

國立政治大學財務管理學系

碩士論文

指導教授：屠美亞博士

資本市場發展對股利資訊意涵之影響  
—以台灣資本市場為例

研究生：周威佑

中華民國一〇一年六月

## 摘要

我以台灣資本市場在 1991 至 2010 年之上市公司作為樣本，研究資本市場發展程度對於企業現金股利之資訊內涵的影響。我們首先觀察支付公司數占整體上市公司數比重以及加權平均股利發放率，發現台灣資本市場並不存在消失股利的現象。接著透過羅吉斯模型、Life Regression Tobit Model 以及多變量迴歸分析，分別對台灣上市公司發放股利傾向、股利發放率，以及現金股利宣告效果進行分析。我發現儘管我國不存在股利消失現象，資本市場發展程度的確負向影響公司發放股利傾向、股利支付率，以及宣告增發股利時的宣告效果，代表現金股利的資訊意涵卻隨資本市場發展而弱化。另外機構投資人持股比率上升，顯著降低了現金股利的宣告效果。唯本土機構投資人持股比例越高，公司發放股利的傾向隨之增加，呼應了我國資本市場對於股利仍有一定的重視程度及偏好。

關鍵字：現金股利、股利消失、資本市場發展。

## **Abstract**

The main contribution of this article is that I use the variable of development of capital market as the main reason resulting in the decrease of the likelihood of companies to pay cash dividends and cash dividends payout ratio, and it also weakens the announce effect of cash dividends.

There are some results we can see in this investigation. First, through observing the trend of the percentage of cash-dividend–payer firms to all TWSE firms and the trend of market value weighted payout ratio, we can see there is no “disappearing dividends” phenomenon in Taiwan capital market from 1991 to 2010.

Second, the development of capital market not only decreases the likelihood of companies to pay cash dividends and cash dividends payout ratio, but also weakens the announce effect of cash dividends.

Third, the more shares held by institutional investors, the weaker announce effect caused by cash dividends announcement. However, firms with higher percentage of shares held by local institutional investors are much likely to pay dividends. It somehow means that cash dividends are preferred and respected.

Keywords : Cash dividends, disappearing dividends, the development of Capital Market.

## 誌謝

首先非常感謝我的指導教授屠美亞老師，即便老師課務繁忙，但對於我們的論文指導事必躬親，每週一次的討論更是讓我們感受到老師的用心及付出，真的非常感謝老師。也十分感謝口試委員徐燕山老師以及黃慶堂老師給了我許多寶貴的意見，讓這份研究更加完整。

感謝我的同窗，至冠以及飴芬，無論是生活、論文或是求職的路，我們都一起走過，同甘共苦。還有我們的好室友可容及旅揚也陪伴著我們度過許多漫漫長夜。

也很感謝一路從大學相互扶持、親如家人的冠羽、小翌、傑夫、阿華、小老闆、阿財、Amy、Darren、范范，這群可愛的人們在生活中給我許多力量。感謝我從小到大的好朋友胡哲議和我一起奮鬥打拼，熬夜寫論文、跑資料。

更感謝我的母親與姊姊對我的栽培，他們是我的驕傲。

周威佑謹誌於

政治大學財管所

民國一〇一年六月

# 目 錄

摘要.....	I
英文摘要 .....	II
目錄.....	IV
表次.....	VI
圖次.....	VII
第一章 緒論 .....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的與貢獻.....	3
第三節 研究架構與流程.....	4
第二章 文獻探討與研究假說 .....	5
第一節 股利政策相關文獻 .....	5
第二節 探討股利消失之相關文獻 .....	7
第三章 研究方法.....	9
第一節 研究假說.....	9
第二節 變數定義與預測.....	10
第三節 實證模型 .....	21
第四節 樣本選取與資料來源.....	25

第四章 實證結果與分析.....	26
第一節 敘述統計量.....	26
第二節 相關係數與貢獻性分析.....	32
第三節 實證結果分析.....	36
第五章 結論與建議.....	48
第一節 結論.....	48
第二節 研究限制.....	49
第三節 建議.....	50
參考文獻.....	51
附錄.....	54



## 表次

表 3-1 自變數定義表 .....	18
表 3-2 影響企業宣告現金股利發放時累積異常報酬之解釋變數影響 方向預測 .....	19
表 3-3 羅吉斯模型之解釋變數影響方向預測 .....	20
表 4-1 敘述統計量 – 全體樣本 .....	31
表 4-2 Pearson 績差相關係數矩陣 – 整體樣本 .....	34
表 4-3 羅吉斯模型分析結果 .....	36
表 4-4 Life regression 模型分析結果 – 全體樣本 .....	41
表 4-5 多變量迴歸模型分析結果 – 依事件別 .....	44



## 圖次

圖 1-1 研究內容流程圖 .....	4
圖 4-1 支付股利公司家數占比趨勢 .....	28
圖 4-2 市值加權平均股利發放率趨勢 .....	29



# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

Fama and French (2001) 提出美國發放股利的公司家數，佔所有公司家數之比重，在 1948 年至 1999 年間下降了逾 45%，即便控制了如公司規模、市值帳面比、資產成長性、獲利性等公司特性變數後，仍無法完全解釋這股利發放家數下降的問題，故 Fama and French (2001) 將此現象稱之為「消失的股利」。

我們知道投資決策、融資決策及股利政策為財務管理的三大決策，無論哪一個部分都身居要角，但美國資本市場存在「消失的股利」的現象，難道是間接說明現金股利「不再重要」了嗎？

投資股票的獲利來源可以分為資本利得，以及股利收益兩個來源，儘管投資人對於兩種獲利來源的偏好性不盡相同，但其重要性卻是不可忽視。一直以來，便有許多學者針對公司的股利政策各種層面進行許多研究，包含為何發放現金股利(動機)，何時發放現金股利(時機)，或是應該發放多少現金股利(最適現金股利水準)，現金股利宣告效果的討論等。

「訊號發射假說」替公司發放現金股利的理由提出了一個有趣的解釋。其認為公司與股東之間存在資訊不對稱的關係，而藉由調整現金股利水準，能將公司的營運以及獲利狀況有效地傳達給投資人，降低了公司與股東間的資訊不對稱程度。

如果現金股利真的具有資訊意涵，又的確能解決公司與股東之間的資訊不對稱程度，那麼 Fama and French (2001) 提出所發現的美國資本市場所存在的「消失的股利」的現象，是否間接地說明了現金股利在扮演資訊傳遞角色的功能性逐

漸被其他工具所取代了呢？

直觀而言，隨著資本市場的發展程度增加，投資人應有更多的資源去獲取其所投資的公司之財務與營運等相關資訊，故兩者間所存在的資訊不對稱程度亦應隨著資本市場的發展而下降。而在這前提之下，企業減少股利的發放或許並不讓人意外。

但相較於美國或是其他資本市場發展歷史較為悠久的國家，台灣資本市場的發展程度成熟度較低，且特有的「散戶文化」更使台灣的資本市場十分具有獨特性，持份極低的小股東在股東會上強烈質疑公司為何調降股息的新聞也時有所聞。與機構投資人相比，散戶所擁有的資訊優勢(取得資訊的時間點及管道)，以及處理資訊的能力都處於相對弱勢。故就平均而言，在台灣資本市場當中，企業與股東之間應存在更高度的資訊不對稱。

這也令人好奇，如果資本市場的發展程度增加的確隱含了投資人可以更容易地取得企業資訊，那麼台灣的資本市場是否也存在著如 Fama and French (2001) 所提出的「股利消失」的現象呢？

本研究試圖探討資本市場發展程度是否會降低了台灣上市公司發放現金股利的資訊效果，使得企業宣告發放現金股利時其累積異常報酬水準下降；以及隨資本市場發展程度，台灣的上市公司是否也會因為股利的資訊效果弱化，而向低了發放股利的意願。

## 第二節 研究目的與貢獻

本研究透過台灣資本市場自 1991 年至 2010 年間共 20 年上市公司的資料，來討論台灣市場是否也存在股利消失的現象。並試圖以訊號發射假說為基礎，探討現金股利的訊號效果是否隨著資本市場的發展而弱化。

本文有以下幾個目的：

- 一、 觀察台灣資本市場中，是否存在「消失股利」之現象。
- 二、 探討資本市場發展程度對企業發放現金股利傾向之影響。
- 三、 探討資本市場發展程度對企業宣告現金股利發放之累積異常報酬水準之影響。

本文主要貢獻在於以資本市場發展程度做為我國企業現金股利內含資訊弱化之主要原因。雖然我國資本市場在研究期間內並不存在股利消失的現象，且支付股利公司占比以及加權平均股利發放率逐漸上升的趨勢，但資本市場發展程度仍顯著弱化我國企業現金股利宣告效果以及降低企業發放股利之意願，表示其有效弱化現金股利之資訊內涵。

### 第三節 研究架構與流程

本研究就理論的探討與實證的研究做成綜合性的結論與建議，並提出未來的研究方向。本研究的流程如下：

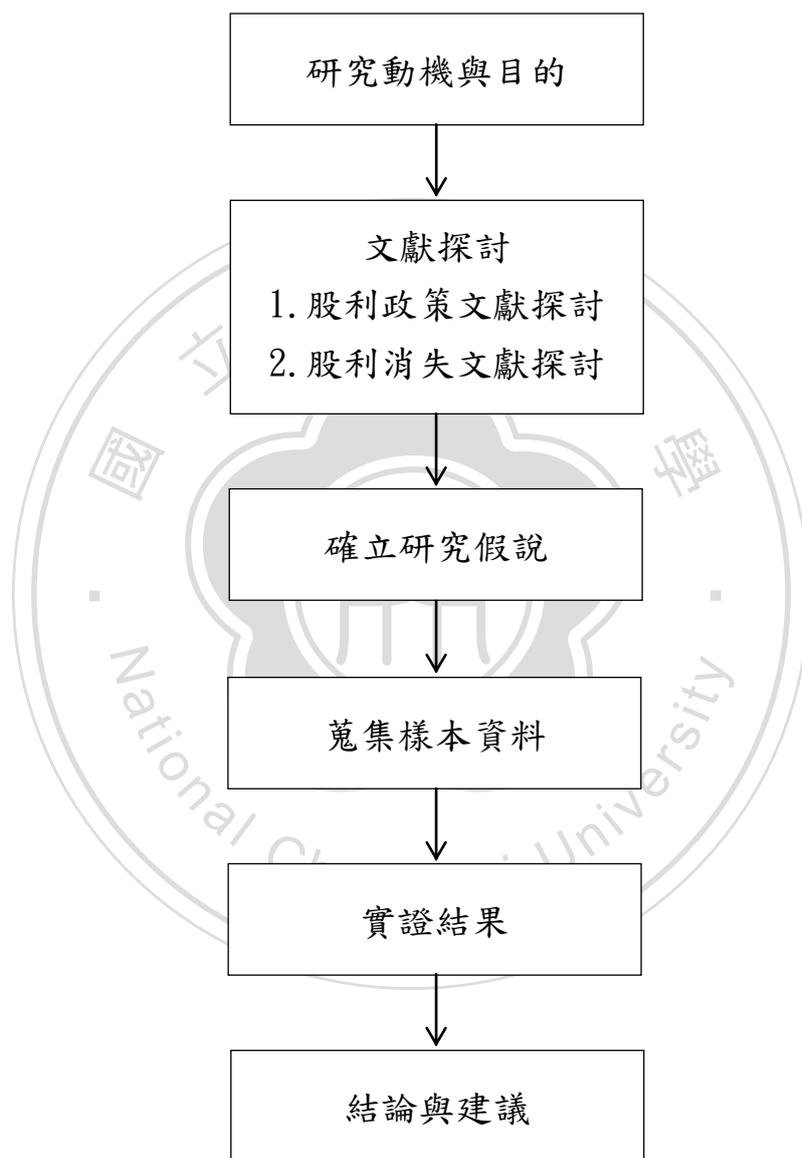


圖 1-1 研究內容流程圖

## 第二章 文獻探討

### 第一節 股利政策相關文獻

股利政策為企業財務管理三大決策之一，無論國內外的學者都進行了許多相關的研究，並發展出了許多理論與假說，茲列述如下

#### 一、 股利無關理論

Miller and Modigliani (1961) 提出股利無關論，其主張在完美的市場中，公司主要價值來自實質投資活動，不受股利政策影響。並認為投資人可以透過「自製股利」的形式來達成滿足自己對於股利的需求，故公司的股利政策無法影響股東的現金流量型態及其對於公司的評價。

#### 二、 一鳥在手論

由 Gordon and Lintner (1963) 提出，主張資本市場中之權益投資人為風險趨避者，相較於將資金以保留盈餘的型式留在企業以滿足再投資需求，投資人更喜歡以現金股利的型式提早實現利益。

#### 三、 剩餘股利政策

由 Easterbrook (1984) 提出，其主張公司應率先檢視其自身投資機會，並將其資金優先支應投資需求，當有所剩餘時，再發放予股東。

#### 四、 代理理論

由 Jensen & Meckling (1976) 最先提出。他們認為當代理人(如公司經理人)與主理人(股東)之間存在利益衝突，代理人有可能為了實現自我利益而違背主理人財富最大化的目標，因此產生代理問題。

Frank H. Easterbrook (1984) 則進一步提出，股利發放有助於降低對於公司經理人與股東間的代理問題並主張股利發放可以降低經營者為規避風險所產生之代理成本。

## 五、訊號發射假說

其主要主張投資人會依照企業發放股利之程度，解讀其背後的資訊，並藉以預測公司的遠景，進而進行股票操作。支持的學者如 Bhattacharya (1979)、以及 Asquith & Mullins (1983) 發現當股利始發(股利發放率  $d$  由  $-d=0$  至  $d>0$ ) 時，股價有上漲的趨勢，顯示投資人對於現金股利有一定的偏好。

Miller and Modigliani 則認為當公司預期未來盈餘降低，則有降低股利發放的動機；反之當公司預期盈餘提高，則才有可能提高股利水準。故投資人觀察到公司提升了股利發放水準，則可藉此預期企業未來盈餘走高，是一種正面的訊號，反之亦然。

本研究將以此為主要觀點，探討企業是否因資本市場發展程度提升，而導致現金股利的內含資訊減弱，並進一步降低公司發放股利的意願。

## 第二節 探討股利消失之相關文獻

Fama and French (2001) 提出美國發放股利的公司佔比，在 1948 年至 1999 年間下降了逾 45%，即便控制了如公司規模、市值帳面比、資產成長性、獲利性等公司特性變數後，仍無法完全解釋這股利發放家數下降的問題，故 Fama and French (2001) 將此現象稱之為「消失的股利」。

