

東吳經濟商學學報 第七十二期  
(民國一〇〇年三月)：81-108.

## 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

倪衍森\* 黃寶玉\*\* 古曜嘉\*\*\*

### 摘要

本研究探討高額現金股利宣告對股價之影響，研究標的為富時公司所編製的高股息、台灣 50 及中型 100 成分股，這些成分股具有流動性高與透明度佳等優點，藉由本實證研究有以下重要發現：其一、2007 年宣告現金股利，若同時為台灣 50 與高股息成分股，則股價激勵相當顯著；但 2008 年則異於 2007 年，此乃因金融海嘯，對經濟前景有疑慮，較無激勵效果。其二、2007 年宣告股利後之異常報酬與週轉率呈負向關係，表示股價表現優異者，股東傾向長期持有。其三、2007 年高股息成分股之資訊外溢相當顯著，亦為有先行被佈局之虞；然而 2008 年宣告前則反呈負向異常報酬，此表示似已嗅出景氣轉變，故宣告前賣出持股。是以雖這二年股利宣告效果有異，但資訊外溢卻不因金融海嘯而有所差異。

---

**關鍵詞：**現金股利，宣告效果，高現金股息成分股

---

\* 淡江大學管理科學研究所副教授。

\*\* 東吳大學國際經營與貿易學系講師暨淡江大學管理科學研究所博士候選人。

\*\*\*淡江大學管理科學研究所博士生。

## 壹、緒論

2008 年全球金融市場經歷一場痛苦的考驗，美國次級房貸市場所造成的鉅大信用損失擴及總體經濟層面，致使全球股市因金融海嘯而重創，在缺乏明確復甦訊息的前提下，投資人紛紛將資金轉進防禦性之投資標的，具備高股息、低本益比的個股，自然受到投資人青睞。

然而股息殖利率可能存在著迷思，其實股息殖利率只是將企業配發的現金股利除以股價（投入成本）所得到的結果，亦為投資人不計較資本利得或損失可得到的報酬。投資人普遍將股息殖利率與無風險資產的投資收益作比較，用以彰顯其價值，一般以定存利率作為對照基礎，然而金融海嘯造成股價重挫，致使投資人雖然獲得股利，卻遭受莫大的資本損失，股票幾乎都貼權貼息，是以全然採用股息殖利率作為篩選投資標的之標準可能有待商榷。

2007 年亞太地區平均股息殖利率約當 3%，台灣高股息指數平均約為 5.76%，<sup>（註1）</sup>優於亞太地區其他國家及歐美日成熟國家，每年公佈前一年財報及宣告股利時期，高獲利、高成長與高股息之新三高公司，即所謂的「高股息概念股」，常成為投資人關注的焦點。台灣證交所與富時指數遂於 2007 年 1 月 15 日編製發布「台灣證券交易所台灣高股息指數」（簡稱台灣高股息指數），<sup>（註2）</sup>用以表彰長期穩定配息公司的績效表現，並且於 2008 年 5 月 3 日針對此類上市公司舉辦「新三高法說會」，以作為投資人選擇發放高現金股利公司的參考，表 1 即為經濟日報對現金股息超過十元的個股所做的報導。

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

表 1 現金股息超過十元的個股

個股	2008年5月2日收盤價(元)	現金股利(元)	股息殖利率(%)	近一週三大法人買賣超(張)
2454 聯發科	417.5	19	4.55	2,881
3527 聚積	264	10.484	3.97	297
3293 新象	263	10.5	3.99	199
3356 奇偶	240.5	11	4.57	-5
8046 南電	161.5	12.54	7.76	-597
2498 宏達電	803	34	4.23	-2,205

資料來源：台灣證交所及櫃檯買賣中心，而且表 1 在 2008 年 5 月 3 日的經濟日報上報導與揭露。

由於公司財報僅於特定時日公佈，其中每年四月公佈之前一年財報及首季季報，是對公司價值再次檢驗的最好時機，因為亦涉及股利發放及對於未來股價的預期，管理當局通常較外部投資人有更多的公司經營資訊（存在資訊不對稱之問題），Miller 及 Modigliani (1961)認為股利增加將帶給投資人公司未來盈餘將會增加的訊息，相反地，股利減少代表未來盈餘將減少的訊息，是以管理當局可藉由股利發放傳達公司訊息予投資人，股價亦會反映公司股利宣告之資訊內涵。

一般而言，若是股利水準超出投資人預期，通常在召開股東會前股價就會領先市場反映，股利題材常會引發三階段之除權息走勢，第一階段是公司開完董事會後，宣布股東常會日期及盈餘分派案，若股利分派高於市場預期，就會啟動「股利行情」；第二階段是股東會前的「董監改選行情」與融券回補「軋空行情」；第三階段為「除權息行情」，亦為能否順利完成填權填息。

綜觀股利宣告效果之研究，普遍指出股利具有資訊內涵並有顯著的累積異常報酬（Pettit, 1972；Asquith 及 Mullins, 1983；Kalay 及 Lowenstein, 1986；Healy 及 Palepu, 1988；McNichols 及 Dravid, 1990；Banker、Das 及 Datar, 1993；林宜勉及潘昭儀，民 87；倪衍森、鍾雨潼及王武德，民 95）。在國內文獻方面，對於股利之探討則似可區分為以下幾類，即研究股利對股價之影響（楊麗玲、陳文進及郭保蘭，民 94；陳仕偉、沈中華及盧碧伶，民 97；許溪南、吳依正及黃金生，民 98）或是探討持股與股利之關係（楊馥如、顧

廣平及黃珮禎，民 96），其次探討股利對庫藏股的影響（鄭桂蕙，民 94；廖俊杰及陳家好，民 97），此外研究兩稅合一與股利之關係（孫梅瑞及陳憲民，民 94；洪榮華、曾子耘及林聖傑，民 95；汪瑞芝及陳明進，民 96）或是探討股利發放的考量因素（倪衍森及廖容岑，民 95；楊清溪及王茂昌，民 95；曾昭玲及周小玲，民 96），有關股利資訊的研究不多，由於台灣高股息指數方於 2007 年正式發佈，本文所探討之高股息在過去文獻並不多見，此可顯示本文與過去研究之差異。

本研究除了樣本與過去不同外，探究之主因有四，其一此樣本是台灣證交所大力宣導之研究標的，然而是否真的為值得投資的標的，有時候不能僅聽一面之詞，而應詳加探研其存在陷阱的可能性。其二、由於台灣證交所召開法說會且編制「台灣高股息指數」的資訊，應吸引不少投資人的目光，因此投資人可能會前仆後繼地投入，若不深入探究，則投資人可能未受其利而先受其弊。其三、此高股息資訊上了報章雜誌的頭條新聞且為台灣證交所鼓吹之投資標的，則應有值得重視的空間，其四這些標的物為英國富時公司所篩選的公司，是以本研究也想瞭解外資所揭露的資訊是有裨益投資人或是反其道而行。所以本研究乃是驗證這些三高股是否是值得投資的標的物，遂以「台灣證券交易所台灣高股息指數」成分股為主要研究標的，此外富時指數所編製之台灣 50 及中型 100 指數成分股，不少亦具有高獲利、高成長與高股息之三高特質，所以本研究亦一併探討之。因此本文主要研究目的即在探討「高股息概念股」之股利宣告對股價之影響，<sup>(註<sup>3</sup>)</sup>股利宣告後是否具有異常報酬？宣告前是否有資訊外漏現象？並且探討在多頭市場及空頭市場時期，宣告股利是否具有某些一致的特性，投資人挑選高股息殖利率的個股是否存在何種迷思。

