

從迎合理論檢視台灣企業股利及 庫藏股政策

廖俊杰* 陳家好**

摘要

Baker and Wurgler (2004a, 2004b) 從行為公司財務的角度出發，提出迎合理論 (catering theory)，對股利之謎 (the dividend puzzle) 及股利消失之謎 (disappearing dividends puzzle) 都有不錯的解釋能力，該理論認為公司支付股利的主要原因，源自於管理者理性地迎合了股東對於股利不斷變化的偏好，其目的在於使公司股價提高。本研究利用2001年至2005年台灣上市公司為研究樣本，並在迎合理論架構中，加入庫藏股，實證結果顯示迎合理論對企業支付政策確實具有解釋力，管理者會理性地迎合投資者的需求而增加現金股利的發放，以及減少庫藏股的購回。

關鍵詞：迎合理論、股利政策、股利之謎、庫藏股買回、股利消失之謎

* 中國文化大學國際貿易系助理教授 E-mail: lj4@faculty.pccu.edu.tw

** 淡江大學財務金融所博士生

1. 緒論

分配現金股利及採用庫藏股買回政策，均為企業常用的資本管理決策，兩者都是將多餘的現金分配給股東。從實際數據觀之，台灣企業支付現金股利的比例，從 1997 年的 16.2%，快速成長到 2006 年的 67.75%，而我國自 2000 年實施庫藏股制度，截至 2007 年 4 月，共有 388 家上市公司宣告買回庫藏股，件數合計已達 1,394 件，實施家數占總上市公司的 57.06%¹。

在上述這種支付浪潮 (wave) 的背後，究竟有何驅動因子，一直是實務與學術界有興趣的議題。回顧自 Black (1976) 提出「股利之謎」 (the dividend puzzle) 以來，文獻中已有相當多的論爭，但仍未取得一致的結論。Fama and French (2001) 進一步探討 1926 年至 1999 年間美國上市公司現金股利發放行為，發現股利支付的減少已經持續了 20 年，並將此現象稱為「股利消失之謎」 (disappearing dividends puzzle)。

因傳統股利理論無法完整解釋上述股利消失的現象，行為公司財務 (behavioral corporate finance) 另闢新徑，嘗試引入自我控制 (self control)、心理帳戶 (mental account) 和後悔理論 (aversion to regret) 等心理學基礎，從行為面的觀點提出新的解釋。其中 Baker and Wurgler (2004a) 提出股利迎合理論 (catering theory)，引起了很大的迴響，該文試圖由投資者需求的角度來探討企業經理人發放股利的動機，認為公司是否發放現金股利取決於投資者的需求，當投資者願意花較高的價格購買

¹ 另外，依買回目的區分，轉讓股份予員工 872 件、股權轉換 21 件、維護公司信用及股東權益 501 件；其中已期限屆滿或執行完畢或終止執行為 1389 件，兩次以上買回申請為 290 家。

發放現金股利的股票時，經理人就會迎合此種需求而選擇發放現金股利；相反的，當投資者願意花較高的價格購買那些不發放現金股利的股票時，經理人就會迎合投資者的需求而選擇不發放。然而上述以美國為實證對象，Denis and Osobov (2007) 探討美、加、英、德、法和日的股利支付，在加拿大和英國迎合理論的影響只有較微弱的實證支持，但在德、法和日本卻和迎合理論產生相反的理论預期，反而支持代理成本的假說。放到資本市場型態不盡相同的台灣，本研究進行樣本外檢測 (out-sample test)，檢驗迎合理論在台灣是否同樣具有解釋能力，由於台灣之企業對於股利政策的裁量性較大、發放股利的目的也較不明確、究竟迎合理論是否足以解釋台灣股利支付政策？此乃本文研究動機之一。

在研究設計上，如何衡量「股利貼水」(dividend premium)、哪些企業特性因素是股利發放的基本影響因子等問題，目前文獻未有定論，以台灣上市公司資料探討適合我國支付政策動因的衡量模式，乃本研究動機之二。此外，本研究一併考慮了企業支付的另一型式-庫藏股購回，是否也存有迎合效果，國內迄今未有類似研究。

本文結合迎合理論的思想，結果發現投資者對現金股利的需求表現為股利溢價，對庫藏股買回企業則呈現折價，即投資人願意花高的相對價格來購買發放現金股利、不進行庫藏股買回的公司股票；投資人的這種需求使得公司傾向發放現金股利、及不採取庫藏股買回；正是投資者這種需求的變化，使得上市公司改變發放現金股利及庫藏股購回的決策。

本研究之架構編排如下，第 1 節為緒論，第 2 節為文獻回顧，第 3 節為研究設計及研究假說，第 4 節為資料分析，第 5 節為結論。

2. 文獻回顧

2.1. 從股利之謎到股利消失之謎

Miller and Modigliani (1961) 提出「股利無關論」，成為半個世紀以來股利政策研究的標竿，無論是稅賦假說、訊號假說、代理成本假說，或交易成本假說，都在「股利無關論」的基礎上進行論證，其中最重要的質疑便是「投資者理性假說」的適用性。

Miller and Modigliani (1961) 的研究顯示，在完全市場中（沒有市場摩擦與資訊不對稱性），公司價值與其利潤分配政策無關，因此公司在利潤分配時，由於分配現金股利會有現金支出，將更願意選擇股票重購回。然而觀諸現實，許多公司卻以選擇現金股利為主，Black (1976) 稱之為「股利之謎」。儘管「股利無關論」受到了許多質疑，但也正由於理論假設與現實之間的不吻合，才為後續研究奠下基礎。而修正的模型集中在討論稅負、訊息不對稱 (asymmetric information)、代理成本 (agency cost)、交易成本、發行成本和非理性投資者行為，但始終未能獲得定論。

隨著機構投資者對低股利支付的需求增加，驅使此類型公司價值提高，進而導致全體企業平均股利降低，此即 Fama and French (2001) 所謂的「消失的現金股利之謎」，在股利理論無法解釋 Black (1976) 「股利之謎」時又出現了「新謎」。該研究發現美國支付現金股利公司的比例從 1978 年的 66.5% 下降到了 1999 年的 20.8%，並嘗試以公司特性的改變加以解釋，由於在研究期間內的新上市公司多具高成長機會、低歷史獲利性及長期才會產生盈餘的特性，造成較少支付股利；但在控制了企業特性後，此種股利支付傾向偏低的狀況仍存在，與 1970 年代至 1990 年代的狀

況迥異；該研究並運用市價淨值比（market-to-book ratio, M/B）、資產成長、獲利性、成長機會及公司規模五項變數，發現支付現金股利的公司特性有：高 M/B 比、高資產成長率、高獲利率、低成長機會及公司規模較大等。