Denis and Osobov (2008) 也在研究中發現此股利消失的現象發生在全球市場，並且認為其主要的原在於在於許多的初上市公司並不配發股利，進而導致發放家數的占比遭到稀釋。

另外亦有學者提出不一樣的解釋，Yakov and Kefei (2006) 認為股利發放家數占比下降以及現金股利增加之宣告效果下降，主要原因為公司由機構投資人持股的比例增加。他們提出，機構投資人擁有資訊優勢，能夠比一般投資人更快獲知公司即將要提升股利水準的訊息，並在訊息發布之前買進公司股票，造成現金股利宣告效果遭到稀釋（提前實現）。再者他們也發現，機構投資人持股比例越高的公司，有較低的傾向去提升現金股利水準。

Baker and Wurgler (2004) 則是以行為財務學的角度出發，認為公司發放股利與否，取決於投資人當時對於股利的偏好，亦即公司試圖「迎合」投資人的偏好。他們以投資人對股利的偏好、代理成本、資訊不對稱、管理者的股票選擇權、迎合動機、租稅環境敏感程度以及其他公司個別因素來解釋股利消失的現象。他們發現投資人在不同的時間點其所對於股利的偏好的確不同，而且這個偏好的改變與公司配發現金股利的傾向改變情形相符。但 Hoberg and Prabhala (2009) 則挑戰了這個論點。

Hoberg and Prabhala (2009) 提出以風險程度作為股利消失現象的解釋。他們發現風險（包含系統性以及非系統性風險）能夠解釋約 40% 股利消失的現象，並且在統計及經濟上達到顯著。再者，他們亦發現當控制了公司的風險程度後，Baker and Wurgler (2002) 所提出的投資人股利偏好，幾乎無法解釋股利的消失現象。



## 第三章 研究方法

### 第一節 研究假說

本研究將參考前章文獻觀點，以訊號發射理論為研究基礎，假設公司是現金股利為向投資人傳遞公司營運以及財務資訊的工具；並且主張當資本市場發展程度增加，資訊透明度亦隨之提升。投資人應有更多的資源以獲取所投資企業之財務及營運資訊，導致現金股利之內含資訊弱化。

而當股利內含資訊弱化，我們做出以下推論：

#### 一、 現金股利宣告效果弱化

當資本市場資訊透明度提升，投資人應能藉由其他媒介獲取較即時且正確的公司營運及財務資訊，故當公司宣告現金股利增發時，不應有太明顯的正向累積異常報酬；反之當公司宣告減發或停發現金股利時，其負向累積異常報酬之絕對值亦應降低。

#### 二、 企業發放股利意願降低

若現金股利的內含資訊弱化，現金股利作為資訊傳遞工具之必要性亦隨之下降，故企業應降低其發放現金股利的意願。

#### 三、 企業股利發放率降低

理由同本節第二點。

## 第二節 變數定義與預測

### 一、 資本市場發展變數

#### (一)、 Index

我參考 Demirgüç, A. and R. Levine (2001)所提出的方法，並加以修改後建構此指數<sup>1</sup>。此 Index 主要的意涵為資本市場相對於銀行體系的重要性，當此 Index 越高，則代表我們對於資本市場作為融資來源的依賴程度越高，故依此作為資本市場發展程度的代理變數之一。

當企業向銀行進行融資時，須提供自身營運、財務等相關資訊予銀行，並由銀行端進行徵信、審核等步驟，始能放款。而當企業轉向資本市場融資時，則必須依金融主管機關要求，將營運及財務資訊公開與社會大眾。銀行並不會主動公布其貸款對象（企業）的營運及財務資訊，故當企業仰賴資本市場融資的程度增加，整體市場的資訊透明度也得到相對的提升了。

故我預期其應該會降低現金股利宣告的訊息效果。亦即當現金股利增加時，其應對於累積異常報酬有著負面的影響，而當現金股利減發或是停發時，則有正面的影響（或者說減緩了累積異常報酬下降的效果）。而既然該變數降低了現金股利的宣告效果，亦表示其降低了公司採用股利作為訊號發射工具的必要性，故其應會降低公司發放股利的傾向，並且增加公司停發或減發股利的傾向。

---

1. Demirgüç, A. and R. Levine (2001)所建構的指數原型為

$$\left( \frac{\text{資本市場總資本額}}{\text{銀行總資產}} + \frac{\text{資本市場總交易額}}{\text{銀行總貸放數}} + \frac{\text{資本市場總交易額}}{\text{GDP}} \times \frac{\text{銀行總管銷成本}}{\text{銀行總資產}} \right) \div 3$$

其為以下兩個比率的平均值：

1. 資本市場總資本額/銀行總資產

該比率代表了資本市場相對於銀行體系的規模大小。

2. 資本市場年交易額/銀行總貸放數

該比率則代表了資本市場相對於銀行體系的活絡性程度。

**(二)、 Intraded**

為資本市場年交易額之對數。相較於前一個變數 Index，為相對的概念，此變數代表了資本市場絕對的重要性。採用變數 Intraded 做為控制變數，有助於我們確定我國資本市場是在交易量及規模正向成長的情況下，去了解其相對於銀行體系重要性的趨勢，也就是變數 index 的趨勢。

故我預期其會降低現金股利宣告的訊息效果。亦即當現金股利增加時，其應對於累積異常報酬有著負面的影響，而當現金股利減發或是停發時，則有正面的影響。另其亦與變數 Index 相同，應降低公司發放股利的傾向，並且增加公司停發或減發股利的傾向。

**二、 機構投資人及內部人持股比例變數**

Yakov and Kefei (2006) 提出機構投資人較散戶頭資人擁有更多的資訊優勢，故能夠因應公司的股利政策提前做出反應，例如機構投資人可以利用自己的資訊優勢，在知道企業可能會宣告增發股利之前，率先買進該公司股票，提前實現了此宣告效果，進一步降低了現金股利宣告時的資訊效果。故我納入以下兩個變數作為機構投資人持股比例之變數：

### (一)、 TLII

為公司股權結構中之本國機構投資人的持股比例。

### (二)、 TFII

為公司股權結構中之外國機構投資人的持股比例。

我預期以上兩變數都應該會降低現金股利宣告的訊息效果。亦即當現金股利增加時，其應對於累積異常報酬有著負面的影響，而當現金股利減發或是停發時，則有正面的影響。並且降低公司發放股利的傾向，並且增加公司停發或減發股利的傾向。

### (三)、 Ins

為公司股權結構中之內部人的持股比例。其中內部人定義為台灣經濟新報資料庫--股權結構資料中之董監事、大股東以及經理人。就如同機構投資人一般，內部人也被認為是較具有資訊優勢者，其變數方向應與機構投資人持股比例變數一致；但另一方面，當公司的內部投資人持股越高，股權相對集中，其資訊透明度較低，現金股利較具資訊意涵，宣告效果應該更為明顯。再者，內部人和機構投資人在股票的交易行為有所差異，內部人對於企業股票的買賣行為可能受到另外的限制，如經理人配股可能同時附有閉鎖期間的限制，故無法像機構投資人一般充分利用自己的資訊優勢進行交易。故綜合以上三點，我們無法確定內部人持股比率此變數的方向。

### 三、 風險變數

#### (一)、 Oprisk

此為公司營運風險程度，其計算方式為公司總資產報酬率之變異數，意即 VAR(ROA)。Hoberg and Prabhala (2009) 提出以風險程度作為股利消失現象的解釋。而就經濟直覺來說，當公司承受較大的風險，應會傾向持有較多的現金，保留較高的財務彈性，來支應高度的不確定性，故會降低公司發放股利的傾向，投資人亦應較不樂見風險程度較高的公司發放股利。故我預期當宣告現金股利增加時，變數 Oprisk 應呈現負向；反之則在股利減發或停發時呈現正向。

#### (二)、 liq

此變數定義為公司持有現金佔總資產之比重，表示了公司目前的流動性程度。如前所述，當公司承受較大風險時，應會傾向持有較多資金。故其可視為變數 Oprisk 的反向變數，方向應與變數 Oprisk 相反。

### 四、 公司特性變數

除了先前所提及的變數，我們亦將其他影響公司股利政策的特性變數納入考量，包括：

#### (一)、 Age

為公司的設立年限。一般認為成立較久的公司通常有著較大的規模以及較高的資訊透明度，故成立越久的公司其現金股利宣告的訊息效果應該越低。故我預期當宣告現金股利增加時，變數 Age 應呈現負向；反之則在股利減發或停發時呈現正向。

## (二)、 V

定義為公司（權益市值+債務帳面價值）/ 總資產。此比率意近公司資產之市值帳面比，表示了投資人對於公司前景的看法。當變數 V 越大，代表投資人給予公司的評價結果越高，近一步隱含了公司擁有較高的成長性。故我預期當宣告現金股利增加時，變數 V 應有負向影響；反之則在股利減發或停發時則有正向影響。另外，當變數 V 值越大，應降低公司發股利的傾向，並使停發或減發股利的傾向增加。

## (三)、 DA

為總資產成長率，其定義為  $(\text{總資產}_{i,t} - \text{總資產}_{i,t-1}) / \text{總資產}_{i,t-1}$ ，其為了公司成長性的代理變數。成長性越高的公司，其投資支出需求亦越大，故發放股利的傾向應該較低，投資人亦應較不樂見成長性較高、有較多投資機會的公司發放股利。故我預期當宣告現金股利增加時，變數 Oprisk 應呈現負向；反之則在股利減發或停發時呈現正向。另外，總資產成長率越高，應使公司發股利的傾向降低，停發或減發股利的傾向增加。

## (四)、 Size

其定義為公司總資產之對數，代表了公司的規模。Fama and French (2001) 提出公司獲利能力較高、規模較大、盈餘較多以及成長機會較低的公司越傾向發股利。而公司規模大其實亦隱含了公司在企業生命週期中處於相對成熟的位置，風險較小、現金也較豐沛等，都是符合傾向發放股利的特性。故我預測變數 Size 在宣告現金股利增加時，對於該累積異常報酬有正向之影響；反之在減發或停發時則有負面的影響。另外，公司規模越大，應使公司發股利的傾向提高，亦降低了停發或減發股利的傾向。

### (五)、 $\ln RD$

其定義為公司研發費用支出之對數。代表了公司的成長機會。如前所述，成長機會越低的公司應有越高的傾向發放股利。故我預測變數  $\ln RD$  在宣告現金股利增加時，對於累積異常報酬有負向之影響；反之在減發或停發時則有正向的影響。另外，變數  $\ln RD$  越大，應使公司發放股利的傾向降低，亦增加了停發或減發股利的傾向。

### (六)、 $RE$

其定義為保留盈餘佔公司總資產之比重。如前所述，保留盈餘越高的公司，其發放股利傾向應該越高。故我預測變數  $RE$  在宣告現金股利增加時，對於累積異常報酬有正向之影響；反之在減發或停發時則有負向的影響。另外，變數  $RE$  越大，應使公司發放股利的傾向增加，亦降低了停發或減發股利的傾向。

### (七)、 $LVG$

其定義為公司總負債佔總資產之比重，即負債比率。負債比率越高的公司，其所擁有的財務彈性越小、隱含的財務風險也越高。而 Jensen, Solberg and Zorn (1992)的研究中也認為負債程度與股利發放水準呈負向變動關係，其主要原因為：在既定的財務成本考量之下故我預測變數  $LVG$  在宣告現金股利增加時，對於累積異常報酬有負向之影響；反之在減發或停發時則有正向的影響。另外，變數  $LVG$  越大，應使公司發放股利的傾向下降，亦提升了停發或減發股利的傾向。

### (八)、 $E$

其定義為公司稅前息前淨利佔總資產之比重，用以表示公司的獲利能力。如前所述，獲利能力較高的公司，越傾向於發放股利。故我預測變數  $E$  在宣告現金股利增加時，對於累積異常報酬有正向之影響；反之在減發或停發時則有負向的

影響。另外，變數 E 越大，應使公司發放股利的傾向增加，亦降低了停發或減發股利的傾向。

## 五、 總體變數

### (一)、 Ldiff

其定義為，遞延一期之  $\ln$  [ 支付股利之公司 V 之平均數 - 無支付股利之公司 V 之平均數 ]。其所表示的意涵為市場上的投資人對於股利的偏好。Baker and Wurgler (2002) 提出公司會試圖迎合投資人對於股利的偏好，因而影響股利決策的制定。若此為真，我們可以預期公司今年發放股利的傾向會受到前一年投資人對股利偏好的影響。故我預測變數 Ldiff 在宣告現金股利增加時，對於累積異常報酬有正向之影響；反之在減發或停發時則有負向的影響。另外，變數 Ldiff 越大，應使公司發放股利的傾向增加，亦降低了停發或減發股利的傾向。

### (二)、 Tax

為虛擬變數，其定義為「兩稅合一」制度的實施與否。

$$\text{Tax} = \begin{cases} 1, & \text{year} \geq 1998 \\ 0, & \text{year} < 1998 \end{cases}$$

引述我國所得稅法第 3-1 條，條文內容如下：

「營利事業繳納屬八十七年度或以後年度之營利事業所得稅，除本法另有規定外，得於盈餘分配時，由其股東或社員將獲配股利總額或盈餘總額所含之稅額，自當年度綜合所得稅結算申報應納稅額中扣抵。」

