中，企業除了當年度的盈餘可用來發放現金股利外，亦可從過去的保留盈餘中提列，因此本文以較完整的可供分配盈餘來定義盈餘使用率並探討盈餘使用率是否相對比股利支付率能找出高經營績效的投資組合，有著更佳的股利動能報酬。

本研究的實證結果顯示，運用價格動能搭配現金股利衡量指標建構而成的動能模型，以不支付現金股利的公司投資組合之動能效果為最佳，明顯優於有支付股利的投資組合。而最佳的股利動能投資策略為買進過去贏家且增加股利並放空過去輸家並降低股利投資組合，依此進行的投資策略可獲得平均 7.252% 月報酬率，相對價格動能的 5.252% 平均月報酬率高出 2%。

此外，我們發現高股利支付的投資組合可以提昇股利動能報酬率，從高股利支付率的公司中進行股利價格動能策略可獲得平均 9.07% 月報酬率。然而高盈餘使用率的投資組合同樣能提昇股利價格動能策略之報酬率，但卻不如高股利支付率投資組合之表現。

【關鍵字】：股利政策、價格動能、股利支付率、盈餘使用率

Abstract

This Study investigates the effects of dividend Payout Ratio and Dividend to Available Earnings on price Momentum. The importance of dividend payments to the capital market that conveys the business performance and future prospects, has long been recognized by academics and practitioners. This paper is aligned with Asem (2009). We intend to demonstrate that the trading strategies followed by price momentum and dividend policy could be powerful in explaining that the dividends and price momentum. In addition, the price momentum model we added more than the dividend payout ratio and dividend to available earnings, investigates the effects of price Momentum.

The empirical results of this study show that buying winners that increased their dividends and shorting losers that decreased their dividends enhances momentum profits. Investment strategies available to an average of 7.252% monthly return, the relative raw price momentum of 5.252 percent rate of 2% monthly return. Consistent with the evidence, the behavioral models suggest that investors underrate to the loser's positive dividend increased news, reducing their return momentum and shrinking the payers's momentum profit.

In addition, we found that high dividend paying portfolio dividends kinetic energy can enhance the rate of return from the company's high dividend payout ratio for dividends momentum strategy available in the 9.07% monthly average return. Yet the high rate of dividend to available earnings as dividends momentum strategy can improve the rate of return, but not as good as the high dividend payout ratio of portfolio performance.

Key words :

Dividend policy, Price momentum, Dividend payout ration, Dividend to available earnings

目錄

摘要.....	I
目錄.....	III
表目錄.....	V
第一章 序論	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	5
第二章 文獻回顧	6
第一節 股利政策：.....	6
一、我國股利發放的相關法令規定.....	6
二、股利政策之相關理論.....	7
三、股利支付率相關實證.....	11
第二節 動能策略.....	12
一、價格動能.....	12
二、動能生命循環理論.....	14
三、盈餘動能.....	15
第三節 股利價格動能模型.....	16
第三章 研究方法	17
第一節 研究假說建立：.....	17
一、股利發放與盈餘使用率.....	17
二、股利發放之信號效果.....	18
三、盈餘使用率和股利支付率與股利價格動能策略之關係.....	18
第二節 研究方法設計：.....	19
一、盈餘使用率.....	19
二、股利訊號與價格動能之投資組合形成.....	22
三、股利支付率與盈餘使用率對股利動能影響.....	24
第三節 研究樣本與資料來源：.....	224
第四章 實證結果與分析	26
第一節 基本敘述統計分析.....	26
一、相關變數之敘述統計.....	26
二、公司支付現金股利之概況.....	28
第二節 股利發放與盈餘使用率.....	31
一、盈餘使用率.....	32
二、股利支付率與盈餘使用率.....	33

第三節 股利訊號效果與價格動能策略.....	38
一、股利訊號效果.....	38
二、股利價格動能策略.....	40
三、盈餘使用率與股利支付率之影響.....	43
第五章 結論與建議	477
第一節 結論	477
一、股利支付率與盈餘使用率.....	47
二、盈餘使用率和股利支付率與股利價格動能策略.....	47
第二節 建議	488
參考文獻.....	499
一、中文部分.....	499
二、英文部分.....	50

表目錄

表 2-1	盈餘分配表	16
表 3-1	支付股利之價格動能模型	24
表 4-1	敘述統計量	27
表 4-2	樣本公司相關變數的 PEARSON CORRELATION 相關係數表	28
表 4-3	支付現金股利公司之概況	30
表 4-4	無支付現金股利公司之可供分配盈餘情形	31
表 4-5	可供分配盈餘計算分佈表	32
表 4-6	盈餘使用率	33
表 4-7	股利支付率與盈餘使用率差異	34
表 4-8	股利支付率與盈餘使用率之公司特性	36
表 4-9	股利訊號效果	39
表 4-10	股利支付之價格動能效果	42
表 4-11	股利變動之價格動能效果	43
表 4-12	股利支付率對股利價格動能策略之影響	45
表 4-13	盈餘使用率對股利價格動能策略之影響	46

第一章 序論

第一節 研究背景與動機

在財務金融的研究領域中，股票價格是否為隨機漫步，而報酬能否被預測，一直是學術研究與業界實務操作同感興趣的課題，事實上，近十餘年弱勢效率市場（weak-form efficient market）觀點一再的被挑戰，研究實證結果顯示，不論考量的是短期（三個月至十二個月）、或是長期（三年至五年）的投資期間，均發現股價的報酬可被預測之證據。

一般的投資大眾偏好從簡單的股價評價方式-股利折現模型，來預測股價未來的成長方向，在投資人的必要報酬率不變下，當公司所發放的股利增加時，則股價亦會正成長。從訊息發射與資訊內涵假說觀點而言，企業管理當局擁有企業未來投資與成長機會的內部資訊，為了降低資訊不對稱的問題，管理當局會利用股利政策來傳遞有關企業未來投資與成長機會的訊息，因此股利政策通常含有重要的資訊內涵，傳遞著企業經營績效與未來展望；故企業股利政策的變化經常做為投資者決策的判斷依據，密切的受到關注。

過去很多關於公司的股利政策宣告效果的文獻研究，如陳欣伶(2003)根據股利平穩化理論，許多公司會較偏好穩定的股利政策，即使公司在某些年度績效不好，通常也不願意縮減股利；而且除非能預期未來盈餘將高於目前水準或維持在穩定水準，否則公司亦不會輕易增發股利。在股利訊號理論下，股利的增發可當作一種傳達給投資人的正面訊息，亦即管理當局預期未來盈餘會獲得改善；而股利縮減則透露出公來盈餘不佳、經營不善的訊號。因此，如何制定一套健全的股利政策，使企業成長與股東期望之間達到最適均衡，是每個企業都必須審慎去衡量的。尤其是近年來，支付現金股利的公司家數比例逐年增加，從 1992 年的 31%到 2007 年的 68%，顯然發放現金股利對公司來說成為非常重要的決策之一。

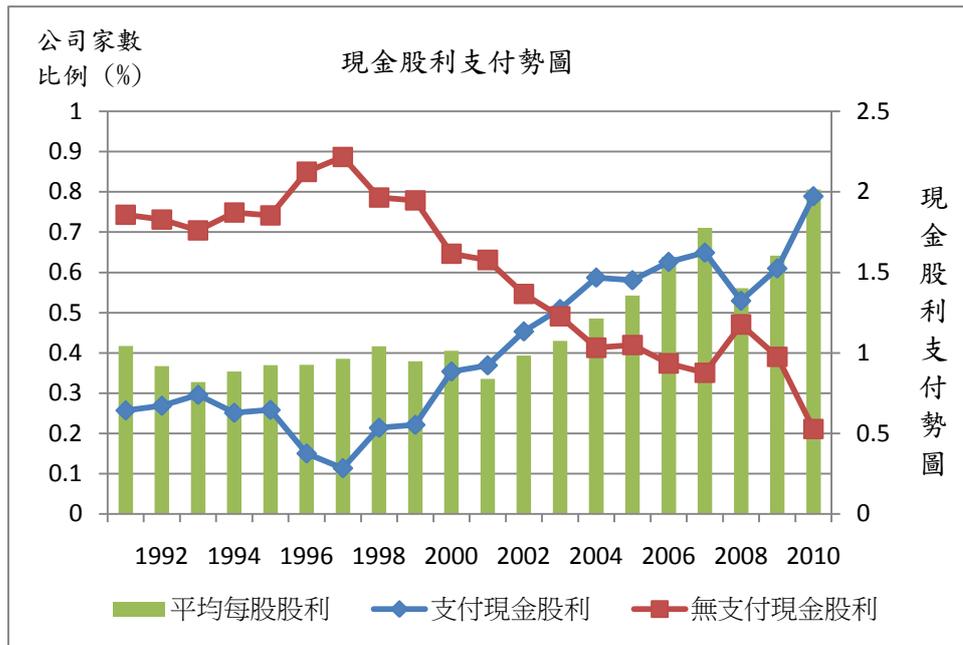


圖 1-1：上市、櫃公司現金股利支付年趨勢圖

在實證上 Akhigbe and Madura(1996) 在企業增加減少股利後觀察企業的財務表現，發現企業在發放股利有顯著的成長後，會有較高的資本投資及財務槓桿與盈餘；而股利縮減則會有相反的現象。在國內相似的研究，如林宜勉及潘昭儀（1998）將企業股利政策分為股利增加與股利減少兩群樣本，計算其累積超常報酬，而結果顯示二組樣本確實存在顯著的差異，表示在國內亦支持股利發放確實扮演信號放射的角色。

另外在近期中受到學者們廣泛的探討；由於投資人對於公開或私人訊息上的反應行為模式的不一致，在期間長短的影響下，股價的走勢會有一定的驅勢，透過此現象進而預期股價的報酬。

Debondt and Thaler（1985,1992）提出了投資人對於資訊是存在過度反應的現象，即在證券投資組合中的贏家之價值會被高估，而輸家組合的價值則是被低估；在未來可能會出現價格反轉（Price reversal）的現象。故可以藉由反向的投資組合策略（Constrain strategy）在未來的三至五年買入前期的輸家投資組合，並賣出前期是贏家的投資組合來賺取超額報酬。

Jegadeesh and Titman (1993) 則認為投資人對訊息過度反應是長期的現象，但就

以短期而言，市場卻是存在反應不足(underreaction)的情形，認為過去表現亮眼的贏家平均而言會持續性的正向發展，優於過去的輸家，顯示「強者恆強，弱者恆弱」的現象；因此投資者可藉由價格動能策略（price momentum strategy）買進過去股票報酬高的個股所形成的投資組合，同時賣出相同單位過去股票報酬低的個股所形成的投資組合，從中獲得超額報酬。

然而在這些長、短期的觀點中，做為基金法人操作的依據-短期股價動能的發現相對受到學者、業界的重視，從理性觀點Fama 及French(1993)三因子模型所無法解釋的短期股價動能超額報酬異象；以及選用許多不同樣本期間資料重做的測試，也顯示短期的股價動能絕對不是資料操弄的結果（Jegadeesh and Titman，2001）。

價格動能策略引起學界熱烈迴響往後接著有許多學者針對此現象除了以時間做為區隔外，還透過其它關鍵變數做更廣泛的研究以期望得到更顯著更佳的動能報酬，如Chan et al.(1996) and Chordia and Shivakumar (2006) 為了加強動能的判斷能力，以盈餘為依據(如：非預期盈餘、盈餘發佈日前後數日的異常報酬及分析師對盈餘預測的修正程度等)的盈餘動能策略(Earning momentum)探討對未來股票報酬的影響程度；提出輸家往往會有盈餘下降的現象，而贏家則是盈餘的增加。對於動能此種續漲續跌的現象。也有學者從周轉率為切入點結合了短中長期觀點-Lee和Swaminathan（2000）所提出的動能生命循環理論(momentum life cycle)，認為除了只考慮前期報酬率為基礎的價格動能外，也應將前期周轉率之高低納入考量，將可判斷目前股票是處於動能生命週期中的哪個階段，進而預測出未來價格動能（price momentum）大小與方向。

在國內就有學者利用Lee and Swaminathan(2000) 的模型以台灣證券交易所上市之普通股為研究對象發現在國內股市藉由週轉率之高低確實可幫助投資人判斷股票價格動能之大小與方向。也有相當多文獻研究股價的動量效果與反轉效果，但多數研究支持台股具有動量的現象。許勝吉 (1997) 研究民國72 年1 月至87 年12 月共382 家上市股票，台股在中短期 (3~12 個月間)，動量策略效果較好，多頭期間適用動量策略，相對地空頭期間適用反向策略。陳正佑(2002) 觀察民國70 年1 月至

89 年12 月所有上市公司月報酬資料，發現台股採取動量策略較為成功，有顯著超額利潤的策略全為長期形成一長期持有之動量策略。另外，甘逸偉 (2001) 利用民國77 年至88 年台灣證券交易所上市之普通股共80 家股票為研究對象，驗證中期下(6~12 個月) 有「強者恆強，弱者恆弱」的現象，表示台灣股市適合運用動能策略操作來獲利。在績效上，價格動能策略在中長期下比盈餘動能策略來的好，而且觀察愈久，績效愈佳。類似支持台股動量的論文還包括蔡劭麟 (1999)、游奕琪 (2000)、陳鴻崑 (2000)、鄭雅如 (2001) 等。

前文中所提到的企業的股利政策扮演著重要的信號發射來源，近來更受到企業投資人的重視，然而在眾多的動能策略研究中，卻鮮少有國內的學者針對公司的股利政策做為依據來探討動能效果，對此國外學者Asem (2009)實證結果顯示不支付股利的公司其產生的價格動能效果會優於有支付股利的企業，此外若過去的贏家增加股利的發放會使價格動能的效果下降，而輸家若降低股利的發放則會使動能的報酬增加，從Chan et al.(1996) and Chordia and Shivakumar (2006)的報告中指出輸家往往會經歷盈餘下降的結果，而贏家則是展現出盈餘的增加;隱含贏家與輸家在維持股利發放的行為上有著不同的訊息意涵，特別是當輸家在面對盈餘衰退時，仍然決定維持股息不變，這傳遞了積極正向的訊息，表示管理階層對遠景看好，預期未來盈利將會有所改善。另一方面贏家維持一樣的股息，並不表示會持續的增加盈餘，因此並無表達有利的訊息。而實證結果發現購買過去的贏家且增加股利支付的投資組合並賣出過去輸家且減少股利支付的投資組合能獲得平均每月3.08%的報酬，優於一般動能策略的每月0.42%報酬。

對於股利的訊息，投資人除了關注公司是否有發放股利、是增加或減少還是維持外，股利支付率也是投資者關注的重點之一，股利支付率可代表內部人對公司現金流量的支配能力，Crutchley et al. (1999)、柯璟瑩 (2003) 認為股利支付率會影響內部人與法人持股比例，王元章 (2001)、嚴月玲 (2003)、沈立平 (2003) 均認為股利支付率是決定公司績效重要因素之一，當股利支付率愈高時，則表示愈容易接受市場監督，等於間接替股東監督內部人的行為，因而所制定之股利政策支付率