其它探索現金股利消失之謎的文獻中，DeAngelo et. al. (2004) 認為發放現金股利的公司主要集中在大規模公司，並證明其「成為股利發放者的可能性」遠高於「現金股利支付減少的可能性」，並指出若將股利以物價指數調整，股利支付公司數目並未減少，反而增加，因此總體而言並沒有股利消失之情事，只是股利的供給集中在少數大型企業，且此類型企業並沒有股利消失的狀況，因此股利支付下跌的傾向主要發生在小型企業，但仍無法解答何以它們不再支付股利；此外，Julio and Ikenberry (2004) 延伸 Fama and French (2001) 的模型，得到「股利再現」(reappearing dividends) 的結論，以 2000 年末為研究期間的開始，觀察到股利支付比率反轉 (reversal) 的現象，但該趨勢發生在 2003 年美國減稅 (tax cut) 之前，因此無法完全以稅制改變來解釋股利支付的變動。由於上述研究存有樣本偏誤效果 (sample composition effects)² 的爭議，Chetty and Saez (2005) 控制了廠商進入與退出 (entry and exit effects) 的影響，結果顯示：一旦將上述效果排除，則股利支付的增加正發生在稅制改革之時，因此認為 Julio and Ikenberry (2004) 的結論是因樣本偏誤，而稅制改革後的改變則起因於企業支付政策行為面的變化。

² 該研究選取 2003 年之前市場資本化後規模固定的 top 1000 大企業樣本，但由於歷經 2000 年網路泡沫化，此種抽樣法排除許多不支付股利的科技公司而產生樣本偏誤效果 (sample composition effects)。

2.2. 迎合理論

傳統財務理論已有所謂的股利顧客效果 (dividend clienteles)，Miller and Modigliani (1961) 就提出股利顧客效果是根據投資人特性而導出，之後 Hamada and Scholes (1985) 認為若此效果存在，將影響企業最適財務政策³，此外顧客效果也會影響股票報酬 (Allen and Michaely 2003)，尤其當特定顧客特性併入資產價格考慮時 (Elton and Gruber 1970)，Hotchkiss and Lawrence (2003) 研究也證實此效果對股票報酬的正向影響；再者，若顧客效果確會影響股價，則將對經理人決策具有回饋效應，Brav et al. (2003) 指出財務主管若改變支付政策，則將改變投資人的行為，進而負向影響股價。傳統財務理論對股利顧客效果的論證，大致區分為投資者賦稅特性、股利和資本利得相對稅率 (Miller and Modigliani 1961; Allen and Michaely 2003)。

行為財務針對年齡及所得發展出新的顧客模型，Shefrin and Statman (1984) 認為心理帳戶會影響投資人對股利的偏好，Shefrin and Thaler (1988) 進一步提出生命週期的考量，也會影響小額投資人的股利偏好⁴，Thaler and Shefrin (1981) 則認為基於自我控制的理由，投資人偏好現金股利，而為了避免後悔，投資人會採取下列的代表性捷思 (heuristic)：「利用股利增加消費，讓本金維持不變」。

Baker and Wurgler (2004b) 對上述說法提出挑戰，該研究以 1963 年至 2000 年美國股票市場中「股利的消失與出現」為研究主題，認為傳統的股利顧客效果假說，只考慮到股利的需要面，卻忽略股利的供給面，從

³ Perez-Gonzalez (2006) 認為關鍵股東的稅負偏好會影響企業支付的政策。

⁴ 年齡較長的投資人，或對規則性所得流量有較強烈需求，會偏好高股利股票，用以融通消費。

供給面觀察，投資者因心理或制度因素的驅使，對支付股利的公司股票通常有較強烈的需求，而使此類股票形成「股利溢酬」(dividend premium)，即支付股利公司與不支付股利公司在平均 M/B 產生差異，當投資者願意為支付股利的公司付出股利溢酬，管理者傾向於支付股利；反之，股利溢酬為負，管理者將不願支付股利，並稱之為迎合理論。迎合理論對上述結果的解釋是：股利支付是理性經理人對不理性的投資者對股票市場誤訂價 (mispricing) 的回應。股利溢酬的需求是投資者情緒，而非顧客效應 (稅收、交易成本等)。

Baker and Wurgler (2004a) 的迎合理論有三項重要的修正，其一，由於心理、制度方面的原因，投資者對股利的需求和偏好十分複雜，且會隨時間而改變；其二，投資者對股利的偏好導致了對支付股利的公司和不支付股利的公司產生誤訂價，此乃套利機制失靈所致；其三，管理者理性的迎合投資者對股利的偏好和需求。此外，若企業經理人誘因薪酬取決於股價，則其更有可能取悅投資者、抓住溢價機會來改變股利政策。Baker and Wurgler (2004a, 2004b) 發現美國 Citizens Utilities 公司同時發放現金股利和股票股利，雖然兩者對投資者價值相等，然而投資者在發放現金股利的股票上支付價格較高，代表投資者會將現金股利視為公司股票的一個顯著特徵，用以區別發放股利與否，而反過來引起管理者迎合投資者支付現金股利的動機。

Baker and Wurgler (2004a, 2004b) 也發現，公司的股利政策與市場總股利收益率、總支付比率與股利總增長率無關，而與股價呈現高度相關，至於究竟是正相關或負相關，會隨不同時期而有改變。迎合理論認為：相較於其它模型，股利迎合更可以解釋何以公司股利政策會隨時間的改變而改變。此外，迎合理論的模型和實證結果，探討的主題是「是否支付股利」，

而非「支付多少的決策」。一旦企業開始支付股利，增減股利的決策主要取決於企業的獲利能力，而非企業的相對價值。因此，迎合理論解釋了支付的數量，而不是支付者的總支付數。

迎合理論影響了後續學者的研究方向，Denis and Osobov (2007) 探討美、加、英、德、法和日的股利支付，採用類似 Baker and Wurgler (2004a, 2004b) 的分析方式，實證結果顯示：(1) 美、加、英、德、法和日本的确會受到獲利性、成長機會及公司大小所影響，如同先前的研究，在這些國家中，較多獲利性及較大的公司的確比較可能發放股利，而且在 1989 年至 2002 年間，確實有減少股利的發放。(2) 在美國，迎合理論的假設有強健 (robust) 的實證支持；然而，在加拿大和英國，對於迎合理論的影響卻只有較微弱的實證支持；但在德、法和日本，卻和迎合理論產生相反的理論預期。作者認為會產生這些結果主要是比起投資者對股利的情緒喜好之衡量，股利貼水應該比較適合對股利發放者和非股利發放者之間的相對成長機會之衡量。整體而言，反而支持代理成本的假說。Ferris et al. (2006) 則發現在英國股利消失是從 1990 年代後期開始，並利用英國資料測試股利貼水與股利支付意願之關連性，結論與迎合理論一致。

Hoberg and Prabhala (2006) 針對股利消失之謎和迎合理論加入特有風險⁵的解釋因素，探討特有風險的有無會不會影響理論的結果，其結果顯示加入特有風險後，對於股利發放傾向的解釋是顯著的，而對於股利消失之謎也有 40% 的解釋力；在迎合理論方面，當還未加入風險因素，迎合理論具經濟及統計顯著性，一旦加入特有風險因素，則不顯著，解釋力也由 29% 降到 2.4% 到 4.3% 之間，此結果指出迎合理論是可以解釋股利發放的