經由本文實證研究發現，投資人介入新三高成份股，在 2007 年股東會宣告現金股利事件日後，有激勵股價的效果，其中以台灣 50 指數成分股較為顯著，若是同時為台灣 50 及台灣高股息指數之成分股，則激勵股價效果最為顯著，對於台灣高股息指數成分股則激勵有限；但就 2008 年宣告現金股利之事件後，股價的反應則有異於 2007 年，其成因乃是 2008 年次級房貸風暴的橫掃，投資人對未來預期並不樂觀，因此現金股利不易有激勵股價的表現。

本文亦發現 2007 年於現金股利宣告事件日次日之異常報酬，與當年度週轉率及前一年台灣高股息指數成分股呈負向關係。即當年度股東傾向長期持有，籌碼安定週轉率偏低之公司。此外由於市場似有預期心理，非市場原預期高現金股利的公司（非台灣高股息指數成分股），反而有因為驚豔而引發正的異常報酬現象。

本研究之實證結果顯示，雖然近兩年股市漲跌趨勢不同，股東會現金股利宣告確實會影響股價報酬率，而且不論是 2007、2008 年於股東會事件日前都有顯著的資訊外溢現象。故建議投資人在評估投資決策時，除觀察管理當局之現金股利政策外，仍需多方考量公司財務基本面、市場面及人為操縱等因素，不宜僅考慮股息殖利率，因為股價是存量，而決定股價上揚的因素（即是否有投資價值）則是流量的概念，亦為新三高成份股表示一路走來固然優異，然而已經反應在股價上，而投資人介入後能否獲利，乃是該公司在未來獲利是否更好的思維，本文研究結論頗值得投資人挑選高股息投資標的之參考。

此外本研究下列章節的鋪陳如下：第二部份為文獻探討，第三部份為研究方法，第四部份為實證結果與分析，第五部份則為結論與建議。

## 貳、文獻探討

自從 Miller 及 Modigliani (1961) 提出股利無關論，指出股利政策不會影響公司價值或資金成本，公司價值主要是由其獲利能力所決定，任何股利政策所產生的效果都可藉由其他型式的融資取代，公司的投資政策與股利政策為互相獨立；然而由於市場的不完美或摩擦因素，例如、稅收、代理成本、交易成本、發行費用和公司內部人與外部投資者之間存在著資訊不對稱等因素，學者們便嘗試從不同的觀點去探討公司的股利政策；其中較具影響力的包括 Poterba 及 Summers (1985) 的所得稅率差異理論；Pettit (1977) 和 Lewellen、Stanley、Lease 及 Schlarbaum (1978) 所提出的顧客效果；Rozeff (1982) 和 Easterbrook (1984) 所提出的代理理論；Bhattacharya (1979)、John 及 Williams (1985) 和 Miller 及 Rock (1985) 的股利訊號效果等。

近年來研究陸續指出市場參與者並非全然理性，因此亦有學者從行為

因素探討股利政策 (Shefrin 及 Statman, 1984; Waller, 1989), 例如、投資者的非理性行爲、股東的行爲特徵以及公司的習慣行爲; 此外公司的特徵因素, 如公司的盈利能力、投資機會、規模、現金的可得性、預期未來收益和現金流量及管理者偏好等因素, 例如、希望股利變動平穩以避免日後股利的下降等, 茲將影響股利政策的重要理論分述如下。

在所得稅率差異理論方面, 由於在資本利得上的稅收優惠, 低的資本利得稅率和資本利得稅的延緩交納, 投資者會偏好低股利支付率的股票, 不同的股利政策會導致稅收導向的客戶轉移效應 (Poterba 及 Summers, 1985), Brennan (1970) 建立一個新的資本資產定價模型, 說明高股利股票會要求高的稅前風險調整收益, 以補償稅前收益的稅收損失, Kalay 及 Michaely (1993) 研究指出稅前收益與股利回報有關。

亦有學者從代理理論解釋股利政策, Easterbrook (1984) 和 Jensen (1986) 認為公司支付股利是爲了減少股東和經理人之間的代理成本, 由於支付股利, 使經理人更頻繁地在資本市場融資, 而在資本市場籌資必須接受專業人士更嚴格地監督與約束, 因此股東願意收取股利, 此雖然會導致個人較高的稅收, 但是卻可換取專業人士對公司監督的提高, Agrawal 及 Jayaraman (1994) 的實證結果亦支持股利支付的代理成本。

Allen、Bernardo 及 Welch (2000) 研究發現, 當機構投資人相對於個人投資者被課以較低稅收時, 股利將導致所有權顧客效果, 公司支付股利會吸引更多機構投資人, 因爲機構投資人比個人更有資訊優勢, 其識別優質公司和使用相關資訊協助公司控制代理問題上有相對的優勢, 因此機構投資人在監督管理上比分散的個人較可能發揮大的作用。

雖然 MM 理論假設投資人是理性的, 但是許多文獻發現投資者並非全然理性, Shefrin 及 Statman (1984) 提出一種行爲分析框架來解釋爲什麼投資者願意接受現金股利, 從人口統計學的角度研究偏好高股利和低股利支付率的投資人特徵, 研究發現接受現金股利和透過賣掉股票獲取現金之間存在不完全替代, 並指出許多投資者偏好確定的股利支付。

Frankfurter 及 Lane (1984) 認為以理性行爲作假設前提對股利政策進行模型化分析時, 習慣行爲是一個很大的問題。Miller 及 Shiller (1986) 研究發現行爲因素一定程度上影響股利決策, 但僅對直接投資數量爲中等的個人投資

者影響較大；由於投資人可能對實證數據作錯誤解讀，或是對基本股利模型的誤解，或是對經濟模型不現實的期望，當引進行為因素時，則可以解釋股利政策且不需要重構模型。**Waller (1989)**指出習慣是基於過去經驗的非隨機行為，它反映文化社會因素而不是理性的經濟行為，從習慣行為（非反射行為）解釋股利政策，認為一些公司持續發放股利是因為舊的習慣行為難以改變。

此外由於公司內部人與外部投資者之間存在著資訊不對稱的現象，一般外部投資人無法完全掌握公司內部的實際營運狀況及真實盈餘，股利金額的變動帶有公司營運的訊息內容，股利金額可能反映出公司未來的盈餘狀況。**Miller及Rock (1985)**指出在資訊不對稱的情況下，共有三種宣告效果，即盈餘宣告效果、股利宣告效果及融資宣告效果，其中股利宣告效果主要係透過股利宣告與股價報酬之實證研究，檢驗市場是否能透過股利宣告所傳遞公司未來營運的訊息，在股價上做出反應以形成股利訊號假說。

