

除息日至發放日之間隔天數與 公司財務彈性

THE PERIOD FROM THE EX-DIVIDEND DATE TO THE PAYMENT DATE AND CORPORATE FINANCIAL FLEXIBILITY

劉任昌*

德明財經科技大學財務金融系助理教授
中央研究院法律學研究所訪問學者

呂美慧

德明財經科技大學財務金融系助理教授

邱志忠

萬能科技大學財務金融系助理教授

Jen-Chang Liu

*Assistant Professor, Department of Banking and Finance,
Takming University of Science and Technology;
Visiting Scholar, Institutum Iurisprudentiae, Academia Sinica*

Mei-Hui Lu

*Assistant Professor, Department of Banking and Finance,
Takming University of Science and Technology*

Jr-Jung Chiou

Assistant Professor, Department of Finance, Vanung University

*通訊作者，地址：台北市內湖區環山路一段 56 號，電話：(02)2658-5801 轉 5189
E-mail：robertliu@takming.edu.tw

摘要

本文分析台灣股市 2002 至 2006 年之現金股息發放資料，發現除息日至發放日之間隔天數分布於 6 至 155 日；而且，全體市場之間隔天數有逐年增加之現象。持續檢視 2007 至 2009 年之發放資料後，發現上述現象顯著改善，主要原因是台塑集團改變股息發放政策。本研究估計台塑集團因此項政策改變，而導致 \$1.61 億之利息收入機會成本，但投資人權益卻獲得改善。本研究再分析樣本公司之財務報表資料，發現集團別是間隔天數長短之主要決定因素，而且間隔天數與公司財務彈性（現金與約當現金除以總資產）呈現顯著負相關。此發現證明財務彈性與股息發放政策存在互動關係，且符合自由現金流量假說的廣義解讀。本研究也說明：部分發放公司遵循一致且穩定的短間隔天數政策，呈現重視股東權益之發放模式。

關鍵字：股利政策、除息日、發放日、財務彈性、現金管理

ABSTRACT

This article analyzes the cash dividend distribution of firms in the Taiwan stock market between 2002 and 2009. The duration between the ex-dividend date and the payment date is between 6 and 155 days. The dividends-weighted average periods increased gradually between 2002 and 2006. However, it decreased between 2007 and 2009. This is due to a change in the Formosa Group's dividend payment policy. The change incurred a potential opportunity cost of TW\$ 161 million of interest revenue to the Formosa Group. On the other hand, investors have benefited from this policy change. This study examines both the dividend policy and the financial position. In addition to finding the group identification factor is closely related to the period between the ex-dividend date and the payment date, we discovered the period correlated negatively to the level of financial flexibility (cash/asset). This evidence supports the view that financial flexibility matters in the short run. These findings are in line with the spirit of the free-cash-flow hypotheses. We also document evidence that some firms follow a policy of short and consistent periods between the ex-dividend date and the payment date, which benefits the shareholder.

Keywords: Dividend Policy, Ex-Dividend Date, Payment Date, Financial Flexibility, Cash Management

壹、緒論

股利發放政策一直是金融實務與財務研究所矚目的焦點。學術上，對於公司是否該發放股利？發放比率應為何？增加或減少股利發放規模為何？宣告日或除息日之股票交易價量關係等議題，已有許多文獻（參考 Allen & Michaely, 2003；Baker, 2009）。然而，無論學術界或實務界，皆未曾注意除息(ex-dividend)日至發放(payment)日之間隔天數（以下簡稱「間隔天數」）長短之議題。

就投資人的財務面觀點，參與除息之投資人應即時獲得現金股息，否則投資人將因除息價格調整，導致投資部位淨值下跌，而蒙受損失。但在實務上，由於作業流程、法令規範與公司現金管理等因素，參予除息之投資人被迫持有零息收益的應收股息(dividends receivable)債權。故間隔天數愈長，對投資人權益之負面影響就愈大。

就企業的財務面觀點，當公司宣布發放股息，應認列應付股息(dividends payable)債務，且提撥相對應金額之股東權益，導致資本結構改變，負債資產比（與負債權益比）提高。在發放日，則沖消應付股息債務，公司負債比下降。

以台積電為例，2009年之股東會通過股利政策後，即宣告\$769億台幣之現金股息，再於7月15日除息，且在27天後(8/11)發放。該年度股息總額占年中(2009/6/30)資產的帳面價值高達13.5%。以除息日與發放日為兩個切割時點，台積電之2009年前三季財務報表負債資產比是：9.8%、23.8%與11.3%；亦即，負債比因股利政策作業流程而先倍增，又再對折。

同年度，聯發科在7月17日除息，卻在42天後(8/28)發放\$150億台幣（占年中資產帳面價值之12.2%）。若聯發科採取與台積電相同之27天「間隔天數」策略，則它在此落差的15天期間(8/13至8/27)，公司現金短少資產價值的12.2%。綜合以上分析，除息日至發放日間隔天數決策，是一個值得深入討論之議題。

本研究試圖從Jensen(1986)之代理問題與自由現金流量假說二層面，分析間隔天數長短的財務決策涵義。首先，以代理問題的角度而言，經理人過度持有現金之可能動機有三：第一、基於交易與預防動機，以降低管理壓力或經營限制。第二、進行短期投資以追求業外收益，提升經理人之績效表現。第三、基於「現金為王」(Cash is king.)之信念，經理人掌握愈多現金且掌握時間愈久，權力滿足感就愈高；此動機與經理人傾向過度購併或擴張，以滿足統御企業王國之成就感相似(Moore & Lewis, 2000)。本研究推論：為消除公司股東對經理人過度持有現金之疑慮，公司當局應在除息日後，盡速發放現金股息。其次，根據自由現金流量假說，本研究推論高自由現

金流量之公司，應在除息交易日後，及早發放現金股息，以減低股東對於經理人可能過度持有或不當操作現金之疑慮。換言之，本文推論間隔天數與公司現金部位呈現負向相關。

此外，本研究探討考量集團別的因素下，分析公司除息日至發放日的間隔天數與財務彈性之關聯性。樣本期間為 2002 至 2009 年，實證結果顯示，控制集團歸屬因素後，集團公司之間隔天數與財務彈性呈現顯著的負向關係，即公司現金水位愈低者，有間隔天數愈長的傾向。而且，部分企業集團或公司（如台塑集團傳統產業）將應付股息以「短期投資」，而非「現金與約當現金」型態持有，導致公司當局有延遲發放股息，以獲取短期投資績效之動機。因此，我們認為有些公司可能藉由拖延現金股息發放，增加公司財務彈性，方便公司經理人的流動性管理，卻也因而增加代理成本。

本文在政策面與實務面之貢獻，在於提醒投資人與主管機關注部份公司間隔天數過長之現象，以更清楚釐清公司當局與投資人之間的代理關係。在財務理論之貢獻，則為傳統 Miller and Modigliani (1961) 股利政策無關論架構下，再增加一個值得討論的議題，同時對於 Lie (2005) 發現財務彈性與股利政策長期（一年以上）相關之論點，本研究再增加短期（半年之內）相關之證據。

本文編排如下；第貳節是文獻回顧，第參節陳述樣本資料，且說明台灣股息發放行為與先進國家市場不同處。第肆節討論公司之短期投資與應付股息之關係。第伍節討論主要企業集團之財務彈性與股息發放政策。第陸節分析間隔天數呈現極端值之公司。第柒節是結論，提出未來研究方向，也提出政策建議。

貳、文獻回顧

與股息發放日相關之文獻相當缺乏。就作者搜尋所得，相關之實證文獻僅有 Ogden (1994) 與 Yilmaz and Gulay (2006)；前者檢視美國市場股息發放日前後之股票交易價量行為，後者討論土耳其市場之相同議題。上述實證研究發現：在發放日前後，發放公司股票交易存在異常成交量與異常報酬。Ogden (1994) 據此而推論：投資人有利用股息收益，再加碼投資原股票之傾向。此外，Ogden 發現：美國市場之平均間隔天數是 17.9 日，且大部分公司之間隔天數分布在 2 至 5 週之間。但 Ogden 專注於股票價量行為之研究，未在間隔天數議題作進一步討論。