愈高時，代表公司績效愈佳。

然而國內學者在探討公司股利政策時，鮮少談到國內相關法令限制，如公司法第232條的規定，公司非彌補虧損及依本法規定提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利，而發放股息的資金來源，只有公司本期的淨利與過去的盈餘，或當公司法定盈餘公積已大於一半實收資本額其超額之部份亦可分派股息，除此外並不能透過其它外部管道來派發股息。

因此，本研究除了參考 Asem (2009)的研究方法，建構股利動能模型外並加上股利支付率篩選出更具股利動能之組群。並依公司法相關規定，設定可供分配盈餘，即未分配盈餘經彌補虧損後並提列法定盈餘公積與特別盈餘公積，再加上當法定盈餘公積已大於一半實收資本額其超額部份，以支付現金股利占可供分配盈餘比例與股利支付率比較，探討對股利動能模型之影響。

第二節 研究目的

基於上述研究背景與動機，因此本研究針對公司股利支付率、盈餘使用率與股利動能議題進一步的探討，本研究目的如下：

- (一) 探討公司在股利的決策上是否有充份的裁決空間：在法規的限定下，公司在企業成長與股東期望間之抉擇而所制定的股利政策是否有足夠的盈餘來支持。
- (二) 探討公司的股利政策是否存在信號效果：當公司增加股利的支付時市場是否會有正向的回應，而當公司減少股利時市場是否會有負向的回應。
- (三) 探討台灣是否存在股利動能效應，並研究股利支付率、盈餘使用率對股利價格動能策略之影響。

第二章 文獻回顧

本研究主要探討在不同程度的股利支付率與盈餘使用率下企業現金股利政策對動能策略之影響性。彙整過去國內外相關文獻，共分成三個小節。第一節中，主要為股利政策理論、股利支付率之相關文獻，及公司提列盈餘公積之相關規定。在第二節中，主要為價格動能策略之相關文獻。最後在第三節中，主要為本研究欲探討由現金股利政策所建立的動能策略之相關研究。

第一節、股利政策

一、我國股利發放的相關法令規定

依據公司法及證券交易法規定，公司應先彌補虧損及提出一定比率之「盈餘公積」後，始得分派股息及紅利，而「盈餘公積」分為法定盈餘公積及特別盈餘公積二類。

(一)、法定盈餘公積：

公司法 232 條規定，公司非彌補虧損及依本法規定提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利。而提列方式及數額在公司法 237 條有規定，公司於完納一切稅損後，分派盈餘時，應先提出 10% 為法定盈餘公積(證卷金融股為 30%)，但法定盈餘公積已達實收資本總額時，可不用提列。有關法定盈餘公積之用途，依據公司法 239 條第 1 項暨 232 條第 2 項、241 條第 3 項規定，除用於彌補虧損外，可分派予股東，為於公司無盈餘時，以法定盈餘公積超過實收資本額 50% 之部分派充股息及紅利。

(二)、特別盈餘公積：

特別盈餘公積，公司法第 237 條第 2 項所稱，係指因特定目的（如平衡盈餘分派、擴充改良設備或作為償債準備）依公司章程或股東會決議提存之公積。而提列方式及數額按公司法 237 條第 1 項規定提出 10% 之法定盈餘公積後為之。另證卷交

易法 41 條第 1 項規定，主管機關認為有必要時，得命令規定公開發行公司於分派盈餘時，提一定比率之特別盈餘公積。簡言之，特別盈餘公積之提列，可分為自行提列及命令提列二類。

(三)、盈餘分配：

由於公司在於完納一切稅損後，尚必需提列法定盈餘公積與特別盈餘公積，故可供分配盈餘定義如表 2-1 所示為未分配盈餘依公司法之規定判斷是否需提列 10% 法定盈餘公積(若法定盈餘公積已達實收資本總額時，可不用提列法定盈餘公積)與特別盈餘公積，且當法定盈餘公積大於一半的實收資本額則再加上法定盈餘公積超過實收資本額 50%之部分。

表 2-1 為盈餘分派之流程，依上所述之規定進行分類，首先判斷公司是否有盈餘可以進行分配(未分盈餘大於零)，當未分配盈餘小於等於零時，則有二種情況，第一種就為法定盈餘公積不足實收資本額一半，那此年度可供分配盈餘為零，相對的若法定盈餘公積大於實收資本額一半則可供分配盈餘為法定盈餘公積超過實收資本額 50%之部分。

表 2-1 盈餘分配表

期初餘額	XXX
加:本年度稅後淨利	XXX
未分配盈餘	XXX
減:提列 法定盈餘公積	(XXX)
提列 特別盈餘公積	(XXX)
分配項目:董監事酬勞、員工紅利、股東股利	(XXX)
期末未分配盈餘	XXX

二、股利政策之相關理論

(一)、股利無關論 (Dividend Irrelevance Theory)

Miller and Modigliani (1961), 他們認為公司的價值僅決定於其基本賺錢能力與事

業風險，換而言公司價值取決於公司資產所產生的盈餘，而非決定於盈餘如何在股利與保留盈餘之間進行分割的股利政策。對大部份公司而言，投資計畫所需資金除了來自保留盈餘外，尚有對外融資，因此股利多寡不影響公司價值，此即為股利政策無關論。國內外學者針對股利無關論是否成立存在兩派不同的看法，相關文獻如下：

Benartzi et al (1997)and Grullon et al. (2002)發現股利增加的多寡並不能預測未來盈餘，股利是與過去而非與未來的盈餘有關，實證結果也證實了不管股利發放增加或減少對當年度的公司盈餘影響皆呈正向反應，股利政策只對當年度盈餘有所影響，但對往後年度公司盈餘的影響則不一定。王玉枝 (1988)研究結果發現，大部分的樣本資料支持股利無關論，即資金成本獨立於資料結構，且股利政策與公司價值無關。但也有學者提出相反論點，林宗志 (2004)的研究實證結果，發現股利的多寡對於公司的股價有顯著的影響，股利越高，公司的股價也相對越高，推翻股利無關理論的成立。

(二)、訊號內容與信號效果(Signaling Hypothesis)

在資訊不對稱之下，只有管理者與內部人擁有公司的內部資訊，投資人對於公司的內部營運狀況，通常無法完全知悉，若要了解公司未來的營運狀況，則只能從公司之融資、投資、財務報表及股利政策來判斷公司未來發展。由於股利主要來自盈餘，可以表達出公司未來獲利能力的預估，傳達著企業未來前景的情報，因此，投資人可以利用這種情報資訊，來評估該公司的股票價值。因此，MM認為股利的發放增加可當作一種傳達給投資人的正面資訊，亦即管理當局預期未來盈餘會獲得改善；而股利縮減則透露出公司未來盈餘不佳、經營不善的訊號，公司的股利政策隱含某種資訊內涵，我們稱之為訊號發射假說。國內外相關文獻如下：

Dyl and Weigand (1998)發現當管理當局對公司有樂觀之預期，認為公司未來獲利將增加時，可使用現金股利之發放作為財務訊號，向市場傳達公司獲利將增加的

訊息。Nissim and Ziv (2001)以測試未來盈餘或未來異常盈餘，來探討現金股利的變化對公司未來獲利的影響，結果發現現金股利的改變對公司往後幾年的獲利提供了相關的資訊，並且也證實了股利變動和公司未來盈餘之間有正向關係。Robert and Clifford (2003)認為經理人擁有公司內部資訊，當他們對未來獲利保持樂觀態度時，才會發放較多股利；相反地，當對未來獲利情況持悲觀態度時，就會減少股利的發放，所以股利的發放會和公司未來績效呈現正向關係，實證結果發現，股利支付率較高的公司在未來十年的盈餘成長明顯地較股利支付率低的公司來得高。Peter and George (2004)利用負向現金流量之盈餘虧損，以股利增加的樣本公司來檢測股利訊號假說。實證結果發現公司盈餘減少對未來績效將產生不好的資訊，所以股利的發放提供投資人關於公司未來前景的資訊。Chang, Kumar and Sivaramakrishnan (2006)公司預測現金流量低、市場價值對帳面價值比低、和過去權益報酬低這三項因素，對公司當年度股利的改變和未來盈餘績效有較大的關聯。國內相關研究，林毅明(2000)、陳欣伶(2003)和王士和(2004)探討公司發放股利時是否會影響公司價值，以及發放股利的形式對公司價值的影響。實證結果發現，當公司董事會通過股利發放，對公司價值呈顯著正向異常報酬，表示公司的股利宣告的確會傳達訊息給投資人，以上實證結果均支持股利訊號假說。但也有學者持相反意見，張舜鑫(2002)發現管理階層並未藉由宣告現金股利之變動來釋放未來盈餘變動之訊號，亦即現金股利訊號假說在此並不成立雖然國內外學者對於股利訊號假說亦有很多實證結果，但大部份都認為股利訊號假說是存在的。

(三)、代理成本理論(Agency Cost Theory)

Jensen and Meckling (1976)認為公司的經營管理者並不全然是公司的所有者，而在經營管理者與股東各自追求自身最大效用的情況下，會與追求股東最大財富的目標相互衝突，於是便產生了代理問題；而為了避免管理當局違反追求最大化股東財富的目標，則會產生一些代理成本，以促使管理當局追求最大化股東財富。相關文獻如下：

國外相關文獻，如 Jensen（1986）研究結果發現，當公司有大量的自由現金流量時，經理人很可能將資金投資於淨現值為負的投資方案中，造成過度投資的情況，進而損害股東權益。因此，其主張公司多發放現金股利有助於減少因自由現金流量所引起之代理問題。Moh'd, Perry and Rimbey(1995)提出公司會隨著時間改變股利發放的行為模式，藉由最適股利政策來減少代理成本的問題，其結果顯示，當發現代理成本和交易成本有動態轉變時，公司將會調整股利發放率，使代理成本和交易成本極小化，並且達到最適股利支付政策。Dewenter and Warther(1998)認為日本公司的代理問題較美國公司少，使得其股利政策有所不同。因為相對於美國公司來說，日本公司對於股利政策的改變(不發放股利或首次發放股利)，其股價的反應較小，因此也較不願意縮減(cut)或停止(omit)發放股利，其結果顯示出日本公司因為其管理方式與美國公司並不相同，如交叉持股、銀行持有公司大量股份等，都可以代替股東監督公司管理者的經營，所以代理問題較不嚴重。Faulkender, Milbourn and Thakor(2006)發現如果公司有較高的負債權益比率和較高的股利支付率容易受債權人控制，儘管不存在代理問題或資訊不對稱問題，由於每個人的信念不同，會造成經營者和債權人之間對於增加公司價值之投資方案的選擇亦有所不同。

葉春岑(2001)藉由權益代理問題的角度，探討公司成長機會、資訊不對稱、可支配現金流量對股利政策的影響。結果顯示高資訊不對稱程度的公司會藉由股利的發放來減輕權益代理問題，而高可支配現金流量的公司，會透過高股利之發放增加外部監督，以降低過度投資之代理問題。蔣慶煌（2002）指出股東和經理人之間的代理問題較嚴重的情況下，內部人持股比例高時，較有能力發揮監督的功能，避免經理人濫用資金的行為，因此內部人持股比例越高的公司，也會發放較多的現金股利。陳欣伶(2003)和王士和（2004）的實證研究也都符合代理成本理論。

(四)、股利平穩化理論：

許多公司會較偏好「穩定」的股利政策，即使公司在某些年度績效不好，通常也不願意縮減股利；而且除非能夠預期未來的盈餘將高於目前水準或維持在穩定水

準，否則亦不會輕易增發股利。因為若股利隱含某種重要訊息，股利的經常變動會使得公司不確定性增加，股東所要求的必要報酬率會提高，使得公司價值下降，因此，股利平穩化理論認為公司應將股利政策維持在一特定水準。相關文獻介紹如下：

最早提出股利平穩理論者為Lintner(1956)，透過與管理當局的訪談發現，公司股利政策中最重要的是盈餘變動及現存現金股利支付率，許多管理當局更認為大多數投資人偏好穩定合理之現金股利支付率，因此多數管理當局較重視現金股利支付率的變動，而非現金股利支付之絕對金額。黃麗蓉 (1992)實證結果，發現上市公司股利政策多半會隨著當期的盈餘變動而作調整。洪振虔(1993)研究發現，總股利變異僅與當期盈餘和前一期股利行為有顯著相關，獲利能力及成長機會會顯著影響現金股利的發放，而短期資金需求對股票股利的發放影響最大。葉文郁(1996)發現股利平穩性為影響股利發放模式的最重要因素，總股利發放率與每股盈餘呈現負向的關係，現金股利與每股盈餘呈現正相關，作者認為或許是因為國內特殊經濟情況，一般股東偏好股票股利，某些公司即使當年度盈餘為負，仍發放股票股利，因此會產生每股盈餘與股票股利發放率呈現負相關的情形。

三、股利支付率相關實證

Smith 及Warner(1979)指出限制最高股利支付率雖能防止投資不足的問題，但另一方面卻也增加了投資過度的可能性。而成長機會較多的企業擁有較多有利的投資計畫，故高股利支付率之負面效果較不易產生；反之成長機會較少的企業為防止過度投資問題，多採用較高的股利支付率，此舉應可促使管理者以發放股利代替投資淨現值為負的方案，因此成長機會與現金股利支付率呈負相關。

Rozeff(1982) 認為較高之股利支付率能降低經理人與股東間的衝突。王元章 (2001)、嚴月玲 (2003)、沈立平 (2003) 亦認為當股利支付率愈高時，則表示愈容易接受市場監督，等於間接替股東監督內部人的行為，因而所制定之股利政策支付率愈高時，代表公司經營績效愈佳。

Crutchely et al. (1999)、王惠昕 (2001)、柯璟瑩 (2003)、沈立平 (2003) 股

股利支付率是傳達公司經營結果的工具之一，然而股利支付率愈高時，公司可運用資金將減少，此時為了增加可運用資金，則可能會利用融資政策來尋求外部資金，使得公司受到債權人與政府機關的監督，因而降低代理成本，但機構法人投資者亦會監督公司，而由本研究得知機構法人持股比例與股利支付率為顯著負相關，顯示此兩種監督系統具有替代效果。或者公司必須有較佳的經營績效，才有能力發放高額的股利，因而機構法人投資者為了自身的利益會在公司經營績效良好時，以進行短線操作，所以導致股利支付率與機構法人持股比例呈顯著負相關。

李馨蘋 黃啟倫(2009)提出當期獲利多寡會直接反映在股利發放的能力上，因此股利發放的能力越強，也代表公司當期獲利能力越佳。在低成長公司中，股利支付率對ROA呈現顯著正相關，對於低成長公司而言，此一資訊很可能是一項訊號發射工具，也就是由公司內部人將公司的情況，傳遞資訊給外部投資人，很可能公司由谷底翻身，公司前景大為看好。

第二節、動能策略

一、價格動能 (Price Momentum)