股利訊號假說認為管理者選擇股利支付水準和決定股利年增率，對投資者而言是私有訊號的顯示，當管理者認為其公司股票目前的市場價值低於其內在價值時，可透過股利支付訊號向投資者顯示私有訊息（**Bhattacharya, 1979; John及Williams, 1985; Miller及Rock, 1985**）。當沒有好的內部訊息，如果公司不想提高日後發生股利下降的機率，則不宜增加股利，因此股利訊號可解釋為增加（或減少）現金股利應該出現正（或負）的股價反應。**Healy及Palepu (1988)**研究指出首次現金股利宣告日及停發日有顯著的累積異常報酬，且與之後的盈餘變化有顯著的正向關係；**Nissim及Ziv (2001)**研究發現股利增加和未來盈利能力增加具有相關性，此皆支持股利訊號假說；然而**Benartzi、Michaely及Thaler (1997)**則不支持股利變化和未來收益之間具有相關性。

有關股利宣告效果之研究，**Pettit (1972)**探討現金股利宣告對股價之影響，指出現金股利宣告變動增加與股價的異常報酬間具有正向關係，股利具有資訊內容；且當股利減少或顯著增加時，市場的反應迅速，表示市場具有效率性。**Asquith及Mullins (1983)**實證發現首次現金股利宣告的規模與平均異常報酬呈現顯著的正向關係，股利的發放與股利的增加確實具有資訊內涵。**Kalay及Lowenstein (1986)**指出股利變化與股利變動宣告日前後的股票

收益呈正相關。Healy及Palepu(1988)發現首次現金股利宣告日及停發日有顯著的累積異常報酬。McNichols及Dravid(1990)以市場模式與異常報酬的t檢定進行研究，發現公司股票股利的宣告有顯著的異常報酬率。Banker、Das及Datar(1993)探討股票股利與現金股利之變動關係，依據公司過去及現在的股利政策，區分為好及壞的公司二個樣本子群，結果顯示在宣告期間，好的公司會產生正的異常報酬；壞的公司會有負的異常報酬，樣本子群與異常報酬方向有顯著相關。

在國內研究股利方面，經收集相關文獻則似可區分為下列幾類，首先為研究股利對股價之影響或是探討持股與股利之關係，許溪南等(民98)探討股利對台股期貨之定價，陳仕偉等(民97)則以股票及股利資料為研究對象，研究股價現值模型之長短期非線性行為，指出股利與股價並未存在長期均衡關係；楊麗玲等(民94)研究發現臺灣股票市場－市場報酬率的變動，受到電子股價指數報酬率和股利率兩個因素的影響，投資人可以利用此兩個因素的歷史資料來增加對市場報酬率的預測。楊馥如等(民96)探討持股與股利之關係，發現流動性資產持有的決定因素上市公司與上櫃公司在公司規模、股利政策與負債到期日等變數的解釋性存在差異。

其次為探討股利對庫藏股的影響，廖俊杰及陳家好(民97)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。鄭桂蕙(民94)研究發現庫藏股買回比率愈高，現金股利發放率愈高，兩者之間呈顯著正相關，而其與股票股利呈顯著負相關，顯示公司執行庫藏股策略與現金股利政策並不衝突，呈現互補效應。

再者為研究兩稅合一與股利之關係或是就股利發放的考量因素作探討，汪瑞芝及陳明進(民96)研究指出兩稅合一制實施後，由於股東可扣抵稅額，將降低股利所得重複課稅，因而降低了公司為股東舉債節稅的利益，並發現成長機會對現金股利率與股票股利率皆具顯著負向影響。洪榮華等(民95)實證結果顯示股東稅負壓力最大的公司群組，在兩稅合一實施後，其股利政策的調整是最明顯的，這隱含了公司在制定股利政策時會考量其股東的稅負壓力。另外孫梅瑞及陳憲民(民94)研究指出由於「平衡股利政策」及「兩稅合一」政策實施的影響，會使得公司只發放股票股利的支



付傾向降低。曾昭玲及周小玲（民 96）探討股利發放的考量因素，發現成長機會對現金股利率與股票股利率皆具顯著負向影響。楊清溪及王茂昌（民 95）則指出流動負債對總負債比率及股利政策，呈現同向波動關係。倪衍森及廖容岑（民 95）的研究結果顯示家族公司現金股股利之發放率高於非家族公司，在股利政策方面，發現家族公司利用發放現金股利來減輕外部股東對公司存在家族控制股東所引發代理問題之疑慮。

最後則為有關股利資訊方面的研究，倪衍森等（民 95）檢視發放股利此一訊息對投資人是否有用，研究指出投資人若要藉由重大訊息，包括股利資訊去獲利，幾乎是緣木求魚。林宜勉及潘昭儀（民 87）則實證發現現金股利增加在宣告期內有正的累積異常報酬，現金股利的減少也有負的累積異常報酬，且股利的減少對股價的衝擊大於股利的增加。綜合上述相關文獻，本研究在過去雖有著墨，但是不多且與其有所不同，由於台灣高股息指數方於 2007 年正式發佈，本文所探討高股息在過去文獻並不多見，此可顯示本文與過去文獻的差異，亦可表示此文章與實務會引起投資人注意的標的之探研，是以本文研究結果對於投資人投資在高股息成分股時應具有參考價值。

## 參、研究方法

### 一、研究對象與範圍

#### (一)研究期間

本研究以台灣證交所編製之「台灣高股息指數」成分股作為高股息的研究對象，惟因該指數於 2007 年 1 月 15 日正式發布，為與台灣指數系統之台灣 50 及中型 100 指數成分股之樣本具有比較的一致性，故以 2007 年 1 月 1 日至 2008 年 10 月 31 日為研究期間，股東會宣告現金股利之事件日資料取自台灣證券交易所網站，市場變數及公司財務變數資料則取自「台灣經濟新報資料庫」。

#### (二)樣本選取

考量公信力、市場接受度及資料之取得，本文以台灣最具代表性及重要性之公司進行研究，即台灣證交所之台灣指數系列成分股，亦為台灣上

市公司市值最大之前 150 檔股票作為研究標的，並選擇以台灣證交所與 FTSE 合編之「台灣證券交易所臺灣 50 指數」（簡稱台灣 50 指數，市值最大之 50 檔）與「台灣證券交易所台灣中型 100 指數」（台灣中型 100 指數，市值最大僅次於台灣 50 指數成分股之 100 檔）成分股作為研究標的，共 150 檔股票，刪除研究期間資料不完整之 4 檔股票，研究樣本合計共 146 家公司。本文並以台灣 50 及中型 100 指數成分股與台灣高股息指數成分股作族群比較，觀察股利宣告效果是否有差異。此外由於股利之發放包含現金股利及股票股利，為使研究有涵蓋性，本研究未排除同時發放現金股利與股票股利、單純發放現金股利或股票股利之樣本。