在國內文獻方面，劉任昌、楊朝成 (2008) 整理 2002 至 2006 年之台灣股市現金股息發放資料，發現相較於美國市場之間隔天數分布在 2 至 99 日，以及平均天數為

18 日，台灣上市櫃公司之間隔天數分布在 6 至 155 日，平均天數為 33 日，遠高於美國的數據¹。再者，使用個別公司股息總額加權平均算得之間隔天數呈現逐年遞增之現象，逐年遞增的主因是台塑集團（台塑、南亞、台化與台塑化，股息總額市占率近 20%）之間隔天數逐年同步增加，從 2002 年的 29 日，增加到 2006 年的 41 日。

後來，劉任昌、楊朝成（2010）接續分析 2007 與 2008 年資料，發現台塑集團之間隔天數從 2006 年的 41 日約略值，下降至後來的 28 與 23 日；全體市場之加權平均間隔天數，也因此從 2006 年的 32.4 日，下降至後來的 30.4 與 29.8 日。台塑集團因此項政策改變，而導致 \$1.61 億之潛在利息收入損失，投資人權益卻因而獲得改善。然而，其他企業集團並未進行類似台塑集團之改善行為，如鴻海集團與聯電集團分別維持 37 日與 40 日間隔天數政策，光寶集團則從 2007 年的 49 日增加至 2008 年的 57 日（參考附錄之附錄表 1）。該研究推論：企業集團別因素是影響間隔天數之主要決定因素。

事實上，因台灣之企業集團主要以家族為基礎，前述現象已在公司治理文獻有跡可循。沈榮華、李易政、陳香如與謝可衫（2009）主張：東方社會的集體意識高於西方社會，家族企業傾向於透過相對的高舉債進行融資，以提升企業控制權。此特性足以解釋企業集團旗下公司傾向於採取一致性之間隔天數政策（台塑集團與遠東集團最明顯），形成近乎「寡占定價」（股東之利息機會成本）之現象。此外，李世欽、劉任昌、呂美慧與殷向真（2013）利用行為經濟學解釋間隔天數決策，主張首次發放股息公司之間隔天數決策，主要是模仿同集團或同產業之其他公司，然後呈現持續既有政策之傾向。

Lie（2005）從中長期（一年以上）的財務結構面，討論公司財務彈性（現金部位與再舉債能力）² 與股利政策之關係。作者整理美國市場之資料，並定義公司財務彈性指標等於「現金與約當現金」除以資產總額面值，發現增加股息發放之公司，相對於其他公司，具有較高的財務彈性。相較於 Lie（2005）之發現，並延續劉任昌、楊朝成（2008，2010），本研究試圖從公司短期財務決策面，分析公司財務彈性與股利發放政策之關係。

參、資料描述與台灣市場股息發放特性

本文研究資料來源是 TEJ 之現金股息發放資料，樣本涵蓋臺灣證券交易所、櫃檯市場與興櫃市場掛牌交易之普通股發放現金股息者，不包含特別股與台灣存託憑證。樣本期間自 2002 至 2009 年，排除 2002 年之前樣本，原因有二：第一、在 2002 年之前，台灣股市以發放股票股利為主，然後逐漸以現金股息為主（Hu & Tseng, 2006；游清芳、廖永熙、賴弘程，2011）；第二、是為顧全資料之完整性，因 TEJ 缺乏交通銀行 2001 年（占該年度市場股息總額 1.79%）之發放日資訊。此現象導因於主管機關僅規範公司須揭露股票股利發放日，未規範公司須揭露現金股息發放日（將在本文結論，詳細說明）。再則是因研究者對股息發放日資訊使用率低，以致於缺乏部分公司早期之發放日資料。

一、全體市場股息發放資訊

表 1 呈現各年度之摘要統計。發放公司數目自 2002 年的 500 家（占市場公司數目 59%），穩定成長至 2008 年的 1,026 家公司（占 75%）。再因 2008 年之美國次貸風暴衝擊，導致 2009 年之發放公司數目下降至 832 家（占 60%）。歷年股息總額自 2002 的 \$1,738 億，逐年嚴格遞增至 2008 年的 \$10,167 億，說明主管機關在 1999 年推動之「以現金股利搭配股票股利之股利政策」獲得顯著成效（簡淑芬、陳恩儀、陳雅苓，1999）。上述現象與 DeAngelo, DeAngelo, and Skinner（2004）對美國市場之發現迥異，即美國整體市場之股息總額增加，但發放公司數目大幅減少。

表 1 呈現之歷年間隔天數集中量度（measure of central tendency）約一個月，跨年之統計量是：平均數 32.8 日、中位數 31 日與眾數 28 日；符合一般投資人「參與除息後，約一個月收到現金」之概念。同時，第一四分位（Q1）約略 25 日，第三四分位（Q3）約略 39 日，故對大部分除息投資人而言，不易察覺公司拖延發放股息之情形。

考量不同公司發放之股息總額差異之事實，例如在 2009 年，台積電發放 \$769 億，快特（代號 3229）發放 \$0.017 億；前者對市場之衝擊遠高於後者（45,000 倍）。而且，該年之平均是 \$6.1 億，中位數 \$0.9 億，偏態（skewness）2.05。因此，我們須檢視由個別公司股息總額「加權平均」（W.A.）算得之間隔天數，它才可以忠實反應市場間隔天數對全體投資人造成之影響。

表1 歷年發放現金股息公司摘要統計

年度	公司數目與金額（百萬）			間隔天數（單位：天，calendar days）									
	樣本	比率	股息總額	W.A.	平均	中位	眾數	標準差	min	Q1	Q3	max	偏度
2002	500	59.2%	\$173,823	27.95	32.6	32	36	12.5	6	25	38	107	1.17
2003	635	60.6%	\$259,535	29.38	33.0	32	36	11.6	6	25	39	107	1.07
2004	755	66.1%	\$408,457	30.77	33.6	31	29	11.9	6	26	39	134	1.49
2005	879	71.7%	\$623,037	31.13	33.2	31	28	10.8	7	26	39	72	0.60
2006	874	70.0%	\$682,605	32.35	32.9	31	28	11.3	6	25	39	155	2.42
2007	959	73.6%	\$835,208	30.36	33.2	31	28	11.5	6	25	39	142	1.93
2008	1,026	75.1%	\$1,016,720	29.79	32.5	30	28	10.4	8	25	40	86	0.61
2009	832	59.6%	\$510,521	29.81	31.3	29	28	10.9	8	23	38	125	2.05

註：比率 = (樣本) / (總樣本)，W.A. 是使用個別公司「股息總額」，算得之加權平均，Q1 是第一四分位，Q3 是第三四分位。

表 1 呈現之 2002 年 W.A. 是 27.95 日，平均是 32.6 日，前者低於後者之主因是中華電（間隔天數 21 日）股息市占率高達 19.4%（表 2 之 2002 年度），中華電的市占率加權效果導致 4.65 日差異。再如，2003 年的 W.A. 是 29.38 日，比平均 33 日少 3.62 日，主因是中華電之間隔天數為 16 日（市占率 14.9%）。然而，2003 年之 W.A.（29.38 日）比前一年增加 1.43 日，原因是台灣大的間隔天數從 10 日增為 28 日，以及國泰金增加 5 日，廣達增加 8 日等因素。表 1 歷年之 W.A. 皆較平均天數低 0.5 日以上，說明高股息市占率之公司（尤其表 2 之前十二大股息發放公司）傾向執行較短之間隔天數政策。