該條文即是一般認知的「兩稅合一」制度。此法施行後，股東的現金股利所得無須重複課稅，故應會增加公司發放股利的傾向。故我預測變數 Tax 在宣告現

金股利增加時，對於累積異常報酬有正向之影響；反之在減發或停發時則有負向的影響。另外，變數 Tax 應使公司發放股利的傾向增加，亦降低了停發或減發股利的傾向。

我將各變數之定義整理於表 3-1，而表 3-2 與表 3-3 則是列示了多變量迴歸模型以及羅吉斯模型中所採用的各解釋變數的預測方向。



表 3-1 自變數定義表

變數名稱	變數定義
Index	$\left\{ \frac{\text{資本市場總資本額}}{\text{銀行總資產}} + \frac{\text{資本市場總交易額}}{\text{銀行總貸放數}} \right\} \div 2$
Intraded	資本市場總交易額之對數
TLII	國內機構投資人持股比例
TFII	國外機構投資人持股比例
Ins	內部人持股比例
oprisk	總資產報酬率之變異數
liq	$\frac{\text{現金}}{\text{總資產}}$
Age	成立年限
V	$\frac{\text{債務帳面價值} + \text{權益市值}}{\text{總資產帳面價值}}$
DA	$\frac{\text{總資產}_t - \text{總資產}_{t-1}}{\text{總資產}_{t-1}}$
size	總資產之對數
lnRD	研究發展費用之對數
RE	$\frac{\text{保留盈餘}}{\text{總資產}}$
LVG	$\frac{\text{總負債}}{\text{總資產}}$
E	$\frac{\text{稅前息前盈餘}}{\text{總資產}}$
Ldiff	前一年度之(支付股利之公司 V 之平均數-無支付股利之公司 V 之平均數)

<b>tax</b>	虛擬變數，為兩稅合一實施與否： $\text{Tax} = \begin{cases} 1, & \text{year} \geq 1998 \\ 0, & \text{year} < 1998 \end{cases}$
------------	---

**表 3-2 影響企業宣告現金股利發放時累積異常報酬之解釋變數影響方向預測**

1. 本表為多變數迴歸模型(以現金股利宣告三日累積異常報酬為被解釋變數)中，各解釋變數的方向預測。
2. 其中各解釋變數之定義請參照表 3-1(p 18.)，被解釋變數定義請參照 3-2-3(p 23.)。

變數名稱	宣告現金股利增發	宣告現金股利減發	宣告現金股利停發
<b>Index</b>	-	+	+
<b>Intraded</b>	-	+	+
<b>TLII</b>	-	+	+
<b>TFII</b>	-	+	+
<b>Ins</b>	+/-	+/-	+/-
<b>oprisk</b>	-	+	+
<b>liq</b>	+	-	-
<b>Age</b>	-	+	+
<b>V</b>	+	-	-
<b>DA</b>	+	-	-
<b>size</b>	+	-	-
<b>lnRD</b>	-	+	+
<b>RE</b>	+	-	-
<b>LVG</b>	-	+	+
<b>E</b>	+	-	-
<b>Ldiff</b>	+	-	-
<b>tax</b>	+	-	-

**表 3-3 羅吉斯模型之解釋變數影響方向預測**

1. 本表為羅吉斯模型(以發放、減發及停發現金股利傾向為被解釋變數)中，各解釋變數的方向預測。
2. 其中各解釋變數之定義請參照表 3-1(p 18.)，被解釋變數定義請參照 3-2-1 (p 21.)。

變數名稱	發放現金股利傾向	減發現金股利傾向	停發現金股利傾向
<b>Index</b>	-	+	+
<b>Intraded</b>	-	+	+
<b>TLII</b>	-	+	+
<b>TFII</b>	-	+	+
<b>Ins</b>	+/-	+/-	+/-
<b>oprisk</b>	-	+	+
<b>liq</b>	+	-	-
<b>Age</b>	-	+	+
<b>V</b>	-	+	+
<b>DA</b>	+	-	-
<b>size</b>	+	-	-
<b>lnRD</b>	-	+	+
<b>RE</b>	+	-	-
<b>LVG</b>	-	+	+
<b>E</b>	+	-	-
<b>Ldiff</b>	+	-	-
<b>tax</b>	+	-	-

### 第三節 實證模型

#### 一、羅吉斯模型

由於我們認為現金股利的發放，其重要目的之一便是向投資人傳遞訊息，那麼隨著資本市場的發展程度增加，此功能性之被取代性應漸漸提升，進而使的企業降低方法現金股利的傾向。

由於公司發放現金股利的傾向為屬質變數，故我們採用羅吉斯模型來進行分析：

$$\begin{aligned} \text{Logit}(P_i) &= \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) \\ &= \alpha + \beta_1 \text{index}_{it} + \beta_2 \text{Intraded}_{it} + \beta_3 \text{TLII}_{it} + \beta_4 \text{TFII}_{it} + \beta_5 \text{ins}_{it} + \\ &\quad \beta_6 \text{oprisk}_{it} + \beta_7 \text{liq}_{it} + \beta_8 \text{age}_{it} + \beta_9 \text{V}_{it} + \beta_{10} \text{DA}_{it} + \beta_{11} \text{size}_{it} + \beta_{12} \text{LNRD}_{it} + \\ &\quad \beta_{13} \text{RE}_{it} + \beta_{14} \text{lv}_{it} + \beta_{15} \text{E}_{it} + \beta_{16} \text{Ldiff}_{it} + \beta_{17} \text{tax}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

$$P_i = E(\text{dividend}_{it}=1 | \text{index}_{it}, \text{Intraded}_{it}, \text{TLII}_{it}, \text{TFII}_{it}, \text{ins}_{it}, \text{oprisk}_{it}, \text{liq}_{it}, \text{age}_{it}, \text{V}_{it}, \text{DA}_{it}, \text{size}_{it}, \text{LNRD}_{it}, \text{RE}_{it}, \text{lv}_{it}, \text{E}_{it}, \text{Ldiff}_{it}, \text{tax}_{it})$$

其中  $\text{dividend}_{it}$  為一虛擬變數，代表：

$$\text{dividend}_{it} = \begin{cases} 1, & i \text{ 公司於 } t \text{ 年發放現金股利} \\ 0, & i \text{ 公司於 } t \text{ 年未發放現金股利} \end{cases}$$

在羅吉斯模型當中，透過解釋變數的方向，我們可以判斷出其對於企業發放現金股利的傾向之影響。由於我們預期資本市場的發展程度增加，將使企業降低方法現金股利的傾向，故我們預期變數 *index* 以及變數 *Intraded* 應呈現負向趨勢。

而我們也進一步去探討各變數對於公司減發或停發現金股利傾向之影響。將模型中的事件設定分別改為：

$$P_i = E(\text{decrease}_{it}=1 | \text{index}_{ib}, \text{Intraded}_{ib}, \text{TLII}_{ib}, \text{TFII}_{ib}, \text{ins}_{ib}, \text{oprisk}_{ib}, \text{liq}_{ib}, \text{age}_{ib}, V_{ib}, \text{DA}_{ib}, \text{size}_{ib}, \text{LNRD}_{ib}, \text{RE}_{ib}, \text{lv}_{ib}, E_{ib}, \text{Ldiff}_{ib}, \text{tax}_{it})$$

$$\text{decrease}_{it} = \begin{cases} 1, & \text{i 公司之 } \text{DPS}_t < \text{DPS}_{t-1} \\ 0, & \text{i 公司之 } \text{DPS}_t \geq \text{DPS}_{t-1} \end{cases}$$

其中  $\text{DPS}_{i,t}$  代表 I 公司於 t 年所發放的每股現金股利

以及

$$P_i = E(\text{omission}_{it}=1 | \text{index}_{ib}, \text{Intraded}_{ib}, \text{TLII}_{ib}, \text{TFII}_{ib}, \text{ins}_{ib}, \text{oprisk}_{ib}, \text{liq}_{ib}, \text{age}_{ib}, V_{ib}, \text{DA}_{ib}, \text{size}_{ib}, \text{LNRD}_{ib}, \text{RE}_{ib}, \text{lv}_{ib}, E_{ib}, \text{Ldiff}_{ib}, \text{tax}_{it})$$

$$\text{decrease}_{it} = \begin{cases} 1, & \text{i 公司之 } \text{DPS}_t = 0 \text{ 且 } \text{DPS}_{t-1} \neq 0 \\ 0, & \text{O.W} \end{cases}$$

如前所述，既然我們認為現金股利傳遞訊息功能之被取代性應漸漸提升，故我們預期資本市場的發展程度增加應使企業增加減發或是停發股利的傾向。進而使變數 *index* 以及變數 *Intraded* 應呈現正向趨勢。

## 二、Life regression Tobit model

本研究欲藉由迴歸分析評估資本市場發展程度對於上市公司股利發放率的影響。由於股利發放率介於 0 與 1 之間，又我們並不討論股利發放率為 0 之樣本，不同於一般迴歸模型中被解釋變數無範圍限制的情形，若透過傳統最小平方法估計，會導致迴歸係數值產生偏誤與不一致的運算結果，進而影響檢定的顯著性，因此本研究選用 Life regression Tobit model 來討論資本市場發展程度對於上市公司股利發放率的影響。

$$\text{Payout}_{it} = \beta_1 \text{index}_{it} + \beta_2 \text{Intraded}_{it} + \beta_3 \text{TLII}_{it} + \beta_4 \text{TFII}_{it} + \beta_5 \text{ins}_{it} + \beta_6 \text{oprisk}_{it} + \beta_7 \text{liq}_{it} + \beta_8 \text{age}_{it} + \beta_9 V_{it} + \beta_{10} \text{DA}_{it} + \beta_{11} \text{size}_{it} + \beta_{12} \text{LNRD}_{it} + \beta_{13} \text{RE}_{it} + \beta_{14} \text{lv}_{it} + \beta_{15} E_{it} + \beta_{16} \text{Ldiff}_{it} + \beta_{17} \text{tax}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Payout}_{it} = \begin{cases} \text{Payout}_{it}, & \text{Payout}_{it} > 0 \\ 0, & \text{Payout}_{it} \leq 0 \end{cases}$$

## 三、多變量迴歸模型

本研究以多變量迴歸模型探討資本市場發展程度、機構投資人持股程度、企業風險程度、公司特性以及總體變數對於公司宣告現金股利時，其累積異常報酬的影響：

$$\text{CAR} = \alpha + \beta_1 \text{index} + \beta_2 \text{Intraded} + \beta_3 \text{TLII} + \beta_4 \text{TFII} + \beta_5 \text{ins} + \beta_6 \text{oprisk} + \beta_7 \text{liq} + \beta_8 \text{age} + \beta_9 V + \beta_{10} \text{DA} + \beta_{11} \text{size} + \beta_{12} \text{LNRD} + \beta_{13} \text{RE} + \beta_{14} \text{lv} + \beta_{15} E + \beta_{16} \text{Ldiff} + \beta_{17} \text{tax} + \varepsilon$$

CAR 為現金股利宣告事件加權指數平減後之累積異常報酬，資料取自台灣經濟新報資料庫事件研究系統。事件日的設定為當年度股東會與董事會日期孰早者，事件窗口設定為(-1, 1)，共三日；最後經加權指數調整後之三日累積異常報酬。

為探討企業宣告現金股利時的訊號效果，我將事件別設定為現金股利宣告增發、減發及停發三種事件。在這個多變量迴歸模型中，我們用五個類別的變數來探討其對累積異常報酬的變動，分別為：資本市場發展變數、機構投資人及內部人持股比例變數、企業風險變數、公司特性以及總體經濟變數。

由於我預期隨資本市場發展程度增加，投資人應能擁有較多資源以獲取其所投資之企業財務及營運相關資訊，故應能減弱現金股利所帶來的資訊效果。亦即，投過此模型，我們預期看見變數 index 在現金股利宣告增發時呈現負向的變動，代表它降低了宣告增發的正累積異常報酬；而在宣告減發或停發時，係數預期為正，代表它減緩了宣告帶來的負面訊號效果。



## 第四節 樣本選取與資料來源

### 一、研究期間與對象

#### (一) 研究期間

本文研究期間為 1991 年至 2010 年，共計 20 年。

#### (二) 研究對象

以研究期間內於台灣證券交易所公開上市發行的公司為研究對象。

##### 1. 排除金融保險產業

金融保險業為受到主管機關特別監管之特殊產業，又其財務結構與會計處理亦有別於其他產業，故排除之。

2. 經整理後，有效樣本共包括 1,306 家公司，20 個會計年度，7,559 筆樣本，並依每股現金股利(元)與前年之異動，區分為以下四種事件別：宣告現金股利增發 3,167 筆、宣告現金股利減發(不含停發) 1,549 筆、宣告現金股利停發 545 筆以及宣告現金股利持平 2,298 筆。本研究所採用之事件為宣告現金股利增發、減發及停發三個事件別，共計 5,261 筆樣本。

### 二、資料來源

本研究所採用彙整樣本資料之來源為台灣經濟新報資料庫(TEJ)，所採用資料包含公司財報資訊、董監事持股情形、現金股利宣告之累積異常報酬，總體經濟變數(資本市場及金融體系貸放資料)。

## 第四章 實證結果與分析

### 第一節 敘述統計量

本研究主要研究目的有三：1.) 觀察台灣資本市場中，是否存在「消失股利」之現象。2.) 探討資本市場發展程度對企業宣告現金股利發放之累積異常報酬水準之影響。3.) 探討資本市場發展程度對企業發放現金股利傾向之影響。

欲探討台灣資本市場中是否存在股利消失的現象，我們可以從兩個方面著手，其一為發放股利之公司佔整體上市公司比重，再者則是公司股利發放率。我們可以透過圖 4-1 以及圖 4-2 觀察兩者在我們樣本期間內的趨勢變化。由於我國於 1998 年起實施了兩稅合一制度，可能對公司的股利政策帶來結構性的影響，故我以此作為分界點將期間一分為二，使各樣本能在相同的稅務環境下進行比較。

圖 4-1 呈現了我國資本市場在 1991 年至 2010 年期間，發放股利的公司家數佔總上市公司數之比重變化趨勢。可以看見在實施兩稅合一制度以前，願意發放現金股利的公司佔整體上市公司的數量有下降的趨勢；但在實施兩稅合一制度之後，則呈現明顯上升的趨勢。由此可以清楚的看出，我國發放股利的公司家數佔總上市公司數之比重在樣本期間內，並無顯著的下降。

圖 4-2 則呈現了我國資本市場在 1991 年至 2010 年期間的市值加權股利發放率之變化趨勢。在剔除了股利發放率為 0 的樣本，意即當年沒有發放股利的公司樣本後，我採用各公司當年度的權益市值作為權重，計算出每一年度資本市場所有上市公司的加權平均股利發放率。

由圖 4-2 可以看見在實施兩稅合一制度以前，企業的平均股利發放率呈現下降的趨勢，而在實施兩稅合一制度之後，則呈現明顯上升的趨勢。由此可以清楚的看出，我國上市公司的平均股利發放率在樣本期間內，並無顯著的下降。