## 二、研究方法

本文主要研究目的為驗證現金股利宣告是否造成股價有異常報酬，並探討具有此類特性公司之特徵或市場變數，本研究採用事件研究法及多元迴歸分析來檢視各因素與異常報酬之關連性。

### (一) 事件研究法

事件研究法(Event Study)在實證上主要是用來探討某一特定事件的發生或宣告，是否會引起商品或股票價格的變動產生「異常報酬率」(Abnormal Returns)。首先需將事件及事件發生之日期予以明確定義，本文研究樣本宣告配發現金股利訊息對公司股價之影響，因此公司「配發現金股利」即為本研究之「事件」，由於本國公司法及證券交易法規定公司配發現金股利應由該公司股東會通過股利分派決議方可進行，且股東會之決議依規定須對外公佈揭示，所以本文以「股東會決議發佈之日」為「事件日」，並在證券交易所公開資訊觀測站公告之日期作為觀察異常報酬率之基準日作為「事件日」，事件日為「零日」以 $t=0$ 表示，若公告當日證券市場休市，則以其後之第一個交易日為事件日。

此外本文定義事件研究法之相關期間如下，研究期間(Study Period)： $(t = -125 \sim t = +5)$ 指事件日前第 125 個交易日至事件日後第 5 個交易日間之全部期間，包含事件日在內共計 131 日個交易日；係數估計期(Estimation Period)： $(t = -125 \sim t = -6)$ 指自事件日前第 125 個交易日至事件日前第 6 個交易日共計 120 個交易日之期間，以此期間代入市場模式估計得出估計期相關截距或

係數；觀察測試期(Event Period)：(t = -5~t = 5)指事件日前第5個交易日至事件日後第5個交易日間，連同事件日共計11個交易日，又稱為「事件窗口」。

本文並以市場模式法（沈中華及李建然，民89）來估計樣本係數並評估期望報酬率以求得異常報酬率。由於本研究主要目的是確定股價對配發現金股利事件宣告之反應情況，亦即檢視是否會有顯著異常報酬，在檢定異常報酬及累積平均異常報酬時，本研究採用 Student t 分布及 t 檢定法來檢定其假設(Brown and Warner, 1980)，其中對於累積平均異常報酬率係採用母數之普通橫剖面法(Ordinary Cross-Sectional Method, OCSM)方式檢定，此檢定考量公司宣告配發現金股利後事件期間之異常報酬率的關聯性。

### (二) 多元迴歸模型分析

本文以多元迴歸模型探討現金股利宣告與股價異常報酬之關係，由於多元迴歸模型之自變數間可能存在共線性的問題，而共線性則會造成以下三種影響：1. 影響最小平方值計算的精確性。2. 影響統計數據的精確性。3. 影響結果解釋的精確性。因此本文皆以 VIF 值檢測共線性，確定 VIF 值皆小於 5，表示共線性並不嚴重才作後續之多元迴歸分析。本文之多元迴歸模型分別以累積異常報酬 CAR(1,5)、CAR(-5,-1) 及 AR(1) 為應變數，以當年之財務及市場變數之平均值為自變數，模式設立如下：

$$\begin{aligned}
 Y_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 YA_{1i,t} + \beta_2 YA_{2i,t} + \beta_3 YA_{3i,t} + \beta_4 YA_{4i,t} + \beta_5 YA_{5i,t} + \beta_6 YA_{6i,t} \\
 & + \beta_7 YA_{7i,t} + \beta_8 YA_{8i,t} + \beta_9 YA_{9i,t} + \beta_{10} YA_{10i,t} + \beta_{11} YA_{11i,t} \\
 & + \beta_{12} D_{1i,t} + \beta_{13} D_{2i,t} + \beta_{14} D_{3i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

其中應變數為： $Y_{i,t} = \text{CAR}(-5,-1), \text{CAR}(1,5), \text{AR}(0)$ ；自變數為分別為：  
 $YA_{1i,t}$ ：週轉率、 $YA_{2i,t}$ ：市值、 $YA_{3i,t}$ ：本益比、 $YA_{4i,t}$ ：股價淨值比、  
 $YA_{5i,t}$ ：負債比率、 $YA_{6i,t}$ ：總資產成長率、 $YA_{7i,t}$ ：每股稅前淨利、  
 $YA_{8i,t}$ ：總資產報酬成長率、 $YA_{9i,t}$ ：股利殖利率、 $YA_{10i,t}$ ：現金股利率、  
 $YA_{11i,t}$ ：營收成長率、 $D_{1i,t}$ ：台灣 50 指數成分股設為 1，其他為 0、  
 $D_{2i,t}$ ：台灣高股息成分股設為 1，其他為 0、 $D_{3i,t}$ ：非金融產業成分股設為 1，其他為 0

## 肆、實證結果與分析

本節依據現金股利事件宣告前後股價之異常報酬率，累積異常報酬率等實證結果說明及分析，並探討其影響因素，並驗證以高額現金股利為訴求之台灣高股息指數其績效表現是否優於非高股息指數。

### 一、敘述統計量分析

本研究樣本擷取於台灣證交所 2008 年 10 月 1 日公佈之台灣 50 及中型 100 指數成分股，共 150 檔，其中 4 檔因研究期間無完整資料，予以刪除，故共選取 146 檔股票作為研究樣本，研究樣本可分為一般產業類股 122 檔與金融類股 24 檔股票，或分為台灣 50 指數成分股（50 檔）及中型 100 指數成分股（96 檔），此外另有探討此研究樣本預估最高現金股利之台灣高股息指數成分股（30 檔）三個指數族群，樣本統計結果如表 2 所示。

表 2 所有研究樣本依指數類別及產業別分類統計

	台灣 50 指數成分股			台灣中型 100 指數成分股			總計
	金融產業	一般產業	小計	金融產業	一般產業	小計	
台灣高股息指數成分股	1	12	13	1	16	17	30
非高股息指數成分股	12	25	37	10	69	79	116
總計	13	37	50	11	85	96	146

註：金融相關產業：含金融業、保險業、證券業及金融控股公司；一般產業：指非金融相關產業。

### 二、現金股利宣告與股價異常報酬之實證

為了解現金股利宣告事件對研究樣本股價之影響，本節將研究樣本之實證結果分為各分類指數成分股實證結果之差異及次族群之實證結果分析如下。

#### (一)各指數成分股之實證結果

由表 3 之實證結果顯示，2007 年台灣 50 指數成分股在事件日-1 日的  $CAR_t$  之 t 值大於 2，有資訊外溢之現象，且事件日+1 及+2 日的  $CAR_t$  之 t 值皆大於 2，顯示宣告現金股利於事件日後，股價受激勵且有延燒之現象，有正異常

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

報酬。一般認為，台灣 50 指數成分股係台灣績優公司，推論投資人可能預期現金股利及財報高於預估值，在事件日前數日即先行陸續買進，所以在事件日前股價即有正異常報酬，並於事件日後仍有投資人看好而買進。