針對De Bondt and Thaler 所提出的股價會因過度反應而反轉的現象，也有學者提出不同看法，認為股價具有動能的持續性(momentum continue)，也就是說過去的贏家在未來一樣會是贏家，相反的輸家再未來一樣會是輸家;故投資策略應為買過去表現較佳的組合並賣出表現較差的組合。

Jegadeesh and Titman (1993) 提出股票市場存在反應不足的現象，故可利用動能策略(price momentum)來建構投資組合的學者。作者以1965年至1989年間紐約證交所與美國證交所之上市股票為樣本，將投資組合的形成期及檢定期各分成三、六、九 與十二個月，共形成十六種投資組合期間。研究結果發現：買進前期表現佳的股票，賣出前期表現差的股票，可獲得超額的異常報酬，尤其以六個月形成期及六個月檢定期的異常報酬更高達12.01%，證明市場存在反應不足的現象。此現象可

能是，股價對公司特定資訊的反應不足而有延遲反應的現象，也就是市場對於好消息，在短期內沒有迅速及充分的反應所有的資訊。而持續反應的結果，使股價呈現強者越強、弱者越弱的現象。

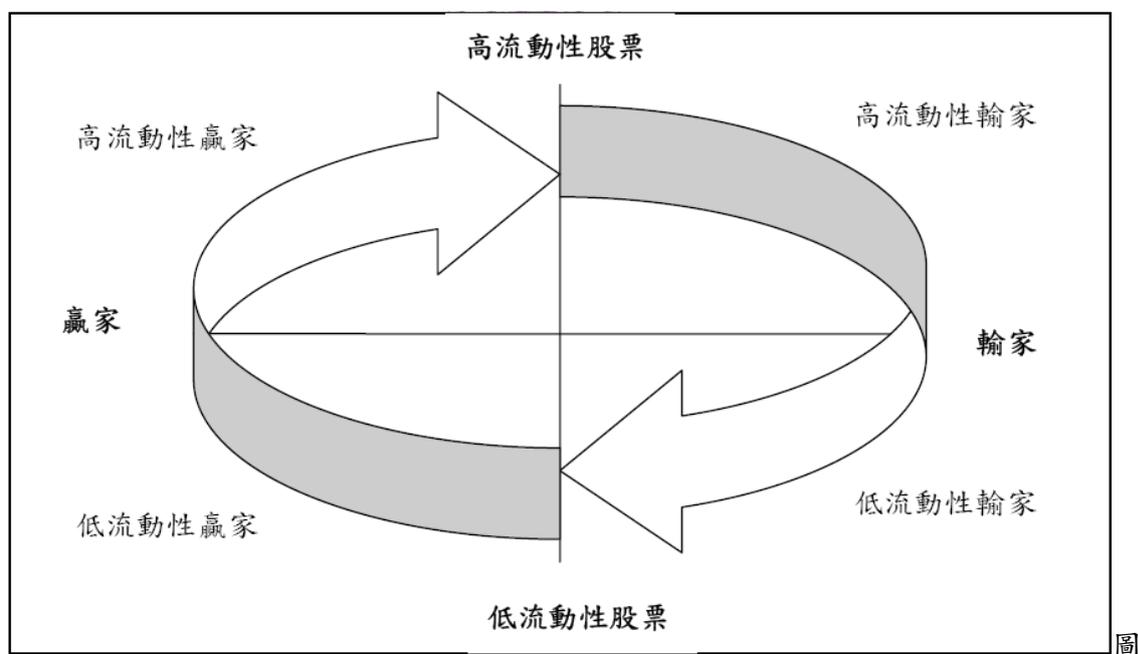
對強調只有風險才能解釋超額報酬的理性論點，認為動能投資組合之所以能夠獲得較大的超額報酬，是因為它們承擔較大的風險。Fama 及French(1996)利用三因子模式解釋股價長期報酬反向的現象，並指出規模因子與帳面市值比雖可捕捉到股價長期報酬的反向現象，然而，Fama 及French(1996)承認，在解釋其它資產報酬行為方面得到全面性成功的Fama 及French 三因子模型，卻完全不能解釋短期的股價動能異象(anomalies)。

對於價格動能產生的原因，有以下幾點不同的觀點：Hong and Stein (1999)以投資人的行為模式來解釋反向投資策略及動能投資策略的獲利性，認為市場上有兩種類型的投資人：消息觀察者(news watcher)與趨勢追逐者(momentum trader)。消息觀察者只根據私人獲得的有關公司基本面的訊息來交易，而趨勢追逐者則是根據形成期價格變化情況來交易，且他們假設基本面的訊息會透過市場逐漸傳遞，其預測投資人對於公開的基本面訊息反應不足，對於價格變化的訊息反應過度，也就是並非所有的消息觀察者都獲致同樣的資訊，所以一開始會有反應不足的現象，也給動能交易者獲利的機會，但越多的動能交易者進入市場後，初期反應不足的現象，也會因投資人的加入，長期而言有過度反應偏離基本面的現象出現，最後導致股價的反轉。並以1976年到1996年紐約證交所、美國證交所和納斯達克上市股票月資料為研究對象，除了證明反應不足假說之外，尚且發現價格動能效果的存在是由於公司特有資訊的逐漸發佈傳遞，特別是壞消息(Bad news)傳遞速度較為緩慢所造成的。

Daniel, *et al.* (1998)模型則是另一種推論，他們以過度自信(Overconfidence)及偏差的自我屬性(Biased self-attribution)來建構模型，認為在資訊不確定性越高的情況下股票越難被評價，投資人就越容易對於其擁有的私人資訊產生過度自信的現象，尤其當後續公開訊息證明原有訊息正確時，過度反應現象更明顯，因此在持續過度反應下，出現股價動能現象。

二、動能生命循環理論 (Momentum Life Cycle)

Lee and Swaminathan (2000)提出動能生命循環理論 (Momentum Life Cycle)，有別於以往除了考慮前期報酬率為基礎來建構價格動能外，作者也將前期周轉率之高低納入考量，藉此方式使得模型能夠預測未來價格動能的強度與持續性。在動能生命週期理論中，「週轉率」可以幫助投資人了解，該股票在此一生命週期中所處的位置，也可用來預測未來來的方向；高週轉率的股票，往往代表投資人的過度樂觀及過度投入，而低轉率則是象徵投資人的過度悲觀，因此可能造成價值的低估。該假說可以明確的判別出投資標的目前在動能生命週期中所處的位置，並能對其未來的走勢及程度大小做預測，對投資人在操作策略的選擇上，極具有價值的參考性。



2-1 動能生命週期圖

資料來源：Lee and Swaminathan (2000)

圖2-1即是動能生命週期圖，此圖形將整個動能生命週期循環做出一個很詳盡的說明，圖形的下方代表低交易量的股票，右下方代表低交易量的輸家，未來將產生反轉而成為贏家；左下方代表低交易量的贏家，未來將會產生顯著的價格持續性，呈現出強者恆強的現象，故低交易量的股票隱含投資者對於股票未來過度的悲觀，因此未來股價的表現都有顯著的優於高交易量的股票。而圖形的上方代表高交易量的股票，左上方代表高交易量的贏家，股價未來隨時都會產生反轉；右上方代表高

交易量的輸家，未來股價的表現將會持續性地下跌，呈現出弱者恆弱的現象。

Lee and Swaminathan (2000)以1965年至1995年間NYSE與AMEX上市股票月資料為樣本，使用週轉率代替交易量，將投資組合的形成期及檢定期各分成三、六、九與十二個月。並利用股票前期報酬率與前期交易量作為分類基準，建構出四種投資組合。結果發現在中期時，高成量的贏家、輸家價格動能策略其績效較佳。

在國內學者如蔡劭麟(1999)、陳光華(2000) 依據Lee and Swaminathan (1998)所提之動能生命週期假說研究結果發現：台灣股票市場存在異常週轉率效果，低異常週轉率贏家組合，其報酬將延續前期強勢；高異常週轉率贏家組合，其報酬將醞釀反轉向下；高異常週轉率輸家組合，其報酬將延續前期弱勢；低異常週轉率輸家組合，其報酬將醞釀反轉向上。且贏家組合之異常週轉率效果優於輸家組合。台灣股市也存在價格動能效果，但價格動能效果只有在形成期或持有期間較短時，才有顯著之異常報酬。

三、盈餘動能(Earnings momentum)

Chan, Jegadeesh and Lakonishok (1996)結合了前六個月的股票報酬、標準化未預期盈餘、盈餘宣佈前後之累計異常報酬率、過去六個月分析師盈餘預測修正幅度等四個指標來建構動能投資策略，認為價格動能與盈餘動能本質上是不相同的，即使投資人對盈餘訊息會有反應不足的情況，價格動能並不涵蓋於盈餘動能。研究結果發現透過上述所建立的投資組合平均可賺取約7%之年報酬率，證實市場對於新的消息是逐漸反應，但利用前期報酬所構建的動能策略投資組合之年報酬率約為15%，由此可知中期(一年)股票報酬的持續性，有部分是因為對盈餘消息的反應不足，故盈餘動能(earning momentum)無法涵蓋說明整個價格動能。

在國內學者李惇鳴(1998) 根據Chan, Jegadeesh and Lakonishok (1996)之方法，以民國82年至86年台灣上市公司股價及盈餘相關資訊來建構投資組合，來探討盈餘相關訊息(如：非預期盈餘、盈餘發佈日前後數日的異常報酬及分析師對盈餘預測的修正程度等)對未來股票報酬的影響程度究竟為何。研究結果發現：在股票報酬持續效果研究上，股價有過度反應的現象，六個月後的報酬情況有回歸平均的情形，

但一年後乃至於三年後過去報酬較好的股價仍然能有較好的報酬。未預期盈餘的延續效果大約二年，但盈餘發佈日前後異常報酬的影響效果只有在六個月內有持續效果。而分析師對於某一家公司的盈餘預測修正幅度愈大，其未來的股價報酬將愈不理想。綜合來說，股價的持續效果比盈餘訊息對股價報酬的影響效果更為明顯；而非預期盈餘是一項不錯的選股指標。結合過去六個月的股價報酬及非預期盈餘來選擇一、二年期的投資標的是一項很有效的選股方式。

第三節、股利價格動能模型

Chan et al.(1996)、Chordia and Shivakumar(2006)提出輸家 (Loser) 往往會面臨營收的降低，而贏家 (Winners) 往往會顯現出盈餘的上升。對此結果 Asem (2009) 認為這表示公司同是執行維持股利政策，但是贏家 (Winners) 與輸家 (Losers) 所傳達給投資者的訊息上有本質的不同，當身為輸家(Losers)但卻選擇維持股利，表示管理層呈現積極的狀態，並不預期盈利會惡化，傳遞給投資者正向的訊息。其實證中Asem以1927年1月到2005年十二月紐約證交所、美國證交所與NASDAQ 上市之股票為樣本，以股利宣告日過去五個月績效由高至低排列，將前10%設定贏家(Winners)而最後10%則為輸家(Losers)，並將股利發放分為三種情況(增加、維持、減少)分別檢定六個月後的變化。研究結果發現利用前期股利支付行為建購投資組合-購買過去的贏家且增加股利並賣出過去輸家且減少股利的投資組合能獲得平均每月3.08%的報酬，且發現不支付股利的公司其產生的價格動能效果會優於有支付股利的企業，此外若過去的贏家增加股利的發放將會增強價格動能的報酬，而輸家若降低股利的發放則會使價格動能效果的增加。

第三章 研究方法

本研究主要探討在不同程度的股利支付率與盈餘使用率下企業現金股利政策對動能策略之影響性。本章說明本文的實證研究方法，包含五個小節，在第一節為本研究之研究假說建立；第二節為針對研究假說所設計之研究方法；第三節為研究樣本與資料來源。

第一節 研究假說建立：

一、 股利發放與盈餘使用率：

本研究主要探討現金股利政策對價格動能策略之影響，現金股利主要來自盈餘，可以表達出公司未來獲利能力的預估，傳達著企業未來前景的情報，因此投資人可以利用這種情報資訊，來評估該公司的股票價值。

然而在國內，由於公司受到公司法的限制，在非彌補虧損及依本法規定提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利，並且所發放現金股利的資金來源僅限於公司之盈餘。故若大部份公司所發放的現金股利佔公司可供分配盈餘(本期未分配盈餘扣除法令相關規定之法定盈餘與特別盈餘，並加上法定盈餘公積若超過一半實收資本額之部份)比例皆偏高，表示國內公司在股利決策上深受法令影響，若要利用股利政策所隱含的訊息來建構股利價格動能就相對困難。故建立假說 1-1：

假說 1-1：企業在股利發放上是有充足的裁決空間

除此之外，本研究將探討影響公司盈餘使用率(現金股利佔公司可供分配盈餘比例)高低之可能因素，並探討與股利支付率之間的關係。首先是規模，當規模大的公司，由於資金取得較容易，可以不必保留較多的盈餘，即可擴充規模或從事投資。然而相對規模較小，風險較高的公司而言，由於較難取得來自外部的新資金，多需仰賴內部的盈餘。李馨蘋 黃啟倫(2009)認為公司當期獲利多寡會直接反映在股利

發放的能力上，因此股利發放的能力越強，也代表公司當期獲利能力越佳。而 Smith and Warner(1979)認為當公司所面臨的投資機會越高時，盈餘使用率自然會降低，因為成長機會較多的企業擁有較多有利的投資計畫，因此公司會將盈餘保留下來，將資金用於投資上。故建立假說 1-2、1-3：

假說 1-2：企業規模越大，獲利能力越大，投資機會越少其股利支付率越大

假說 1-3：企業規模越大，獲利能力越大，投資機會越少其盈餘使用率越大

二、 股利發放之信號效果：

本研究更進一步探討公司發放股利時是否會影響公司價值。在訊號發射假說下。Dyl and Weigand (1998)發現當管理當局對公司有樂觀之預期，認為公司未來獲利將增加時，可使用現金股利之發放作為財務訊號，向市場傳達公司獲利將增加的訊息。Nissim and Ziv (2001) 指出現金股利的改變對公司往後幾年的獲利提供了相關的資訊，股利變動和公司未來盈餘間呈正向關係。林毅明(2000)、陳欣伶(2003)和王士和 (2004) 公司董事會通過股利發放，對公司價值呈顯著正向異常報酬。因此，本文想要證實透過公司現金股利變動所建立的投資組合是否有超額報酬。故建立假說 2-1：

假說 2-1：現金股利增加之投資組合會有較高超額報酬

三、 盈餘使用率和股利支付率與股利價格動能策略之關係：

如文獻所述，報酬率具有連續性的關係，短期內強者恆強，弱者恆弱，較優報酬率的投資組合將持續有較好的報酬，較差報酬率的投資組合將持續有較差的報酬率。對此本研究認為公司的股利政策是一項非常重要的財務決策，傳遞著企業經營績效與未來展望，因此若將公司發放現金股利的變動加入一般價格動能策略所建立的投資組合將獲得更佳的報酬。Chan et al.(1996)、Chordia and Shivakumar(2006)提出輸家 (Loser) 往往會面臨營收的下降，而贏家 (Winners) 往往會顯現出營餘的上