綜觀以上，我們可以發現在我們的樣本期間內，無法證實台灣的資本市場存在著「股利消失」的現象。



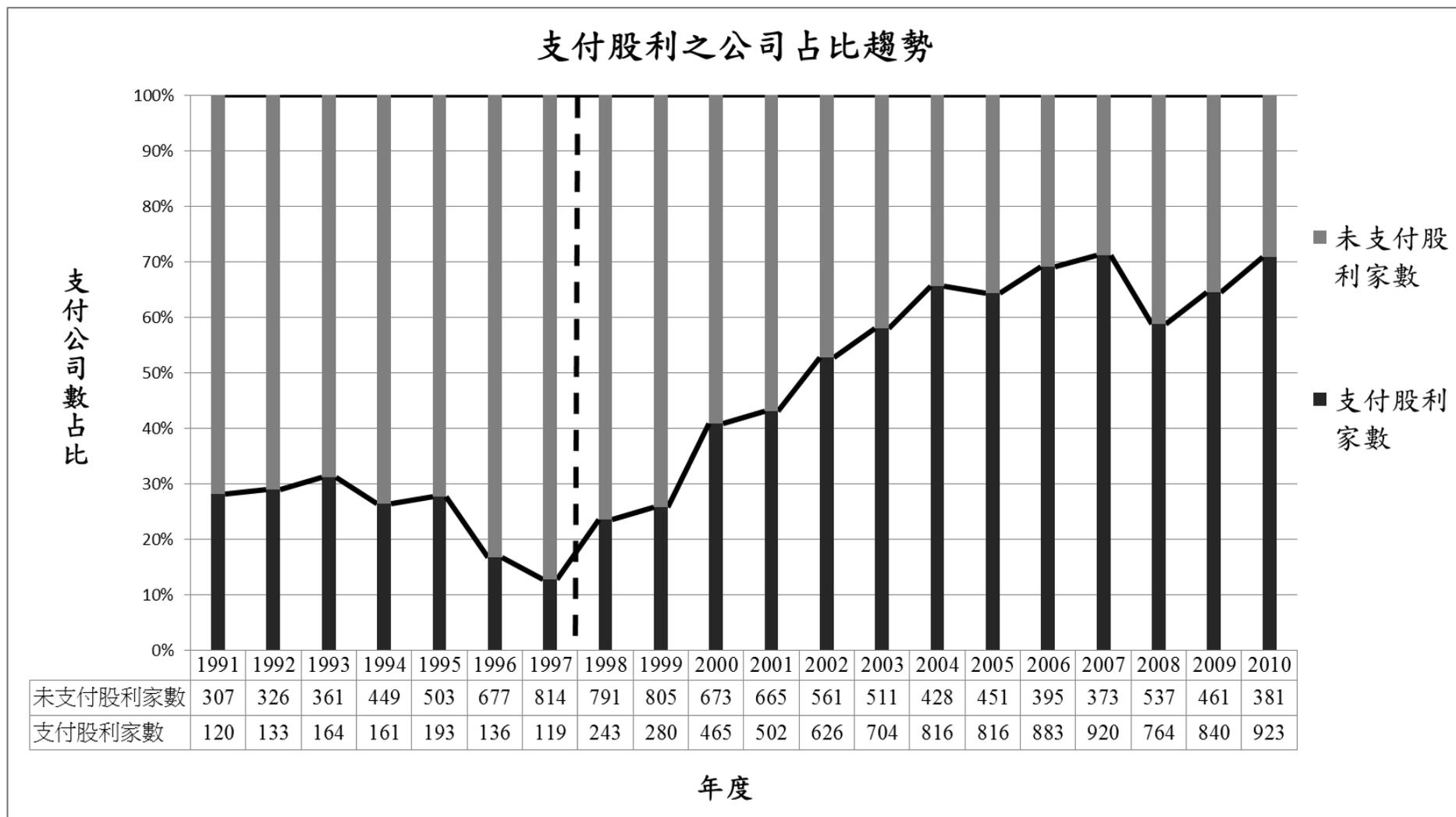


圖 4-1 支付股利公司數占比趨勢

註：圖中虛線表示兩稅合一制度的施行時點。

市值加權平均股利發放率(%)

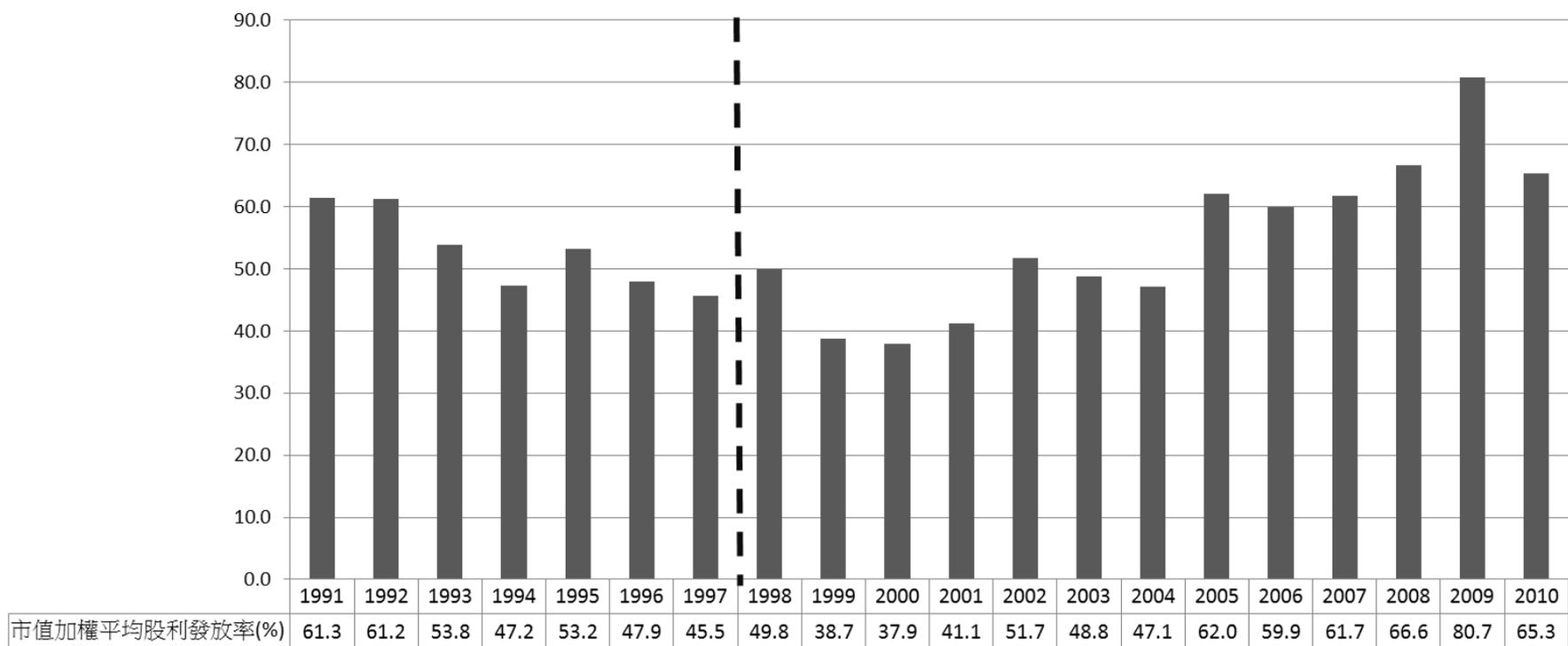


圖 4-2 市值加權平均股利發放率趨勢

註：圖中虛線表示兩稅合一制度的施行時點。

接下來我們要針對第二以及第三個研究目的進行探討。為探討資本市場發展程度對企業發放現金股利傾向之影響，以及資本市場發展程度對企業宣告現金股利發放之累積異常報酬水準之影響。我們採用羅吉斯迴歸模型以及多變量迴歸模型來進行分析。

表 4-1 為本研究之全體樣本資料敘述統計結果，(三種不同事件別的子樣本資料則參考附錄表 1-1、附錄表 1-2 及附錄表 1-3)當公司宣告現金股利增發、減發及停發時的樣本。其中作為被解釋變數的三日累積異常報酬在整體樣本中之平均數為 0.20%，中位數為-0.1%；在宣告股利增發時為 0.58%、中位數為 0.17%；減發時為平均數為 0.19%、中位數為-0.18%；停發時平均數為-0.76%，-0.87%。由此可以看出，現金股利的宣告仍有一定程度的資訊效果，當企業所宣告的現金股利增加時，其累積異常報酬的集中趨勢較減發及停發時來的更高。

而就本研究最重視的資本市場發展變數而言：解釋變數 Index 在全體樣本中之平均數為 0.87、中位數為 0.82；股利增發時之平均數為 0.87、中位數為 0.85；減發時平均數為 0.84、中位數為 0.82；停發時之平均數為 0.84、中位數為 0.82。無論是整體樣本或是三種事件別下，皆無顯著差異。

表 4-1 敘述統計量 - 全體樣本

總樣本數：7,559					
應變數					
三日累積異常報酬(%)					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>Car3</b>	0.2048	-0.0999	4.8317	-25.0468	24.1153
自變數					
資本市場發展變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>Index</b>	0.8728	0.8173	0.1908	0.4569	1.5655
<b>Intraded</b>	30.8135	30.8935	0.2760	29.4119	31.2484
機構投資人及內部人持股比例變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>TLII</b>	26.6065	22.1600	18.9783	0.0000	98.0200
<b>TFII</b>	6.0684	1.1800	11.0667	0.0000	81.0400
<b>Ins</b>	41.9224	40.6500	16.7881	2.4900	100.0000
風險變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>oprisk</b>	0.0687	0.0550	0.0571	0.0055	1.2809
<b>liq</b>	0.0967	0.0585	0.1085	0.0001	0.8211
公司特性變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>Age</b>	17.3807	15.0000	11.0082	-2.0000	60.0000
<b>V</b>	1.2593	0.9560	1.8879	0.0693	82.2949
<b>DA</b>	0.1175	0.0621	0.3189	-0.8681	11.7886
<b>size</b>	15.2298	15.0808	1.2888	11.6972	20.8904
<b>lnRD</b>	10.3787	10.4329	1.5691	0.0000	16.3567
<b>RE</b>	0.0464	0.0665	0.2361	-7.5511	0.6596
<b>LVG</b>	0.3787	0.3733	0.1646	0.0127	1.1696
<b>E</b>	0.0591	0.0613	0.1075	-1.7731	0.5990
總體變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>Ldiff</b>	-0.3911	-0.4160	0.1871	-0.7174	-0.0638
<b>tax(虛擬變數)</b>	0.9036	1.0000	0.2952	0.0000	1.0000

## 第二節 相關係數及共線性分析

在進行多變量迴歸模型分析以及羅吉斯模型分析之前，我們必須先檢視各變數間彼此的相關性，以避免各變數間存在共線性，而導致判斷變數解釋力時，出現嚴重的誤差。本研究以皮爾森相關係數(Pearson Correlation Coefficient)分析檢視各變數間是否具線性相關，並透過皮爾森相關係數檢視實證變數間之相關程度，表 4-5 為全體樣本，而當企業宣告現金股利增發、減發或停發三個事件別下之樣本變數相關係數矩陣則列示於附錄表 2-1、附錄表 2-2 以及附錄表 2-3。

一般其意義為：相關係數之絕對值在 0.8 以上表示相關程度極高，絕對值在 0.6 至 0.8 間表示相關程度為高，絕對值在 0.4 至 0.6 間表示相關程度普通，絕對值在 0.2 至 0.4 間表示相關程度低，而絕對值在 0.2 以下表示相關程度極低。

在表 4-5 中，變數 index 以及 Intraded 有著高度正相關性。同樣的情形亦發生在附錄表 2-1、附錄表 2-2 以及附錄表 2-3 當中。變數 index 主要的意涵為資本市場相對於銀行體系的重要性，當 index 越高，則代表我們對於資本市場作為融資來源的依賴程度越高，作為資本市場發展的相對程度；而變數 Intraded 為資本市場當年度總交易額，則代表了資本市場發展的絕對程度。

資本市場的重要性必須同時結合絕對與相對兩個面向來看。透過以變數 Intraded 做為控制變數，我們可以確立我國資本市場交易量及規模的確逐年提升，並且其相對於銀行體系的重要性亦越來越高。我們認為這樣的趨勢才能符合「投資人將擁有越來越多的資源以獲取其所投資之企業財務及營運相關資訊」這樣的投資環境。故即便這兩者在相關係數分析的結果呈現高度正相關，但考量經濟意涵及變數 Intraded 作為控制變數的必要性，仍同時保留此二變數。

而我們亦發現變數 E 與變數 RE 之間呈現高度正相關的情形。變數 E 為企業當年度稅前息前盈餘佔總資產之比重( $EBIT / Total Assets$ )，而變數 RE 則是企業當年度保留盈餘佔總資產之比重( $Retained Earning / Total Assets$ )。

由於保留盈餘係指公司歷年來累積之純益，未以現金或其他資產方式分配給股東，轉為資本或資本公積者，或歷年虧損未經以資本公積彌補者，為一存量變數；而稅前息前盈餘則來自當年度企業營運活動，為流量變數；況兩者之間尚存在利息費用、稅額以及股利的差異。故雖然稅前息前盈餘的確有很大的機會能夠使得保留盈餘與其同向變動，但就經濟意涵上來看，應不存在絕對的共線性，故並不針對此二解釋變數進行調整。



表 4-2 Pearson 績差相關係數矩陣 - 整體樣本

	Index	Intraded	TLH	TFH	Ins	oprisk	liq	Age	V	DA	size	lnRD	RE	LVG	E	Ldiff	tax
<b>Index</b>	1.0000																
(P-Value)																	
<b>Intraded</b>	<b>0.7195</b>	1.0000															
	( <b>&lt;.0001</b> )																
	***																
<b>TLH</b>	0.0260	0.0318	1.0000														
	(0.0238)	(0.0058)															
	**	***															
<b>TFH</b>	-0.0402	0.0304	-0.0638	1.0000													
	(0.0005)	(0.0082)	(<.0001)														
	***	***	***														
<b>Ins</b>	-0.0256	0.0834	0.4387	0.0512	1.0000												
	(0.0259)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)													
	**	***	***	***													
<b>oprisk</b>	-0.0667	0.0442	0.0021	-0.0001	0.0097	1.0000											
	(<.0001)	(0.0001)	(0.8535)	(0.991)	(0.3994)												
	***	***															
<b>liq</b>	-0.0488	0.0850	-0.0515	0.0931	0.0107	0.2308	1.0000										
	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.3533)	(<.0001)											
	***	***	***	***		***											
<b>Age</b>	0.0261	-0.2284	-0.0108	-0.0166	-0.1071	-0.0546	-0.0405	1.0000									
	(0.0232)	(<.0001)	(0.3488)	(0.1488)	(<.0001)	(<.0001)	(0.0004)										
	**	***			***	***	***										
<b>V</b>	0.0282	0.0470	-0.0141	0.0214	0.0082	0.1648	0.0787	0.0177	1.0000								
	(0.0142)	(<.0001)	(0.2219)	(0.0625)	(0.4762)	(<.0001)	(<.0001)	(0.125)									
	**	***		*		***	***										