⁵ Hoberg and Prabhala (2006) 使用「公司每日股票報酬」對「市場投資組合報酬」進行迴歸，取其殘差值的標準差衡量公司特有風險。

傾向，但是只要控制風險因素，迎合理論就無法解釋。

Li and Lie (2006) 做了模型修正，檢驗迎合理論是否也適用於股利變化的狀況，而不僅適用在股利首度發放和停止支付時。其結論支持迎合理論的觀點，特別是當股利益價較高時，公司更可能增加股利，股利增加的傾向變大，股票價格對股利增加消息的反應更有利。反之，當股利益價較低時，公司更可能回購股票和減少股利，股利減少的趨勢變大，股票價格對股利減少消息的反應是有利的。同時，在股利決策中，企業經理人會考慮投資者需求的變動，並助長股價上漲的傾向，也就是懲罰漠視股利需求的經理，給予較低的股價（股利相關論）。

在台灣對迎合理論相關之研究仍在起步階段，方以唐（2006）探討台灣上市公司在 1997 年之後股利決策轉變的原因，結果顯示：（1）同時支付兩種股利的公司為大規模、高獲利、高的資產成長率；支付現金股利的公司具有高獲利與低資產成長率，支付股票股利的公司則具有低獲利與高資產成長率的特徵；（2）在控制特徵值⁶之後，1997 年後對於支付現金股利的意願是遞增，但股票股利卻是遞減，再用迎合理論進一步解釋特徵值迴歸的殘差，發現迎合投資人的偏好可進一步使殘差降低，由此可知公司的股利政策不僅依其本身的特徵，也會迎合投資大眾的偏好而做調整；（3）不付股利且盈餘為負的公司數持續增加，可見盈餘和股利決策具很大的關連性。許正宇（2006）則運用公司特性分析，發放現金股利與未發現金股利兩種公司的差異，結果顯示：（1）在公司特性中，公司規模和 M/B 比都與現金股利近年發放比例上升無顯著關聯，未發放現金股利公司的平均獲利能力與成長性，在 1997 年後呈現大幅下降，且低於發放現金股利的

⁶ 方以唐（2006）特徵值為獲利率、市價淨值比、資產成長率、總資產與研發支出（R&D）相對於資產的比例。

公司，故發現有能力發放現金股利的公司，無論大小或有無成長機會，皆開始發放現金股利，而不發現金股利的公司，大多只剩下無成長力且經營狀況困難的公司；（2）在不考慮其他因素時，發現台灣迎合理論的現象確實存在；而去除公司特性之影響時，發現迎合效果的存在，也發現 1997 年之前出現逆迎合理論的現象。

2.3. 庫藏股購回的迎合效果

不論支付現金股利或購回庫藏股，都是公司分配超額現金給股東的方式，文獻已針對兩者差異進行相當多的分析（Grullon and Michaely 2002; Jagannathan et al. 2000），主要的結論均支持 Graham et al. (2005) 的調查，企業股利政策較具嚴格性（rigid），企業偏好以現金流量中較具恆常性者支付股利，且偏好保持股利平滑，至於重購回則較有彈性，會以殘餘的現金流量支付，且不在意重購回政策的變動性；此外，經理人認為股利的訊息內涵更多。

至於投資人對兩項政策的反應亦不同，在效率市場的理性投資人會同時考慮股利及庫藏股政策的訊號，根據訊號假說，股利對股價釋放正向訊號（Bhattacharya 1979; Miller and Rock 1985; Bhattacharya and Dittmar 2004），若庫藏股提供相同的正向訊號，投資人會立即給予正向反應，國內研究中，陳振遠與吳香蘭（2002）、蔡柳卿（2000）、及鄭桂蕙（2002）等研究中均有探討庫藏股宣告之資訊內涵，普遍發現公司宣告購回庫藏股票的主要動機係傳遞有利訊息，而投資人也將此決策解釋為管理者對本期和未來盈餘績效具有信心，因而對庫藏股交易之宣告產生正向的股價反應。至於宣告後的市場效應，Asquith and Mullins（1986）指出宣告購回時產生的正向股價反應，在購回後股價不會回跌至宣告前的水準，顯示已成功地將管理者的評估傳達到市場；Ikenberry et al.（1995）指出，過去研究

發現公開市場購回之平均市場反應只有 3.5%，此種小幅反應並不足以修正價格低估，故將研究期間拉長觀察異常報酬。結果發現，投資人對公開市場購回有反應不足的現象，宣告後 4 年仍能賺取 12.1% 的股票異常報酬，故與價值低估說法一致。

行為公司財務研究的另一途徑，在投資人不理性、理性的經理人則具資訊優勢，因為經理人可透過擇時能力，藉由選擇適當的「機會之窗」，以股票購回而獲利 (Cook et al. 2004; Brockman and Chung 2001; Ginglinger and Hamon 2006)，Isagawa (2002)、Fairchild and Zhang (2005) 進一步以模型導證說明經理人可透過市場擇時，針對投資人的不理性，採庫藏股的低買高賣而獲利。

至於庫藏股買回的迎合動機，Fairchild and Zhang (2005) 仿照 Baker and Wurgler (2004a) 建構迎合模型，企業在股利與庫藏股間迎合投資人的需求，同時也可選擇不迎合，反而投資一項 NPV 為正的專案，經理人的決策因子包括其管理任期、兩項支付政策溢酬的相對大小。結論是：公司在股利支付與庫藏股購回不會迎合投資者需求而做改變，但相對會保留自由現金流量去投資淨現值為正的投資計畫。

3. 研究設計及研究假說

本研究在投資者非理性的架構下，探討公司股利發放的迎合行為，研究採用 Baker and Wurgler (2004 a, 2004b) 之股利貼水作為衡量迎合行為的代理變數，探討對股利支付意願的影響，並依據 Fama and French (2001) 加入公司特性變數。此外，研究亦考慮庫藏股購回的迎合行為。

3.1. 變數衡量方式

依變數「股利支付意願」(PTP)、自變數「股利貼水」(DP)之衡量方式均依循 Baker and Wurgler (2004a, 2004b)，並區分為價值加權股利貼水(VW-DP)以及均權股利貼水(EW-DP)兩種狀況，其中，均權(equal-weighted)採用簡單算術平均，價值加權(value-weighted)則依照各公司市值大小為權重加權而得⁷。

$$\text{加權股利貼水 (VW-DP)} = \log \left(\frac{\text{支付股利公司價值權重之平均 M/B}}{\text{未支付股利公司價值權重之平均 M/B}} \right)$$

$$\text{均權股利貼水 (EW-DP)} = \log \left(\frac{\text{支付股利公司之平均 M/B}}{\text{未支付股利公司之平均 M/B}} \right)$$

庫藏股的迎合行為，則以重購回貼水(REP)為自變數，計算方式如下：

$$\text{加權重購回貼水 (VW-REP)} = \log \left(\frac{\text{購回庫藏股公司價值權重之平均 M/B}}{\text{未購回庫藏股公司價值權重之平均 M/B}} \right)$$

$$\text{均權重購回貼水 (EW-REP)} = \log \left(\frac{\text{購回庫藏股公司之平均 M/B}}{\text{未購回庫藏股公司之平均 M/B}} \right)$$