升，這意味著同是維持股利，然而贏家（Winners）與輸家（Losers）所傳達著訊息上有本質的不同。Asem（2009）亦證實輸家（Losers）並維持股利，傳遞著正向的訊息，表示管理層呈現積極的狀態，並不預期盈利會惡化。故建立假說 3-1：

假說 3-1：由股利所建構的價格動能策略將優於一般價格動能策略

在股利上，投資者除了重視是否發放現金股金上或是股利的增加或減少外，亦關注著股利支付率，股利的支付率可代表內部人對公司現金流量的支配能力，Rozeff(1982)認為較高之股利支付率能降低經理人與股東間的衝突，影響著公司內部持股與法人持股，另外股利支付率還可看出公司經營之結果，王元章（2001）、嚴月玲（2003）、沈立平（2003）亦認為當股利支付率愈高時，則表示愈容易接受市場監督，等於間接替股東監督內部人的行為，因而所制定之股利政策支付率愈高時，代表公司經營績效愈佳。故建立假說 3-2、3-3：

假說 3-2：股利支付率越大其股利價格動能策略越佳

假說 3-3：盈餘使用率越大其股利價格動能策略越佳

第二節 研究方法設計

一、盈餘使用率

由於本研究首先欲探討公司在支付現金股利是否具有足夠的裁決空間。而所謂公司在支付現金股利上的盈餘使用率是指公司所支付的現金股利占可供分配盈餘之比例，根據股利平穩化理論，公司會較偏好「穩定」的股利政策，即使公司在某些年度績效不好，通常也不願意縮減股利，故當公司所支付的現金股利占可供分配盈餘之比例越高時表示公司為了穩定股利而將大部份的可供配盈餘皆用於發放現金股利上，表示公司之股利裁決空間越低。

依據公司法及證券交易法規定，公司應先彌補虧損及提出一定比率之「盈餘公積」後，始得分派股息及紅利，而「盈餘公積」分為法定盈餘公積及特別盈餘公積

二類。

法定盈餘公積，公司法 232 條規定，公司非彌補虧損及依本法規定提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利。而提列方式及數額在公司法 237 條有規定，公司於完納一切稅損後，分派盈餘時，應先提出 10% 為法定盈餘公積(證卷金融股為 30%)，但法定盈餘公積已達實收資本總額時，可不用提列。有關法定盈餘公積之用途，依據公司法 239 條第 1 項暨 232 條第 2 項、241 條第 3 項規定，除用於彌補虧損外，可分派予股東，為於公司無盈餘時，以法定盈餘公積超過實收資本額 50% 之部分派充股息及紅利。

特別盈餘公積，公司法第 237 條第 2 項所稱，係指因特定目的（如平衡盈餘分派、擴充改良設備或作為償債準備）依公司章程或股東會決議提存之公積。而提列方式及數額按公司法 237 條第 1 項規定提出 10% 之法定盈餘公積後為之。另證卷交易法 41 條第 1 項規定，主管機關認為有必要時，得命令規定公開發行公司於分派盈餘時，提一定比率之特別盈餘公積。簡言之，特別盈餘公積之提列，可分為自行提列及命令提列二類。故如上所述本研究所使用的計算方式如下：

1、先計算公司 i 的可供分配盈餘：

若本期法定盈餘公積不足實收資本額時：

$$DE_{it} = \text{MAX}(0, RE_{it}) - \text{MAX}(0, 0.1 * NI_{it}) - SP_{it} + \text{MAX}(0, SSR_{it-1} - 0.5 * CAP_{it-1}) \dots\dots\dots(1)$$

若本期法定盈餘公積已達實收資本額時：

$$DE_{it} = \text{MAX}(0, RE_{it}) - SP_{it} + \text{MAX}(0, SSR_{it-1} - 0.5 * CAP_{it-1}) \dots\dots\dots(2)$$

- 其中， DE_{it} ：可供分配盈餘；
- RE_{it} ：未提撥保留盈餘；
- CAP_{it-1} ：前期實收資本額；
- SSR_{it-1} ：前期法定盈餘公積；
- SP_{it} ：本期所提列之特別盈餘。

2、公司 i 的盈餘使用率：

$$DAE_{it} = \frac{Div_{it}}{DE_{it}} \dots\dots\dots(3)$$

其中， DAE_{it} ：盈餘使用率；
 DE_{it} ：可供分配盈餘；
 Div_{it} ：本期所支付現金股利。

根據上述的算式（3），利用平均數、中位數、第一四分位數與第三四分數來探討公司在各年度股利裁決權之分部，藉此了解一般上市櫃公司盈餘發放在現金股利上之情況。另外將盈餘使用率與股利支付率依大小排序，從低（前 50%）至高（後 50%）分成二組，進行單變量分析分別以公司的規模、獲利能力、與投資機會探討二者是否存在顯著差異。

若高（低）組二者分別在公司的規模、獲利能力、或投資機會上存在顯著差異表示投資者可以透過股利支付率、盈餘使用率來解釋在發放同樣的現金股利之企業，其背後的发展潛力。

3、股利支付率與盈餘使用率之差異：

本研究欲探討股利動能模型之效用，根據文獻嚴月玲（2003）當股利支付率越高時其公司積效越佳，而股利支付率以普通股每股現金股利除以每股盈餘，顯示企業每賺取一元時，普通股股東所能分配到的股利金額，但事實上公司在決定發放多少現金股利時，在公司法規定中，企業除了當年度的盈餘可用來發放現金股利外，亦可從過去的保留盈餘中提列，如期初未分配盈餘和法定盈餘公積超過一半實收資本額部份，因此本文提出盈餘使用率為公司支付現金股利除以可供分配盈餘，針對公司的股利政策其背後隱含的資訊是透過較完整的可供分配盈餘定義來描述出更合乎真實的情況。

本文中將探討股利支付率與盈餘使用率間是否存在差異，若存在差異其造成原因為何?因此我們以企業規模、企業獲利能力和企業所面臨的投資機會做為自變數探討應變數股利支付率與盈餘使用率差額。使用迴歸模型如下：

$$D_Adj_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 Invopp_{i,t} + \varepsilon_i \dots\dots\dots(4)$$

其中， D_Adj_{it} ：股利支付率與盈餘使用率差額；

$Size_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年的公司規模，衡量方式為公司期末收盤價乘以流通在外股數並取 \log ；

$ROA_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年的資產報酬率；

$Invopp_{i,t}$ ：公司 i 在 t 年所面臨的投資機會，本文以市價對帳面價值比；

(M/B)與總資產成長率($Assets_R$)為代表；

市場價值(MV)為收盤價乘以普通股發行股數；

帳面價值(BV)為公司股東權益總額減去特別股股本。

二、股利訊號與價格動能之投資組合形成

本研究欲探討現金股利訊號效果，並引入一般價格動能中，除了原先從過去的報酬率進行分組（輸家、贏家）外，並期望透過公司股利政策背後所隱含的訊息來完善投資組合，亦即同是輸家或贏家中，不同的股利政策能表達經理人對公司未來的信心。首先本研究以投資組合的方式進行單變量分析分別探討股利變動下的訊號效果、與公司是否發放股利之價格動能效果和透過公司股利變動所形成的組合之價格動能效果，並以市場調整報酬率進行報酬率檢定。

1. 股利變動之訊號效果：

首先，將公司的樣本依企業的股利發放變動分成三個群組，分別為股利增加的公司($\Delta DPS_{i,t} > 0$)和股利維持的公司($\Delta DPS_{i,t} = 0$)與股利減少($\Delta DPS_{i,t} < 0$)的公司，依此探討股利的變動是否會影響公司未來的報酬。

$$D_case_{i,t} = \begin{cases} 1, & \text{if } \Delta DPS_{i,t} > 0 \\ 2, & \text{if } \Delta DPS_{i,t} = 0 \\ 3, & \text{if } \Delta DPS_{i,t} < 0 \end{cases} \dots\dots\dots(5)$$

其中， $\Delta DPS_{i,t}$ ：公司 i 在 t 期支付的現金股利減掉在 t-1 期支付的現金股利。

根據上述的樣本投資組合，分別觀察不同年度下的投資組合，其股利增加樣本群的平均報酬率是否顯著優於股利減少的樣本群，若成立表示訊號效果存在。

2. 股利與價格動能效果：

本研究欲將股利訊號效果結合至價格動能策略中，因此在事件日的訂定中採用公司決定本年度現金股利的宣告日(董事會日期)。而操作報酬率的計算以每個期間按各股票的月報酬資料，算出事件日前五個月的幾何報酬率後，由高至低作排行，首先找出第一期中表現最好的前百分之十的股票為贏家(Winner)投資組合 P1 至最差的後百分之十的股票為輸家(Losers)投資組合 P10，在進行第二期的操作策略中，再依據股利的相關訊息建構投資組合並計算買進事件日後下個月開始持有六個月之平均報酬率。

在股利價格動能模型的建構，本文分別探討兩大部份，第一部份如表 3-1 將公司依是否有發放現金股利，分為有支付現金股利(Payers)和無支付現金股利(Non-Payers)二組進行差異化檢定，探討投資組合中是否為無支付現金股利組其價格動能效果 (P1N-P10N) 最佳，而贏家組合中有支付現金股利(Payers)將優於無支付現金股利(Non-Payers) P1H-P1N 顯著大於零，且股利價格動能投資策略：買進贏家有支付現金股利(P1H)賣出輸家中並無支付現金股利 (P10N) 將優於價格動能 (P1-P10)。

第二部份中，我們更進一步的從有支付金股利的公司中依現金股利變動分為兩組，若公司本期現金股利高於前期現金股利則為增加，反之減少。在更明確的股利訊息中建構更完善的股利價格動能策略。探討股利價格動能策略買進贏家現金股利

增加(Increases)賣出輸家中並減少現金股利 (decreases) 是否能獲得最佳的報酬。

表 3-1 支付股利之價格動能模型

	Total	Payers	Non-Payers	Difference
P1(贏家)	P1	P1H	P1N	P1H-P1N
P2	P2	P2H	P2N	P2H-P2N
.
P9	P9	P9H	P9N	P9H-P9N
P10(輸家)	P10	P10H	P10N	P10H-P10N
動能效果	P1-P10	P1H-P10H	P1N-P10N	

三、股利支付率與盈餘使用率對股利動能影響

股利支付率可代表內部人對公司現金流量的支配，隱含著公司的獲利能力和成長機會，並影響著內部人與法人的持股比率。學者王元章(2001)、嚴月玲(2003)、沈立平(2003) 等人均認為股利支付率是決定公司經營績效重要因素之一，在合理的股利政策下能夠吸引投資大眾，並影響其公司股價以提升公司價值，且股利支付率愈高時，則表示愈容易接受市場監督，等於間接替股東監督內部人的行為，因而所制定之股利政策支付率愈高時，代表公司經營績效愈佳。

故本研究欲探討股利支付率與盈餘使用率是否會增加股利動能報酬率，我們依股利支付率，依小排列至大將前50%部份歸為低股利支付率(Low)群而後50%部份則屬於為高股利支付率(High)群，分別進行股利價格動能策略，討論公司在不同的股利支付率水準下其股利價格動能策略之效應，另外我們也探討本文所提的盈餘使用率是否更能描述股利政策的訊息，使股利價格動能策略獲得更佳報酬。

第三節 研究樣本與資料來源：

本研究欲探討在不同程度的股利支付率與盈餘使用率下企業現金股利政策對動能策略之影響性，樣本研究期間包含西元 1992 到 2009 年，以台灣上市、上櫃公司為研究的主要研究對象，資料頻率為月資料，另外由於在股利動能模型中事件日為董事會議日期，受到資料庫的限制，因此研究期間為西元 1999 年到 2009 年。研究對象為一般產業之上市、櫃公司，其中所需變數的財務資料有遺漏者的樣本予以排除。此外，為了避免影響結果，本研究排除下列樣本：特殊行業性質及財務結構之產業，如金融、證券、壽險業。資料來源取自於台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)之上市、上櫃財務資料庫及 CMoney 資料庫。

第四章 實證結果與分析

本研究主要探討在不同程度的股利支付率與盈餘使用率下企業現金股利政策對動能策略之影響性。本章針對第三章所提出的假設與方法進行實證分析。第四章實證結果與分析中主要分成四小節，第一節為各變數之基本敘述統計分析；第二節為分析公司在現金股利上的盈餘使用率；第三節為探討股利的訊號效果並結合動能策略探討在不同盈餘使用率程度下之效果。

第一節 基本敘述統計分析

一、相關變數之敘述統計

表 4 - 1 為現金股利之敘述統計分析。Panel A 為有支付現金股利的樣本公司，Panel B 為沒有支付現金股利的樣本公司，而 Panel C 則為支付現金股利的樣本公司與沒有支付現金股利的樣本公司二母體特性差異檢定。結果顯示出所有樣本公司中，有 10696 個公司年樣本，其中有支付現金股利的樣本 5509 筆佔總樣本的 51.5%，無支付現金股利的樣本 5187 筆則佔 48.5%。從 Panel A 中顯示出有支付現金股利的樣本公司其平均規模(Size)為 14.89，在獲利能力上，平均資產報酬率(ROA)為 8.457%、平均股東權益報酬率(ROE)則超過 13%，而代表公司的投資機會與成長性的市價對帳面價值比(M/B)與總資產成長率(Assets_R)分別為 10.768 與 14.517%。

在 Panel B 中沒有支付現金股利的公司樣本，其平均規模(Size)為 14.55，平均資產報酬率(ROA)為-1.067%、平均股東權益報酬率(ROE)則-7.17%，市價對帳面價值比(M/B) 29.766，總資產成長率(Assets_R)為 6.847%。

由於本研究為了探討是否能透過企業現金股利政策來加強動能策略之效果，故在 Panel C 中針對是否發放現金股利二群樣本公司更進一步的進行單變量分析，觀察二群樣本在公司的規模、獲利能力、與成長性等特性之差異，若二母體存在顯著差異表示股利具有傳達訊號的效果。其結果顯示：有支現金股利的樣本公司在公司

的規模(Size)和獲利能力上資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)，與總資產成長率(Assets_R)皆在 1%之顯著水準下顯著大於沒有支付現金股利的公司樣本。而在市價對帳面價值比(M/B)上支付現金股利的公司卻在 1%之顯著水準下顯著低於沒有支付現金股利的公司。

表 4-1 敘述統計量

此表涵蓋 1992 年到 2009 年共 10696 筆公司年樣本。其中，有支付現金股利的有 5509 個樣本，沒有支付現金股利的有 5187 個樣本。變數定義如下：Size 表公司規模是以當年度最後交易日收盤價乘以期末流通在外股數，再取 log 值之後做為衡量指標。ROA 為總資產稅後息前之報酬率。Roe 為股東權益稅後息前之報酬率。M/B 表市價對帳面價值比即為公司的市場價值(MV)除以公司的帳面價值(BV)比；帳面價值(BV)係以該公司股東權益總額減去特別股股本；而市場價值(MV)則為收盤價乘以普通股發行股數。Assets_R 為總資產成長率。***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。