二、主要股息發放公司資訊

鑒於高股息市占率公司對市場 W.A. 之影響，本研究利用表 2 揭露歷年之主要發放公司資訊，試圖討論：一、發放股息行為之集中趨勢（DeAngelo et al., 2004）；二、主要發放公司之變化趨勢；三、主要股息發放公司是否有延遲發放之現象（與表 1 之 Q3 或最大值作比較）；四、高知名度公司之發放行為。表 2 選擇呈現前十二大公司之原因，是為力求提供高知名度公司之發放資訊。例如，鴻海在近年之股權市值僅次於台積電，本文試圖提供鴻海各年度之資訊；但礙於空間不足，未將鴻海陳列於以下三個年度：2003 年（股息排行第 15，間隔天數 34 日）、2004 年（排行第 14，間隔天數 31 日）與 2005 年（排行第 13，間隔天數 42 日）。（附錄之附錄表 1 提供詳細資訊。）³

表 2 2002 至 2009 年歷年前十二大發放股息公司資訊

年度	各年度之前十二大股息發放公司名稱												
	市占率 W.A	股息總額占市場股息總額之比率、除息日至發放日之間隔天數											
2002	中華電	國泰金 ^b	華碩	台灣大	中鋼	富邦金 ^b	廣達	南亞 ^a	中信銀 ^b	台塑 ^a	鴻海	台化 ^a	
	52.6%	19.4%	5.1%	4.5%	4.1%	4.1%	3.0%	3.0%	2.3%	2.3%	1.7%	1.5%	1.4%
2003	中華電	中鋼	國泰金 ^b	富邦金 ^b	台灣大	台塑化 ^a	南亞 ^a	台化 ^a	台塑 ^a	廣達	中華車	中信金 ^b	
	47.6%	14.9%	5.0%	4.5%	3.6%	3.4%	3.2%	2.9%	2.6%	2.1%	1.9%	1.9%	1.7%
2004	中華電	中鋼	國泰金 ^b	兆豐金 ^b	台塑化 ^a	富邦金 ^b	台積電	南亞 ^a	台灣大	台化 ^a	台塑 ^a	仁寶	
	46.6%	10.6%	6.9%	3.9%	3.7%	3.5%	3.0%	3.0%	2.9%	2.7%	2.7%	2.1%	1.6%
2005	台積電	中華電	中鋼	台塑化 ^a	南亞 ^a	台化 ^a	國泰金 ^b	台塑 ^a	兆豐金 ^b	富邦金 ^b	台灣大	遠傳	
	48.4%	7.5%	7.3%	6.2%	4.9%	4.0%	3.5%	3.4%	2.9%	2.7%	2.1%	1.9%	1.9%
2006	台積電	台塑化 ^a	中華電	中鋼	台化 ^a	南亞 ^a	台塑 ^a	兆豐金 ^b	台灣大	國泰金 ^b	鴻海	遠傳	
	48.3%	9.1%	6.2%	6.0%	5.8%	4.1%	4.0%	3.3%	2.5%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
2007	台積電	台塑化 ^a	南亞 ^a	中華電	中鋼	台化 ^a	台塑 ^a	兆豐金 ^b	鴻海	聯發科	國泰金 ^b	南科	
	41.5%	9.3%	4.9%	4.6%	4.1%	3.7%	3.2%	3.0%	2.0%	1.9%	1.7%	1.7%	1.6%
2008	台積電	台塑化 ^a	南亞 ^a	中華電	中鋼	台化 ^a	台塑 ^a	國泰金 ^b	聯發科	友達	宏達電	鴻海	
	44.1%	7.6%	6.1%	5.0%	4.0%	4.0%	3.8%	3.8%	2.3%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
2009	台積電	中華電	宏達電	中鋼	聯發科	台灣大	廣達	台塑化 ^a	台塑 ^a	遠傳	華碩	鴻海	
	46.8%	15.1%	7.3%	3.9%	3.2%	2.9%	2.7%	2.5%	2.2%	2.0%	1.8%	1.7%	1.6%

註：第二欄之 W.A. 是股息總額加權平均間隔天數，「市占率」是前 12 發放公司市占率之和。^a 為台塑集團旗下公司（表 4），^b 為金融產業，^c 為間隔天數大於該年之 Q3 者（表 1）。

表 2 右欄呈現歷年之前十二大發放公司名稱、股息市占率與間隔天數；第二欄呈現前十二大公司之市占率總和，以及股息加權平均間隔天數 (W.A.)。前十二大發放公司之歷年市占率皆在 41.5% 以上，因此吻合 DeAngelo et al. (2004) 與 Denis and Osobov (2008) 對國際市場的觀察：市場股息之來源集中於高獲利之大型公司。歷年臺灣市場之前 25 大股息發放公司市占率分布在 57% 與 66% 間 (未呈現在表中)，高於 DeAngelo et al. (2004) 統計之 54.9%。

前十二大發放公司之歷年 W.A. 皆比表 1 之全市場 W.A. 低 0.08 日以上，且最大差距值是 4.84 日 (2003 年)。此事實說明，前十二大股息發放公司傾向採取較短之間隔天數政策。再觀察前十二大公司之歷年 W.A.，2002 年 (23.41 日) 與 2003 年 (24.54 日) 呈現比其他年度低，主要原因是中華電在此二年之股息市占率高達 14.9% 以上，且間隔天數分別是 21 與 16 日。相對的，中華電在 2009 年卻採取 30 日間隔天數之政策，也因而 (部分的) 促成 2009 年之前十二股息發放公司 W.A. 等於 29.73 日，市場 W.A. 則等於 29.81 日 (表 1)。以上事實說明本研究試圖同時從橫斷面與時間序列面，分析間隔天數之必要性。

表 2 呈現之其他重要資訊有：第一、金融業 (b 註記者) 之股息貢獻度逐年降低；在 2006 年之前，三家金融業列名在表 2，然後遞減至 2009 年之 0 家，取而代之的是電信與電子業。第二、表 2 呈現之個別公司最小間隔天數等於 10 日 (2002 年之台灣大)，最高間隔天數等於 43 日 (2008 年的聯發科與 2009 年的華碩)，其他數字大致分布於表 1 之市場 Q1 (25 日) 與 Q3 (39 日) 之間。因此，相較於表 1 的全體市場資料的廣泛分布 (6 至 155 日)，前十二大股息發放公司未呈現延遲發放股息之跡象。第四、表 2 之公司涵蓋大部分天下雜誌之「標竿企業」名單 (陳一如，2005)⁴，新聞媒體與投資人肯定具有前瞻能力、創新能力與顧客導向及服務品質之聲望。上述事實說明股息發放規模與企業聲譽存在正向關係。

三、全體投資人因延遲發放股息導致之利息損失

表 3 陳列歷年之全體股息發放公司，每延遲一日發放股息，對全體投資人造成之潛在損失。表 3 之「單日利息」損失估計方式，是將表 1 之市場「股息總額」乘以表 3 之當年度「商業本票利率」，再除以 365 天。表 3 呈現之「單日利息」金額從 2003 至 2008 年逐年遞增；在 2009 年，則因「股息總額」 (自 \$1.01 兆降至 \$0.51 兆台幣) 與「商業本票利率」 (自 2.15% 降至 0.4%) 大幅降低，而導致該數字較 2008 年減少 90%。因股息發放日主要分布於每年的 6 至 12 月，表 3 之商業本票利率是該年度 6 至 12 月 (TEJ 之月資料) 的平均值算得。以 2008 年為例，每延遲一日發放股息，全

表3 2002至2009年商業本票利率與延遲發放股息導致之單日利息損失

年度	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
商業本票利率	0.40%	2.15%	2.36%	1.65%	1.38%	1.13%	1.13%	1.97%
單日利息(千元)	\$5,571	\$59,849	\$53,937	\$30,857	\$23,605	\$12,613	\$8,045	\$9,395