3.2. 控制變數

本研究以 Fama and French (2001) 的四項公司特性變數做為控制變

⁷ Roll and Ross (1980) 認為價值加權可反映市場的績效，Brown and Warner (1980) 則指出，使用均權指數較能夠發現異常報酬率，Patterson (1989) 認為均權指數與股票報酬率之間相關性較大，參數估計較精準，故能發現異常報酬率。

數，分別定義如下：

(1) 市價淨值比 (M/B)

$$M/B = \text{每股市場價值} / \text{每股帳面價值}$$

(2) 資產成長率 (AG)

$$AG = \text{資產變動額} / \text{期初總資產}^8$$

(3) 獲利率 (ROA)

依循 Fama and French (2001)，本研究以總資產報酬來衡量，

$$ROA = \text{稅後淨利} / \text{總資產}$$

(4) 公司規模 (SIZE)

本研究以總資產取對數衡量公司規模。SIZE = ln (總資產)

(5) 負債比率 (DR)

本研究採用 Bagwell and Shoven (1988) 與 Hovakimian et al. (2001) 之分析結論與 Hull (1999) 與 Dittmar (2000) 之實證方法，以總負債除以總資產衡量負債比率，公式為： $DR_{i,t} = (TL_{i,t-1} / TA_{i,t-1})$

其中， $TL_{i,t-1}$ 為第 i 家公司第 t-1 期期末之負債總額； $TA_{i,t-1}$ 為第 i 家公司第 t-1 期期末之總資產。

(6) 自由現金流量 (FCF)

基於短期投資亦為公司可自由運用而不致影響公司營業之資金，故本研究將 Dittmar (2000) 以現金及約當現金作為自由資金流量變數衡量之

⁸ 周淑卿、汪志勇 (2003) 及蔡其勳 (2006) 亦採相同定義。

作法酌加修正，而以現金及約當現金加上短期投資之和作為自由資金流量變數之衡量。為避免規模之異質影響，本研究實證時將原始金額以流通在外股數平減之⁹：

$$FCF_{i,t} = (\text{CASH}_{i,t-1} + \text{STINV}_{i,t-1}) / \text{SHOUT}_{i,t-1}$$

其中， $FCF_{i,t}$ ：第 i 家公司第 $t-1$ 期末之自由現金流量， $t=0$ 為宣告買回庫藏股之期間； $\text{CASH}_{i,t-1}$ ：第 i 家公司第 $t-1$ 期末之現金及約當現金； $\text{STINV}_{i,t-1}$ ：第 i 家公司第 $t-1$ 期末之短期投資；及 $\text{SHOUT}_{i,t-1}$ ：第 i 家公司第 $t-1$ 期末之流通在外股數。

3.3. 實證模型

本文目的在探討迎合理論對企業支付政策之影響，進行 logistic 分析之前，先測試自變數間的共線性問題，經皮爾森積差相關係數（pearson product-moment correlation）檢定，並無共線性問題。

研究模型區分為二，迎合行為的代理變數為股利（庫藏股）貼水，公司的股利（庫藏股）支付意願會依據股利（庫藏股）貼水而改變，我們先以 logistic 迴歸，剔除可能會影響公司股利（庫藏股）支付政策之公司特性，殘差項（ u_{it} ）即為公司特性無法解釋的部分；接著將殘差項逐年平均，並對股利（庫藏股）貼水進行迴歸，驗證剔除公司特性後，探討股利（庫藏股）貼水是否對公司的股利（庫藏股）支付具有解釋力。現金股利的迎合行為模型設如下：

$$\Pr(\text{payer}_{it} = 1) = \text{logit}(a + b \times \text{MB}_{it} + c \times \text{AG}_{it} + d \times \text{ROA}_{it} + e \times \text{SIZE}_{it}) + u_{it} \quad (1)$$

其中， $\text{payer}_{it} = 1$ ，代表發放現金股利、 $\text{payer}_{it} = 0$ ，代表未發放現金股

⁹ 鄭桂蕙等（2006）亦採用此法。

利；MB=市價淨值比；AG=資產成長率；ROA=獲利率；SIZE=公司規模； μ_{it} =殘差；

$$\begin{aligned} PTP_t &= f + g \times DP_{t-1} + V_t \\ PTP_t &= \left(\frac{1}{N}\right) \times \sum_j U_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

其中，PTP=股利支付意願、DP=股利貼水；

同樣的，庫藏股購回的迎合行為模型設如下：

$$\begin{aligned} \Pr(\text{repurchase}_{it} = 1) &= \text{logit}(a + b \times MB_{it} + c \times AG_{it} + d \times ROA_{it} + e \times SIZE_{it} \\ &\quad + f \times DR_{it} + g \times FCF_{it}) + u_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

其中， $\text{repurchase}_{it} = 1$ ，代表購回庫藏股； $\text{repurchase}_{it} = 0$ ，代表未購回庫藏股；

$$\begin{aligned} PTR_t &= f + g \times REP_{t-1} + V_t \\ PTR_t &= \left(\frac{1}{N}\right) \times \sum_j U_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

其中，PTR=重購回意願；REP=重購回貼水。

3.4. 拔靴 (Bootstrap) 參數檢驗分析法

為解決樣本相對較小的問題，在處理上述第 2 及第 4 式的參數估計時，本研究採用 Efron (1979) 所提出之拔靴法，運用無母數隨機化技術 (nonparametric randomization technique)，以重複抽樣的方式，在有限樣本資料中建立一統計分配模型¹⁰(Efron, 1979; Efron and Tibshirani, 1985, 1993; Mooney and Duval, 1993; Chernick, 1999)。在資料處理上，參考 Wang et al. (2007) 以 SAS 統計軟體進行之。

¹⁰ 原理是在一有限的樣本重建母體真實的分配，只要給定每個觀察值相同的機率，隨機抽取且容許放回，則次數越多抽到的機會越大。當重複抽取足夠的樣本數目後，此次數分配會趨近於母體分配。

3.5. 樣本來源與研究期間

本研究以台灣上市公司為研究對象，有關各公司之股利、庫藏股公司特徵等資料，都取自台灣經濟新報資料庫（TEJ），研究期間為 2001 年至 2005 年。

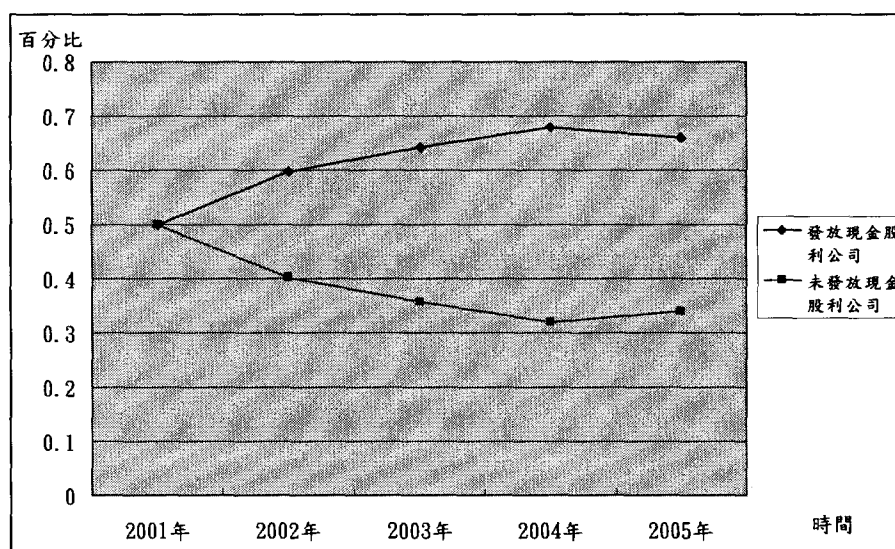
樣本選取原則有：上市未滿一年即下市者、已下市公司、當年度資料不齊全之樣本、金融產業，均予以刪除。此外，股利資料僅選取普通股樣本，排除特別股。