台灣高股息指數成分股於宣告事件日前 5 日之  $AR_t$  及  $CAR_t$  皆為正值，事件日前 5 日平均異常報酬率大於事件日之異常報酬率，且在宣告日前  $CAR_t$  之 t 值皆大於 2，顯示台灣高股息指數成分股有顯著資訊外溢的現象。其可能成因為某些內部人士，預期現金股利及財報優於預期，而在事件日前即先行陸續加碼買進，故於事件日前股價即有正異常報酬。

台灣中型 100 指數成分股在發放股利後介入，其  $AR_t$  有二天的表現為顯著的負值，顯示投資人聽到這些成分股宣告股利而介入時，反而存在負向異常報酬，表示這些標的物的股價表現並不理想。

表 3 2007 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果 (註 4)

事件日	台灣 50 指數成分股		台灣高股息成分股		台灣中型 100 指數成分股	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	0.0047	0.0047	0.0025	0.0025	0.0024	0.0024
-4	-0.0011	0.0036	0.003	0.0054	0.0033	0.0057
-3	-0.0012	0.0024	0.0097**	0.0151**	0.0004	0.0061
-2	0.0031	0.0055	0.0022	0.0174**	-0.0007	0.0054
-1	0.0034	0.0089**	0.0009	0.0183**	-0.001	0.0044
0	0.0001	0.0001	0.0011	0.0011	0.0013	0.0013
1	0.0078**	0.0078**	0	0	0.004	0.004
2	0.0046	0.0124**	0.0022	0.0022	-0.0049**	-0.0009
3	-0.0037	0.0086	-0.0051	-0.003	-0.0061**	-0.0071
4	0.004	0.0126**	0.0039	0.0009	0.0037	-0.0034
5	-0.0042	0.0084	0.0001	0.001	0.0017	-0.0016
(-5, +5)		0.0175**		0.0204**		0.0041

註：1.  $CAR(-1) = CAR(-5, -1)$ ， $CAR(5) = CAR(1, 5)$ 。

2. \*\* 表示檢定結果達到 5% 顯著水準。

相反地，從表 4 之實證結果顯示，2008 年不論是台灣 50 與台灣中型 100 成分股，於宣告事件日之  $AR_t$  及  $CAR_t$  大都為負值居多，且事件日前之  $AR_t$

與  $CAR_t$  值皆有顯著的負值，顯示有資訊外溢的負異常報酬的現象。其可能成因乃是 2008 年受金融海嘯影響，現金股利及財務不如前一年亮麗，所以某些內部人士於事件日前即先行減碼持股，而呈負異常報酬的現象。

表 4 2008 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	台灣 50 指數成分股		台灣高股息成分股		台灣中型 100 指數成分股	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	-0.0029	-0.0029	-0.0051	-0.0051	-0.0046	-0.0046
-4	-0.0005	-0.0033	0.0067	0.0015	0.0022	-0.0023
-3	-0.0049**	-0.0083	-0.0016	0	-0.002	-0.0043
-2	-0.0019	-0.0102**	-0.0044	-0.0044	-0.0064**	-0.0107
-1	0.0002	-0.01**	-0.0075**	-0.0119	-0.0056**	-0.0163**
0	0.0053	0.0053	0.0005	0.0005	0.0026	0.0026**
1	0.0021	0.0021	0.0027	0.0027	0.0011	0.0011
2	-0.0001	0.002	-0.0007	0.002	-0.0006	0.0005
3	-0.0003	0.0017	0.0051	0.0071	0.0019	0.0024
4	0	0.0017	0.0012	0.0084	0.0012	0.0036
5	0.0021	0.0038	0.0034	0.0117	0.0034	0.007
(-5,+5)		-0.0009		0.0004**		-0.0067

註：1.  $CAR(-1) = CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5) = CAR(1,5)$ 。

2. \*\* 表示檢定結果達到 5% 顯著水準。

## (二) 研究樣本次族群之實證結果

為深入了解研究樣本宣告事件與股價之關係，本文將所有研究樣本再分為同時為台灣 50 及高股息指數之成分股及同時為台灣中型 100 及高股息指數之成分股作探討。

由表 5 之實證結果可知，2007 年同時為台灣 50 及台灣高股息指數之成分股在事件日後的二天的  $AR_t$  與  $CAR_t$  之  $t$  值皆大於 2，顯示台灣高股息指數成分股於宣告事件日後具有顯著之正異常報酬，此外同時為台灣 50 及台灣高股息指數在宣告後之股票表現較為亮麗，說明同時為台灣 50 及高股息成分股在股利宣告後仍有優於大盤的表現，然而同時為中型 100 及台灣高股息指數之成分股反而有資訊外溢的現象且宣告後，反而股價反應不如預期，

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

甚至有負的異常報酬的產生。

表 5 2007 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	同時為台灣 50 指數及台灣高股息 成分股		同時為台灣中型 100 指數及台灣 高股息成分股	
	AR	CAR	AR	CAR
-5	0.0011	0.0011	0.0035	0.0035
-4	0.0003	0.0014	0.005	0.0085
-3	-0.0011	0.0003	0.0180**	0.0265
-2	0.003	0.0033	0.0016	0.0281**
-1	0.004	0.0073	-0.0014	0.0267**
0	-0.0008	-0.0008	0.0025	0.0025**
1	0.0073**	0.0073**	-0.0056	-0.0056
2	0.0127**	0.02**	-0.0059	-0.0115
3	-0.0026	0.0174	-0.0071	-0.0186
4	-0.0023	0.0151	0.0086	-0.01**
5	-0.0041	0.011	0.0033	-0.0067
(-5,+5)		0.0176		0.0226

註：1.  $CAR(-1) = CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5) = CAR(1,5)$ 。

2. \*\* 表示檢定結果達到 5% 顯著水準。

而從表 6 之實證結果發現，2008 年同時為台灣中型 100 及台灣高股息指數之成分股在事件日 -1 日  $AR_t$  及  $CAR_t$  皆為負值，且  $t$  值大於 2 的絕對值，表示此類次族群有顯著資訊外溢現象，並為負向異常報酬。2008 年受全球金融海嘯影響，其可能成因為中型 100 指數成分股可能較先受景氣轉變的衝擊，而訴求高現金股利之台灣高股息指數成分股亦可能表現不如預期，所以某些內部人士於事件日前減碼賣出此類公司股票，使得事件日前有顯著負異常報酬。然而在 2008 同時為台灣 50 及台灣高股息指數成分股之實證結果反而較無上述現象。