註：資料來源 TEJ。商業本票利率是 1-30 天期初級市場利率，且取每年 6 至 12 月之平均利率。

全體除息投資人之單日利息損失等於市場股息總額乘以商業本票利率，再除以 365 天。

體投資人損失\$5,985 萬台幣。再舉一例，台積電從 2006 年之 24 日間隔天數，增加到次年之 27 日，台積電之潛在利息收益是\$1,501 萬台幣（ $3 \times 9.3\% \times \$5,393.7$ 萬）。

肆、公司之應付股息與短期投資

持續觀察表 1 之 W.A.，它自 2002 年之 27.95 日逐年增加至 2006 年之 32.35 日；投資人權益遭受侵蝕之情形，逐年嚴重。但 2007 至 2009 年之 W.A.分別為：30.36、29.79 與 29.81 日，呈現改善趨勢。表 2 第二欄之前十二大發放公司 W.A.也呈現相同趨勢。為探究背後之可能因素，本研究首先觀察歷年之最大股息發放公司：中華電與台積電。（參考李世欽等（2013）分析累積股息總額之前廿五大公司，台積電最高，中華電居次。）

中華電是 2002 至 2004 年之最大股息發放公司，歷年間隔天數是 21、16 與 17 日。台積電在 2004 年開始發放股息，它是 2005 至 2009 年之最大股息發放公司，前三年的間隔天數是 24 日，後三年則是 27 日（台積電自 2004 至 2009 年之歷年每股息值是：\$0.6、\$2、\$2.5、\$3、\$3.03 與 \$3）。台積電之股利政策在每股息值與間隔天數都呈現一致性（consistent）與持續性（persistent），後文討論的晶華公司也呈現類似特徵，吻合 Lintner（1956）發現之穩定性股利政策特徵。

一、台塑集團傳統產業特徵：持有低現金、高短期投資

觀察表 2 歷年之次高股息貢獻公司。台塑化在 2006 年的間隔天數是 42 日，遠高於台積電的 24 日，以及中華電的 28 日。再觀察台塑集團其他公司資訊，呈現相對的劇烈變化現象，且同集團公司呈現同步性。因此，本研究利用表 4 陳列台塑集團資訊，顯示台塑集團傳統產業公司自 2002 至 2006 年，間隔天數幾乎同步增加，歷年間隔天數約略集中於：29、29（但首次發放股息的台塑化是 25 日）、36、37 與 41 日；但在

表 4 台塑集團現金股息市占率與除息日至發放日間隔天數

年度	市場 比率	傳產加權 平均間隔	股息佔市場比例、除息日至發放日間隔天數								
			台塑	南亞	台化	福懋	台塑化	南電	南科	華亞科	
2002	5.75%	29.00	1.7% 29 ^a	2.3% 29 ^a	1.4% 29 ^a	0.3% 29 ^a			0.12% 22		
2003	11.20%	27.84	2.1% 29 ^a	2.9% 29 ^a	2.6% 29 ^a	0.4% 29 ^a	3.2% 25				
2004	11.36%	35.72	2.1% 36 ^a	2.9% 35 ^a	2.7% 36 ^a	0.2% 35 ^a	3.5% 36 ^a	0.01% 33			
2005	15.60%	37.04	2.9% 37 ^a	4.0% 36 ^a	3.5% 37 ^a	0.2% 36 ^a	4.9% 38 ^a	0.05% 36	0.29% 36	0.02% 37	
2006	17.86%	39.93	3.3% 41 ^a	4.0% 38 ^a	4.1% 38 ^a	0.2% 37 ^a	6.2% 42 ^a	0.53% 22	0.11% 36	0.50% 29	
2007	15.91%	27.21	3.0% 28	4.6% 27	3.2% 27	0.3% 28	4.9% 27	1.08% 24	1.57% 36	0.93% 30	
2008	19.22%	25.71	3.8% 23	5.0% 23	3.8% 28	0.5% 28	6.1% 28	0.75% 29			
2009	6.85%	28.62	2.0% 30	1.29% 29	1.0% 29	0.5% 24	2.2% 28	0.85% 23			

註：^a表示該間隔天數呈現集團同步性。股息市占率居於市場前十二大者，同時條列於表 2，如台塑、南亞（2002~2008）與台塑化（2003~2009）等。

2007 年之後的三年，分別是：28、23 與 30 日。因自 2003 至 2008 年，台塑集團股息市占場率超過 11%（表 4 之第二欄）；因此，在 2009 年之前，台塑集團主導市場 W.A.之變化。

台塑集團旗下公司之間隔天數，顯然受集團母公司政策或慣例主導。至於南電、南科與華亞科三家新公司，除 2005 年之外，間隔天數政策與集團傳統產業不同步，合理解釋是：因為引進新管理團隊與新技術合作夥伴等因素，集團母公司對新成立電子科技公司之管理主導權與影響力較弱。此現象已經有跡可循，根據吳萬益、蔡明田、汪昭芬與王世偉（2000）對台灣七大集團之差異分析，結果顯示：台塑集團最具低成本、集權化及正式化之特徵。

台塑集團在 2006 與 2008 年之 W.A.相差 14（=39.93-25.71）日，再參照表 3 的數字與台塑集團 2008 年股息總額市占率，若台塑集團在 2008 年回復 2006 年的政策，台塑集團在 2008 年之潛在貨幣市場投資收入約 \$161（=14×19.22%×59,849）百萬台幣！相對的，整體除息投資人減少 \$1.61 億台幣的潛在利息損失。

公司當局是否有拖延股息發放時程，以獲取短期投資收入之現象？為探究此答案，本文整理發放公司年中（六月卅日）之資產負債表，檢查公司是以什麼流動資產科目持有應付股息債務。若「現金與約當現金」（包含三月內到期之貨幣市場工具）科目金額大於應付股息總額，則該公司未做積極之資金管理；若「現金與約當現金」科目金額小於應付股息總額，且「短期投資」（包含三個月以上之貨幣市場工具與資本市場工具）科目金額大於應付股息金額，則該公司有拖延股息發放，以獲取短期投資收益之動機。

追蹤台塑集團旗下各公司之年中資產負債表的「現金與約當現金」（C）與「短期投資」（I）科目金額，再將前述金額除以該年度發放之股息總額（D），分別算得 C/D 與 I/D 值（表 5）。表 5 顯示：台塑四寶（台塑、南亞、台化與台塑化）之 C/D 值皆小於 1。至於福懋，則是除了在 2002 與 2004 年外，C/D 值也是小於 1。相對的，前述公司的 I/D 值則普遍大於 C/D 值，且往往大於 1。因此，台塑集團傳統產業之應付股息在發放之前，是以短期投資型態持有，持有時間愈長，貨幣市場之投資收益則愈高。集團企業公司之整體利息收入匯集效果可觀，說明台塑集團存在延遲發放現金股息之動機。也呼應台灣家族企業集團傾向於提升企業控制權之現象（沈榮華等，2009；吳萬益等，2000）。

表 5 呈現的另一個特徵是：台塑的 I/D 值皆大於 1。除了 2005 年之外，台化之 I/D 也大於 1。南亞與台塑化的 C/D 加上 I/D 值仍然普遍小於 1。因此，南亞與台塑化之應付股息是以應收帳款或（即將處分的）長期投資型式持有。南亞與台塑化是石化業下游產業，前者直接面對塑膠成品經銷商，後者直接面對加油站業者，前述兩家公司應該是偏向使用應收帳款當作應發放股息之準備。此外，表 5 顯示：台塑是台塑集團中，最積極操作流動資產管理的公司。以上議題牽涉更深入的現金管理政策，是未來研究方向。