4. 資料分析

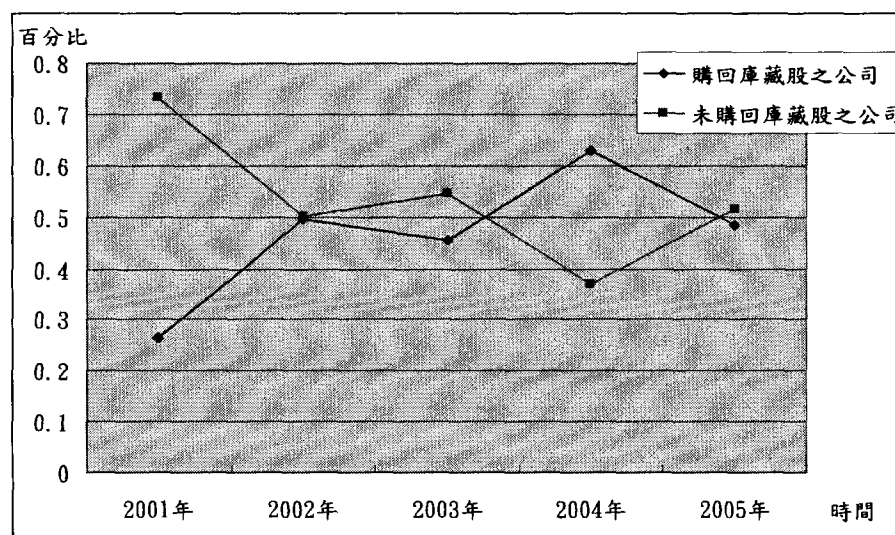
4.1. 敘述統計

《圖 1A》是研究期間發放與未發放現金股利之公司占全體樣本比例的趨勢變動，發放現金股利之公司從 2001 年開始逐年增加，而未發放現金股利之公司則逐年減少，顯示更多公司選擇以現金股利支付。

在庫藏股方面，從《圖 1B》購回庫藏股之公司呈現非線性的上升趨勢，未採行購回庫藏股政策的公司則呈非線性下降，2003 年以前未採行購回庫藏股政策較多，2003 年以後則以購回公司超越未購回者。



《圖1A》現金股利發放情形百分比趨勢圖



《圖1B》庫藏股購回情形百分比趨勢圖

由《表 1 panel A》，發放現金股利之公司比例為 62.02%，超過半數；而執行庫藏股購回之公司佔全體樣本 44%；整體 M/B 之平均數為 1.5677，資產成長率之平均數為 17.6216，獲利率之平均數為 0.0376，公司規模之平均數為 15.6329，負債比率之平均數為 0.3817，自由現金流量為 5.3767。

若將樣本依發放現金股利與否分群，由《表 1 panel B》可知，發放現

金股利者較多，超出 700 多家；就公司特性而言，發放現金股利者，其 M/B、資產成長率、獲利率及公司規模均略高於未發放者，與理論預期一致。

若將樣本依購回庫藏股與否分群，由《表 1 panel C》可知，執行購回庫藏股者較未執行購回者少了 300 餘家，依公司特性觀察，購回庫藏股者，其 M/B、資產成長率及獲利率較未購回者為低，但公司規模、負債比率及自由現金流量則較未購回者為高。

《表 1 panel A》全體樣本之敘述統計量

	敘述統計			
	平均數	標準差	最大值	最小值
發放與否	0.6202	0.4854	1.0000	0.0000
購回與否	0.4400	0.4970	1.0000	0.0000
M/B	1.5677	1.4051	28.8800	0.0400
資產成長率	17.6216	21.6241	32.1732	-7.1635
獲利率	0.0376	0.1091	0.4000	-2.5000
公司規模	15.6329	1.2028	20.0500	12.6600
負債比率	0.3817	0.1528	0.7312	0.0910
自由現金流量	5.3767	4.8226	12.6391	-4.2743
樣本數	3033			

《表 1 panel B》敘述統計（依發放現金股利與否分群）

	敘述統計			
	有發放現金股利		未發放現金股利	
	平均數	標準差	平均數	標準差
發放與否	1.0000	0.0000	0.0000	0.0000
購回與否	0.4300	0.4950	0.4700	0.4990
M/B	1.9043	1.4366	1.0180	1.1584
資產成長率	16.1623	26.6523	2.0628	21.631
獲利率	0.0850	0.0605	-0.0397	0.1253
公司規模	15.6852	1.2233	15.5174	1.1640
樣本數	1881		1152	

《表1 panel C》敘述統計（依執行庫藏股購回與否分群）

	敘述統計			
	有購回庫藏股		未購回庫藏股	
	平均數	標準差	平均數	標準差
發放與否	0.6000	0.4901	0.6363	0.4812
購回與否	1.0000	0.0000	0.0000	0.0000
M/B	1.3053	0.8776	1.7759	1.6831
資產成長率	8.2712	20.5273	14.2664	28.523
獲利率	0.0295	0.0895	0.0441	0.1221
公司規模	15.8990	1.2058	15.4217	1.1579
負債比率	0.4027	0.1753	0.3651	0.1152
自由現金流量	8.2736	6.1274	3.1767	5.2173
樣本數	1342		1691	

4.2. Logistic 迴歸

在進行迎合理論相關假說檢測前，我們先以支付與否之虛擬變數作為依變數，以公司特性為自變數，進行 logistic 迴歸，並且逐年分析，以剔除公司特性之影響，求出迴歸式之殘差（即支付行為無法以公司特性解釋的部分），再利用殘差之平均計算股利（或庫藏股）支付意願，以利後續迎合理論檢測。

由《表 2 Panel A》，在公司特性對現金股利支付意願的迴歸分析中，獲利率之迴歸係數為正且具顯著性，顯示獲利越高的公司越傾向發放現金股利；公司規模之迴歸係數亦為正具顯著性，代表公司規模越大，公司越傾向發放現金股利給股東，此與理論預期相符。

在庫藏股方面，由《表 2 Panel B》，在公司特性對庫藏股購回意願的迴歸分析中，M/B 與負債比率之迴歸係數均為負具顯著性，資產成長率之迴歸係數亦為負惟不具顯著性；公司規模與自由現金流量之迴歸係數均為正具顯著性，獲利性之迴歸係數為正惟不具顯著性。