表 4-2(續) Pearson 續差相關係數矩陣 - 全體樣本

	Index	Intraded	TLII	TFII	Ins	oprisk	liq	Age	V	DA	size	lnRD	RE	LVG	E	Ldiff	tax
<b>DA</b>	0.1133	-0.0127	0.0838	0.0069	0.0074	0.0365	0.0946	0.0503	0.0373	1.0000							
(P-Value)	(<.0001)	(0.2711)	(<.0001)	(0.5464)	(0.5191)	(0.0015)	(<.0001)	(<.0001)	(0.0012)								
	***		***			***	***	***	***								
<b>size</b>	0.0885	0.0049	0.1692	0.3945	-0.2359	-0.2024	-0.1664	0.0792	-0.0679	0.0782	1.0000						
(P-Value)	(<.0001)	(0.6724)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)							
	***		***	***	***	***	***	***	***	***							
<b>lnRD</b>	0.1215	0.0878	0.0087	-0.0213	-0.0098	-0.0339	-0.0347	-0.0726	-0.0097	0.0059	0.0069	1.0000					
(P-Value)	(<.0001)	(<.0001)	(0.4486)	(0.064)	(0.393)	(0.0032)	(0.0026)	(<.0001)	(0.3969)	(0.6096)	(0.5495)						
	***	***		*		***	***	***									
<b>RE</b>	0.0117	-0.0205	0.0683	0.1424	0.0385	-0.3137	0.1284	0.0125	-0.1247	0.2020	0.1816	-0.0114	1.0000				
(P-Value)	(0.3089)	(0.0745)	(<.0001)	(<.0001)	(0.0008)	(<.0001)	(<.0001)	(0.2762)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.3207)					
		*	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***					
<b>LVG</b>	-0.0035	-0.0469	0.0506	-0.0759	0.0115	-0.0401	-0.3310	0.0044	-0.0069	0.0484	0.1523	0.0033	-0.2370	1.0000			
(P-Value)	(0.7604)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.319)	(0.0005)	(<.0001)	(0.7015)	(0.5497)	(<.0001)	(<.0001)	(0.7719)	(<.0001)				
		***	***	***		***	***		***	***	***	***	***				
<b>E</b>	0.0127	-0.0216	0.1103	0.1517	0.0776	-0.1972	0.2232	0.0090	-0.0538	0.3279	0.1189	-0.0183	0.6713	-0.2756	1.0000		
(P-Value)	(0.2696)	(0.0602)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.4347)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.1119)	(<.0001)	(<.0001)			
		*	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***			
<b>Ldiff</b>	0.1632	0.2410	-0.0005	-0.0139	-0.0108	0.0065	0.0807	-0.0315	0.0437	0.0016	0.0235	0.0982	-0.0152	-0.0805	-0.0342	1.0000	
(P-Value)	(<.0001)	(<.0001)	(0.9658)	(0.2285)	(0.3499)	(0.5719)	(<.0001)	(0.0062)	(0.0001)	(0.8916)	(0.0407)	(<.0001)	(0.1854)	(<.0001)	(0.003)		
	***	***					***	***	***		**	***		***	***		
<b>tax</b>	-0.0049	0.5190	0.0579	0.0216	0.1590	0.0869	0.0601	-0.3804	-0.0039	-0.1228	-0.0861	0.0553	-0.0440	0.0171	-0.0495	-0.0194	1.0000
(P-Value)	(0.673)	(<.0001)	(<.0001)	(0.0602)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.7351)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.0001)	(0.138)	(<.0001)	(0.0923)	
		***	***	*	***	***	***	***		***	***	***	***		***	*	

### 第三節 實證結果分析

表 4-3 羅吉斯模型分析結果-全體樣本

1. 本模型以全體樣本進行分析，被解釋變數為虛擬變數 dividend、decrease 以及 omission：分別代表企業發放、減發或停發現金股利的事件。定義請參照 3-2-1 (p 21.)。
2. AIC 為 AIC( Intercept and Covariate)，為模型適性檢定統計量，其值越小，模型解釋力越強。
3. \*表示在顯著水準 10%下，呈現顯著；\*\*表示在顯著水準 5%下，呈現顯著；\*\*\*表示在顯著水準 1%下，呈現顯著。

變數名稱	發放現金股利傾向分析		減發現金股利傾向分析		停發現金股利傾向分析	
	係數	標準差	係數	標準差	係數	標準差
Index	-5.9676***	(0.3773)	-3.0797***	(0.33)	-1.4277***	(0.5416)
Intraded	2.9404***	(0.315)	1.9174***	(0.2802)	0.5859	(0.4275)
TLII	0.0065***	(0.0025)	0.0017	(0.0018)	0.0003	(0.0031)
TFII	0.0031	(0.0054)	0.0027	(0.003)	-0.0079	(0.0057)
Ins	-0.0042	(0.0028)	-0.0041*	(0.0021)	-0.0056	(0.0036)
oprisk	-9.3393***	(1.3247)	-1.7046**	(0.7297)	-3.6093**	(1.5074)
liq	0.9438**	(0.4564)	1.3347***	(0.2971)	0.8048	(0.5519)
Age	-0.0198***	(0.0034)	-0.0021	(0.0027)	0.0025	(0.0045)
V	-0.0523**	(0.0217)	-0.1272***	(0.0448)	-0.1229*	(0.0726)
DA	-0.4177	(0.2612)	-1.3658***	(0.3496)	-0.8261**	(0.3256)
size	0.1631***	(0.0402)	-0.0233	(0.0288)	-0.1294**	(0.0557)
lnRD	0.0096	(0.0218)	0.0021	(0.0185)	0.0274	(0.0346)
RE	17.137***	(1.1919)	8.0678***	(0.4876)	7.6727***	(0.6225)
LVG	-0.1966	(0.2651)	0.3442	(0.219)	0.6534*	(0.3476)
E	12.6752***	(1.3424)	-8.0152***	(0.6787)	-14.8496***	(1.1048)
Ldiff	-0.015	(0.1916)	-1.4825***	(0.1663)	-0.644**	(0.2689)
tax	1.5135***	(0.2283)	-0.4378**	(0.1728)	-0.8884***	(0.2737)
樣本數	7,559		7,559		7,559	
AIC	5172.18		8082.62		3504.17	

表 4-3 呈現了各解釋變數對於企業發放現金股利、減發現金股利以及停發現金股利之傾向的影響。

根據訊號發射假說，企業視現金股利為向投資人穿的訊息的重要工具之一，故我們預期當資本市場發展程度及重要性增加，資本市場的資訊透明度也隨之提高，投資人擁有更多的資源以獲取所投資標的之營運及財務資訊，故現金股利的資訊意涵也應隨之弱化。在這樣的前提之下，現金股利這樣相對高成本的工具對於企業的吸引力也就大大的降低，故企業應會降低其發放現金股利的傾向。

從表 4-3 之中我們可以看到變數 Index 之係數呈現顯著的負向趨勢，符合我們的預期。這表示當資本市場發展程度增加，現金股利的宣告效果有所弱化，導致公司認為現金股利做完資訊傳遞工具的必要性降低，進而使得發放股利的傾向下降。

控制變數 Intraded 呈現顯著正向趨勢，表示當我國資本市場的交易量越大、其絕對的重要性提升，投資人對股利重視程度亦隨之增加，進而使得公司有更多動機去發放現金股利。

而機構投資人持股變數中，變數 TLII 的係數為顯著正值，代表當本土機構投資人的持股比率越高，企業顯著的更會發放股利；但在稍後的分析中，我們將發現當本土機構投資人的持股比例增加會使得股利增發時的宣告效果明顯弱化。故綜合上述兩點，或許表示本土機構投資人較偏好買進發放股利的公司，且能利用資訊優勢，提前實現現金股利宣告時的累積異常報酬。而變數 TFII 以及 Ins 則不具解釋力。

而在風險變數方面，變數 oprisk 呈現顯著的負向趨勢，代表當企業營運風險越高，則越傾向於不發股利，符合 Hoberg and Prabhala (2009) 提出：當企業風險程度越高，其發放股利的傾向越低。而變數 liq 則呈現顯著正向關係，代表當公

司擁有越多的現金，越傾向於發放股利，亦符合我們的預期。

而在公司特性變數方面，變數 Age 呈現顯著負向趨勢，代表年紀越大的公司發放股利的傾向越低，符合我們預期年紀越大的公司隱含其資訊透明度較高，故較不依賴以現金股利作為傳遞訊息的工具；變數 V 呈現顯著負向趨勢，符合我們預期公司隱含未來成長性越高，應保留更多資金來支應其成長所需而降低股利的發放的假設；公司規模變數 size 呈現顯著正向趨勢，符合我們預期大公司應較有能力支付股利；變數 RE 和變數 E 亦如我們所預期的呈現顯著正向趨勢，代表獲利能力越高、保留盈餘越多的公司其越有能力支應股利支出，發放股利的傾向也越高。總資產成長率(DA)、研發費用支出(lnRD)與負債比率(LVG)則不具解釋力。

最後在總體經濟變數方面，代表投資人對股利偏好程度的變數 Ldiff 不具解釋力，代表我國上市公司並不會因為投資人對於股利的偏好而發放現金股利；而代表兩稅合一制度的虛擬變數 tax 呈現顯著的正向趨勢，代表在稅制改變之後，股利的發放對於投資人的成本降低，亦顯著增加了企業發放股利的傾向，符合我們的預期。

而我們也試著進行各解釋變數對於公司減發股利或是停發股利之傾向的影響。結果亦呈現於表 4-3 中。有趣的是我們可以發現變數 Index 在兩個模型中，都呈現顯著負向的趨勢，代表隨著資本市場的發展程度增加，企業越來越不願意減發或停發股利。這或許隱含我國資本市場存在著股利僵固性的現象，而這也符合圖 4-1 所呈現：我國支付股利公司數占所有上市公司之比重於樣本期間內有增加趨勢。

機構投資人對於股利減發或停發的傾向皆不具解釋力；內部人持股比率則是有 90%顯著水準的解釋力會降低企業減發現金股利的傾向。代表當內部人持股比

例增加，企業越不傾向減發股利，這較符合我們認為內部人持股比例越，公司資訊透明度相對較低，現金股利作為資訊傳遞工具的必要性亦相對提升。

而在風險變數方面，變數  $oprisk$  呈現顯著的負向趨勢，代表當企業營運風險越高，則不願意減發股利，而持有越多現金的公司，卻更容易減發股利。與我們預期的方向不同。而此二變數對於股利停發傾向則不具解釋力。

而在公司特性變數方面，變數  $Age$  及  $lnRD$  不具解釋力；變數  $V$  在兩模型中皆呈現顯著負向趨勢，代表公司隱含未來成長性越高，更不願意減發或停發股利，和先前的預期也不相同。代表總資產成長率的變數  $DA$  在兩模型中皆呈現顯著負向趨勢，代表當公司越具有成長性，則越是不願意減發或是停發股利，可能的解釋是企業希望給投資人一個好的訊號，以及希望在未來進行權益融資時能有更好的價格，故不願意減發或停發股利，而這樣的現象較符合 Baker and Wurgler (2002) 提出企業會為了「迎合」投資人對於股利的偏好，而影響股利政策。公司規模變數  $size$  呈現負向趨勢，且對停發股利趨勢有顯著影響，符合我們預期大公司應較有能力支付股利，應較不會減發或停發股利；變數  $E$  亦如我們所預期的呈現顯著負向趨勢，代表獲利能力越高，越有能力支應股利支出，減發或停發股利的傾向也越低。但變數  $RE$  的方向也屋出意料的為顯著的正向，顯示具有越多保留盈餘的企業卻越容易減發或是停發股利。變數  $LVG$  對於股利停發傾向有正向影響，代表當公司負債比率越高，利息費用負擔也越大，支付現金股利能力較低，符合我們的預期。

最後在總體經濟變數方面，代表投資人對股利偏好程度的變數  $Ldiff$  在兩個模型中皆呈現顯著負向趨勢，代表當投資人對股利偏好程度越高的時候，公司越不願意減發或停發股利，這也較符合「迎合理論」；而代表兩稅合一制度的虛擬變數  $tax$  呈現顯著的負向趨勢，代表在稅制改變之後，股利的發放對於投資人的成本降低，亦顯著降低了企業減發或停發股利的傾向。

綜觀以上，我們可以發現幾個變數不如我們原先的預期：包含現金越少、保留盈餘越少、隱含成長性高以及資產成長性越高的公司，越不傾向減發或停發股利，其隱含當公司未來資金需求越大時，似乎越不傾向減發或停發股利。或許這表示公司希望給予讓投資人一個好的「印象」，試圖發射公司具有前景的訊號，以利之後的融資行為。而這情形較符合「迎合理論」，變數  $Ldiff$  只在停發或減發的模型中成現顯著負向趨勢，也就代表著我國企業似乎在決定是否減發或停發現金股利時，會更在意投資人對於股利的偏好程度。

接著我們就樣本期間內，我國上市公司之股利支付率進行分析。我們可以使用 life regression 模型來分析股利發放率的趨勢變化。



**表 4-4 life regression 模型分析結果**

1. 本模型以全體樣本進行分析，被解釋變數為企業股利支付率 Payout，其定義請參照 3-2-1 (p 23.)。
2. AIC 為 AIC( Intercept and Covariate)，為模型適性檢定統計量，其值越小，模型解釋力越強。
3. \*表示在顯著水準 10%下，呈現顯著；\*\*表示在顯著水準 5%下，呈現顯著；\*\*\*表示在顯著水準 1%下，呈現顯著。