台塑集團科技業之 C/D 值則大於 1（2002 年的南電除外），I/D 值則偏向小於 1。對此現象之可能解釋有二：其一是持續前文台塑集團對旗下電子科技公司「管理主導權與影響力相對弱」的論點，其二是科技產業的特性偏向持有高現金部位。高 C/D 值與低 I/D 值所隱含的第一個意義是損失短期投資之收益機會，如華亞科在 2005 年的現金與約當現金高達該年度應付股息金額的 84 倍，短期投資則是 0。前述現象隱含的第二個意義是：台塑集團科技業公司不存在延遲發放現金股息之動機。

表5 台塑集團公司年中流動資產結構

年	台塑		南亞		台化		福懋		台塑化		南電		南科		華亞科		
	C/D	I/D	C/D	I/D	C/D	I/D	C/D	I/D	C/D	I/D	C/D	I/D	C/D	I/D	C/D	I/D	
2002	0.28 ^a	1.32	0.15 ^a	0.41	0.07 ^a	1.27	1.61	2.97			0.63 ^a	1.12					
2003	0.17 ^a	1.53	0.24 ^a	0.56	0.21 ^a	1.50	0.93 ^a	0.65	0.04 ^a	0.07							
2004	0.83 ^a	2.72	0.77 ^a	1.03	0.66 ^a	1.17	1.03	3.52	0.54 ^a	1.24	1.39	6.93					
2005	0.24 ^a	1.07	0.25 ^a	0.21	0.11 ^a	0.54	0.68 ^a	2.85	0.27 ^a	0.54	1.82	0.38	2.19	2.85	84.18	0.00	
2006	0.13 ^a	1.91	0.16 ^a	0.63	0.05 ^a	1.31	0.49 ^a	0.86	0.04 ^a	0.36	4.25	1.50	13.7	0.00	8.42	0.22	
2007	0.03 ^a	1.08	0.02 ^a	0.85	0.03 ^a	2.44	0.70 ^a	0.17	0.03 ^a	0.50	1.21	0.19	1.61	0.00	2.01	0.14	
2008	0.02 ^a	1.56	0.03 ^a	0.54	0.01 ^a	1.48	0.19 ^a	0.24	0.01 ^a	0.29	1.17	0.06					
2009	0.10 ^a	4.02	0.23 ^a	3.62	0.09 ^a	8.47	0.43 ^a	0.77	0.29 ^a	1.22	2.21	0.05					

註：C/D 與 I/D，分別是「現金與約當現金」和「短期投資」共同除以公司股息總額，^a表示 C/D 值小於 1 者。

二、主要股息發放公司之持有現金與短期投資策略

本小節將說明高 C/D 值與低 I/D 值是電子業之普遍特性，未呈現將應付股息資金來源，從事短期投資之傾向。Bates, Kahle, and Stulz (2009) 發現美國企業研發費用的增加伴隨著增加持有現金部位。本研究發現的電子業高 C/D 值現象，符合 Bates et al. (2009) 研究之推論。Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson (1999) 研究美國企業持有現金與短期投資的關係，發現經理人偏愛前者較高，公司大股東則期待後者較高。信用評等高的公司（如台塑集團的傳統產業），因為在資本市場容易取得資金，持有的現金部位低。以上之觀察也呼應 Opler et al. (1999) 的結果。

為了更深入探討產業特性對股息發放與資金管理的關係，我們以表 2 的主要股息發放公司基礎，排除金融類公司與台塑集團公司後（已呈現在表 5），追蹤各公司年中資產負債表的 C/D 值與 I/D 值（表 6）。排除金融類產業之原因是：金融業之主要現金來源是存款戶，對流動性需求異常敏感，因此「現金與約當現金」與「短期投資」科目比重高，例如，國泰金在列名 2002 年之第二大股息發放公司（表 2），而該年度的 C/D 值是 20，I/D 值是 49，遠高於表 6 之非金融業公司。

表 6 公司之歷年平均 C/D 值皆大於 1.74。相對的，表 5 顯示；台塑集團傳統產業的 C/D 值分布在 0.01（2008 年之台化與台塑化）至 1.61（2002 年之福懋）間；若僅考慮台塑四寶，則是分布在 0.01 至 0.83（2004 年之台塑）間。因此，表 6 公司之 C/D 值普遍大於台塑集團傳統產業公司之 C/D 值。

表6 2002至2009年主要非金融業股息發放公司年中資產負債表資訊

年度	平均	各年度之主要非金融業與非台塑集團業（已呈現於表5）股息發放公司名稱											
		現金與約當現金除以股息總額（C/D）、短期投資除以股息總額（I/D）											
2002		中華電	華碩	台灣大	中鋼	廣達	鴻海	統一	遠傳	宏碁	英業達	中華車	台達電
	1.95	0.68	3.66	0.40	0.36	4.12	0.45	0.06	1.83	0.54	5.88	0.07	0.14
2003		中華電	中鋼	台灣大	廣達	中華車	聯發科	宏碁	鴻海	遠傳	台達電	裕隆	光寶科
	2.66	0.43	0.09	0.41	4.14	0.37	5.43	0.12	3.15	1.82	0.68	2.44	3.48
2004		中華電	中鋼	台積電	台灣大	仁寶	廣達	鴻海	聯發科	宏碁	遠傳	陽明	佳世達
	1.91	0.99	0.24	6.48	0.10	3.62	3.17	0.27	4.07	0.54	0.83	0.97	0.14
2005		台積電	中華電	中鋼	台灣大	遠傳	鴻海	聯發科	廣達	陽明	友達	光寶科	長榮
	2.37	1.69	1.13	1.30	0.52	0.82	0.36	3.90	4.21	1.28	2.53	2.90	1.16
2006		台積電	中華電	中鋼	台灣大	鴻海	遠傳	聯發科	廣達	聯電	宏碁	光寶科	陽明
	3.08	2.07	1.55	0.54	0.89	1.73	0.41	3.74	1.96	12.57	2.28	4.25	0.87
2007		台積電	中華電	中鋼	鴻海	聯發科	台灣大	聯電	遠傳	宏達電	力晶	矽品	宏碁
	2.36	1.85	2.36	0.90	1.68	3.16	0.55	6.18	0.58	3.86	3.69	2.25	2.61
2008		台積電	中華電	中鋼	聯發科	友達	宏達電	鴻海	矽品	廣達	台達電	奇美電	遠傳
	1.74	1.91	2.25	0.50	1.89	4.06	3.76	0.62	1.74	1.63	0.74	1.94	0.09
2009		台積電	中華電	宏達電	中鋼	聯發科	台灣大	廣達	遠傳	華碩	鴻海	台達電	仁寶
	2.24	2.23	2.12	3.32	0.11	3.80	0.28	1.71	0.46	2.20	5.51	0.03	4.35

註：樣本公司以表2為基礎，但排除金融產業。第二欄之「平均」是上述十五家公司之平均。

表6公司呈現的歷年平均I/D值也普遍（以2005至2009年最明顯）低於於台塑集團傳統產業的I/D值。將C/D值與I/D值各依照是否大於1，二分為高低二區，我們可以劃分出四個象限，而將跨年累積股息最大之12家公司歸類於表7。累積股息排行順序是：台積電（總額\$3,517億）、中華電、中鋼、台塑化、南亞、台化、台塑、台灣大、聯發科、鴻海、廣達與遠傳（總額\$645億）。

位於表7第III或IV象限之公司是持有充裕現金者（ $C/D \geq 1$ ），例如，表6顯示：台積電在2004年開始發放股息，它的歷年C/D值分布在6.5（2004年）與1.69（2005年）之間。位於第I與IV象限之公司是積極從事短期投資之樣本（ $I/D \geq 1$ ），例如台積電的I/D值從2004年的3.4下降至2006年的1.103；然後，再從2007年的0.327遞減至2009年的0.072。因此，台積電先後位於表7之第IV象限（2004至2006年）與第III象限（2007至2009年）。