《表2 Panel A》現金股利發放與否的logistic迴歸

依變數：現金股利發放與否					
年度	常數	M/B	資產成長率	獲利率	公司規模
2001	-3.0127*	-0.5681***	0.1102	12.0512***	0.1183*
	(-1.88)	(-3.72)	(1.55)	(2.83)	(1.72)
2002	-2.1621*	-0.5513**	0.1614	21.3272***	0.1053
	(-1.91)	(-2.19)	(1.46)	(3.07)	(1.17)
2003	-2.8632*	-0.8216***	0.1032	8.0163**	0.1101*
	(-1.93)	(-3.04)	(1.51)	(2.11)	(1.82)
2004	-2.0768*	-0.5062**	0.1056	11.2634***	0.1026
	(-1.86)	(-2.05)	(1.64)	(4.06)	(1.52)
2005	-3.0216**	-0.5121**	0.1225	14.6428***	0.1335
	(-2.18)	(-2.27)	(1.47)	(3.31)	(1.61)

《表2 Panel B》庫藏股購回與否與logistic迴歸分析

依變數為庫藏股購回與否							
年度	常數	M/B	資產成長率	獲利率	公司規模	負債比率	自由現金流量
2001	-4.0615***	-0.2372***	-0.1005	0.8623	0.2268***	-0.1047*	0.1162*
	(-3.32)	(-2.84)	(-1.62)	(1.47)	(3.04)	(-1.77)	(1.81)
2002	-1.0361**	-0.2016***	-0.1136	0.1274	0.3026***	-0.1146*	0.1274*
	(-2.01)	(-3.12)	(-1.63)	(1.52)	(3.01)	(-1.81)	(1.92)
2003	-2.0157***	-0.3601***	-0.1238	2.2318	0.2014**	-0.2051*	0.1362*
	(-3.13)	(-3.25)	(-1.55)	(1.62)	(2.16)	(-1.72)	(1.84)
2004	-1.7693*	-0.2157**	-0.1154	1.4613	0.2251**	-0.2155*	0.1262*
	(-1.93)	(-2.01)	(-1.61)	(1.61)	(2.24)	(-1.93)	(1.77)
2005	-2.1127**	-0.3025**	-0.1032	1.1046	0.2325***	-0.1132*	0.1426*
	(-2.24)	(-2.31)	(-1.62)	(1.62)	(3.12)	(-1.81)	(1.92)

註：括號內為t值；*、**、***表示t值達10%、5%、1%的顯著水準，雙尾檢定。

經 logistic 迴歸，排除公司特性之影響，所得到的殘差之平均值，即為股利支付意願的代理變數。在迎合理論之檢測上，我們欲驗證「前期股利貼水」與「股利支付意願」的關係，股利貼水則區分為加權股利貼水與均權股利貼水兩項計算方式。

以現金股利政策而言，由《表 3 Panel A》，加權股利貼水第一年下降，之後呈現上升趨勢，與股利支付意願趨勢相反，無法以迎合效果解釋，但均權股利貼水則與股利支付意願一致，皆為下降趨勢，可能具有迎合效果。可能的原因是，企業經理人通常只應用簡單的拇指法則（rule of thumb），作為推論股利貼水的依據，而忽視較間接、不明顯的因子，也就是以簡單均權平均來思考投資大眾給予支付股利公司的評價，而非較複雜的價值加權。

《表3》股利貼水與股利支付意願

Panel A：年度別的股利貼水						
年度	2001	2002	2003	2004	2005	
支付股利公司數	269	355	400	431	426	
支付股利公司均權M/B	2.099	1.818	2.060	1.668	1.946	
支付股利公司加權M/B	1.781	1.587	2.070	1.821	1.964	
未支付股利公司數	269	220	222	202	219	
未支付股利公司均權M/B	1.075	0.848	1.138	0.837	1.185	
未支付股利公司加權M/B	1.684	1.140	1.28	0.897	1.003	
均權(EW)股利貼水	1.024	0.970	0.922	0.831	0.761	
加權(VW)股利貼水	0.097	0.447	0.790	0.924	0.961	
Panel B：股利貼水對現金股利支付意願之迴歸（依變數：PTP）						
	原始樣本迴歸		Bootstrap迴歸 (1000次)		Bootstrap迴歸 (5000次)	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
VW						
常數	-0.5231*	-1.82	-0.5229*	-1.79	-0.5237*	-1.83
加權股利貼水	-0.9416*	-1.78	-0.9408*	-1.81	-0.9411*	-1.85
EW						
常數	-0.1918***	-2.81	-0.1921**	-2.35	-0.1923**	-2.51
均權股利貼水	3.6117***	7.35	3.6114***	7.61	3.6239***	6.82

註：*、**、*** 表示 t 值達 10%、5%、1% 的顯著水準，雙尾檢定。

再觀察迴歸分析結果，由《表 3 Panel B》，原始樣本的均權股利貼水與現金股利支付意願有顯著的正向關係 (t 值為 7.35)，且在採用 Bootstrap 方法，模擬次數在 1000 次及 5000 次下，其迴歸結果仍具一致性，因此可初步推論台灣企業的現金股利支付存有迎合效果。股利貼水主要反應投資人對現金股利之需求，股利貼水越高代表投資人願意花較高的價格購買發放現金股利之公司股票，故管理階層迎合投資者之需求，而改變現金股利支付政策。

《表4》重購回折價與重購回支付意願

Panel A：年度別的重購回折價						
年度	2001	2002	2003	2004	2005	
重購回公司數	143	296	283	308	312	
重購回公司均權M/B	1.271	1.195	1.446	1.048	1.344	
重購回公司加權M/B	1.472	1.354	1.803	1.58	1.661	
未重購回公司數	395	299	339	325	393	
未重購回公司均權M/B	1.703	1.686	1.96	1.574	1.944	
未重購回公司加權M/B	1.872	1.410	1.78	1.632	1.793	
均權(EW)重購回折價	-0.432	-0.491	-0.514	-0.526	-0.663	
加權(VW)重購回折價	-0.401	-0.056	-0.023	-0.052	-0.132	
Panel B：重購回折價對執行股票買回意願之迴歸（依變數為PTR）						
	原始樣本迴歸		Bootstrap迴歸 (1000次)		Bootstrap迴歸 (5000次)	
	係數	t值	係數	t值	係數	t值
VW						
常數	0.8152***	2.96	0.8146**	2.25	0.8156**	2.31
加權重購回折價	0.2471**	2.34	0.2467***	2.86	0.2474***	2.73
EW						
常數	0.9426***	7.25	0.9417***	6.14	0.9422***	5.18
均權重購回折價	0.7215***	4.15	0.7208***	3.26	0.7211***	4.52

註：*、**、*** 表示 t 值達 10%、5%、1% 的顯著水準，雙尾檢定。

在庫藏股方面，以相同方式計算重購回折價，在重購回與未重購回兩類公司間，重購回者呈現折價，在以均權為計算基礎時，《表 4 Panel A》中，各年折價走勢符合迎合效果的推論。至於庫藏股購回之迎合傾向迴歸結果，提報於《表 4 Panel B》。當採用加權與均權重購回折價指標，其對重購回執行意願之迴歸結果均為正向且具顯著性（ t 值分別為 2.34 與 4.15），且在採用 Bootstrap 方法，模擬次數在 1000 次及 5000 次下，其迴歸結果仍具一致性，因此，可推論：當投資者不願意花較高的價格購買有購回庫藏股之公司股票（傳達負向訊號），則管理階層會理性的迎合投資者，減少庫藏股的購回；反之亦然。