變數名稱	係數	標準差
Index	-1.9046***	(-1.5717)
Intraded	1.022***	(1.2909)
TLII	-0.0013	(0.0006)
TFII	0.0022	(0.0051)
Ins	0.0012	(0.0034)
oprisk	0.0434	(0.7829)
liq	0.1453	(0.4319)
Age	0.0086***	(0.0117)
V	0.0694***	(0.1156)
DA	-0.1432***	(-0.0845)
size	-0.082***	(-0.0532)
lnRD	0.0058	(0.0247)
RE	0.1794	(0.7419)
LVG	-0.437***	(-0.2114)
E	-5.1368***	(-4.4966)
Ldiff	0.3522***	(0.5216)
tax	-0.1075	(0.0974)
AIC	11990.23	

從表 4-4 整理了樣本期間內有發放股利的樣本。剔除股利發放率為 0 的樣本有助於我們了解願意支付股利的公司，其股利發放率是否有顯著降低。

由表 4-4 之中我們可以看到變數 Index 之係數呈現顯著的負向趨勢，符合我們的預期。這表示當資本市場發展程度增加，現金股利的宣告效果有所弱化，導致公司認為現金股利做完資訊傳遞工具的必要性降低，進而使得股利支付率下降。

控制變數 Intraded 呈現顯著正向趨勢，表示當我國資本市場的交易量越大、其絕對的重要性提升，投資人對股利重視程度亦隨之增加，進而使得公司發放更多股利了。

而機構投資人持股以及內部人持股比例對於股利支付率並無顯著的影響；企業營運風險以及現金持有程度亦不具解釋力。

而在公司特性變數方面，變數 Age 呈現顯著正向趨勢，代表年紀越大的公司其股利發放率越高；結合前述，我們可以發現雖然年紀越大的公司其願發股利的傾向降低，但是在有發放股利的前提之下，其股利發放率是提升的。

變數 V 呈現顯著正向趨勢，代表當公司隱含未來成長性越高，其股利發放率亦隨之增高。和前項變數一樣，變數 V 月大的公司其願發股利的傾向也越低，但在有發放股利的前提之下，其股利發放率是提升的。

總資產成長率變數 DA 呈現顯著負向趨勢，符合我們預期當公司需要更多資金支應資產成長，應保留更多資金來支應其成長所需而降低股利發放率；公司規模變數 size 呈現顯著負向趨勢，則與我們期望較不符合，結合先前分析結果，規模越大的公司越傾向發放股利，但其股利發放率卻有越低的趨勢。

變數 LVG 代表公司的負債水準，其呈現顯著負向趨勢代表當公司負債比率越高，其股利發放率越低，符合我們預期公司因需支付較多利息，故較無能力支付現金股利。

變數E呈現顯著負向趨勢則代表獲利能力越高的公司其股利發放率越低，與我們預期不同。結合先前結果可以發現，獲利能力越高的公司越傾向於發放股利，但其股利發放率卻越來越低。

最後在總體經濟變數方面，代表投資人對股利偏好程度的變數Ldiff呈現顯著正向趨勢，代表當投資人對於股利偏好程度增加，公司的股利發放率也越高。結合在先前羅吉斯模型分析的結果，我們可以發現：雖然投資人對股利的偏好並不顯著影響公司是否要發放股利的決定，但針對已經發放股利的樣本來說，投資人對股利的偏好程度卻會影響企業的股利支付率，可以說是符合迎合理論。

最後我們針對資本市場發展程度對企業宣告現金股利發放時其累積異常報酬的變化情形來作探討。



**表 4-5 多變量迴歸模型分析結果 – 依事件別**

1. 本模型以三個子樣本進行分析，被解釋變數為現金股利宣告三日累積異常報酬 CAR，其定義請參照 3-2-1 (p 23.)。
2. 三個子樣本依據事件設定為現金股利宣告增發、減發及停發，其定義請參照 3-2-1 (p 23.)
3. \*表示在顯著水準 10% 下，呈現顯著；\*\*表示在顯著水準 5% 下，呈現顯著；\*\*\*表示在顯著水準 1% 下，呈現顯著。

事件別	宣告現金股利增發		宣告現金股利減發		宣告現金股利停發		
	變數名稱	係數	標準差	係數	標準差	係數	標準差
<b>Index</b>		-2.1183**	(0.8924)	-0.4037	(1.4221)	3.9414	(2.4838)
<b>Intraded</b>		2.2162***	(0.6876)	0.353	(1.1426)	-3.3404	(2.0795)
<b>TLII</b>		-0.013***	(0.0048)	-0.0094	(0.007)	0.0027	(0.0144)
<b>TFII</b>		-0.0194***	(0.0069)	-0.0075	(0.0103)	-0.0036	(0.0238)
<b>Ins</b>		0.022***	(0.0061)	0.0157*	(0.0085)	0.0017	(0.0169)
<b>oprisk</b>		-3.6163*	(2.121)	-3.205	(2.1302)	3.1283	(6.5504)
<b>liq</b>		-0.3708	(0.7315)	2.2856**	(1.0233)	0.1549	(2.3703)
<b>Age</b>		0.0026	(0.0078)	-0.0028	(0.0111)	0.0095	(0.0229)
<b>V</b>		-0.015	(0.0231)	-0.1257	(0.2636)	-0.0616	(0.1731)
<b>DA</b>		0.1548	(0.37)	-0.2349	(0.3898)	0.3584	(1.3283)
<b>size</b>		0.0012	(0.0752)	0.1225	(0.1096)	0.1066	(0.2111)
<b>lnRD</b>		-0.0153	(0.0512)	0.1206*	(0.0699)	-0.2932*	(0.1528)
<b>RE</b>		-0.9747	(1.4166)	-2.1578	(1.9589)	0.4834	(4.8846)
<b>LVG</b>		-0.573	(0.6299)	2.4568***	(0.8648)	0.9253	(1.5838)
<b>E</b>		4.3426**	(1.8937)	7.4246***	(2.6925)	9.8502	(6.418)
<b>Ldiff</b>		-0.3839	(0.4273)	0.2749	(0.6785)	-0.3792	(1.2869)
<b>tax</b>		-0.3192	(0.493)	0.2066	(0.7774)	3.0325**	(1.1768)
<b>樣本數</b>		3,167		1,549		545	
<b>R<sup>2</sup></b>		1.67%		1.87%		4.53%	

若欲探討資本市場發展程度對於現金股利資訊效果的弱化，我們可以進一步將樣本一分為三，設定事件為現金宣告現金股利增發、減發或停發，等三種不同的狀況。表 4-5 列示了在三個不同事件別下，各解釋變數對於累積異常報酬的影響。

首先看到當公司宣告現金股利增發時：變數 index 呈現負向影響，且有 95% 之顯著水準，說明了當資本市場相對於銀行體系的重要性愈趨增加，投資人對於企業宣告增發現金股利的正向反應也隨之減弱。而控制變數 Intraded 則呈現了顯著的正向影響。這代表了隨著資本市場的絕對重要性增加，投資人對於公司宣告增發現金股利的重視程度也隨之增強了，和羅吉斯模型的結果相符。

變數 TLII 以及 TFII 分別代表了國內外的機構投資人持股比率。兩者皆呈現了顯著的負向趨勢，隱含了當較有資訊優勢的機構投資人持份越高時，公司藉由發放現金股利來傳遞訊息的效果將被弱化。這也符合了 Yakov and Kefei (2006) 所提出的結果。而變數 Ins 所代表的內部人持股比率變數呈現正向趨勢，表示其所代表的是資訊透明度的降低，這也和先前羅吉司模型的結果一致。

在風險變數之中，代表公司營運風險的變數 oprisk 呈現 90% 顯著水準的負向趨勢，代表當公司風險程度越高，投資人認為公司理應保留財務彈性，因應不時之需，故此時若公司增發現金股利，則將被投資人視為是不好的訊號。反之代表公司現金佔總資產比重的變數 liq 則不如我們預期的呈現負向趨勢，但並不顯著。

在公司特性變數方面，變數 Age、V、RE 與我們預期的方向相反；而變數 DA、size、lnRD、LVG、E 的方向則符合我們的預期，然而其中只有代表公司獲利能力的變數 E (EBIT / Total Assets) 呈現 95% 顯著水準，代表獲利能力越高的公司，較符合投資人認為應該發放股利的標的，故宣告現金股利增發時，亦呈現顯著的正向反應。

最後看到總體經濟變數中，代表投資人對於股利偏好程度的變數  $Ldiff$  不如我們所預期，而呈現負向的趨勢。但由於該變數並不顯著，故我們尚未能由此說明企業發放現金股利時，並未符合迎合假說。代表兩稅合一制度實施與否的虛擬變數  $tax$ ，亦未如我們所預期的呈現正向趨勢，反而呈現了負向趨勢，但不顯著，故也無法由此說明兩稅合一制度實施之後，投資人對於企業股利宣告增發，呈現負向反應。

而表 4-5 當中，亦列示了當公司宣告減發或停發現金股利時，各解釋變數對於累積異常報酬的影響。變數  $index$  在公司宣告股利減發時呈現負向，不符合我們的預期；但在公司宣告股利停發時，則如我們欲提的呈現正向影響，表示當資本市場發展程度提高，公司停發現金股利的負面訊號效果亦隨之弱化。然而變數  $index$  在兩個事件別當中皆不顯著。而變數  $intraded$  則在股利減發時，符合我們預期得呈現正向趨勢，但不顯著；且在宣告股利停發時，又不如我們預期的呈現了負向趨勢，且皆不顯著。這或許也與先前羅吉司模型的結果相互呼應，當企業發放或增發股利時，較符合訊號發射假說；反之在減發或停發時，訊號發射假說的解釋力較為薄弱。

與公司宣告增發現金股利的情形十分不同，機構投資人的持股比率在公司宣告減發或停發現金股利時，皆無解釋力。而內部人持股比率亦只有在當公司宣告減發股利時，符合我們預期的呈現正向趨勢，代表內部人持股比率越高，能夠弱化當公司宣告減發現金股利帶來的負面資訊效果。

在風險變數之中，代表公司營運風險的變數  $oprisk$  在公司減發或停發股利時，皆不具解釋力。反之代表公司現金佔總資產比重的變數  $liq$  則不如我們預期的呈現正向趨勢，亦在公司宣告減發現金股利時，呈現 95% 的顯著水準。當公司的現金水位越高，理應更有能力應付公司的不時之需，此時減發股利卻得到股東給予其正面的反應，這點較令我們意外。

在公司特性變數方面，變數 Age、V、DA、size 以及 RE 皆不具解釋力。而為公司研發費用之對數，代表公司成長性的變數 lnRD 則在兩個模型中都呈現 90% 的顯著性。但其中變數 lnRD 在公司宣告股利減發時，呈現正向趨勢，符合我們預期投資人認為越有成長性的公司，應保留更多資金因應其投資，而非發放給股東，故減發股利能夠帶來正面訊息效果。相對的在公司停發股利時，卻呈現負向趨勢，可能某種程度表示了我國資本市場中的投資人對於股利還是有一定程度的重視。

最後看到總體經濟變數中，代表投資人對於股利偏好程度的變數 Ldiff 在兩個模型中皆不具解釋力。而代表兩稅合一制度實施與否的虛擬變數 tax，不但未如我們所預期的呈現負向趨勢，更在公司宣告停發股利時呈現了顯著的正向趨勢，其代表了在投資人取得現金股利的成本下降以後，卻更支持公司停發股利了，這結果令人意外。另與羅吉斯模型的分析結果比較起來，在停發或減發股利兩個模型當中，無法看出我國資本市場有明顯的迎合股東偏好的現象。

## 第五章 結論與建議

### 第一節 結論

本研究主要研究目的有三：1.) 觀察台灣資本市場中，是否存在「消失股利」之現象。2.) 探討資本市場發展程度對企業宣告現金股利發放之累積異常報酬水準之影響。3.) 探討資本市場發展程度對企業發放現金股利傾向之影響。

#### 一、 台灣資本市場中不存在股利消失之現象

在我們的研究樣本期間內，發放股利的企業家數占所有上市公司比重並無顯著的減少，甚至在實施兩稅合一制度之後有明顯上升的趨勢。且加權平均股利發放率亦呈現先降後升的趨勢，再再表示台灣的資本市場並不存在「越來越少企業發放現金股利，且股利發放率又越來越低」這樣的股利消失現象。

#### 二、 資本市場發展降低了現金股利的宣告效果

由我們所建構的資本市場發展變數 Index 顯著降低了企業對於股利的發放傾向以及股利發放率，且其對於企業宣告增發現金股利的累積異常報酬有顯著負面的影響。這代表資本市場的發展的確能弱化現金股利的宣告效果，且符合我們推論：當資本市場發展程度增加，投資人將擁有更多資源以獲取投資標的之營運及財務資訊，進而降低了現金股利作為資訊傳遞工具的必要性。

#### 三、 機構投資人降低了現金股利的宣告效果

根據本研究果顯示，機構投資人持股比例越高，其對於企業宣告增發現金股利的累積異常報酬有負面的影響，顯示其的確能弱化現金股利的宣告效果，這點與 Yakov and Kefei (2006) 的研究結果相符。但由本土機構投資人持股比例越高，公司發放股利的傾向隨之增加這點來看，也呼應了我國資本市場對於股利仍有一定的重視程度及偏好。

#### 四、 投資人對股利的偏好對企業股利支付率有正面影響，並且降低企業減發或停發股利的傾向

Baker and Wurgler (2004) 提出企業的股利政策制定會受到投資人對於股利的偏好影響。由本研究的結果顯示，投資人對於股利偏好越高，企業的股利發放率也隨之提升，並且會降低企業減發或停發股利的傾向。其實這也顯示我國資本市場對於股利仍有一定的重視程度及偏好。

## 第二節 研究限制

### 一、 樣本期間含有重大稅制變化

本研究之樣本期間為 1991 年至 2010 年，共 20 年。其中我國於 1998 年起實施兩稅合一制度。由圖 4-1 及圖 4-2 中不難看出，其對於我國企業之股利政策有著一定程度的影響，但若只採取 1998 年度以後的資料又可能有樣本數過少之虞。

### 二、 缺乏世界銀行之總體經濟資料

本研究建構資本市場發展指數，意即變數 Index 時，本希望能夠參考 Demirgüç, A. and R. Levine (2001) 的做法，使用世界銀行所提供之各國總體經濟資料（包含資本市場以及金融機構統計資料）。但礙於資料有所闕漏，故取其定義並改以台灣經濟新報資料庫作為資料來源，或許降低了與文獻之間的可比性。