表 6 2008 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	同時為台灣 50 指數及台灣高股息 成分股		同時為台灣中型 100 指數及台灣 高股息成分股	
	AR	CAR	AR	CAR
-5	-0.0055	-0.0055	-0.0049	-0.0049
-4	0.0057	0.0002	0.0074**	0.0025
-3	0.0016	0.0018	-0.004	-0.0014
-2	0.0034	0.0052	-0.0103	-0.0118
-1	0.0032	0.0084	-0.0156**	-0.0274**
0	-0.0016	-0.0016	0.0022	0.0022
1	0.0014	0.0014	0.0038	0.0038
2	0.0026	0.004	-0.0033	0.0004
3	-0.0014	0.0026	0.0102**	0.0106
4	0.005	0.0076	-0.0017	0.009
5	0.0029	0.0104	0.0038	0.0127
(-5,+5)		0.0172		-0.0125

註：1.  $CAR(-1) = CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5) = CAR(1,5)$ 。

2. \*\* 表示檢定結果達到 5% 顯著水準。

### (三) 宣告事件的異常報酬與財報變數之關係

從前述之實證結果得知，2007 年於宣告現金股利日後有顯著正向異常報酬，尤以事件日+1 日最為顯著，此外不論 2007 或 2008 年都有顯著資訊外溢的現象，是以本文將分別探討前述事件日前之累積異常報酬  $CAR(-5,-1)$ 、事件日後之累積異常報酬  $CAR(1,5)$  及事件日+1 日之異常報酬  $AR(1)$  與財務變數間之關係。

#### A. 事件日前之累積異常報酬 $CAR(-5,-1)$ 與財務變數之關係

從表 7 之多元迴歸分析結果顯示，2007 年宣告事件日前具有資訊外溢現象之正向累積異常報酬，與近兩年之台灣高股息指數成分股呈正向顯著關係。亦即投資人可能針對訴求高現金股利之台灣高股息指數成分股有預期心理，是以高現金股利之公司先行反應利多訊息，於宣告日前買進佈局多單，故於事件日前即有顯著正累積異常報酬。



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

表 7 CAR(-5,-1) 與財務變數的迴歸分析表

應變數	2007 年		2008 年	
	估計值	t 值	估計值	t 值
常數	0.0233	1.6424	0.0235	1.0880
週轉率	0.0017	0.2907	-0.0066	-0.8673
市值	0.0000	0.2836	0.0000	0.8908
本益比	-0.0000	-0.5864	-0.0005	-1.4472
股價淨值比	-0.0005	-0.2671	0.0016	0.4558
負債比率	0.0001	0.8566	-0.0003	-1.4443
總資產成長率	0.0002	0.9290	-0.0005	-1.8416
每股稅前淨利	0.0002	0.2248	-0.0007	-0.2894
總資產報酬成長率	0.0002	0.2100	0.0006	0.3955
股利殖利率	-0.0016	-0.5623	-0.0019	-0.7151
現金股利率	-0.0033	-0.9912	-0.0003	-0.1108
營收成長率	0.0000	0.3164	0.0002	1.0832
台灣 50 指數成分股	0.0027	0.3411	-0.0040	-0.3687
台灣高股息指數成分股	0.0327	3.6141**	0.0056	0.4331
非金融產業成分股	-0.0173	-1.8568	-0.0002	-0.0126
調整過後的 R <sup>2</sup>	0.17		0.11	

註：\*\* 表示檢定結果達到 5% 顯著水準。

#### B. 事件日後之累積異常報酬 CAR(1,5) 與財務變數之關係

由表 8 之迴歸分析結果得知，2008 年 CAR(1,5) 之累積正異常報酬率與股票週轉率成負相關。也就是說這些有正異常報酬的公司為股東偏好長期持有，其籌碼安定週轉率較低之公司。然而 2008 年因金融海嘯的關係，則無上述的關係。

表 8 CAR(1,5) 與財務變數的迴歸分析表

應變數	2007 年		2008 年	
	估計值	t 值	估計值	t 值
常數	0.0158	0.8048	0.0024	0.1247
週轉率	-0.0271	-3.3881**	0.0114	1.6749
市值	0.0000	-0.4650	0.0000	-0.2063
本益比	0.0000	0.0620	-0.0003	-1.0466
股價淨值比	0.0002	0.1019	0.0022	0.6788
負債比率	0.0002	1.0923	-0.0002	-1.1171
總資產成長率	0.0001	0.4660	-0.0000	-0.1355
每股稅前淨利	0.0003	0.2640	-0.0002	-0.0986
總資產報酬成長率	-0.0012	-1.0898	-0.0013	-0.9367
股利殖利率	0.0017	0.4332	-0.0021	-0.8499
現金股利率	-0.0030	-0.6591	0.0023	0.8389
營收成長率	-0.0000	-0.5763	0.0001	0.8533
台灣 50 指數成分股	0.0027	0.2416	0.0001	0.0123
台灣高股息指數成分股	0.0003	0.0244	0.0049	0.4200
非金融產業成分股	0.0013	0.0998	0.0036	0.2989
調整過後的 R <sup>2</sup>	0.15		0.11	

註：\*\* 表示檢定結果達到 5% 顯著水準。

### C. 宣告日後異常報酬 AR(1) 與財務變數之關係

由表 9 之迴歸分析結果可知，2007 年事件日+1 日之異常報酬與當年度週轉率台灣高股息指數成分股呈顯著負向關係。易言之，2007 年宣告事件+1 日之正向異常報酬率，且當年度股東傾向長期持有，籌碼安定週轉率偏低之公司。然而 2008 年，事件日+1 日之異常報酬與當年度總資產報酬成長率正相關，說明 2008 年 AR(1) 之異常報酬率主要特徵為總資產報酬率高的公司。

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

表 9 AR(1)與財務變數的迴歸分析表

應變數	2007 年		2008 年	
	估計值	t 值	估計值	t 值
常數	0.0055	0.5499	0.0062	0.6494
週轉率	-0.0089	-2.1818**	-0.0003	-0.0960
市值	0.0000	-0.7258	0.0000	-0.3466
本益比	-0.0000	-0.8052	-0.0002	-1.1009
股價淨值比	0.0011	0.9025	-0.0008	-0.5044
負債比率	0.0001	0.7372	0.0001	0.4951
總資產成長率	-0.0000	-0.2863	-0.0001	-0.9583
每股稅前淨利	-0.0005	-0.7227	-0.0018	-1.8169
總資產報酬成長率	0.0002	0.2507	0.0028	4.1467**
股利殖利率	0.0028	1.4137	-0.0010	-0.8048
現金股利率	-0.0014	-0.6128	0.0009	0.6588
營收成長率	0.0000	0.7649	-0.0000	-0.6245
台灣 50 指數成分股	0.0024	0.4227	0.0028	0.5806
台灣高股息指數成分股	-0.0102	-1.6037	0.0022	0.3815
非金融產業成分股	-0.0020	-0.3095	0.0061	1.0374
調整過後的 R <sup>2</sup>	0.12		0.17	

註：\*\* 表示檢定結果達到 5% 顯著水準。

## 伍、結論與建議

本研究以台灣證交所之台灣指數系列成分股為研究對象，探討發放現金股利之宣告對公司股價之影響，並利用多元迴歸分析探討影響累積異常報酬的財務及市場變數，此外亦探討台灣高股息指數成分股與台灣 50 及中型 100 指數成分股對於事件宣告影響之差異，獲致重要結論如下：