綜言之，在現金股利方面，投資者將現金股利視為正面訊號，偏好發放現金股利的公司，願意以較高的價格（付出貼水）購買此公司股票，而管理階層則會理性地迎合投資者需求，增加現金股利之發放，台灣企業存有現金股利的迎合效應；在庫藏股方面，投資者則解讀為負向訊息，不願以溢價購買執行庫藏股購回之股票，管理階層在意識到此需求後，會迎合投資者，減少庫藏股購回。

5. 結論

5.1. 公司特性與股利政策之關係

就整體趨勢而言，全體上市公司中發放現金股利的比例自 2001 年起呈現上升趨勢，庫藏股之購回呈波動，上升趨勢較不明顯。發放現金股利之公司，其 M/B、資產成長率、獲利率及公司規模均較高，與預期方向一致；而購回庫藏股之公司，其 M/B、資產成長率及獲利率均較低，但公司規模、負債比率及自由現金流量則略高於未購回庫藏股者。依 logistic 迴

歸結果，獲利率、公司規模對發放現金股利與否具解釋能力，也與預期方向一致；執行庫藏股購回的公司，具顯著性之解釋變數則為： M/B 與負債比率較低、公司規模及自由現金流量較大。

5.2. 迎合理論與台灣企業支付政策

上市公司為什麼要支付股利？傳統的公司股利政策理論實際上都沒能完整地解釋清楚股利之謎，產生諸多與理論預測並不一致的「異象」或「謎」。Baker and Wurgler (2004a) 的迎合理論，從股利供給面觀察，認為股利支付是理性經理人對不理性的投資者對股票市場誤價的回應，股利溢酬的需求是投資者情緒，而不是顧客效應。這樣的迎合觀點，相較於其它模型，在以歐美為主的實證研究中，可以解釋何以公司股利政策會隨時間的改變而改變，也將探討主題聚焦在「是否支付股利」，而不是「支付金額多寡」。

行為公司財務 (behavioral corporate finance) (Baker, Ruback and Wurgler, 2004; Shefrin, 2001) 有兩項主要的研究途徑，其一是假設不理性的經理人，因心理偏誤 (如：過度自信、從眾等)，產生投資過度、績效不佳等現象；第二種研究途徑則假設理性的經理人透過市場時機的選擇 (market timing)、迎合投資人等操弄，藉由非理性投資人的誤訂價，獲取超額報酬。本研究將迎合理論以本國上市公司做實證探討，並加入股票購回之討論，證實了兩種支付行為都存有迎合效果。

首先，我們可以思考究竟市場的無效率性，出現在企業經理人的不理性？還是投資人的不理性？台灣資本市場屬淺碟形的散戶市場，因資訊透明度、投資人保護機制的不足，市場的無效率性反應在投資人這一端更加顯著，本研究的結論也支持，理性的經理人 (自利的) 確能因資訊優勢，

藉迎合非理性投資人以攫取利益。從建立更具效率之資本市場的觀點，政府更應加強投資人訊息取得、健全各項內部及外部的公司治理機制。

再者，本文結合迎合理論的思想，結果發現投資者對現金股利的需求表現為股利溢價，對庫藏股買回企業則呈現折價，即投資人願意花高的相對價格來購買發放現金股利、不進行庫藏股買回的公司股票；投資人的這種需求使得公司傾向發放現金股利、及不採取庫藏股買回；正是投資者的這種需求的變化，使得上市公司改變發放現金股利、及庫藏股購回的決策。以庫藏股而言，公司宣告買回庫藏股確實有短期的正向宣告效果，庫藏股制度不但可改善公司股票의 供需關係，使流通在外股數減少，提高每股盈餘與股東權益報酬率，具有穩定股價的效果，其也可轉讓給員工或作為附認股權或轉換權等各類有價證券股權轉換之用，但亦可能產生內線交易、炒作股價等傷害股東權益等負面效應，一旦投資人心目中的負向效應凌駕正向效應，就形成了折價的結果。至於股利溢價的產生，反應了對本國投資人而言，現金股利可平衡買入股票投資成本，投資人傾向於同時在股利與股價上漲間追求總獲利的極大化，而對現金股利表現出一種股利溢價，從投資人的預期來看，投資人可能根據股票是否分發現金股利，形成對公司股價是否預期會上漲。

5.3. 後續研究建議

本文雖然研究了公司是否發放現金股利、是否庫藏股買回和投資人對該公司股票需求之間的關係，但現金股利要達到何種水準時才能引起投資者的現金股利溢價？公司發放現金股利時的迎合成本是多少？都有賴進一步加以研究的。

此外，在庫藏股購回決策上，不同類型庫藏股買回對公司庫藏股政策

的影響¹¹，本文並未進一步探討，未來可加入不同庫藏股宣告原因與迎合理論的關聯性。

最後，股利（或庫藏股）貼水的計算也可嘗試找出更好的衡量方式，或加入公司特有風險做為解釋變數，也可考慮除股利首度發放、停止支付等更多不同情境。為隱藏在企業支付行為背後的影响因子，勾勒更清晰的全貌。

參考文獻

方以唐（2006），「股票股利消失？台灣上市公司股利政策之探討」，東華大學國際經濟研究所未出版碩士論文。

許正宇（2005），「台灣討好理論的實證與研究」，政治大學財務管理研究所未出版碩士論文。

周淑卿、汪志勇（2003），「以五力分析方法評估企業導入 ERP 系統之效益」，電子商務與數位生活研討會，台北市。

陳振遠、吳香蘭（2002），「台灣上市公司庫藏股購回宣告資訊內涵之研究」，*中山管理評論*，10(1):127-154。

鄭桂蕙（2002），「公司買回庫藏股之資訊內涵：投資人觀點」，國立政治大學會計學研究所博士論文。

鄭桂蕙、林宛瑩、許崇源（2006），「董監事持股高低對庫藏股買回誘因之影響」，*東吳經濟商學學報*，54:1-26。

蔡其勳（2006），「從會計師資訊的角度構建企業財務危機預警模型」，

¹¹ 以美國而言，公司庫藏股購回動機可能有「公開市場買回（open market repurchase）」、「競標（auction）」或「固定價格收購（fixed-price or tender offering）」；台灣則有「轉讓股份予員工」、「維護公司信用及股東權益」及「股權轉換」。

靜宜大學企業管理研究所未出版碩士論文。

蔡柳卿 (2000), 「母子公司交叉持股之資訊內涵與經濟誘因之實證研究」, 國立政治大學會計研究所博士論文。

Allen, F., and R. Michaely (2003). *Payout policy*. in Constantinides, Handbook of Economics of Finance, edited by G., Harris, M., Stulz, North-Holland, Amsterdam.

Asquith, P. and D.W. Mullins (1986), "Signaling with dividends, stock repurchases and equity issues", *Financial Management*, 15:27-44.

Bagwell, L. S. and B. J. Shoven (1988), "Share repurchased and acquisitions: an analysis of which firms participate", *Journal of Economic Perspectives*, 3:129-140.