表7 重要股息發放公司之財務特性

	短期投資小於股息總額， $I/D < 1$		短期投資大於股息總額， $I/D \geq 1$	
現金小於股息 $C/D < 1$	中華電 (02-04)	中鋼 (06-09)	中鋼 (02-04)	台塑化 (04,09)
	台塑化 (03,05-08)	南亞 (02,03,05-08)	台塑 (02-09)	南亞 (04,09)
	台灣大 (02,03,05,07-09)	台化 (05)	台化 (02-04,06-09)	鴻海 (02,04)
	鴻海 (05,08)	遠傳 (04-09)		
現金大於股息 $C/D \geq 1$	台積電 (07-09)	中華電 (05-09)	台積電 (04-06)	
	中鋼 (05)	台灣大 (04,06)	聯發科 (02)	
	聯發科 (03-09)	遠傳 (02,03)	廣達 (03-09)	
	鴻海 (03,06,07,09)	廣達 (02)		

註： C/D =年中現金與約當現金除以股息總額， I/D =年中短期投資除以股息總額。公司名稱後之數字代表該財務特性之西元年度；未列出年度者，代表該公司在樣本期間呈現相同特性。

相對於台積電維持充裕現金 ($C/D \geq 1$) 之政策，中華電則是維持 $I/D < 1$ 之流動性管理政策 (第 II 或 III 象限之公司)。中華電自 2002 至 2004 年之 $C/D < 1$ ，故位於第 II 象限；在之後年度，它的 $C/D > 1$ ，故位於第 III 象限。中鋼的歷年流動管理政策則先後位於：第 I、III 與 II 象限 (分屬於以下不同期間：2002 至 2004 年、2005 年與 2006 至 2009 年)。表 6 公司 (計 33 家) 中，唯一呈現歷年一致之流動管理政策的公司是：台塑 (第 I 象限) 與統一 (第 II 象限，但歷年股息排行第 29，未呈現於表 7)。

本文關心之焦點是位於第 I 象限的公司，即低 C/D ，且高 I/D ，最可能將應發放股息以短期投資型態處置，以賺取短期投資收益之公司。表 6 涵蓋 25 家不同公司，其累積股息總額排行於市場之前 43 位 (第 43 位是佳士達，總額 \$114 億。累積股息前 43 大公司占市場總額之 59.5%)。本文追蹤此 43 家公司 (即包含表 7 之前十二大發放公司，以及陳列在表 6 之公司) 之歷年發放資料，總計 312 個公司年樣本 (167 個屬於電信與電子產業，145 個屬於傳統產業)。表 8 呈現 43 家公司發放資料，而非全市場之公司 (1,016 家)，原因有二：第一、此 43 家公司涵蓋 59.5% 之累積股息總額，第二、分布比率隱含算術平均性質，不能彰顯主要股息發放公司之決策模式。

將上述公司年樣本之年中資產負債表資訊，依照樣本在表 7 四個象限之分布位置，將其分布比率呈現在表 8。例如，台積電屬於電信與電子產業，它在表 7 之第 III 與 IV 象限各有三個發放年；因此，台積電對表 8 第二欄算得之比率 0.551 與 0.21 分別貢獻三個樣本 (且貢獻於第一欄之比率 0.346 與 0.228)。

表8 表6公司之發放股息年度之年中財報資訊

分布 比率	表 6 樣本歷年公司資訊			表 6 之電信與電子產業			表 6 之傳統產業		
	I/D < 1	I/D ≥ 1	和	I/D < 1	I/D ≥ 1	和	I/D < 1	I/D ≥ 1	和
C/D < 1	0.250	0.176	0.426	0.168	0.072	0.240	0.345	0.297	0.641 ^a
C/D ≥ 1	0.346	0.228	0.574 ^a	0.551 ^a	0.210	0.760 ^a	0.110	0.248	0.359
和	0.596 ^a	0.404		0.719 ^a	0.281		0.455	0.545 ^a	

註：表中數字是公司年 (firm-year) 分布比率，大於 0.5 者，以 ^a 表示。

表 8 第一欄顯示：第 I 象限之比率最低 (0.176)，即公司將應發放股息以短期投資型態處置之傾向低。而且，公司傾向多持有現金水位 (0.574 之邊際分布比率)，與相對低水位之短期投資 (0.596 之邊際分布比率)；也因而造成第 III 象限之分布比率最高 (0.346)。表 8 之第二欄顯示：前述現象主要反應電信與電子業公司之特徵，即利用應發放股息積極進行短期投資之比率僅有 0.072。

相對的，第三欄顯示：傳統產業呈現和電信與電子業幾乎完全相反的特徵；即第 III 象限之分布比率最低 (0.11 比率之樣本持有高現金水位，且未積極從事短期投資)。持有低現金水位，且積極從事短期投資之比率是 0.297。上述比率同時反應表 7 之特徵，即前十二大股息發放發放事件中，位於第 III 象限之傳統產業，僅有 2005 年的中鋼。

三、小結：主要股息發放公司特徵

綜合而言，本節釐清之事實有：第一、集團歸屬因素主導公司政策，且以台塑集團最為明顯 (附錄之附錄表 1 顯示：遠東集團與鴻海集團也存在相同特徵)。第二、電信與電子業公司之 C/D 值偏高 (甚至超過 10)，I/D 值近乎 0，但部分電子業公司的間隔天數仍然偏長 (如聯發科)，卻未呈現利用現金積極投資之跡象；相對的，傳統產業 (尤其是台塑集團傳統產業) 公司則是低 C/D，高 I/D，有將應發放股息以短期投資型態處置，以賺取短期投資收益之傾向。第三、但就全市場而言，公司利用應付股息資金進行短期投資，以獲取短期投資績效之比率僅有 0.176 (表 8 第一欄)，且電信與電子業僅有 0.072 之比率 (表 8 第二欄)。

因此，本文主張間隔天數長短之決策，僅有台塑集團傳統產業 (以 2007 年之前最為明顯) 等少數公司是基於獲取短期投資收益之動機。本研究因此推論：間隔天數和公司之流動性管理政策有關。

伍、公司財務彈性與股息發放政策

Lie (2005) 定義公司財務彈性 (financial flexibility) 指標等於「現金與約當現金」除以總資產面值。本研究根據自由現金流量假說之精神 (Jensen, 1986)，推論：高自由現金流量之公司，應在除息交易日後，及早發放現金股息，以減低股東對於經理人可能過度持有或不當操作現金之疑慮。

表 9 呈獻各年度之公司財務彈性與間隔天數之橫斷面相關係數。本研究預期相關係數小於 0，但結果顯示：僅 2006 與 2009 年是不顯著的負相關，其他年度則是正相關，甚至在 2003 年呈現顯著正相關 (P 值小於 0.05)。跨年相關係數是不顯著的 0.0032。因此，我們需要進一步控制其他可能因素，以檢定財務彈性與間隔天數之確切關係。

一、集團歸屬因素與公司財務彈性

基於台塑集團旗下公司幾乎逐年同步改變間隔天數之事實 (表 4)，我們首先利用變異數分析法 (ANOVA)，檢測企業集團旗下公司是否存在同步改變間隔天數之現象；即針對特定企業集團，檢定旗下公司 j 在第 t 年之發放事件，是否同步遵循集團第 t 年之間隔天數政策：

$$(\text{間隔天數})_{ij} = \sum_{T=2002}^{2009} \eta_T I_{\{t=T\}} + \varepsilon_{ij} \quad (1)$$

上式之 $I_{\{t=T\}}$ 代表該發放事件是否發生於第 T 年之虛擬變數， η_T 代表所屬集團決定之該年度共同間隔天數。表 10 第二欄呈現各企業集團之模型配適度 F 統計量 (自由度是 $(7, n-7)$ ， n 是該企業集團之發放事件數目)。台塑集團旗下公司呈現最高同步性，符合我們對表 4 之觀察。另一家呈現顯著同步性之企業是遠東集團 (參見附錄表 1 之集團公司列表)，其他企業集團則未出現旗下公司間隔天數同步逐年改變之證據。