Panel A. 有支付現金股利的樣本公司							
	Mean	Median	Max	Min	Q1	Q3	Std
Size	14.89	14.77	21.038	10.894	13.85	15.72	1.466
ROA	8.457	6.98	51.09	-17.36	4.27	10.92	6.22
ROE	13.39	11.4	76.83	-27.41	6.45	18.16	9.67
M/B	10.768	8.32	467.6	0.284	5.975	12.228	11.595
Assets_R	14.517	9.27	1377.4	-75.34	0.88	20.72	30.37

Panel B. 沒有支付現金股利的樣本公司							
	Mean	Median	Max	Min	Q1	Q3	Std
Size	14.55	14.45	20.687	10.63	13.525	15.429	1.467
ROA	-1.067	0.79	44.03	-105.75	-4.33	4.07	9.975
ROE	-7.17	-0.08	999.33	-939.56	-12.02	5.64	33.8
M/B	29.766	8.836	5595.1	-460.59	5.497	17.327	144.2
Assets_R	6.847	1.68	736.07	-84.17	-8.1	14.59	32.46

Panel C. 兩母體平均數差異檢定						
		Size	ROA	ROE	M/B	Assets_R
Different	Mean	0.34***	9.525 ***	20.57 ***	-18.998 ***	7.67 ***
	t	12.03	58.84	42.17	9.46	12.6

表 4-2 為相關變數的相關係數表，由表 4-2 可以發現公司的盈餘使用率(DAE)與股利支付率(DPR)、市價對帳面價值比(M/B)呈低度顯著正相關，但卻與資產成長率(Assets_R)之間呈現顯著負相關。相對的股利支付率(DPR)與公司規模(Size)、資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)皆呈顯著負相關而與代表公司成長機會的市價對帳面價值比 (M/B)、總資產成長率(Assets_R)之間呈現顯著正相關。

二、公司支付現金股利之概況

表 4-3 為 1992 年至 2009 年支付現金股利公司之概況。從表 4-3 中我們可以明顯分割出二個階段，第一階段為 1992 年至 1997 前，而第二階段則為 1998-2008 年，

表 4-2 樣本公司相關變數的 Pearson Correlation 相關係數表

此表涵蓋 1992 年到 2008 年有支付現金股利的公司共 5509 筆公司年樣本。變數定義如下：DAE 為盈餘使用率表公司當年度所決定放發的現金股利金額占可供分配盈餘比率，可供分配盈餘指未分配盈餘依公司法之規定扣除法定盈餘與特別盈餘公積並加上法定盈餘公積超過 50%實收資本額之部份。DPR 表公司的股利支付率是以普通股每股現金股利除以每股盈餘。Size 表公司規模是以當年度最後交易日收盤價乘以期末流通在外股數，再取 log 值之後做為衡量指標。ROA 為總資產稅後息前之報酬率。ROE 為股東權益稅後息前之報酬率。M/B 表市價對帳面價值比即為公司的市場價值(MV)除以公司的帳面價值(BV)比；帳面價值(BV)係以該公司股東權益總額減去特別股股本；而市場價值(MV)則為收盤價乘以普通股發行股數。Assets_R 為總資產成長率。***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。

	DAE	DPR	Size	ROA	ROE	M/B	Assets_R
DAE	1						
DPR	0.113***	1					
Size	-0.129	-0.318**	1				
ROA	0.172	-0.074***	0.246***	1			
ROE	-0.16	-0.088***	0.261***	0.920***	1		
M/B	0.073***	0.334***	0.334***	0.288***	0.279***	1	
Assets_R	-0.117***	0.115***	0.115***	0.252***	0.299***	0.090***	1

並判斷在 1997 年亞洲金融風暴以前，台灣因經歷了股市奇蹟，故公司經營方針追求快速成長，而將公司所淨賺得的資金主要用途為再投資，或保留下來應對未來可能投資，因此在表 4-3 第一階段中不論是配股比率、每股股利、或股利殖利率還是股利支付率皆有大幅下降的趨勢，如股利支付率從 1992 年的 53.8%逐年下降至 1997 年的 40.7%而支付現金股利的公司比例更從 1992 年的 31%下降至 16%。

公司法 232 條規定，公司非彌補虧損及依本法規定提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利，因此發放現金股利本身就有著傳達正向的消息，公司是有能力有足夠的盈餘去發放股息，並且未來也會以這個目標努力，並且也代表了公司可獲得穩定的收入。從表 4-3 第二階段開始皆有明顯的提昇，配股比率在早期不足四成的比例中，提升至將近七成的公司皆有發放現金股利，且平均每股股利從 1997 年谷底平均每股 0.55 元至 2007 年高峰每股 1.75 元呈現逐年上升之趨勢。另外在股利殖利率或股利支付率上皆有同樣的上升趨勢，由此可見現金股利受到重視之程度。

表 4-4 中為 1992 年至 2009 年公司支付現金股利意願趨勢，本文將無支付現金股利的公司依可供分配盈餘大於零和小於等於零分成二組「自主性不發」和「強迫性不能發」，探討每年度中無支付現金股利的公司中，是因為無足夠的盈餘，受法令限制「強迫性不能發」現金股利的公司比例或是公司因為未來發展資金需要，經理人而決定將盈餘保留下來「自主性不發」現金股利的比例變化。

從表 4-4 中可以觀察出強迫性不能發的公司比例在 1997 年呈現下降趨勢，至 1997 年達到谷底，只佔 18%，表示在早期無支付現金股利的公司，是因為無足夠的盈餘受到限制而當年度股利政策為不發者，只占少數二成至四成，由此可見在 1997 年前，經理人在決定公司的盈餘上主要用途還是做為公司的保留盈餘用於未來投資計劃等等，或是在 1997 年前公司與投資者相對偏好股票股利。1997 年之後則呈現相反的狀況，強迫性不能發的公司比例呈現上升趨勢，之於 2005 年達到 76% 的高點。表示當公司有盈餘時，大多數的公司皆有很高的意願支付現金股利。與 Baker and Wurgler (2004) 提出的討好理論 (catering theory)，經理人在感知投資人對現金股利的需求高時，會發行現金股利去討好吸引投資人以較高股價去購買他們公司的股票情

況一致。另外自民國87起實施兩稅合一政策，公司除了營業所得稅外，尚需負擔保留盈餘稅，而個人股東的綜合所得稅可扣抵公司已繳納的營利事業所得稅；黃瑞靜、徐守德、廖四郎（2001）認為，若股東股利稅額減少大於需額外負擔的保留盈餘稅額，則會要求公司增發現金股利。

表 4-3 支付現金股利公司之概況

此表涵蓋 1992 年到 2009 年共 12676 筆公司年樣本，描述各年度配股家數、公司配股家數比例、每股股利與股利殖利率和股利支付率之變化。變數說明：配股比率為配股家數除以總樣本數。每股股利為當年度有配股的樣本中其平均每股現金股利。股利殖利率為當年度每股現金股利除以當年度最後交易日收盤價。股利支付率為當年度每股現金股利除以當年度每股盈餘，其中表內的值為平均數，括弧內的值為中位數。

	總樣本數	配股家數	公司配股家數比例	每股股利	股利殖利率	股利支付率
1992	203	63	0.31	0.8(0.70)	10.7%(5.9%)	53.8%(44.8%)
1993	232	75	0.32	0.64(0.50)	5.9%(3.2%)	58.4%(36.4%)
1994	258	86	0.33	0.66(0.50)	4.2%(3.4%)	42.1%(34.6%)
1995	286	104	0.36	0.59(0.50)	5.5%(3.8%)	39.8%(33.5%)
1996	334	76	0.23	0.60(0.50)	3.9%(3.5%)	42.5%(36.7%)
1997	382	63	0.16	0.55(0.50)	3.4%(2.5%)	40.7%(31.3%)
1998	430	114	0.27	0.73(0.525)	5.2%(4.5%)	57.7%(44.9%)
1999	501	148	0.30	0.70(0.50)	6.1%(4.9%)	51.4%(41.4%)
2000	588	248	0.42	0.64(0.50)	8.8%(5.9%)	49.5%(39.6%)
2001	686	280	0.41	0.71(0.50)	7.3%(5.4%)	63.9%(45.0%)
2002	782	400	0.51	0.89(0.60)	6.9%(5.7%)	53.1%(46.6%)
2003	914	519	0.57	1.06(0.80)	6.1%(5.5%)	55.1%(47.3%)
2004	1018	641	0.63	1.23(0.92)	7.1%(6.3%)	51.5%(47.4%)
2005	1145	703	0.61	1.34(1.00)	6.8%(6.0%)	66.1%(53.1%)
2006	1187	789	0.66	1.55(1.00)	5.8%(5.2%)	60.7%(57.3%)
2007	1205	822	0.68	1.75(1.05)	5.6%(5.3%)	57.7%(59.3%)
2008	1253	686	0.55	1.36(0.90)	7.1%(6.5%)	90.1%(58.2%)
2009	1272	766	0.60	1.69(1.1)	4.1%(3.9%)	82.5%(71.4%)
Total	12676	6583	0.52	1.27(0.84)	6.2%(5.3%)	63.4%(53.6%)

表 4-4 無支付現金股利公司之可供分配盈餘情形

此表涵蓋 1992 年到 2009 年無支付現金股利之公司共 6093 筆公司年樣本，主要在描述各年度無支付現金股利的公司是因為受到公司法 232 條規定：公司非彌補虧損及依本法規定提出法定盈餘公積後，不得分派股息及紅利之影響，或是公司依自身情境就算有足夠的能力(可供分配盈餘 > 0)所做出之決策。變數說明：可供分配盈餘指未分配盈餘依上述規定扣除法定盈餘與特別盈餘公積並加上法定盈餘公積超過 50%實收資本額之部份。

	總 樣 本		可供分配盈餘 > 0		可供分配盈餘 ≤ 0	
	個 數	個 數	比 例(%)	個 數	比 例(%)	
1992	140	80	57	60	43	
1993	157	107	68	50	32	
1994	172	136	79	36	21	
1995	182	126	69	56	31	
1996	258	203	79	55	21	
1997	319	262	82	57	18	
1998	316	179	57	137	43	
1999	353	190	54	163	46	
2000	340	136	40	204	60	
2001	406	142	35	264	65	
2002	382	118	31	264	69	
2003	397	142	36	253	64	
2004	377	105	28	272	72	
2005	442	105	24	337	76	
2006	398	99	25	299	75	
2007	383	106	28	277	72	
2008	567	159	28	408	72	
2009	506	127	25	379	75	
Total	6093	2522	41	3571	59	

第二節 股利發放與盈餘使用率

上一節的分析是針對台灣整體公司股利發放行為，並以可供分配盈餘來解釋企業整體發放現金股利之意願與現金股利對公司與投資者之重要性。在此節，我們更進一步的從公司盈餘使用率，即發放的現金股利金額占可供分配盈餘比例，加以探討，並找出其影響因素。

一、盈餘使用率

本節中我們依公司法中盈餘使用的相關規定，如第三章研究設計中所述將公司的可供分配盈餘計算分為六種情況：未分配盈餘（RE）為正時，(1)法定盈餘公積不足一半實收資本額(2)法定盈餘公積以達一半實收資本額但不足實收資本額(3)法定盈餘公積以達實收資本額(4)本期稅後淨利為負；當未配盈餘（RE）為負時，(5)法定盈餘公積不足一半實收資本額(6)法定盈餘公積以達一半實收資本額。表 4-5 呈現各年度中各群組之公司家數，可發現大部份公司都在分類(1)與(5)。

表 4-5 可供分配盈餘計算分佈表

此表涵蓋 1992 年到 2009 年共 12676 筆公司年樣本，表內為公司家數，刮弧內為公司比例。RE 為未分配盈餘，等於期初餘額+本年度稅後淨利-提列相關公積與分配；SSR 為法定盈餘公積；CAP 為實收資本額；NI 為本期稅後淨利。

	RE > 0				RE ≤ 0	
	SSR < 50% CAP	SSR ≥ 50% CAP	SSR = CAP	NI < 0	SSR < 50% CAP	SSR > 50% CAP
1992	137(67.5%)	0	0	6(3%)	60(29.5%)	0
1993	173(75.0%)	0	0	10(4%)	49(21.0%)	0
1994	218(94.8%)	0	0	5(2.2%)	7(3%)	0
1995	223(78.0%)	0	0	11(3.8%)	52(18.2)	0
1996	269(80.5%)	0	0	10(3%)	55(16.5%)	0
1997	317(83.0%)	0	0	9(2.4%)	56(14.6%)	0
1998	279(64.9%)	0	0	16(3.7%)	135(31.4%)	0
1999	342(68.3%)	0	0	10(2%)	149(29.7%)	0
2000	391(66.5%)	0	0	13(2.2%)	183(31.1%)	1(0.2%)
2001	411(60.0%)	0	0	19(2.8%)	255(37%)	1(0.2%)
2002	506(64.7%)	0	0	21(2.7%)	255(32.6%)	0
2003	649(71.0%)	0	0	18(2%)	247(27%.0)	0
2004	734(72.1%)	0	0	19(1.9%)	265(26.0%)	0
2005	798(69.7%)	1(0.1%)	0	15(1.3%)	331(28.9%)	0
2006	873(73.5%)	1(0.1%)	0	21(1.8%)	292(24.6%)	0
2007	913(75.8%)	2(0.2%)	1(0.1%)	19(1.6%)	270(22.3%)	0
2008	816(65.1%)	4(0.3%)	1(0.1%)	43(3.4%)	389(31.1%)	0
2009	828(65.1%)	10(0.78%)	2(0.15%)	56(4.4%)	375(29.5%)	1(0.07%)
Total	8877(70.03%)	18(0.14%)	4(0.03%)	321(2.54%)	3453(27.24%)	3(0.02%)

表 4-6 為公司盈餘使用率，本研究認為公司的股利盈餘使用率高低會影響股利的訊號效果，當公司的盈餘使用率越低(高)，公司對現金流量的支配能力越高(低)，因此在表 4-6 中呈現所有樣本公司在每年度盈餘使用率基本統計量，從中位數大至都落在 40%上下且第三四分位數中也在 60%左右，故可推斷大部份的公司股利平穩要求下皆還有充足的現金流量支配能力。

表 4-6 盈餘使用率

此表涵蓋 1992 年到 2009 年有支付現金股利公司共 6583 筆公司年樣本。表內為各年度下所有有支付現金股利公司的盈餘使用率(%), 等於公司所支付的現金股利金額除以公司的可供分配盈餘; 可供分配盈餘為公司期初餘額加本年度稅後淨利, 並依相關法令規定扣除法定盈餘公積與特別盈餘公積, 其值為公司最終可以支配的金額。