Baker, M., Ruback, R. S. and J. Wurgler (2004). *Behavioral corporate finance: a survey*, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, edited by Espen Eckbo, 145-178, Amsterdam: Elsevier.

Baker, M., and J. Wurgler (2004a), "A catering theory of dividends", *Journal of Finance*, 59:1125-1165.

Baker, M., and J. Wurgler (2004b), "Appearing and disappearing dividends: the link to catering incentives", *Journal of Financial Economics*, 73:271-288.

Bhattacharya, U., and A. Dittmar (2004), "Costless versus costly signaling: theory and evidence", Working paper, Indiana University.

Black, F. (1976), "The Dividend puzzle", *Journal of Portfolio Management*, 2:5-8.

Brav, A., Graham J. R., Harvey C. R., and R. Michaely (2003), "Payout policy in the 21st century", Working paper, University of Duke.

- Brockman, P., and D. Y. Chung (2001), "Managerial timing and corporate liquidity: evidence from actual share repurchases", *Journal of Financial Economics*, 61: 417-448.
- Brown, S. J. and J. B. Warner (1980), "Measuring security price performance", *Journal of financial Economics*, 8:205-258.
- Chernick, M. R. (1999), *Bootstrap methods: a practitioners guide*, New York, NY: John Wiley and Sons, Inc.
- Chetty, R., and E. Saez (2005), "Dividend taxes and corporate behavior: evidence from the 2003 dividend tax cut", *The Quarterly Journal of Economics*, 120:791-833.
- Cook, D. O., Krigman, L. and J.C. Leach (2004), On the timing and execution of open market repurchases. *Review of Financial Studies*, 17:463-498.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and D. Skinner (2004). "Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings", *Journal of Financial Economics*, 72:425-456.
- Denis, D. J. and I. Osobov (2007), "Disappearing dividends, catering incentives and agency costs: international evidence", *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Dittmar, A. K. (2000), "Why do firms repurchase stock?", *Journal of Business*, 73(3):331-56.
- Efron, B. (1979), "Bootstrap methods: another look at the jackknife", *Annual Statistician*, 7:1-26.
- Efron, B. and R. J. Tibshirani (1985), "The bootstrap method for assessing statistical accuracy", *Behaviormetrika*, 17:1-35.
- Efron, B. and R. J. Tibshirani (1993). *An introduction to the bootstrap*.

Chapman and Hall, New York.

Fairchild, R., and G. Zhang (2005), "Investor irrationality and optimal open-market share repurchasing", *ICFAI Journal of Behavioral Finance*, II (3):17-31.

Fama, E. F., and R. K. French (2001), "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay", *Journal of Financial Economics*, 60:3-43.

Ferris, S. P., Sen, N., and H. P. Yui (2006), "God save the queen and her dividends: corporate payout in the United Kingdom", *Journal of Business*, 79:1149-1173.

Ginglinger, E. and J. Hamon (2006), "Actual share repurchases and corporate liquidity", *Journal of Banking and Finance*, Forthcoming.

Graham, J. R., Harvey, C. R., and S. Rajgopal (2005), "The economic implications of corporate financial reporting", *Journal of Accounting and Economics*, 40:3-73.

Grullon, G. and R. Michaely (2002), "Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis", *Journal of Finance*, 62:1649-1684.

Hamada, R. S., and M. S. Scholes (1985), *Taxes and corporate financial management*, in Edward Altman and Marti Subrahmanyam. Eds: Recent Advances in Corporate Finance (Richard Irwin, Homewood, I11).

Hoberg, G. and N. R. Prabhala (2006), "Dividend policy, risk, and catering", University of Maryland Working Paper.

Hovakimian, A., Opler, T. and S. Titman (2001), "The debt-equity choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1):1-24.

Hull R. M. (1999), "Leverage ratio, industry norms, and stock price reaction:

- an empirical investigation of stock-for-debt transactions", *Financial Management*, 28(2):32-45.
- Ikenberry, D., Lakonoshok, J. and T. Vermaelen (1995), "Market underreaction to open market share repurchases", *Journal of Financial Economics*, 39:181-208.
- Isagawa, N. (2002), "Open-market repurchase announcements and stock price behavior in efficient markets", *Financial Management*, 31:5-21.
- Jagannathan, M., Stephens C.P., and M. S. Weisbach (2000), "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases", *Journal of Financial Economics*, 57:355-384.
- Julio, B., and D. Ikenberry (2004), "Reappearing dividends", *Journal of Applied Corporate Finance*, 16:89-100.
- Li, W., and E. Lie (2006), "Dividend changes and catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 80:293-308.
- Miller, M. H. and F. Modigliani (1961), "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", *Journal of Business*, 34: 411-433.
- Miller, M. H., and K. Rock (1985), "Dividend policy under asymmetric information", *Journal of Finance*, 40:1091-1038.
- Mooney, C. Z. and R. D. Duval (1993). *Bootstrapping: a non-parametric approach to statistical inference*, Newbury Park, CA: Sage Publications, Inc.
- Patterson, C. (1989), "Investment decision criteria used by listed new zealand companies", *Accounting and Finance*, 29:73-89.
- Perez-Gonzalez, F. (2006), "Inherited control and firm performance", *American Economic Review*, 96(5), 1559-1588.

- Roll, R. and S. A. Ross (1980), "An empirical investigation of the arbitrage pricing theory", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44:29-42.
- Shefrin, H. (2001), "Do investors expect higher returns from safer stocks than from riskier stocks? ", *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2:176-181.
- Shefrin, H. M., and M. Statman (1984), "Explaining investor preference for cash dividends", *Journal of Financial Economics*, 13:253-282.
- Shefrin, H. M., and R. H. Thaler (1988), "The behavioral life-cycle hypothesis", *Economic Inquiry*, 26:609-643.
- Thaler, R. H., and H. M. Shefrin (1981), "An economic theory of self-control", *Journal of Political Economy*, 89:392-410.
- Wang, J. C., Carpenter, J. R. and M.A. Kepler (2007), "Using SAS to conduct nonparametric residual bootstrap multilevel modeling with a small number of groups", *Computer Methods and Programs in Biomedicine*, 85(2):185-186

Catering Theory of Corporate Dividend and Repurchase Policy : Evidence from Taiwan

Chun-Chieh Liao^{*} *Jia- Yu Chen*^{**}

Abstract

We test the relation between catering theory and corporate payout policies by empirically testing Baker and Wurgler's (2004a, 2004b) model. Baker and Wurgler (2004a, 2004b) suggest that managers cater to investor demand by paying dividends when investors put a stock price premium on payers and not paying when investors prefer nonpayers. To test this prediction, we analyze a sample of listed companies in Taiwan over the period 2001-2005, and find that catering is significantly more responsive to dividend policies. Our evidence indicates managers will tend to cater to investor demand by increasing propensity to pay out dividends and declining propensity to repurchase shares.

Keywords: Catering theory, Dividend policy, Disappearing dividends puzzle, Repurchase shares, Disappearing dividends puzzle

* Assistant Professor, Department of International Trade, Chinese Culture University.
E-mail: ljj4@faculty.pccu.edu.tw

** Ph.D. candidate, Department of Finance, Tamkang University,