首先，本文發現 2007 年股東會宣告現金股利事件日後有激勵股價的效果，其中以台灣 50 指數成分股較為顯著，而且若是同時為台灣 50 及台灣高股息指數之成分股，激勵股價效果最為顯著，然而台灣高股息指數成分股則激勵有限；但就 2008 年宣告現金股利之事件後，股價的反應則異於 2007 年，其成因可能是 2008 年次貸風暴的橫掃，投資人對未來預期並不樂觀，

是以現金股利不易有激勵股價的表現。

其次，不論是 2007 或 2008 年，在宣告前皆有顯著之資訊外溢現象，且皆與台灣高股息指數成分股有較顯著之關係，其中 2007 年尤其是以台灣高股息指數成分股之資訊外溢最為顯著，其成因乃是台灣高股息指數成分股，某些內部人士可能已事先獲悉利多，故在宣告事件日前買進佈局多單；相反地，2008 年可能受全球金融海嘯影響，其資訊外溢現象為負向，並以同時為台灣高股息及中型 100 指數之成分股資訊外溢現象最顯著，亦為某些人士可能先行嗅到未來景氣轉變，是以率先反應未來可能之負面訊息。此外本文發現 2007 年於現金股利宣告事件日次日之異常報酬與當年度週轉率呈負向關係，表示股價表現優異之成分股，股東傾向長期持有，是以這些成分股之週轉率較低，籌碼也較安定。

本文之實證結果顯示，近兩年股市之漲跌趨勢雖然不同，現金股利宣告確實會影響股價報酬率，而且在股東會事件日前皆有顯著的資訊外溢現象，是以 2007、2008 年的股利宣告效果雖有所差異，然而資訊外溢現象卻不因金融海嘯而有所差異。故建議投資人在評估投資決策時，除觀察管理當局現金股利政策外，仍需多方考慮公司財務、市場面因素、法人（公司派及外資）操作等，此外投資人對於報章媒體所揭露的形式大好的新聞時，對於此類資訊揭露解讀不僅需要聽看停，更需要集思廣益地慎思明辨，而不宜只考量高額現金股利，而貿然輕信高股息殖利率與良好的投資標的是可以劃成等號。

## 附 註

1. 資料來源：Bloomberg。
2. 台灣證交所於 2007 年 1 月 15 日與世界知名專業指數編製機構富時指數(Financial Times Stock Exchange; FTSE)有限公司共同合作，編製發布「台灣證券交易所台灣高股息指數<sup>1</sup>」（簡稱台灣高股息指數），因此本文研究樣本乃是 2007 年以後的資料來分析。寶來證券投資信託股份有限公司於 2007 年 12 月 26 日亦正式發行台灣第一檔，也是亞洲第一檔「寶來台灣高股息基金」（簡稱高股息ETFs），係依據追蹤指數台灣高股息指數成分股進行持股佈局的指數股票型基金。
3. 由於高股息成分股為台灣證券交易所於 2007 年 1 月 15 日與世界知名專業指數編製機構富時指數(Financial Times Stock Exchange; FTSE)有限公司共同合作編製，本研究的研究樣本乃是以 2007 年以後的資料來分析。
4. 本研究查閱股市公開資訊觀測站，將事件期內若發生重大利多或利空事件的樣本排除，並且就 2007 年與 2008 年的資料來分析之，但由於發生在事件期之重大利空與利多事件的樣本並不多，所以將這些樣本排除後，發覺實證結果並無差異。

## 參考文獻

1. 沈中華及李建然（民 89），*事件研究法：財務與會計實證研究必備*，台北華泰文化公司。
2. 汪瑞芝及陳明進（民 96），「兩稅合一前後上市公司融資決策之實證研究」，*交大管理學報*，第二十七卷第一期，頁 221-246。
3. 林宜勉及潘昭儀（民 87），「股利宣告內涵與 Tobin's Q 理論」，*管理學報*，第十五卷第四期，頁 587-621。
4. 洪榮華、曾子耘及林聖傑（民 95），「從股東稅負壓力探討兩稅合一對股利政策之影響」，*輔仁管理評論*，第十三卷第一期，頁 133-162。
5. 倪衍森及廖容岑（民 95），「家族企業負債代理成本及股利政策之研究－以台灣上市公司為例」，*管理與系統*，第十三卷第二期，頁 153-179。
6. 倪衍森、鍾雨潼及王武德（民 95），「台灣證券市場內線交易嚴重嗎？以台灣公開資訊觀測站之資訊分析為例」，*中華管理學報*，第七卷第二期，頁 89-100。
7. 孫梅瑞及陳憲民（民 94），「台灣上市公司股利政策趨勢與公司特性之研究」，*企業管理學報*，第六十六期，頁 77-100。
8. 陳仕偉、沈中華及盧碧伶（民 97），「股價現值模型長短期非線性行為的探討：跨國的實証研究」，*中國統計學報*，第四十六卷第一期，頁 61-80。
9. 許溪南、吳依正及黃金生（民 98），「臺灣股價指數的股利估計及其對台指期貨定價的影響」，*經濟研究*，第四十五卷第一期，頁 103-141。
10. 曾昭玲及周小玲（民 96），「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，頁 49-77。
11. 楊清溪及王茂昌（民 95），「企業財務政策、經濟附加價值與現金附加價值之研究－以中國鋼鐵公司為例」，*東吳經濟商學學報*，第五十四期，頁 27-64。
12. 楊馥如、顧廣平及黃珮禎（民 96），「台灣上市櫃公司流動性資產的管理意涵」，*績效與策略研究*，第四卷第二期，頁 123-129。
13. 楊麗玲、陳文進及郭保蘭（民 94），「跨期性資本資產訂價－台灣股市實證分析」，*中華技術學院學報*，第三十二期，頁 45-63。
14. 廖俊杰及陳家妤（民 97），「從迎合理論檢視台灣企業股利及庫藏股政策」，*東海管理評論*，第十卷第一期，頁 225-256。
15. 鄭桂蕙（民 94），「庫藏股買回對股利發放之影響」，*會計評論*，第四十一期，頁 77-101。
16. Agrawal, A. and N. Jayaraman (1994), "The Dividend Policies of All-Equity Firms: A Direct Test