	Mean	Median	Max	Min	Q1	Q3	Std
1992	43.6	38.8	96.2	0.3	22.4	63.6	28.3
1993	37.3	30.5	97.3	0.7	14.6	63.9	28.5
1994	36.4	29.7	97.3	3.6	17.3	49.4	24.6
1995	32.4	26.4	94.7	0.1	13.2	41.6	24.6
1996	29.8	27.1	95.2	0.1	12.1	38.7	23.7
1997	27	23.2	97.1	0.1	9.1	39.6	21.8
1998	38.3	33.6	98.9	0.4	21.9	51.6	22.2
1999	40.4	34.1	99.1	0.3	19.3	55.9	26
2000	37.2	31.9	98.1	0.1	16.8	50.8	24.9
2001	40.8	34.6	99.7	2.2	21.1	58.8	25.7
2002	41.7	38.5	98.4	2.3	22.2	57.9	23.8
2003	42.5	38.3	99.8	2.2	24.5	57.8	23.7
2004	46.6	44.3	99.7	1.3	26.8	65.5	24.5
2005	46.6	43.6	99.9	1.7	27.2	64.7	24.4
2006	48.7	45.4	99.9	0.9	28.6	68.7	24.8
2007	47.9	45.6	99.4	0.4	26.4	69.5	25.5
2008	44.3	40.1	100	0.8	20.2	65.1	28.9
2009	49.8	46.7	100	2.0	25.3	71.6	28.6
Total	44.9	41.0	100	0.1	23.8	64.0	25.6

二、股利支付率與盈餘使用率

股利支付率以普通股每股現金股利除以每股盈餘，顯示企業每賺取一元時，普

通股股東所能分配到的股利金額，而事實上公司在決定發放多少現金股利時，在公司法規定中，企業除了當年度的盈餘可用來發放現金股利外，亦可從過去的保留盈餘中提列，如期初未分配盈餘和法定盈餘公積超過一半實收資本額部份，因此本文提出盈餘使用率為公司支付現金股利除以可供分配盈餘，而可供分配盈餘指未分配盈餘依公司法之規定扣除法定盈餘與特別盈餘公積並加上法定盈餘公積超過一半實收資本額之部份。本節中主要探討公司的股利政策其背後隱含的資訊是否能透過較完整的可供分配盈餘定義來描述出更合乎真實的情況。

表 4-7 股利支付率與盈餘使用率差異

此表涵蓋 1992 年到 2009 年有支付現金股利公司共 5815 筆公司年樣本資料，變數定義如下；DPR 表公司的股利支付率是以普通股每股現金股利除以每股盈餘；DAE 為盈餘使用率表支付現金股利金額占可供分配盈餘比例，為未分配盈餘依上述規定扣除法定盈餘與特別盈餘公積並加上法定盈餘公積超過 50% 實收資本額之部份。Difference 表 DPR 與 DAE 之差異。平均數以 t 檢定之，而括號表示為 t 值。***表示 1% 之顯著水準，**表示 5% 之顯著水準，*表示 10% 之顯著水準。

Year	N	DPR		DAE		Difference	
		Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
1992	63	53.8	44.8	43.6	38.8	10.2(2.76)***	6(-3.16)***
1993	75	58.4	36.4	37.3	30.5	21.2(1.59)	5.9(-1.77)*
1994	86	42.1	34.6	36.4	29.7	5.70(1.51)	4.9(-1.35)
1995	104	39.8	33.5	32.5	26.4	7.40(1.84)*	7.1(-1.38)
1996	76	42.5	36.7	29.9	27.1	12.7(3.62)***	9.6(-2.52)**
1997	63	40.7	31.3	27	23.2	13.7(3.30)***	8.1(-2.78)***
1998	114	57.7	44.9	38.4	33.7	19.4(5.43)***	11.2(-5.90)***
1999	148	51.4	41.4	40.4	34.6	11.0(2.53)**	6.8(-3.11)***
2000	248	49.5	39.6	41.8	38.6	12.3(4.01)***	1(-3.21)***
2001	279	63.9	45	40.8	34.6	23.2(2.63)***	10.4(-7.06)***
2002	400	53.1	46.6	41.8	38.6	11.4(3.29)***	8(-7.40)***
2003	518	55.1	47.3	42.6	38.3	12.5(3.29)***	9(-6.41)***
2004	641	51.5	47.4	46.7	44.3	4.90(3.35)***	3.1(-0.95)
2005	703	66.1	53.1	46.6	43.7	19.5(3.46)***	9.4(-9.47)***
2006	789	60.7	57.3	48.8	45.4	11.9(6.09)***	11.9(-9.75)***
2007	822	57.7	59.3	47.9	45.6	9.80(9.86)***	13.7(-10.81)***
2008	686	90.1	58.2	44.3	40.15	45.9(2.52)**	18.05(-12.09)***
2009	764	82.5	71.4	49.8	46.7	32.7(4.08)	24.7(-23.9)***
Total	6579	63.5	53.6	44.9	41.1	18.6(7.75)***	12.5(-68.4)***

表 4-7 描述公司在各年度下股利支付率與盈餘使用率之平均數、中位數變化，並且檢定股利支付率與盈餘使用率之差異。其結果顯示淨利占可供分配盈餘比例約都在八成至九成間，其中中位數大於平均數表示淨利占可供分配盈餘比例大部份偏高，而股利支付率與盈餘使用率平均數皆大於中位數表示大部份公司在股利支付率低於五成而盈餘使用率則低於四成。

國內學者王元章（2001）、嚴月玲（2003）、沈立平（2003）等均認為股利支付率是決定公司經營績效重要因素之一。股利支付率隱含著公司的規模、獲利能力與投資機會訊息。其中當規模越大的公司，由於資金取得較容易，可以不必保留較多的盈餘，即可擴充規模或從事投資，因此股利支付率與公司規模呈正向關係，而當公司的獲利能力越高，公司才有支付股利的能力，當期獲利多寡會直接反映在股利發放的能力上，因此股利的支付率與獲利能力呈正向相關，Smith及Warner(1979)提出成長機會較多的企業擁有較多有利的投資計畫，故高股利支付率之負面效果較不易產生；反之，成長機會較少的企業為防止過度投資問題，多採用較高的股利支付率，此舉應可促使管理者以發放股利代替投資淨現值為負的方案，因此成長機會與現金股利支付率呈負相關。

表4-8為了檢視在不同股利支付率與盈餘使用率下的公司，其公司特性之差異，故本研究將有支付現金股利的公司，依其公司股利支付率由小排列到大，前50百分比為高盈餘使用率（High）而後50百分比為低盈餘使用率（Low）二組，分別檢視二組樣本在不同的公司特性：企業規模、獲利能力與投資機會之差異，同樣的亦依盈餘使用率分為高（High）低（Low）二組檢視與股利支付率之結果差異。表4-8 Panel A結果顯示，由股利支付率來劃分之結果顯示低股利支付率公司在規模、獲利能力上與資產成長率上皆大於高股利支付率公司群，而在市價對帳面價值比（M/B）上卻是高股利支付率比較高，表示投資者給與高股利支付率的公司較高的評價。而Panel B顯示的是由盈餘使用率所劃分樣本其結果顯示高盈餘使用率的公司規模、獲利能力上皆比低盈餘使用率的大，與文獻嚴月玲（2003）的結果相符，但卻不顯著，而在市價對帳面價值比（M/B）上二者結果到是一致。最後我們利用股利

支付率與盈餘使用率差異進行分類，從Panel C中可發現當公司的獲利能力、市價對帳面價值比 (M/B)、與資產成長率越大時會使股利支付率與盈餘使用率差異越大。

表 4-8 股利支付率與盈餘使用率之公司特性(續)

此表涵蓋 1992 年到 2009 年有支付現金股利公司共 5815 筆公司年樣本資料，分別依股利支付率-Panel A 與盈餘使用率-Panel B 由低至高排列分為二組，以前 50 百分比為高 (High) 而後 50 百分比為低 (Low)。變數定義如下：。Size 表公司規模是以當年度最後交易日收盤價乘以期末流通在外股數，再取 log 值之後做為衡量指標。ROA 為總資產稅後息前之報酬率。ROA 為股東權益後稅息前之報酬率。M/B 表市價對帳面價值比即為公司的市場價值(MV)除以公司的帳面價值(BV)比；帳面價值(BV)係以該公司股東權益總額減去特別股股本；而市場價值(MV)則為收盤價乘以普通股發行股數。Assets_R 為總資產成長率。Panel C 中呈現的是股利支付率與盈餘使用率差異之單變量分析而 Panel D 則是以股利支付率與盈餘使用率之差異進行回歸分析。均數以 t 檢定之，中位數則以 Wilcoxon 檢定之，括號表示為 t 值***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。

Panel A 股利支付率			High	Low	Different
企業規模	Size	Mean	14.895	14.928	-0.071(1.80)*
		Median	14.753	14.799	-0.046(-1.82)**
獲利能力	ROA	Mean	7.787	9.063	-1.276(-7.62)***
		Median	6.095	7.590	-1.495(-10.9)***
	ROE	Mean	11.727	14.887	-3.160(-12.3)***
		Median	9.685	12.94	-3.255(-13.9)***
投資機會	M/b	Mean	11.072	10.502	0.570(1.81)*
		Median	8.670	8.142	0.528(3.688)***
	Asset_r	Mean	7.811	20.527	-12.72(16.3)***
		Median	4.765	13.92	-9.155(-22.3)***
Panel B 盈餘使用率					
企業規模	Size	Mean	14.919	14.873	0.046(1.16)
		Median	14.807	14.764	0.043(1.05)
獲利能力	ROA	Mean	8.666	8.282	0.384(2.29)**
		Median	7.050	6.910	0.140(1.84)*
	ROE	Mean	13.443	13.354	0.088(0.34)
		Median	11.470	11.360	0.110(0.46)
投資機會	M/b	Mean	13.443	13.354	1.721(5.43)***
		Median	11.470	11.360	0.11(10.19)***
	Asset_r	Mean	11.285	17.342	-6.056(7.29)***
		Median	6.58	11.465	-4.885(-11.9)***

表 4-8 股利支付率與盈餘使用率之公司特性

Panel C 股利支付率與盈餘使用率之差異			High	Low	Different
企業規模	Size	Mean	14.9	14.889	0.011(0.26)
		Median	14.768	14.793	-0.025(0.32)
獲利能力	ROA	Mean	9.513	7.517	1.996(11.94)***
		Median	7.96	6.140	1.820(13.52)***
	ROE	Mean	15.256	11.727	3.529(13.63)***
		Median	13.43	9.720	3.710(14.71)***
投資機會	M/b	Mean	11.665	9.969	1.695(5.300)***
		Median	8.850	7.903	0.947(7.880)***
	Asset_r	Mean	19.189	10.338	8.851(10.56)***
		Median	11.86	7.200	4.660(11.81)***
Panel D 股利支付率與盈餘使用率差異之迴歸分析					
	Intercept	Size	ROA	M/B	Asset_r
Parameter	-0.5324**	0.0111	0.0196***	0.0009	0.0016*
T	-2.03	0.61	4.55	0.39	1.93
Observations	5507				
F-value	9.37***				
R ²	0.0068				

Panel D 我們以股利支付與盈餘使用率之差異進行迴歸分析，其 F 值顯著拒絕，代表此迴歸模型中，所有解釋變數的係數與截距項具有相關性。其中以公司資產報酬率(ROA)在 t 值 4.55 參數 0.0111 最為顯著正相關，其次為公司的資產成長率 t 值 1.93 參數 0.0016 亦呈現正相關。

表示當公司的資產成長率越高、資產報酬率越大下，股利支付率與盈餘使用率差額會越大，而在這樣的結果下本文推論是因為資產成長率越高且資產報酬率越大的企業表示其公司在往年中擁有好的投資機會，因此在過去公司會把盈餘保留下來，故使今年的年初未分配盈餘相對的大，導致股利支付與盈餘使用率差額越大。

第三節 股利訊號效果與價格動能策略

本節主要探討公司股利裁決權與股利的訊號效果對價格動能策略的影響，首先在第一部份中以分析股利是否存在訊號效果，並將其代入價格動能策略中，建立股利價格動能策略期望獲得最佳的報酬。接下來再加入股利的裁決權來探討其效用。

一、股利訊號效果

在本研究中為了探討是否能利用公司的股利政策來加強動能策略效果，而在建立股利價格動能策略前我們先以衡量股利是否存在訊號效果，可做為股利價格動能策略之依據。因此首先我們以企業的股利發放變動來建構投資組合。而投資組合主要分成三個群組，分別為股利增加的公司和股利維持的公司與股利減少公司，並且以公司每年度的第一次董事會議日期做為事件日 t 月，並從 $t+1$ 月開始往後持有六個月用幾何報酬率方式計算其報酬。

由表 4-9 Panel A 中，可以發現在 2000 年後股利增加的投資組合皆優於股利減少的投資組合，且在 2004 年至 2007 年間在顯著水準 5% 以上皆顯著優於股利減少的投資組合，故股利訊號效果的確存在，當公司增加股利的發放會傳達出正向的訊息給與市場，與之前的文獻林毅明(2000)、陳欣伶(2003)和王士和(2004)結果一致。而在 Panel B 中投資組合報酬的計算，與 Panel A 不同的是我們將個股的月報酬率減去加權指數的月報酬率，而再經過了市場報酬率的調整後，其結果顯示除了一樣在 1999 年股利增加的投資組合報酬率低於股利減少的投資組合且並不顯著，而在其它的年度，股利增加的投資組合報酬率皆優於股利減少的投資組合，並有 1% 左右的超額報酬率，在 2004 年更高達了 2.45%，表示不論在市場景氣的好壞下，投資者皆可透過簡單的投資策略買進增加股利的投資組合並放空減少股利的投資組合便可獲得 2% 左右的正報酬，因此本研究欲將股利的訊號效果代入價格動能中探討是否能正增強動能效果與提昇投資組合報酬率。

表 4-9 股利訊號效果

此表涵蓋 1999 年到 2009 年有支付現金股利公司共 4251 筆公司年樣本。依據公司現金股利的變動將樣本分類，分別為股利增加(Increases)、股利維持(Maintainers)和股利減少(decreases)，探討股利的訊號效果。報酬率以幾何方式計算之，並以公司在當年度初次公開董事會議日做為 t 期，從 t+1 月開始往後持有六個月，另外在 Panel B 中顯示的為市場調整後報酬率。在投資組合報酬率的差異檢定方面，以 t 檢定之，Difference 表示投資組合股利增加(Increases)與投資組合股利減少(decreases)二者差異檢定，括號表示為 t 值。***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。

Panel A. Raw Returns (%)

Year	Increases		Maintainers		decreases		Difference
	Return	N	Return	N	Return	N	Return
1999	0.232	41	0.101	11	0.247	31	-0.015(-0.01)
2000	-1.994	51	-3.715	12	-2.443	40	0.450(0.49)
2001	-2.856	63	-3.373	23	-3.733	74	0.877(0.84)
2002	7.832	156	6.890	26	6.515	63	1.316(1.12)
2003	2.146	218	1.938	46	1.825	106	0.321(0.50)
2004	2.933	298	2.115	37	0.483	187	2.451(6.78)***
2005	2.859	305	1.875	59	1.716	246	1.143(3.18)***
2006	2.802	390	1.616	72	1.545	202	1.257(3.58)***
2007	4.292	336	4.375	78	3.537	274	0.755(2.12)**
2008	-2.06	121	-2.988	45	-2.715	590	0.651(1.53)
Total	2.791	2029	1.612	409	0.237	1979	2.554(14.6)***

