

台灣股票市場總和股利行為

學生：許育銓

指導教授：曾麗弘博士

摘要

股利行為是一項廣受討論的議題，國外學者藉由實證研究發展出許多不同的股利理論，試圖解釋影響股利政策的因素與形成的原因，然而股利行為涉及的層面很廣，使得股利議題至今仍是充滿爭議，針對這個問題，Marsh 與 Merton(1987) 提出了總體市場股利行為模型，證明任何從個體角度出發的股利理論無法解釋整體市場系統性的股利行為，本文沿用 Marsh 與 Merton 的模型探討台灣股票市場中，所有上市公司的股利行為，驗證國內市場的股利行為是否存在整體系統性的時間序列行為，實證結果發現台灣企業的股利政策亦支持 Marsh 與 Merton 的總合股利行為模型，顯示出偏離正常成長率的實質股利變動與前一年的非預期性含息股票價格呈現高度正相關；並與前一年的股利支付率呈現負相關，說明過去股價的變動可以顯著地解釋總和股利的變動。

關鍵字：總和股利、恆常性盈餘、漸進調整假設

The Aggregate Dividend Behavior of Taiwan Stock Market

Student : Yu-Chuan, Hsu

Advisors : Dr. Li-Hong, Tseng

Abstract:

Dividend behavior is a widely discussed topic, empirical studies by foreign scholars to develop a number of different dividend theories attempt to explain the factors that affect dividend policy. However, the level of dividend behavior involves very wide issues that make the dividend policy is still controversial. Addressing this issue, Marsh and Merton (1987) proposed the aggregate dividend behavior of the market model to prove that any dividend theory from the individual perspective of the overall market theory cannot explain the systematic behavior of dividends.

In this paper, we employ a model of the aggregate dividend behavior to investigate the dividend behavior of Taiwan Stock Market. We follow Marsh and Merton's process of aggregate dividend to study the aggregate dividend behavior of Taiwan Stock Market. To estimate empirical equation, we use annual data from dividend and price series for TWSE TAIEX over 1987 to 2010. Furthermore we employ the data of Electronics Sub-Index and Finance Sub-Index to discuss the different dividend behavior between these two industries. The empirical results show that dividend policy of Taiwan's enterprises follow Marsh and Merton's model of aggregate dividend behavior, showing that the deviation from the normal growth rate of real dividend changes and unexpected nature of the previous year's share price with interest rates are highly positive correlated; and with the previous year's dividend payout ratio are negatively correlated, indicating that past price movements can significantly explain the sum of the dividend of change.

Keywords: Aggregate Dividend, Permanent Earnings, Adjustment Hypothesis.

目錄

摘要.....	I
英文摘要.....	II
目錄.....	III
表目錄.....	IV
第一章、緒論.....	1
第二章、文獻探討.....	3
第一節、 股利政策理論.....	3
第二節、 國外股利行為實證文獻.....	6
第三節、 台灣市場股利行為實證.....	8
第四節、 Marsh 與 Merton(1987)總和市場股利行為.....	11
第三章、研究方法.....	13
第一節、 總和股利動態模型.....	13
第二節、 單根檢定.....	21
第三節、 自我相關檢定.....	23
第四節、 ARCH 檢定.....	25
第四章、實證結果與分析.....	27
第一節、 資料期間與來源.....	27
第二節、 單根檢定.....	27
第三節、 自我相關檢定.....	29
第四節、 ARCH 檢定.....	31
第五節、 總和股利行為.....	32
第五章、結論.....	35
參考文獻.....	36

參考文獻

- 王玉枝 (1988)，資金成本、資本結構與股利政策之研究，中國文化大學企業管理研究所碩士論文。
- 王士和 (2004)，台灣上市公司股利政策特性與其影響因素之探討，國立中正大學企業管理研究所碩士論文。
- 王宗翔 (2003)，兩稅合一與股利政策管理動機之實證研究，國立中山大學財務管理研究所碩士論文。
- 王俊仁 (1998)，台灣上櫃公司股利政策動機之研究，東海大學管理研究所碩士論文。
- 杜信諄 (2009)，資訊不對稱對現金股利政策影響之探討，朝陽科技大學財務金融碩士論文。
- 林宜勉 (2003)，股利訊號與未來盈餘之關聯性研究，台灣管理學刊第3卷第2期，pp.41-64。
- 林恩如 (2003)，股價與股利關係的探討—Panel Data 與Bounds Test 之檢定方法與因應之道，逢甲大學經濟學系碩士班碩士論文。
- 洪振虔 (1989)，台灣地區上市公司股利發放之探討，國立中山大學企業管理研究所碩士論文。
- 郭麗雲 (1986)，股利政策和股利顧客效果之理論與實務分析，東海大學企業管理研究所碩士論文。
- 唐明良 (1994)，台灣股票上市公司股利政策管理動機之實證研究，國立成功大學會計學研究所碩士論文
- 張詒茹 (2010)，資訊不對稱與台灣的現金股利政策，逢甲大學財務金融學所碩士論文。
- 張修豪 (2010)，股利政策的演變、稅制改革以及庫藏股買回-以台灣公司為例，國立交通大學財務金融研究所碩士論文。
- 許明雄 (2001)，企業生命週期特性與股利政策關聯性之探討，國立政治大學會計學系

碩士論文。

黃靜怡 (2006)，台灣企業股利政策之轉變及其影響因素之探討，國立中山大學企業管理學系研究所碩士論文。

陳育燕 (2008)，金融業與製造業股利政策之比較，國立政治大學財政研究所碩士論文。

鄭明祺 (1993)，我國上市公司代理問題對投資、融資決策與股利政策之影響，中原大學企業管理研究所碩士論文。

Black, F. (1976), The dividend puzzle. In S. C. Myers (ed.), *Modern Developments in Financial Management*. Hinsdale, Ill.: Dryden.

Dickey, D. A., and Fuller, W. A. (1979), Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association* 74, no. 366 (June): 427-31.

Dickey, D. A., and Fuller, W. A. (1981), Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root. *Econometrica* 49, no. 4 (July): 1057-72.

Easterbrook, F. H. (1984), Two agency cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74, no. 4:650-59.

Eugene, F. Fama. and Kenneth, R. French. (2001), Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics Or Lower Propensity To Pay? *Journal of Financial Economics* Volume 60, Issue 1, Pages 3-43

Lee, B. S. (1995), The response of stock prices to permanent and temporary shocks to dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30: 1-22.

Lee, B. S. (1996), Time-series implications of aggregate dividend behavior. *Review of Financial Studies*, 9: 589-618.

Lintner, J. (1956), Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 61, no. 2 (May): 97-113

Marsh, T. A., & Merton, R. C. (1987), Dividend behavior for the aggregate stock market.

Journal of Business, 60: 1-40.

Miller, M. H., and Modigliani, F. (1961), Dividend policy, growth and the valuation of shares.

Journal of Business 34, no. 4 (October): 411-33.

Michael, S. Rozeff. (1982), Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. Journal of Financial Research, Vol. 5, No. 3, pp. 249-259.

Richardson, R. Pettit. (1972), Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. The Journal of Finance, Vol. 27, No. 5, Dec.

Robert, F. Engle. (1982), Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. Econometrica, vol. 50, issue 4, pages 987-1007.

Shiller, R. (1981), "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividend? ", American Economic Review, Vol.71, pp.421-436.