### 第三節 研究建議

對於後續研究者建議：

#### 一、 持續發現其他可能變數

其實除了本研究所採用之變數，尚有其他變數會影響企業股利政策，例如企業實施股票購回或許與現金股利發放有某種程度之替代性存在。若加以調整，或許會使此研究更為完整。

#### 二、 可由其他角度衡量投資人所擁有的資訊資源

本研究中，資本市場之發展程度變數是表示資本市場相較於銀行體系的重要性，當資本市場的重要性越高，其資訊透明度亦隨之增加。而除了使用資本市場發展程度變數以外，或許還有其他衡量社會上的資訊資源的方法。例如可以著新聞媒體資源所報導資訊之即時性與正確性，或是試圖量化可取得資訊的管道等，來檢視現金股利的內含資訊是否真的弱化。

## 參考文獻

### 一、 中文部分

江淑玲(1998)，「我國上市公司股利政策之研究」，國立政治大學會計學系博士班博士論文，民國 87 年 6 月。

方以唐(2005)，「股票股利消失?台灣上市公司股利政策之探討」，國立東華大學國際經濟研究所未出版之碩士論文。

陳憲民(1989)，「台灣上市公司股利政策趨勢與公司特性之研究」，銘傳大學國際企業管理研究所未出版之碩士論文。

黃桂榮(1997)，「企業特性與交易市場對股票股利資訊內涵影響程度之研究」，政治大學會計學研究所未出版之碩士論文。

王象康(2006)，「台灣上市公司現金股利與庫藏股政策之探討」，交通大學財務金融研究所未出版之碩士論文。

王錦瑩(2002)，「台灣上市公司盈餘分配行為對股價影響之研究」，國立政治大學企業管理研究所博士論文。

湯翠萍(2004)，「財務彈性-上市公司實施庫藏股之實證研究」，國立中山大學財務管理研究所未出版之碩士論文。

## 二、 英文部分

- Asquith, P., and D. Mullins (1983), "The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth," *Journal of Business*, 56, 77-96.
- Baker, M. and J. Wurgler (2004), "A catering theory of dividends," *Journal of Finance*, 59, 1125-1165.
- Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect information, dividend policy, and 'The bird-in-the-hand' fallacy," *Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.
- Demirgüç, A. and R. Levine (2001), "Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparison, in Demirgüç, A. and R. Levine Eds., *Financial Structure and Economic Growth: Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, Cambridge," MA, MIT Press, 81-140.
- Denis, D.J. and I. Osobov (2008), "Why do firms pay dividend? International evidence on the determinants of dividend policy," *Journal of Financial Economics*, 89, 62-82.
- Easterbrook, F.H. (1984), "Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review* 74," 650-659.
- Fama, E. F., and K.R. French (2001), "Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?" *Journal of Financial Economics*, 60, 3- 44.
- Gordon, M. J. (1963), "Optimal Investment and Financing Policy," *Journal of Finance*, 60, 1389-14265
- Grullon, G., R. Michaely, S. Benartzi, and R.H. Thaler (2005), "Dividend changes do not signal changes in future profitability," *Journal of Business*, 78, 1659-1682.
- Hoberg, Gerard, and Nagpurnanand Prabhala (2009), "Disappearing dividends, catering, and risk," *Review of Financial Studies*, 22, 79-116.

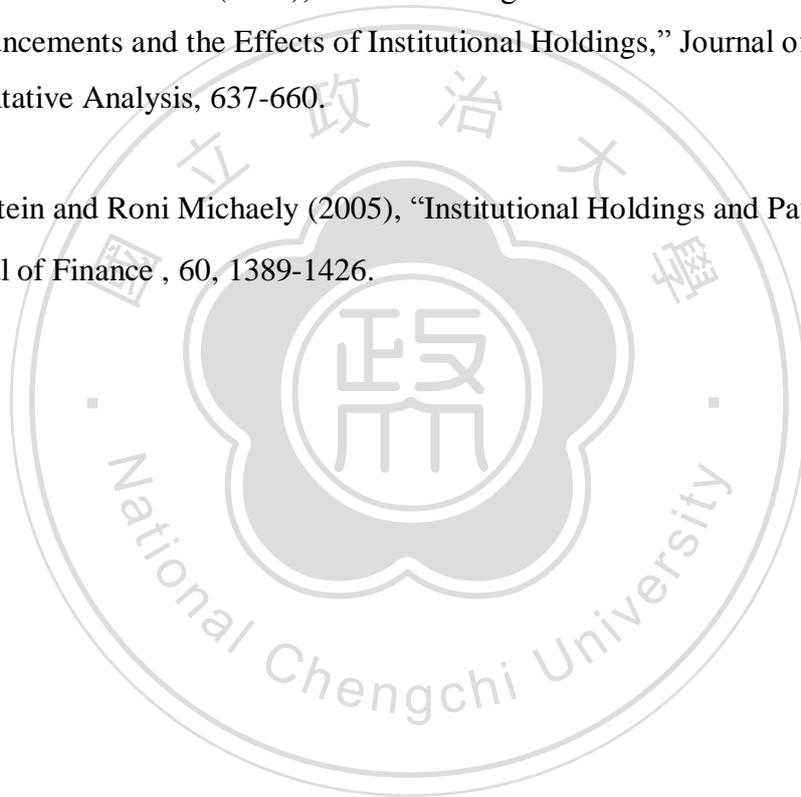
Jensen, M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers,"  
*American Economic Review*, 76, 323-329.

Jensen, M.C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior,  
Agency Costs and Ownership Structur," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Miller M. H. and F. Modigliani (1961), "Dididend Policy, Growth and Valuation of Shares,"  
*Journal of Business*.

Yakov Amihud and Kefei Li (2006), "The Declining Information Content of Dividend  
Announcements and the Effects of Institutional Holdings," *Journal of Financial and  
Quantitative Analysis*, 637-660.

Yaniv Grinstein and Roni Michaely (2005), "Institutional Holdings and Payout Policy,"  
*Journal of Finance* , 60, 1389-1426.



## 附錄

附錄表 1-1 敘述統計量 - 現金股利宣告增發

樣本數：3,167

應變數					
三日累積異常報酬(%)					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Car3	0.5813	0.1746	4.4668	-20.5266	24.1153
自變數					
資本市場發展變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Index	0.8700	0.8505	0.1699	0.4569	1.5655
Intraded	30.8228	30.8049	0.2582	29.4119	31.2484
機構投資人及內部人持股比例變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
TLII	28.5387	24.2800	19.4826	0.0000	98.0200
TFII	6.7851	1.3300	11.9154	0.0000	77.4400
Ins	43.5950	42.2200	16.3829	6.3400	100.0000
風險變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
oprisk	0.0622	0.0510	0.0463	0.0068	0.5044
liq	0.1067	0.0668	0.1157	0.0002	0.8211
公司特性變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Age	16.6524	15.0000	10.6354	-2.0000	57.0000
V	1.2771	0.9801	2.3633	0.0821	82.2949
DA	0.1797	0.1149	0.2695	-0.6257	4.5816
size	15.2915	15.0950	1.2941	12.5126	20.5411
lnRD	10.3846	10.4309	1.5498	0.6931	16.0388
RE	0.1173	0.1018	0.0921	-0.6276	0.6596
LVG	0.3586	0.3554	0.1507	0.0215	0.9618
E	0.1064	0.0932	0.0735	-0.5481	0.5990
總體變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Ldiff	-0.3783	-0.4031	0.1961	-0.7174	-0.0638
tax(虛擬變數)	0.9343	1.0000	0.2478	0.0000	1.0000

附錄表 1-2 敘述統計量- 現金股利宣告減發

樣本數：1,549

應變數					
三日累積異常報酬					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>Car3</b>	0.1880	-0.1810	4.2296	-20.1745	20.7378
自變數					
資本市場發展變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>Index</b>	0.8389	0.8173	0.1431	0.4569	1.5655
<b>Intraded</b>	30.8285	30.8935	0.2254	29.4119	31.2484
機構投資人及內部人持股比例變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>TLII</b>	27.2313	22.2600	19.1495	0.0000	95.5900
<b>TFII</b>	8.1319	2.4300	12.7912	0.0000	74.0200
<b>Ins</b>	43.0162	41.4100	16.0191	7.8100	96.7600
風險變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>oprisk</b>	0.0616	0.0513	0.0517	0.0071	1.2809
<b>liq</b>	0.1143	0.0755	0.1183	0.0003	0.7893
公司特性變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>Age</b>	16.1382	15.0000	10.0624	0.0000	54.0000
<b>V</b>	1.1134	0.9466	0.6267	0.1886	7.7426
<b>DA</b>	0.0814	0.0476	0.3434	-0.6912	11.7886
<b>size</b>	15.3517	15.1853	1.2716	12.6810	20.8904
<b>lnRD</b>	10.2963	10.3552	1.5912	1.7918	15.7839
<b>RE</b>	0.1147	0.0965	0.0797	0.0039	0.5739
<b>LVG</b>	0.3494	0.3505	0.1442	0.0293	0.8614
<b>E</b>	0.0876	0.0776	0.0591	-0.0965	0.3832
總體變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>Ldiff</b>	-0.4211	-0.4234	0.1800	-0.7174	-0.0638
<b>tax(虛擬變數)</b>	0.9619	1.0000	0.1915	0.0000	1.0000

附錄表 1-3 敘述統計量 - 現金股利宣告停發

樣本數：545

應變數					
三日累積異常報酬					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>Car3</b>	-0.7635	-0.8746	5.1335792	-19.987	17.3959
自變數					
資本市場發展變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>Index</b>	0.8355	0.8173	0.1781	0.4569	1.5655
<b>Intraded</b>	30.7674	30.8049	0.2931	29.4119	31.2484
機構投資人及內部人持股比例變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>TLII</b>	24.4403	19.3100	18.0652	0.0500	92.5100
<b>TFII</b>	4.9131	1.2600	9.0324	0.0000	81.0400
<b>Ins</b>	40.7077	40.6200	16.2621	5.8000	97.4500
風險變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>oprisk</b>	0.0722	0.0604	0.0478	0.0055	0.3091
<b>liq</b>	0.0904	0.0599	0.0974	0.0021	0.8186
公司特性變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>Age</b>	17.9835	16.0000	11.1001	-2.0000	53.0000
<b>V</b>	1.1469	0.8915	1.1603	0.1329	15.1970
<b>DA</b>	0.0141	-0.0118	0.2094	-0.5342	1.8773
<b>size</b>	15.0574	14.9417	1.2566	12.6312	20.1268
<b>lnRD</b>	10.3813	10.5442	1.6863	0.0000	15.0751
<b>RE</b>	0.0074	0.0075	0.0909	-0.6673	0.3281
<b>LVG</b>	0.3891	0.4020	0.1682	0.0397	0.8882
<b>E</b>	-0.0106	0.0013	0.0833	-0.7171	0.2725
總體變數					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
<b>Ldiff</b>	-0.4075	-0.4031	0.1863	-0.7174	-0.0638
<b>tax(虛擬變數)</b>	0.8734	1.0000	0.3328	0.0000	1.0000

附錄表 2-1 Pearson 續差相關係數矩陣 - 現金股利宣告增發

	Index	Intraded	TLII	TFII	Ins	oprisk	liq	Age	V	DA	size	lnRD	RE	LVG	E	Ldiff	tax
<b>Index</b>	1																
(P-Value)																	
<b>Intraded</b>	<b>0.7046</b>	1.0000															
	( <b>&lt;.0001</b> )																
	***																
<b>TLII</b>	0.0413	0.0406	1.0000														
	(0.0202)	(0.0223)															
	**	**															
<b>TFII</b>	-0.0689	0.0109	-0.0829	1.0000													
	(0.0001)	(0.5405)	( <b>&lt;.0001</b> )														
	***		***														
<b>Ins</b>	0.0618	0.0566	0.4340	0.0109	1.0000												
	(0.0005)	(0.0014)	( <b>&lt;.0001</b> )	(0.5403)													
	***	***	***														
<b>oprisk</b>	-0.0334	0.0177	0.0797	0.0010	-0.0270	1.0000											
	(0.0601)	(0.3204)	( <b>&lt;.0001</b> )	(0.9544)	(0.1286)												
	*		***														
<b>liq</b>	-0.0275	0.0978	-0.0719	0.0904	-0.0572	0.3193	1.0000										
	(0.1215)	( <b>&lt;.0001</b> )	( <b>&lt;.0001</b> )	( <b>&lt;.0001</b> )	(0.0013)	( <b>&lt;.0001</b> )											
		***	***	***	***	***											
<b>Age</b>	-0.0036	-0.2077	0.0048	-0.0110	-0.0486	-0.0359	-0.0319	1.0000									
	(0.8379)	( <b>&lt;.0001</b> )	(0.7885)	(0.5351)	(0.0062)	(0.0435)	(0.0725)										
		***			***	**	*										
<b>V</b>	0.0578	0.0592	-0.0022	0.0269	-0.0175	0.0879	0.0827	0.0272	1.0000								
	(0.0011)	(0.0009)	(0.9002)	(0.1296)	(0.3249)	( <b>&lt;.0001</b> )	( <b>&lt;.0001</b> )	(0.1264)									
	***	***				***	***										