除了台塑與遠東集團外，另一家呈現集團別因素影響間隔天數政策的公司是台灣大 (表 2)。台灣大在 2002 年之間隔天數僅 10 天，遠低於表 2 之其他公司，也遠低於歷年之市場平均數；但台灣大之間隔天數卻在 2003 年驟增至 28 日。原因是 2003 年股東會通過由富邦集團取代太平洋集團，控制經營權，而導致間隔天數政策之改變⁵。

表9 財務彈性 (Cash / Asset) 與除息日到發放日間隔天數之相關係數

年度	合併	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
相關係數	0.0032	-0.023	0.008	0.001	-0.008	0.032	0.050	0.090	0.011
Pearson 檢定 P 值	0.2549	0.982	0.994	0.999	0.817	0.348	0.173	0.024	0.809

表10 集團內時間因子變異數分析與集團固定效果迴歸分析

變數	樣本數	年度因子		集團因子固定效果迴歸分析					
		ANOVA	係數	所有集團		不含台塑		不含台塑與遠東	
		P 值		係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
財務彈性			α	-5.67	0.02	-5.23	0.03	-5.12	0.04
台塑集團	51	0.000	β_1	31.5	0.00				
遠東集團	47	0.092	β_2	33.6	0.00	33.6	0.00		
矽品集團	24	0.140	β_3	32.4	0.00	32.4	0.00	32.3	0.00
中鋼集團	24	0.227	β_4	27.8	0.00	27.8	0.00	27.8	0.00
金寶集團	30	0.274	β_5	32.0	0.00	31.9	0.00	31.8	0.00
聯電集團	78	0.332	β_6	39.0	0.00	38.9	0.00	38.9	0.00
宏碁集團	42	0.440	β_7	34.3	0.00	34.2	0.00	34.2	0.00
統一集團	36	0.508	β_8	28.5	0.00	28.4	0.00	28.4	0.00
鴻海集團	44	0.590	β_9	38.0	0.00	38.0	0.00	38.0	0.00
廣達集團	20	0.687	β_{10}	28.1	0.00	28.1	0.00	28.0	0.00
光寶集團	40	0.826	β_{11}	41.6	0.00	41.6	0.00	41.6	0.00
台積電集團	18	0.876	β_{12}	28.8	0.00	28.7	0.00	28.7	0.00
和信集團	28	0.935	β_{13}	26.1	0.00	26.1	0.00	26.1	0.00
華碩集團	24	0.962	β_{14}	35.0	0.00	34.9	0.00	34.9	0.00
樣本數				500		449		402	
R-sq				0.956		0.954		0.951	
adj R-sq				0.953		0.951		0.947	
F-statistics				0		1.4E-280		1.7E-245	

註：企業集團旗下公司資訊陳列於附錄之附錄表 1。

我們以集團別的固定效果 (fixed-effect) 虛擬變數，控制集團政策因素，解析財務彈性與間隔天數的關係。以 α 代表公司財務彈性變數之係數， G_i 代表集團 i 之公司集合， j 代表某特定公司， $I_{\{j \in G_i\}}$ 代表公司 j 是否屬於集團 i 之虛擬變數， β_i 代表集團 i 之共同間隔天數，而得到模型方程式：

$$(\text{間隔天數})_{ij} = \alpha (\text{財務彈性})_{ij} + \sum_i \beta_i I_{\{j \in G_i\}} + \varepsilon_{ij} \quad (2)$$

表 10 呈現迴歸式 (2) 估計結果，說明如下。針對所有樣本分析時，間隔天數與財務彈性無明顯相關性 (表 9)。然後，對台塑集團 (表 4) 與附錄表 1 之公司 (霖園與富邦集團除外) 進行公司年 (firm-year) 之間隔天數與財務彈性相關係數計算時，得到相關係數 0.087 (不顯著)。最後，本研究利用迴歸式 (2)，進行集團別固定效果分析後，間隔天數與財務彈性之迴歸係數是顯著的 $\alpha = -5.67$ (P 值 0.03, 表 10 第三欄)。

其次，考量到台塑集團與遠東集團旗下公司逐年同步改變間隔天數之現象，我們先排除台塑集團之樣本，將上述步驟重做一次。未考慮集團別因素時，得到的相關係數是 0.034 (不顯著)。加入集團別虛擬變數，做集團固定效果迴歸分析後，間隔天數因變數與財務彈性解釋變數之迴歸係數是顯著的 $\alpha = -5.23$ (P 值 0.03, 表 10 第四欄)。然後，再同時排除台塑集團與遠東集團旗下公司，將上述步驟重做一次，得到的相對應統計數字是：不顯著的 0.043 相關係數與顯著的迴歸係數 $\alpha = -5.12$ (P 值 0.04, 表 10 最右欄)。因此，我們結論：企業集團旗下公司之除息日到發放日間隔天數政策，主要是配合集團政策或慣例。在控制集團別因素後，間隔天數與財務彈性呈現顯著負向關係。亦即，公司現金水位愈高，愈傾向早發放股息。

二、主要企業集團之股息發放政策

觀察表 10 之企業間隔天數 β_i 係數，發現間隔天數偏高的企業集團是：光寶 (41.6 日)、聯電 (39 日)、鴻海 (38 日) 與華碩 (35 日)。附錄表 1 顯示：光寶集團歷年之發放政策，一致的採取 50 日左右的間隔天數。集團母公司光寶科的 2008 年間隔天數是 62 日，2009 年則為 51 日 (後文之圖 5 呈現光寶科之間隔天數與財務彈性走勢圖)。聯電集團與光寶集團類似，聯發科是集團之最大股息發放公司，它的 2004 年間隔天數為 53 日，近年則維持間隔 43 日之原則。現金股息總額在集團內排名第二的是聯詠，近年的間隔天數固定為 44 日。華碩集團之華碩近年的間隔天數維持在 40 到 43 日。鴻海集團之鴻海、群創與鴻準，近年之間隔天數在 37 到 43 日。

就所有股息發放公司為樣本，表 1 揭露之 2009 年市場間隔天數第三四分位是 38 日。顯然，上述公司之間隔天數遠高於一般公司。相對的，表 10 (β_i 係數) 與附錄表 1 陳列的其他股息發放公司之間隔天數較為接近市場平均值 (中間數與眾數)。

廣達與金寶集團之主要股息發放公司在近年維持 22 到 29 日之間隔天數。宏碁集團之間隔天數平均值為 34 日，集團旗下之最大股息發放公司友達之間隔天數從 2005 年的 63 日，下降至 2009 年的 28 日。次要股息發放公司宏碁在 2005 至 2007 年之間隔天數固定於 40 日，近兩年之間隔天數則固定於 32 日。傳統產業之遠東集團間隔天數偏高，且幾乎一致性的採取 36 日之政策 (遠紡 (遠東新) 是最典型之例子)。但統一、和信與中鋼集團旗下公司之間隔天數普遍在 22 到 29 日。

基於台塑集團在台灣股市之重要性，以及表 10 第二欄揭露的 ANOVA 結果，本研究檢測台塑集團傳統產業公司之財務彈性與間隔天數相關係數是 0.423 (P 值 0.004)，台塑科技產業的相對數字則是 -0.842 (P 值 0.0002)，遠東集團的相關係數是 -0.126 (不顯著)。再進一步考量前述集團內公司有同步改變發放政策之證據，我們針對此三個集團(台塑集團傳統產業、臺塑集團科技業與遠東集團)控制時間固定效果，以反應集團當局主導旗下公司同步改變間隔天數之決策因素，亦即設定以下模型：以 α 代表公司財務彈性變數之係數， $I_{\{t=T\}}$ 代表該股息發放事件是否發生在年度 T 之虛擬變數， η_T 代表所屬集團決定之該年度共同間隔天數，而得到模型：

$$(\text{間隔天數})_{ij} = \alpha (\text{財務彈性})_{ij} + \sum_{T=2002}^{2009} \eta_T I_{\{t=T\}} + \varepsilon_{ij} \quad (3)$$