Panel B. Market Adjusted Return (%)

1999	-1.947	41	-1.375	11	-1.437	31	-0.51(0.44)
2000	1.717	51	0.399	12	0.786	40	0.931(1.03)
2001	-12.488	63	-12.316	23	-13.242	74	2.863(0.71)
2002	8.085	156	7.137	26	6.608	63	1.477(1.24)
2003	1.349	218	0.897	46	0.747	106	0.602(0.89)
2004	-0.434	298	-1.315	37	-2.843	187	2.408(6.46)***
2005	1.548	305	0.558	59	0.426	246	1.122(3.17)***
2006	0.106	390	-1.130	72	-1.205	202	1.312(3.69)***
2007	5.196	336	5.284	78	4.432	274	0.765(2.12)**
2008	2.590	121	1.900	45	1.909	590	0.681(1.64)
Total	1.715	2029	0.816	409	0.646	1813	1.068(5.50)***

二、股利價格動能策略

在前文中，已證實了股利的訊號效果，故在本段中我們將透過股利來建構股利價格動能策略。關於股利動能模型的建構，本研究參考了 Asem (2009)的模式，以事件日公司每年度的第一次召開董事會議日期前五個月的幾何報酬率後，由高至低進行排行，並將投資組合分為十組，首先找出第一期中表現最好的前百分之十的股票設為贏家(Winner)投資組合 P1，依序往後推至最差的百分之十的股票為輸家(Losers)投資組合 P10。而在第二階段中，我們將公司股利的訊息代入並分二個部份進行探討，首先我們初步將第一階段中的投資組合依是否支付現金股利再分為有支付現金股利投資組合(Payers)與無支付現金股利(Non-payers)投資組合，並從事件日月份下個月開始往後持有六個月計算其報酬率，藉以觀察支付現金股利與否和價格動能策略間之關係，並且探討由支付現金股利來篩選動能投資組合是否能夠創造比普通動能投資組合更佳的報酬率。

在第二部份中我們將贏家(Winner)、輸家(Losers)投資組合更進一步的依據公司現金股利的變動的訊息劃分為股利增加投資組合(Increasers)與股利減少投資組合(Decreases)，並以事件日月份下個月開始往後持有六個月計算其報酬率，藉以觀察公司現金股利的變動和價格動能策略間之關係，並且探討由支付現金股利的變動來篩選動能投資組合是否能夠創造更佳的報酬率。

表 4-10 中顯示支付股利與無支付股利投資組合平均月動能報酬，其中以不支付現金股利的公司其產生的動能效果(P1-P10)為 5.787% 而 t 值為 8.28 優於有支付現金股利的投資組合的 4.403% t 值為 7.27 亦優於價格動能 5.23% t 值 11.2，無支付現金股利投資組合動能效果大於支付現金股利組 1.384%。

而造成支付現金股利投資組合動能效果(P1-P10)較差的原因，從表 4-10 中可以發現是在輸家組合中，有支付現金股利的公司，向市場提供了正向的訊息，投資者產生樂觀之預期，認為公司未來獲利將會增加，導致雖然此投資組合過去是輸家，平均報酬率為-0.549% t 值-1.79，但報酬率卻有轉正的跡象，在增加現金股利的訊息

報酬率為正 0.635%，無強者恆強弱者恆弱的現象。相對的在輸家投資組合中且又無支付股利的，在本來表現就不佳的情況下又傳出負面訊息，證實投資者心中所想，故平均動能月報酬率為-1.407% t 值-3.35，比原來的-0.549%多了-0.858%。

另外在贏家組合中過去的贏家且有支付股利的發放其報酬為 5.038% t 值 11.97，比價格動能 4.407% t 值 13.41 高出 0.63%，此結果與 Asem (2009)的研究，不支付股利的公司其產生的動能效果會優於有支付股利的企業，而過去的贏家增加股利的發放將會增強動能的報酬，而輸家若降低股利的發放則會使動能效果的增加，一致。

因此表示投資者對有支付現金股利的公司給與較高評價，即使是過去的輸家，在報酬率的表現上相對其它輸家會有明顯的上升，故最佳的股利動能投資策略為買進過去贏家且有支付現金股利並放空過去輸家且無支付現金股利投資組合，在透過此投資策略下平均可獲得 6.445%月報酬率，證實股利的訊息能增加價格動能的效果，假說 3-1 成立。

在前文中表 4-9 結果顯示公司的股利政策的確存在訊號效果，其中當公司的現金股利增加下市場會給與正向的反應，而當公司決定減少現金股利的發放下則會產生負向的結果。因此本研究在股利的動能模型第二部份中，我們將有支付現金股利的公司樣本更進一步的依公司現金股利的變動，劃分為股利增加(Increases)與股利減少(Decreases)二群來建構股利動能模型。

表 4-11 中顯示在贏家(P1)投資組合中並且公司增加現金股利(Increases)的發放可獲得平均月動能報酬 5.777% t 值 10.79，而輸家(P10)投資組合中並且減少現金股利(Decreases)的發放其平均月動能報酬為-1.475% t 值-2.67，同樣的我們以最佳的股利動能投資策略-買進過去的贏家且為增加現金股利者並放空過去的輸家並降低了現股利的發放之投資組合，最終我們可獲得平均 7.252%月報酬率，比單淳的以是否支付現金股利的股利動能模型的 6.445%平均月報酬率高出了 0.807%。

表 4-10 股利支付之價格動能效果

此表涵蓋 1999 年到 2009 年有支付現金股利公司共 6245 筆公司年樣本，其中又分類為有支付現金股利者(Payers)3757 筆與無支付現金股利者(Non-Payers)2488 筆。在股利價格動能策略中我們以公司在當年度初次公開董事會議日為事件日 t 月，將 t-5 至 t-1 依月報酬排序，設贏家(Winner)P1 並依序至輸家(Losers)P10，並從 t+1 月開始往後持有六個月計算其幾何報酬率。在投資組合報酬率的差異檢定方面，以 t 檢定之，Difference 表示投資組合股利增加(Increases)與投資組合股利減少(decreases)二者差異檢定，括號表示為 t 值。***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。

Year	Total		Payers		Non-Payers		Difference
	Return	N	Return	N	Return	N	Return
P1	4.703(13.41)	620	5.038(11.97)	305	4.379(7.85)	315	0.659(0.94)
P2	2.331(9.21)	631	2.962(10.22)	374	1.411(3.13)	257	1.551(2.89)***
P3	2.032(8.30)	625	2.539(3.67)	371	1.292(3.07)	254	1.247(2.43)**
P4	1.576(6.94)	633	1.984(8.33)	400	0.876(1.91)	233	1.108(2.14)**
P5	1.621(7.79)	624	1.724(8.56)	421	1.406(2.90)	203	0.318(0.60)
P6	0.812(3.86)	629	1.235(5.39)	435	-0.134(-0.30)	194	1.370(2.75)***
P7	0.954(4.95)	628	1.141(5.44)	427	0.558(1.38)	201	0.582(1.28)
P8	0.524(2.81)	627	0.849(4.08)	409	-0.085(-0.23)	218	0.934(2.22)**
P9	0.944(4.03)	621	1.096(4.28)	360	0.733(1.70)	261	0.363(0.72)
P10	-0.549(-1.79)	607	0.635(1.48)	255	-1.407(-3.35)	352	2.043(3.39)***
P1-P10	5.253(11.2)***		4.403(7.27)***		5.787(8.28)***		1.384

另外我們從輸家(P10)投資組合中可看出增加現金股利的公司其平均月報酬率為 1.914% t 值 3.13，相對減少現金股利公司的平均月報酬率-1.475% t 值-2.67 整整高出 3.389% t 值 4.11，因此證實了台股市場中的確存在信號效果(Signaling Hypothesis)與國內學者林毅明(2000)、陳欣伶(2003)和王士和 (2004) 等研究結果：當公司董事會通過增加現金股利發放時，對公司的價值呈現顯著正向異常報酬，一致。因此就算是在過去股價表現極差的輸家投資組合(P10)，在公司董事會發佈增加現金股利的支付下，市場會認為管理層人員呈現積極的狀態，對未來公司的盈利充滿信心，故股價呈現上漲的趨勢。

表 4-11 股利變動之價格動能效果

此表涵蓋 1999 年到 2009 年有支付現金股利公司共 3842 筆公司年樣本，其中又分類為股利增加 (Increases)2029 筆與股利減少 (Decreases)1813 筆。在股利價格動能策略中我們以公司在當年度初次公開董事會議日為事件日 t 月，將 t-5 至 t-1 依月報酬排序，設贏家 (Winner)P1 並依序至輸家 (Losers)P10，並從 t+1 月開始往後持有六個月計算其幾何報酬率。在投資組合報酬率的差異檢定方面，以 t 檢定之，Difference 表示投資組合股利增加 (Increases)與投資組合股利減少 (decreases)二者差異檢定，括號表示為 t 值。***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。

Year	Total		Increases		Decreases		Difference
	Return	N	Return	N	Return	N	Return
P1	4.553(11.08)	328	5.777(10.79)	188	2.908(4.72)	140	2.867(3.51)***
P2	2.604(8.67)	376	4.364(10.92)	184	0.918(2.23)	192	3.445(6.00)***
P3	1.991(6.95)	397	3.935(9.26)	188	0.241(0.70)	209	3.694(6.75)***
P4	1.534(6.40)	420	2.972(9.54)	207	0.136(0.40)	213	2.836(6.17)***
P5	1.494(7.13)	421	2.555(9.36)	217	0.365(1.21)	204	2.190(5.40)***
P6	0.891(3.69)	423	2.108(5.70)	214	-0.355(-1.25)	209	2.463(5.28)***
P7	1.044(4.92)	425	1.744(5.96)	238	0.155(0.530)	187	1.589(3.77)***
P8	0.758(3.43)	412	1.408(4.80)	232	-0.079(-0.24)	180	1.488(3.33)***
P9	0.849(3.46)	374	1.826(5.35)	214	-0.456(-1.43)	160	2.282(4.88)***
P10	0.398(0.92)	266	1.914(3.13)	147	-1.475(-2.67)	119	3.389(4.11)***
P1-P10	4.155(6.93)***		3.863(4.75)***		4.383(5.3)***		-0.52

三、盈餘使用率與股利支付率之影響

股利支付率可代表內部人對公司現金流量的支配，隱含著公司的獲利能力和成長機會，更是內部人、法人在持股上重要的考量因素。學者王元章（2001）、嚴月玲（2003）、沈立平（2003）等人均認為在合理的股利政策下能夠吸引投資大眾，並影響其公司股價以提升公司價值，且股利支付率愈高時，則表示愈容易接受市場監督，等於間接替股東監督內部人的行為，因而所制定之股利政策支付率愈高時，代表公司經營績效愈佳。因此本研究想探討當公司股利支付率越高時，是否公司經營績效就愈佳，進而呈現更高的股利價格動能策略報酬。

故我們依公司的股利支付率大小，由小排列至大，將前面百分之五十的樣本歸類為低股利支付率 (Low) 群而剩下後百分之五十樣本設為高股利支付率 (High) 群，

另外本文認為股利支付率表示企業每賺取一元時，普通股股東所能分配到的股利金額，但事實上公司在決定發放多少現金股利時，企業除了當年度的盈餘可用來發放現金股利外，亦可從過去的保留盈餘中提列，因此我們亦將本文所提出的盈餘使用率，同樣分為高(High)、低(Low)二組進行探討透過較完整的可支配盈餘所定義的盈餘使用率是否相對股利支付率更能找出高經營績效的投資組合。

表 4-12 顯示的是以股利支付率之高低加以劃分為高(High)、低(Low)投資組合所進行的股利動能模型，其結果顯示我們可發現在高的股利支付率投資組合中，贏家(P1)中並且增加現金股利(Increases)支付組合可獲得平均月動能報酬 6.45% t 值 9.61，而輸家(P10)並減少現金股利(Decreases)者平均月動能報酬為-2.62% t 值-3.45，故以最佳股利動能投資策略買進過去贏家且增加股利並放空過去輸家且降低股利投資組合可獲得平均 9.07%月報酬率，比價格動能的 5.252%高了 3.818%，也比以公司股利變動所建構的股利價格動能平均 7.252%月動能報酬高出了 1.818%。而反觀低的股利支付率組，其股利動能投資策略可護得的平均月動能報酬率只有 6.75%，遠低於高股利支付率組，因此證實當公司股利支付率愈高時，公司的經營績效愈佳，與文獻嚴月玲（2003）結果一致，假說 3-2 成立。

表 4-13 顯示的是以盈餘使用率高低加以劃分投資組合進行股利動能，其結果顯示在高的股利支付率投資組合中，贏家(P1)中並增加現金股利(Increases)可獲得平均月動能報酬 5.9% t 值 9.15，而輸家(P10)並減少現金股利(Decreases)則是平均月動能報酬-2.224% t 值-3.1，以股利動能投資策略買進過去贏家且增加股利並放空過去輸家且降低股利投資組合可獲得 8.124%平均月報酬率。

從上述結果中利用盈餘使用率所劃分的股利動能效果並不如股利支付率，對此結果我們推斷是因為盈餘使用率分母包含了公司過去所賺的錢，雖然與公司實際狀況較符，但是對投資人而言短期下所重視的還是公司現況獲利能力-每股盈餘(EPS)。

表 4-12 股利支付率對股利價格動能策略之影響

此表涵蓋 1999 年到 2009 年有支付現金股利公司共 3842 筆公司年樣本，其中又分類為股利增加 (Increases)2029 筆與股利減少 (Decreases)1813 筆。在股利價格動能策略中我們以公司在當年度初次公開董事會議日為事件日 t 月，將 t-5 至 t-1 依月報酬排序，設贏家 (Winner)P1 並依序至輸家 (Losers)P10，並從 t+1 月開始往後持有六個月計算其幾何報酬率，Panel A 中顯示的是低股利支付率 (low dividend payout ratio) 樣本而 Panel B 中顯示的為高股利支付率 (High dividend payout ratio) 樣本。在投資組合報酬率的差異檢定方面，以 t 檢定之，Difference 表示投資組合股利增加 (Increases) 與投資組合股利減少 (decreases) 二者差異檢定，括號表示為 t 值。*** 表示 1% 之顯著水準，** 表示 5% 之顯著水準，* 表示 10% 之顯著水準。