附錄表 2-1 (續) Pearson 續差相關係數矩陣 – 現金股利宣告增發

	Index	Intraded	TLII	TFII	Ins	oprisk	liq	Age	V	DA	size	lnRD	RE	LVG	E	Ldiff	tax
<b>DA</b>	0.1008	0.0139	0.0542	-0.0140	-0.0537	0.2474	0.1552	0.0115	0.0717	1.0000							
(P-Value)	(<.0001)	(0.4354)	(0.0023)	(0.4313)	(0.0025)	(<.0001)	(<.0001)	(0.5166)	(<.0001)								
	***		***		***	***	***		***								
<b>size</b>	0.0076	0.0241	0.1641	0.4490	-0.2022	-0.1283	-0.1378	0.0586	-0.0353	0.0131	1.0000						
	(0.6704)	(0.1754)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.001)	(0.0472)	(0.4603)							
			***	***	***	***	***	***	**								
<b>lnRD</b>	0.1410	0.1157	0.0183	-0.0269	0.0318	-0.0306	-0.0298	-0.1049	-0.0079	0.0051	-0.0208	1.0000					
	(<.0001)	(<.0001)	(0.3023)	(0.1295)	(0.0732)	(0.0852)	(0.0939)	(<.0001)	(0.6565)	(0.7725)	(0.2415)						
	***	***			*	*	*	***									
<b>RE</b>	-0.0478	0.0522	0.0798	0.2213	0.0811	0.2355	0.3406	-0.0204	0.0184	0.1999	0.0629	-0.0470	1.0000				
	(0.0072)	(0.0033)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.2505)	(0.3001)	(<.0001)	(0.0004)	(0.0082)					
	***	***	***	***	***	***	***			***	***	***					
<b>LVG</b>	-0.0102	-0.0838	0.0761	-0.0457	0.0834	-0.1617	-0.3104	0.0142	-0.0430	0.1302	0.1492	0.0098	-0.3736	1.0000			
	(0.5655)	(<.0001)	(<.0001)	(0.0102)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.426)	(0.0156)	(<.0001)	(<.0001)	(0.5829)	(<.0001)				
		***	***	**	***	***	***		**	***	***		***				
<b>E</b>	-0.0422	0.0150	0.0579	0.1519	0.0567	0.3085	0.3617	-0.0249	0.0439	0.2832	-0.0410	-0.0614	<b>0.8070</b>	-0.3032	1.0000		
	(0.0176)	(0.4003)	(0.0011)	(<.0001)	(0.0014)	(<.0001)	(<.0001)	(0.1606)	(0.0136)	(<.0001)	(0.0211)	(0.0005)	(<.0001)	(<.0001)			
	**		***	***	***	***	***		**	***	**	***	***	***			
<b>Ldiff</b>	0.1789	0.2705	-0.0299	-0.0232	-0.0104	-0.0180	0.0864	-0.0320	0.0576	-0.0442	0.0071	0.0971	-0.0349	-0.1002	-0.1083	1.0000	
	(<.0001)	(<.0001)	(0.0924)	(0.1913)	(0.5572)	(0.3119)	(<.0001)	(0.072)	(0.0012)	(0.0128)	(0.6882)	(<.0001)	(0.0496)	(<.0001)	(<.0001)		
	***	***	*				***	*	***	**		***	**	***	***		
<b>tax</b>	0.0910	0.5734	0.0572	0.0097	0.0692	0.0385	0.0372	-0.3161	-0.0273	-0.0363	-0.0365	0.0948	0.0353	-0.0168	0.0268	-0.0387	1.0000
	(<.0001)	(<.0001)	(0.0013)	(0.5851)	(<.0001)	(0.0304)	(0.0363)	(<.0001)	(0.1246)	(0.0413)	(0.0402)	(<.0001)	(0.0471)	(0.3446)	(0.1311)	(0.0295)	
	***	***	***		***	**	**	***		**	**	***	**				**

附錄表 2-2 Pearson 績差相關係數矩陣 – 現金股利宣告減發

	Index	Intraded	TLII	TFII	Ins	oprisk	liq	Age	V	DA	size	lnRD	RE	LVG	E	Ldiff	tax
<b>Index</b>	1																
(P-Value)																	
<b>Intraded</b>	<b>0.7380</b>	1.0000															
	( <b>&lt;.0001</b> )																
	***																
<b>TLII</b>	0.0240	-0.0143	1.0000														
	(0.3454)	(0.5728)															
<b>TFII</b>	0.0243	0.0681	-0.0752	1.0000													
	(0.3392)	(0.0073)	(0.0031)														
		***	***														
<b>Ins</b>	0.0069	0.0433	0.4838	0.0336	1.0000												
	(0.7851)	(0.0887)	(<.0001)	(0.1861)													
		*	***														
<b>oprisk</b>	-0.0462	0.0297	0.0289	0.0170	-0.0549	1.0000											
	(0.0691)	(0.2423)	(0.2555)	(0.5049)	(0.0306)												
	*				**												
<b>liq</b>	-0.0582	0.0802	-0.0929	0.0380	-0.0550	0.2941	1.0000										
	(0.022)	(0.0016)	(0.0003)	(0.1348)	(0.0304)	(<.0001)											
	**	***	***		**	***											
<b>Age</b>	-0.0605	-0.1940	0.0034	0.0051	-0.0486	-0.0286	-0.0341	1.0000									
	(0.0173)	(<.0001)	(0.8953)	(0.8401)	(0.0561)	(0.26)	(0.1798)										
	**	***			*												
<b>V</b>	-0.0044	0.1522	0.0199	0.2012	0.0347	0.2377	0.3136	-0.0086	1.0000								
	(0.8634)	(<.0001)	(0.4334)	(<.0001)	(0.1726)	(<.0001)	(<.0001)	(0.7356)									
		***		***		***	***										

附錄表 2-2(續) Pearson 續差相關係數矩陣 – 現金股利宣告減發

	Index	Intraded	TLII	TFII	Ins	oprisk	liq	Age	V	DA	size	lnRD	RE	LVG	E	Ldiff	tax
<b>DA</b>	0.0113 (0.6579)	-0.0457 (0.0719)	0.0544 (0.0324)	-0.0197 (0.4396)	-0.0249 (0.3269)	0.0206 (0.4184)	-0.0213 (0.403)	0.0117 (0.6455)	0.0082 (0.7482)	1.0000							
(P-Value)		*	**														
<b>size</b>	0.1247 (<.0001)	0.0157 (0.5367)	0.1814 (<.0001)	0.4576 (<.0001)	-0.1782 (<.0001)	-0.1110 (<.0001)	-0.2035 (<.0001)	0.0613 (0.0158)	-0.0010 (0.9689)	0.0645 (0.0111)	1.0000						
	***		***	***	***	***	***	**		**							
<b>lnRD</b>	0.1252 (<.0001)	0.0800 (0.0016)	-0.0636 (0.0123)	0.0229 (0.3681)	-0.0534 (0.0356)	-0.0600 (0.0182)	-0.0054 (0.8332)	-0.1044 (<.0001)	-0.0377 (0.1379)	0.0073 (0.7736)	0.0170 (0.5029)	1.0000					
	***	***	**		**	**		***									
<b>RE</b>	-0.0346 (0.173)	0.0600 (0.0182)	0.0963 (0.0001)	0.2751 (<.0001)	0.1190 (<.0001)	0.2218 (<.0001)	0.2730 (<.0001)	-0.0038 (0.8802)	0.2950 (<.0001)	-0.0027 (0.9148)	0.1163 (<.0001)	-0.0524 (0.0391)	1.0000				
		**	***	***	***	***	***	***	***	***	***	**					
<b>LVG</b>	-0.0277 (0.2765)	-0.0629 (0.0133)	0.0690 (0.0066)	-0.0552 (0.0298)	0.0209 (0.4117)	-0.1724 (<.0001)	-0.3163 (<.0001)	0.0001 (0.9981)	-0.1561 (<.0001)	0.1340 (<.0001)	0.1714 (<.0001)	-0.0221 (0.3842)	-0.3506 (<.0001)	1.0000			
		**	***	**		***	***		***	***	***		***				
<b>E</b>	-0.0639 (0.0119)	-0.0246 (0.3329)	0.0673 (0.0081)	0.1796 (<.0001)	0.0472 (0.0632)	0.2103 (<.0001)	0.2840 (<.0001)	0.0081 (0.7487)	0.3516 (<.0001)	0.0635 (0.0125)	-0.0260 (0.3073)	-0.0737 (0.0037)	0.6756 (<.0001)	-0.2472 (<.0001)	1.0000		
	**		***	***	*	***	***		***	**		***	***	***			
<b>Ldiff</b>	0.2855 (<.0001)	0.3673 (<.0001)	0.0188 (0.4606)	0.0124 (0.6248)	-0.0256 (0.3139)	0.0051 (0.8409)	0.1137 (<.0001)	-0.0200 (0.4325)	0.2193 (<.0001)	0.0004 (0.9867)	0.0744 (0.0034)	0.1183 (<.0001)	0.0454 (0.0738)	-0.0844 (0.0009)	-0.0700 (0.0059)	1.0000	
	***	***					***		***		***	***	*	***	***		
<b>tax</b>	0.0821 (0.0012)	0.5219 (<.0001)	-0.0263 (0.3007)	0.0193 (0.4471)	0.1183 (<.0001)	0.0609 (0.0165)	0.0753 (0.003)	-0.3094 (<.0001)	0.0471 (0.064)	-0.0225 (0.3771)	-0.1460 (<.0001)	-0.0295 (0.2466)	0.0412 (0.1048)	-0.0039 (0.8784)	0.0132 (0.603)	-0.0677 (0.0077)	1.0000
	***	***			***	**	***	***	*		***						***

附錄表 2-3 Pearson 續差相關係數矩陣 - 現金股利宣告停發

	Index	Intraded	TLII	TFII	Ins	oprisk	liq	Age	V	DA	size	lnRD	RE	LVG	E	Ldiff	tax
<b>Index</b>	1																
(P-Value)																	
<b>Intraded</b>	<b>0.7391</b>	1.0000															
	( <b>&lt;.0001</b> )																
	***																
<b>TLII</b>	0.0902	0.0679	1.0000														
	(0.0352)	(0.1132)															
	**																
<b>TFII</b>	-0.0460	-0.0602	-0.0375	1.0000													
	(0.2835)	(0.1607)	(0.3817)														
<b>Ins</b>	-0.0032	0.1543	0.4268	0.0722	1.0000												
	(0.9408)	(0.0003)	(<.0001)	(0.0922)													
		***	***	*													
<b>oprisk</b>	-0.1255	0.0528	-0.0644	0.1304	-0.0327	1.0000											
	(0.0033)	(0.2188)	(0.1335)	(0.0023)	(0.4461)												
	***			***													
<b>liq</b>	-0.0296	0.0770	-0.1229	0.0157	0.0419	0.2340	1.0000										
	(0.4908)	(0.0725)	(0.0041)	(0.7146)	(0.3284)	(<.0001)											
		*	***			***											
<b>Age</b>	-0.0718	-0.3419	-0.0385	0.0048	-0.1751	-0.0838	0.0158	1.0000									
	(0.094)	(<.0001)	(0.3702)	(0.9109)	(<.0001)	(0.0507)	(0.7129)										
	*	***			***	*											
<b>V</b>	-0.0541	-0.0413	-0.0575	0.0744	-0.0638	0.2413	0.0516	-0.0473	1.0000								
	(0.2073)	(0.3363)	(0.18)	(0.0826)	(0.1371)	(<.0001)	(0.2292)	(0.2707)									
				*		***											

附錄表 2-3(續) Pearson 續差相關係數矩陣 – 現金股利宣告停發

	Index	Intraded	TLII	TFII	Ins	oprisk	liq	Age	V	DA	size	lnRD	RE	LVG	E	Ldiff	tax
<b>DA</b>	0.0579 (0.1769)	-0.1449 (0.0007)	0.1652 (0.0001)	-0.0400 (0.3512)	0.0778 (0.0694)	-0.1912 (<.0001)	0.0469 (0.2745)	0.1399 (0.0011)	-0.0315 (0.4625)	1.0000							
(P-Value)		***	***		*	***		***									
<b>size</b>	0.1077 (0.0119)	-0.0667 (0.1198)	0.2574 (<.0001)	0.2460 (<.0001)	-0.2373 (<.0001)	-0.2467 (<.0001)	-0.2863 (<.0001)	0.0513 (0.2321)	-0.1203 (0.0049)	0.1101 (0.0101)	1.0000						
	**		***	***	***	***	***		***	**							
<b>lnRD</b>	0.1458 (0.0006)	0.1017 (0.0176)	0.0299 (0.4857)	-0.0260 (0.5449)	-0.0808 (0.0595)	-0.0274 (0.5226)	-0.0923 (0.0312)	-0.0533 (0.2145)	-0.0296 (0.4901)	-0.0005 (0.991)	0.0401 (0.35)	1.0000					
	***	**			*		**										
<b>RE</b>	0.0341 (0.4274)	-0.1355 (0.0015)	0.0168 (0.6964)	0.1153 (0.0071)	0.0540 (0.2078)	-0.2692 (<.0001)	-0.0152 (0.7232)	0.1521 (0.0004)	-0.1277 (0.0028)	0.3138 (<.0001)	0.1247 (0.0036)	-0.0019 (0.9646)	1.0000				
		***		***		***		***	***	***	***						
<b>LVG</b>	-0.0329 (0.4432)	-0.0703 (0.1009)	0.1303 (0.0023)	-0.0133 (0.7564)	0.0551 (0.1989)	-0.1804 (<.0001)	-0.3023 (<.0001)	-0.0314 (0.4641)	-0.0647 (0.1317)	0.2093 (<.0001)	0.2843 (<.0001)	0.0168 (0.6952)	-0.2194 (<.0001)	1.0000			
			***			***	***			***	***		***				
<b>E</b>	0.0290 (0.4989)	-0.2116 (<.0001)	0.0136 (0.7509)	0.0240 (0.5764)	0.0053 (0.9021)	-0.4341 (<.0001)	-0.0133 (0.7566)	-0.2102 (<.0001)	-0.1350 (0.0016)	0.4277 (<.0001)	0.1212 (0.0046)	-0.0101 (0.8149)	<b>0.8572</b> (<.0001)	-0.1132 (0.0082)	1.0000		
		***				***		***	***	***	***		***	***			
<b>Ldiff</b>	0.2210 (<.0001)	0.2216 (<.0001)	0.0435 (0.3108)	0.0100 (0.8151)	-0.0654 (0.1271)	-0.0513 (0.2323)	0.0511 (0.2334)	-0.0379 (0.3769)	0.0324 (0.4505)	-0.0055 (0.8979)	0.0995 (0.0201)	0.1282 (0.0027)	0.0453 (0.2913)	-0.0574 (0.1808)	0.0057 (0.8946)	1.0000	
	***	***									**	***					
<b>tax</b>	0.1358 (0.0015)	0.6383 (<.0001)	0.0490 (0.2531)	-0.1067 (0.0127)	0.2169 (<.0001)	0.1563 (0.0002)	0.0301 (0.4834)	-0.4723 (<.0001)	0.0481 (0.2625)	-0.2479 (<.0001)	-0.1814 (<.0001)	0.0272 (0.527)	-0.3012 (<.0001)	-0.0036 (0.9325)	-0.3508 (<.0001)	-0.0143 (0.7383)	1.0000
	***	***		**	***	***		***		***	***		***		***		