- of the Free Cash Flow Theory.” *Managerial Decision Economics*, 15, No.2, pp.139-148.
17. Allen, F., A. E. Bernardo, and I. Welch (2000), “The Theory of Dividends based on Tax Clienteles.” *Journal of Finance*, 55, No.6, pp.2499-2536.
  18. Asquith, P. and D. W. Mullins (1983), “The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders’ Wealth.” *Journal of Business*, 56, No.1, pp.77-96.
  19. Banker, R. E., S. Das, and S. M. Datar (1993), “Complementarities of Prior Accounting Information: The Case of Stock Dividend Announcements.” *Accounting Review*, 68, No.1, pp.28-47.
  20. Benartzi, S., R. Michaely, and R. Thaler (1997). “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?” *Journal of Finance*, 52, No.3, pp.1007-1034.
  21. Bhattacharya, S. (1979), “Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird-in-the Hand Fallacy.” *Bell Journal of Economics*, 10, No.1, pp.259-270.
  22. Brennan, M. (1970), “Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy.” *National Tax Journal*, 23, No.4, pp.417-429.
  23. Easterbrook, F. H. (1984), “Two Agency-Cost Explanations of Dividends.” *American Economic Review*, 74, No.4, pp.650-659.
  24. Frankfurter, G. M. and R. W. Lane (1984), “The Rationality of Dividends.” *International Review of Financial Analysis*, 1, No.2, pp.115-129.
  25. Healy, P. M. and K. G. Palepu (1988), “Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions.” *Journal of Financial Economics*, 21, No.2, pp.149-175.
  26. Jensen, M. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.” *American Economic Review*, 76, No.2, pp.323-329.
  27. John, K. and J. Williams (1985), “Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium.” *Journal of Finance*, 40, No.4, pp.1053-1070.
  28. Kalay, A. and R. Michaely (1993), “Dividends and Taxes: A Reexamination.” *Unpublished Working Paper*, University Of Utah.
  29. Kalay, A. and U. Lowenstein (1986), “The Informational Content of The Timing of Dividend Announcements.” *Journal of Financial Economics*, 16, pp.373-388.
  30. Lewellen, W., K. Stanley, R. Lease, and G. Schlarbaum (1978), “Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon.” *Journal of Finance*, 33, No.5, pp.1385-1399.
  31. McNichols M. and A. Dravid (1990), “Stock Dividends, Stock Splits and Signaling.” *Journal of Finance*, 45, No.3, pp.857-879.
  32. Miller, M. H. and F. Modigliani (1961), “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares.” *Journal of Business*, 34, No.4, pp.411-433.
  33. Miller, M. H. and K. Rock (1985), “Dividend Policy under Asymmetric Information.” *Journal of*

- 
- Finance*, 40, No.4, pp.1021-1051.
34. Miller, M. H. and R. J. Shiller (1986), "Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends." *Journal of Business*, 59, No.4, pp.S451-S468.
35. Nissim, D. and A. Ziv (2001), "Dividend Changes and Future Profitability." *Journal of Finance*, 56, No.6, pp.2111-2133.
36. Pettit, R. R. (1972), "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency." *Journal of Finance*, 27, No.5, pp.993-1007.
37. Pettit, R. R. (1977), "Taxes, Transactions Cost and Clientele Effects of Dividends." *Journal of Financial Economics*, 5, No.3, pp.419-436.
38. Poterba, J. and L. Summers (1985), "The Economic Effects of Dividend Taxation." *Recent Advances in Corporate Finance*, Homewood, Ill: Irwin.
39. Rozeff, M. (1982), "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios." *Journal of Financial Research*, 5, No.3, pp.249-259.
40. Shefrin, H. M. and M. Statman (1984), "Explaining Investor Preference for Cash Dividends." *Journal of Financial Economics*, 13, No.2, pp.253-282.
41. Waller Jr., W. T. (1989), "The Concept of Habit in Economic Analysis." *Journal of Economic Issues*, 22, No.1, pp.113-126.



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

## 附 錄

### 附錄一：外溢效果是否與股息增加或減少之迴歸分析表

附表 CAR(-5,-1)與財務變數的迴歸分析表

應變數	2007 年		2008 年		
	估計值	t 值	估計值	t 值	
常數	0.0237	1.6915	0.0231	1.0843	
週轉率	0.0018	0.3263	-0.0066	-0.8667	
市值	0.0000	0.4651	0.0000	0.9889	
本益比	-0.0001	-0.6735	-0.0005	-1.4896	
股價淨值比	-0.0001	-0.4364	0.0016	0.4520	
負債比率	0.0002	0.8510	-0.0003	-1.4133	
總資產成長率	0.0002	0.8275	-0.0005	-1.8859	
每股稅前淨利	0.0002	0.1937	-0.0007	-0.3146	
總資產報酬成長率	0.0004	0.5581	0.0005	0.3633	
股利殖利率	-0.0015	-0.5647	-0.0018	-0.6932	
現金股利率	-0.0035	-1.0566	0.0002	0.0631	
營收成長率	0.0001	0.2423	0.0002	1.1353	
台灣 50 指數成分股	0.0011	0.01.1626e-03	0.1439	-0.0048	-0.4361
非金融產業成分股		-0.0156	-1.6750	-0.0015	-0.1202
股息增加的成分股		0.0286	2.7352**	-0.0029	-0.1962
股息減少的成分股		0.0461	3.3904**	0.0059	0.3303
調整過後的 R <sup>2</sup>		0.17		0.10	

註：\*\* 表示檢定結果達到 5% 顯著水準。

說明：此外若將高股息成分股再分類為股息增加股與股息減少股，其實證結果與內文中表 7 不分類的實證結果相一致，皆呈正相關。其成因乃是 2007 年發佈「台灣高股息指數」好像就有引人入勝之處，所以在 2007 股市還算良好之際，有心人士就有提前卡位佈局的痕跡。

## **An Empirical Study for Announcing Effects of Taiwan High Cash Dividend by Employing the Underlying Stocks Compiled by FTSE Index Corporation**

**Yen-Sen Ni\* Pao-Yu Huang\*\* Yao-Chia Ku\*\*\***

### **Abstract**

This study is to investigate the effect of the announcements of high cash dividends to constituent stocks of Taiwan 50, Mid-Cap 100 and high cash dividend stock index compiled by FTSE Index Corporation. These underlying stocks have the advantages of liquidity, and transparency. According to this empirical study, there are several findings as shown as follows: First of all, the share prices are encouraged more significantly for the constituents of both Taiwan 50 and high cash dividend Index. However, share prices haven't been encouraged after the announcement of cash dividend for the data of year 2008, since investors tended to be more conservative due to the subprime mortgage crisis. Secondly, it shows there is negative relationship between turnover ratio and abnormal returns of announcing cash dividend in the year of 2007. Actually, the shareholders might intend to use buy-and-hold strategy for a long time for these underlying stocks. Thirdly, it show spillover effects significantly for high yield stocks in 2007, and it means that insiders might buy these constitute stocks in advance. However, the abnormal returns are negatively before announcing cash dividends in 2008,

---

\* Associate Professor, Graduate Institute of Management Sciences, Tamkang University.

\*\* Instructor, International Business Department of International Business, Soochow University and Ph.D Candidate, Graduate Institute of Management Sciences, Tamkang University.

\*\*\*Doctoral Student, Graduate Institute of Management Sciences, Tamkang University.

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

---

which is different from 2007. It seems that some insiders might feel upcoming recession then sell shares in advance. Thus, the spillover effects before announcing cash dividends are existed even though during the period of banking crisis.

---

**Keywords:** Cash Dividends, Announcement Effects, High Cash Dividend Underlying Stocks

---