Portfolio	Total	Increases	Decreases	Difference
Panel A : low dividend payout ratio (bottom 50%)				
P1	4.79(7.64)	5.41(6.93)	3.54(3.42)	1.87(1.42)
P2	3.19(7.51)	4.77(8.89)	1.18(1.91)	3.59(4.40)***
P3	2.29(5.15)	3.78(5.79)	0.75(1.33)	3.03(3.50)***
P4	1.96(5.20)	3.08(5.87)	0.70(1.38)	2.38(3.22)***
P5	1.56(4.28)	2.21(4.54)	0.87(1.61)	1.34(1.83)*
P6	1.31(3.00)	1.80(2.59)	0.68(1.54)	1.12(1.36)
P7	1.72(4.37)	2.77(4.74)	0.26(0.61)	2.51(3.47)***
P8	1.15(3.36)	1.77(3.57)	0.29(0.67)	1.48(2.26)**
P9	1.27(3.13)	2.23(4.21)	-0.51(-0.95)	2.74(3.64)***
P10	1.31(2.14)	2.66(3.46)	-1.34(-1.5)	4.00(3.19)***
P1-P10	3.48(3.96)***	2.75(2.50)**	4.88(3.53)***	-2.13
Panel B : High dividend payout ratio (Top 50%)				
P1	5.57(9.06)	6.45(9.61)	3.63(2.90)	2.82(2.16)**
P2	2.90(6.46)	4.01(6.66)	1.58(2.46)	2.43(2.75)***
P3	2.81(6.44)	4.05(7.15)	0.77(1.30)	3.28(3.79)***
P4	2.13(6.63)	2.9(7.59)	0.89(1.63)	2.01(3.09)***
P5	1.76(6.49)	2.77(8.57)	0.02(0.05)	2.75(5.18)***
P6	1.16(4.00)	2.38(5.95)	-0.42(-1.16)	2.80(5.22)***
P7	0.78(3.10)	1.11(4.23)	0.14(0.27)	0.97(1.64)
P8	0.60(2.37)	1.02(3.38)	-0.29(-0.65)	1.31(2.44)**
P9	0.91(2.68)	1.45(3.32)	-0.10(-0.19)	1.55(2.18)**
P10	-0.69(-1.00)	0.51(0.52)	-2.62(-3.45)	3.13(2.51)**
P1-P10	6.26(6.71)***	5.94(5.14)***	6.25(4.27)***	-0.31

表 4-13 盈餘使用率對股利價格動能策略之影響

此表涵蓋 1999 年到 2009 年有支付現金股利公司共 3842 筆公司年樣本，其中又分類為股利增加 (Increases)2029 筆與股利減少 (Decreases)1813 筆。在股利價格動能策略中我們以公司在當年度初次公開董事會議日為事件日 t 月，將 t-5 至 t-1 依月報酬排序，設贏家(Winner)P1 並依序至輸家(Losers)P10，並從 t+1 月開始往後持有六個月計算其幾何報酬率，另外在 Panel A 中顯示的是低盈餘使用率(low dividend to available earnings)樣本而 Panel B 中顯示的為高盈餘使用率(High dividend to available earnings)樣本。在投資組合報酬率的差異檢定方面，以 t 檢定之，Difference 表示投資組合股利增加 (Increases)與投資組合股利減少 (decreases)二者差異檢定，括號表示為 t 值。***表示 1%之顯著水準，**表示 5%之顯著水準，*表示 10%之顯著水準。

Portfolio	Total	Increases	Decreases	Difference
Panel A : low dividend to available earnings (bottom 50%)				
P1	4.896(7.24)	5.794(6.49)	3.565(3.51)	2.230(1.63)
P2	2.699(5.83)	4.358(7.03)	1.114(1.73)	3.244(3.63)***
P3	2.433(5.21)	4.437(5.77)	0.807(1.57)	3.630(3.92)***
P4	1.528(4.25)	2.455(5.17)	0.590(1.13)	1.865(2.64)***
P5	0.735(2.13)	1.777(3.33)	-0.219(-0.52)	1.996(2.96)***
P6	1.162(2.93)	1.970(3.03)	0.291(0.70)	1.679(2.18)**
P7	1.009(2.93)	1.784(3.54)	0.176(0.39)	1.608(2.36)**
P8	1.039(2.97)	1.766(3.24)	0.243(0.58)	1.523(2.22)**
P9	0.838(2.13)	1.741(3.21)	-0.648(-1.32)	2.389(3.27)***
P10	1.525(2.27)	3.171(3.74)	-1.552(-1.64)	4.723(3.49)***
P1-P10	3.371(3.54)***	2.623(2.13)**	5.117(3.63)***	-2.494
Panel B : High dividend to available earnings (Top 50%)				
P1	5.332(9.13)	5.900(9.15)	3.595(2.79)	2.310(1.71)*
P2	3.470(8.69)	4.507(8.64)	1.736(3.17)	2.771(3.48)***
P3	2.646(6.32)	3.585(7.13)	0.682(0.99)	2.903(3.34)***
P4	2.475(7.44)	3.298(8.07)	1.023(1.92)	2.275(3.37)***
P5	2.379(8.59)	2.975(9.86)	1.211(2.23)	1.764(2.83)***
P6	1.266(3.97)	2.236(4.96)	-0.172(-0.45)	2.408(4.09)***
P7	1.400(4.86)	1.814(5.25)	0.249(0.52)	1.565(2.43)**
P8	0.762(2.92)	1.126(3.64)	-0.288(-0.64)	1.414(2.40)**
P9	1.328(3.81)	1.904(4.43)	0.110(0.19)	1.794(2.44)**
P10	-0.720(-1.21)	0.144(0.17)	-2.224(-3.10)	2.368(2.17)**
P1-P10	6.052(7.06)***	5.756(5.48)***	5.819(3.95)***	-0.063

第五章 結論與建議

本研究欲探討公司在本章結論與建議中包含二個小節，首先在第一節為本研究之結論。在第二節中，為本研究提出之建議。

第一節 結論

本研究採用 Asem (2009)的模式，利用公司是否支付現金股利與股利的變動等資訊來建構股利動能模型，更進一步以股利支付率與盈餘使用率探討對股利動能模型的影響。本節茲將研究結論彙整如下：

一、股利支付率與盈餘使用率：

在台股市場中公司的盈餘使用率平均數與中位數大至落在三成至五成間而第三四分位數中也在六成左右，另外平均數皆大於中位數 6 個百分比表示大多數的公司在盈餘使用率上皆偏低，故可推斷企業在現金股利發放上是有充足的裁決空間。

而利用盈餘使用率與公司的規模、獲利能力、投資機會進行單變量分析其實證結果顯示出當公司的盈餘使用率越高時，公司的獲利能力(ROA)越佳，且市價對帳面價值比(M/B)越大，表示當公司的資產報酬率(ROA)越大時，公司願意支付越高比例的現金股利，而投資人對此類公司的給與更高的評價使市價對帳面價值比(M/B)越大。然而我們觀看以每股盈餘(EPS)做為分母的股利支付率，其結果顯示與盈餘使用率不同的是股利支付率低的公司群，其獲利能力(ROA & ROE)表現相對股利支付率高的公司群的好，且公司規模越大的公司，股利支付率越低。

最後我們以盈餘使用率與股利支付率高低分類進行股利價格動能策略，其結果顯示高盈餘使用率的投資組合其股利動能報酬並不如高股利支付率投資組合只有 8.124%，對此結果我們推斷是因為盈餘使用率分母包含了公司過去所賺的錢，雖然與公司實際狀況較符，但是對投資人而言短期下所重視的還是公司現況獲利能力-每股盈餘(EPS)。但是我們發現盈餘使用率低(Low)的公司群，在輸家(P10)且增加股利

(Increases)投資組合有著相當高的報酬，因此我們認為盈餘使用率偏低的輸家中存在過度反應的現象。

二、盈餘使用率和股利支付率與股利價格動能策略

本研究初步中我們簡單的進行各年度中股利增加的公司群與股利減少公司群報酬率差異檢定其結果顯示 2000 年後其報酬率皆大於零，且大多數的年份中皆顯著大於零。表示台股市場存在信號效果(Signaling Hypothesis)。

而在股利動能模型中，結果顯示不支付股利的公司其產生的動能效果會優於有支付股利的企業，並且透過動能投資策略買進過去贏家且增加股利並放空過去輸家且降低股利投資組合可獲得 7.252%平均月報酬率，相對價格動能的 5.252%平均月報酬率高出 2%。

最後我們依其公司股利支付率由小排列至大，前 50%樣本為低股利支付率 (Low) 而後 50%樣本則為高股利支付率 (High) 進行股利價格動能策略，其結果顯示以股利動能投資策略買進高股利支付率 (High) 中過去的贏家且增加股利並放空過去輸家且降低股利投資組合可獲得平均 9.07%月報酬率。

然而依盈餘使用率小排列至大，前 50%樣本為低股利支付率 (Low) 而後 50%樣本則為高股利支付率 (High) 進行股利價格動能策略，其結果顯示股利動能報酬並不如股利支付率只有 8.124%，對此結果我們推斷是因為盈餘使用率分母包含了公司過去所賺的錢，雖然與公司實際狀況較符，但是對投資人而言短期下所重視的還是公司現況獲利能力-每股盈餘(EPS)。

第二節 建議

對於後續的研究者，提出下列幾個建議：

- 1、本研究中並無探討產業的效果，但不同的產業其股利政策有著不同的意涵，因此可透過產業對股利之特性加以分類探討其動能效果。

- 2、增長研究期間：本文在股利動能模型中事件日，即董事會議日期方面，由於受限於資料庫蒐蒐的限制下，僅探討西元 1998 年到 2008 年間的資料，後續研究者可拉長研究期間，藉由擴大樣本數，來提高研究的穩健度，以及獲得更多研究意涵。
- 3、本研究結果中發現股利支付率、盈餘使用率低(Low)的公司群，在輸家(P10)且增加股利(Increases)投資組合有著相當高的報酬，對此現象後續可加以探討。

參考文獻

一、中文部分

1. 王怡靜(2004)，「台灣股市價格動能與流動性之整合研究」，國立清華大學科技管理研究所碩士論文。
2. 王元章(2001)，「內部人持股、風險、股利、負債、投資與公司價值」，證券市場發展，第 13 卷，第 3 期，頁 29—69。
3. 甘逸偉 (2001)，「台灣股市動能策略與過度反應之整合研究」國立成功大學企業管理研究所未出版碩士論文。
4. 李馨蘋 黃啟倫(2009)，「股權結構、關係人交易與公司績效」，中華管理評論第十二卷第二期，1-31。
5. 沈立平(2003)，「台灣上市公司股權結構、財務決策與公司價值之關聯性研究」，國立中正大學企業管理研究所未出版碩士論文。
6. 林毅明(2000)，「台灣公司股利政策與股價之關聯性」，國立中正大學企業管理研究所論文。
7. 林宜勉、潘昭儀 (1998)，「股利宣告內涵與 Tobin' s Q 理論」，管理學報，第 15 卷第 4 期，587~621
8. 柯璟瑩，2003，「董事會特性，股權結構與負債關聯性之研究」，國立中央大學企業管理研究所碩士論文。
9. 陳欣伶(2003)，「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。
10. 陳光華(2000)，「台灣股市動能生命週期之再探討」，銘傳大學財務金融研究所碩士論文。

11. 陳元昌(2006),「具方向與波動性之股價動能投資策略」,國立成功大學財務金融研究所碩士論文。
12. 陳正佑(2002),「台股動量策略與反向策略投資績效之研究」,國立中山大學財務管理學研究所未出版博士論文。
13. 許勝吉,1999,「台灣股市追漲殺跌策略與反向策略之實證分析比較」,未出版碩士論文,輔仁大學管理研究所
14. 游奕琪,2000,「台灣股市產業與價格動能策略關聯性之實證研究」,國立政治大學財務管理研究所碩士論文。
15. 莊坤達(2003),「股價動量之驅動因子、投資行為、與動量投資策略之建構」,國立交通大學經營管理研究所碩士論文。
16. 黃嘉凌(2008),「台灣上市公司股利發放減少對經營績效的影響」,國立中正大學財務金融所研究所碩士論文。
17. 曾昭玲 周小玲(2005),「企業成長機會之於融資政策及股利政策影響之多期性研究」,東吳經濟商學學報第五十七期,49-77。
18. 鄭雅如,2001,「動能策略與股票風格在台灣股市的實證研究」,國立政治大學財務管理研究所碩士論文。
19. 蔡劭麟,1998,「台灣股票市場價格動量與周轉率之週期循環研究」,銘傳大學金融研究所碩士論文。
20. 韓千山(2009),「股價動能現象之研究:理論與實證」,輔仁管理評論第十六卷第二期,25-42。
21. 嚴月玲(2003),「資本結構、股權結構與股利政策對公司價值之影響」,朝陽科技大學財務金融系所未出版碩士論文。

二、英文部分

1. Asem, 2009, "Dividends and price momentum" *Journal of Banking & Finance* 33, pp. 486-494.
2. Agrawal, A., and Knoeber, C. R. , 1996, "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 3, 377-397.
3. Baber, W. R., S. N. Janakiraman, and S. H. Kang, 1996, "Investment Opportunities and the Structure of Executive Compensation." *Journal of Accounting and Economics*, 21, No.3, pp.297-318.
4. Benartzi, S., Michaely, R., and Thaler, R. ,1997, "Do changes in dividends signal the future or the past?" , *Journal of Finance* 52,1007-34.

5. Chordia, T., and Shivakumar, L., 2006, "Earnings and price momentum" *Journal of Financial Economics* 80, 627–656.
6. DeBont, Werner F.M., and Richard H. Thaler, 1985, "Does the stock market overreact" *Journal of Financial* 40, 557–581.
7. Cho, M. H. 1998, "Ownership Structure, Investment, and The Corporate Value: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics*, 47, pp.103-121.
8. Faulkender, M. W., T. T. Milbourn, and A. V. Thakor, 2006, "Does corporate performance determine capital structure and dividend policy?" Working paper. Washington University in St. Louis.
9. Grullon, G., Michaely R., and B. Swaminathan, 2002, "Are dividend changes a sign of firm maturity?" *The Journal of Business* 75, No. 3, 387–424.
10. Grinblatt, M., S. Titman, and R. Wermers, 1995, "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior", *American Economic Review*, 89(5), 1088-1105.
11. Gaver, J. J. and K. M. Gaver, 1993, "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies." *Journal of Accounting and Economics*, 16, No.1, 125-160.
12. Jagadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman, 1993, "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency," *Journal of Finance* 48, pp.65-91.
13. Moh'd, M.A. and Rimbey J.N., 1995, "An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy", *The Financial Review*, 30(2), 367-385.
14. Rachev, S., Jasic, T., Stoyanov, S., and Fabozzi, F.J., 2007, "Momentum strategies based on reward-risk stock selection criteria" *Journal of Banking and Finance* 31, 2325 -2346.
15. Yoon, P.S., and Starks, L.T., 1995, "Signaling, investment opportunities, and dividend announcements" *Review of Financial Studies* 8, 995–1018.
16. Zhang, F.X., 2006, "Information uncertainty and stock returns" *Journal of Finance* 56, 105–137.