雖然台塑集團傳統產業公司的財務彈性與間隔天數呈現正相關係數 0.423，但表 11 顯示：在控制時間因素後，兩者呈現負向關係，即 $\alpha = -9.34$ (P 值 0.4)。至於台塑集團科技產業公司在不控制時間因素情況下，財務彈性與間隔天數呈現顯著負相關係數 -0.842 在控制時間因素後，雖然仍然呈現顯著負相關，但顯著性降低 ($\alpha = -50.8$, P 值 0.0185)。原因是台塑集團電子科技公司並未配合集團政策之改變，最明顯之事證是南科之歷年間隔天數固定於 36 日(表 4)；若納入時間因素，反而使其顯著性降低。遠東集團在不考慮時間因素時，旗下公司間隔天數與財務彈性之相關係數等於 -0.126 (不顯著)，但在控制時間因素後，間隔天數因變數與財務彈性自變數之迴歸係數是顯著的 $\alpha = -22.1$ (P 值 0.052)。

若針對附錄表 1 之其他集團企業進行相同分析，模型無解釋能力，說明其他企業集團未顯現集團企業同步改變政策之證據。例如，鴻海集團與聯電集團分別維持約略 37 日與 40 日間隔天數政策。

三、小結：集團別因素與財務彈性

由於間隔天數之群聚效果(群聚於 28 至 32 日)，全體樣本之間隔天數與財務彈性相關係數，無法呈現公司之決策模式(表 9)。台灣前十四大企業集團發放之股息總額約占市場總額之 60%，足具代表性與重要性，因此前文對此 14 家企業集團公司進行分析。

在控制集團別因素後，財務彈性與間隔天數呈現負相關(表 10)。若控制時間固定效果之集團同步決策因素，台塑集團傳統產業公司原本呈現之財務彈性與間隔天數正相關，轉變成負向關係；遠東集團則從不顯著之負相關，轉變成顯著之負向關係(表 11)。至於不同企業集團對於間隔天數的決策因素，可能之解釋有二：第一、企業集

表11 年度因子固定效果迴歸分析

變數	係數	台塑集團傳統產業		台塑集團科技產業		遠東集團	
		係數	P 值	係數	P 值	係數	P 值
財務彈性	α	-9.34	0.4052	-50.8	0.0185	-22.1	0.0520
2009	η_{2009}	28.1	0.0000	34.8	0.0015	35.0	0.0000
2008	η_{2008}	26.0	0.0000	39.0	0.0006	35.0	0.0000
2007	η_{2007}	27.5	0.0000	37.9	0.0001	33.3	0.0000
2006	η_{2006}	39.3	0.0000	40.8	0.0003	35.7	0.0000
2005	η_{2005}	37.0	0.0000	39.7	0.0000	38.9	0.0000
2004	η_{2004}	35.9	0.0000	33.2	0.0003	35.4	0.0000
2003	η_{2003}	28.3	0.0000			30.7	0.0000
2002	η_{2002}	29.1	0.0000			30.3	0.0000
N		39		12		47	
R-sq		0.998		0.994		0.987	
adj R-sq		0.964		0.788		0.957	
P-值		4.2E-36		0.00016		4.9E-32	

團母公司之慣例。第二、大型集團企業之利息收入彙集效果可觀。後者尤其適用於低 C/D 值且高 I/D 值之企業集團（表 7，且台塑集團傳統產業最明顯），前者則適用於解釋其他企業集團，如遠東、鴻海、宏碁與統一等企業集團。

台塑集團在 2006 年之前，間隔天數逐年同步增加，之後減少之可能解釋如下：第一、台股基金（尤其是臺灣五十與臺灣高股息基金）規模近年的快速增加，持有高水位台塑集團股票的基金經理人，為顧及基金管理之流動性，要求台塑集團改善現金股利發放政策。第二、發放公司不僅迎合機構投資人，也可能迎合個別投資人改變之偏好（Baker & Wurgler, 2004）。第三、因大股東之需要，要求公司改變政策（如大股東年事高，有遺產規劃與資金處理之迫切性）。第四、類似 Bates et al. (2009) 討論之狀況，產業或經濟趨勢改變，造成企業現金發放政策之配合改變。以上議題留待未來深入研究。

綜合而言，集團企業旗下公司之間隔天數政策具有一致性傾向，某些集團甚至具有時間序列的同步性改變。在利用虛擬變數控制集團別因素後，間隔天數與公司現金部位（財務彈性）呈現反向關係。即企業集團旗下公司之間隔天數決策，首先在配合集團政策或慣例，然後，現金充裕的公司傾向早發放股息，現金部位低的公司傾向延遲發放。

陸、間隔天數極端值公司之分析

前文分析主要企業集團（約占股息總額之 60%）間隔天數與財務彈性的關係，本節對主要企業集團以外之公司進行分析。換言之，就投資人權益與市場衝擊，「高」股息總額與「長」間隔天數是最重要之分析面相；前者影響整體投資人之權益，後者影響全體公司股東之權益。因此，本節主要針對長間隔天數公司進行討論，希望藉此釐清為何表 9 之全樣本公司財務彈性與間隔天數相關係數無法呈現顯著性？而且，針對間隔天數極端值的公司進行分析，可避免變數群聚效果（分布於 28 至 32 日），而無法呈現背後之決策涵義。

表 12 陳列歷年間隔天數最小之十二家公司，間隔天數分布於 6 至 15 天；後文之表 13 則是間隔天數最長之十二家公司，間隔天數分布於 56 至 155 天。息值市占率超過 1% 者，以上標^b註記該公司。表 12 與表 13 之特徵是：公司不隸屬於前述之大型企業集團，故在股息發放政策上，公司自行決策空間大，毋須配合企業集團之政策，而較可能呈現極端分布之現象。（同表 2，是因權衡版面空間與資訊充分性，呈現十二家。）

表 12 包含晶華（所有年度）、台灣大（2002 年）、合庫（2004 與 2005 年）、萬海（2005 至 2008 年）等隸屬於不同產業之大型上市公司，也包含興櫃市場之小公司。發放政策之模範公司是晶華，它幾乎完全維持 8 天間隔天數之原則。晶華在 2008 年股息市占率是 0.086%，再乘以表 3 之市場單日利息 \$59,849 千元，估算得：晶華公司在 2008 年每拖延一日發放現金之潛在利息收入是 \$51,672。該數字超過一位基層員工單月之人事成本，是公司延遲股息發放之可觀誘因；但晶華在 2008 年仍是維持 8 日之間隔天數政策。

一、極端值樣本公司之橫斷面分析

當我們針對表 12 各年度樣本（但排除 2002 年之寶來期與 2005 年之合庫等金融產業），計算間隔天數與財務彈性之橫斷面相關係數，僅 2002 年呈現負相關（圖 1 之截距）。若擴大樣本數目，涵蓋超出表 12 之十二家公司，結果將是如何？本研究將所有年度之發放樣本，依照間隔天數遞增排列，利用圖 1（橫軸是樣本公司數目，縱軸是間隔天數與財務彈性之相關係數）呈現增加樣本公司數目算得之相關係數。圖 1 呈現遞減趨勢，且漸進到 0 的原因是：當「最短間隔天數公司集合」之樣本數目增加，則愈多長間隔天數之樣本被納入「集合」中，以致於極端值效果逐漸被群聚效果取代。當各年度樣本數目超過 23 家公司時（間隔天數分布於 6 至 17 日），相關係數呈現不顯著。

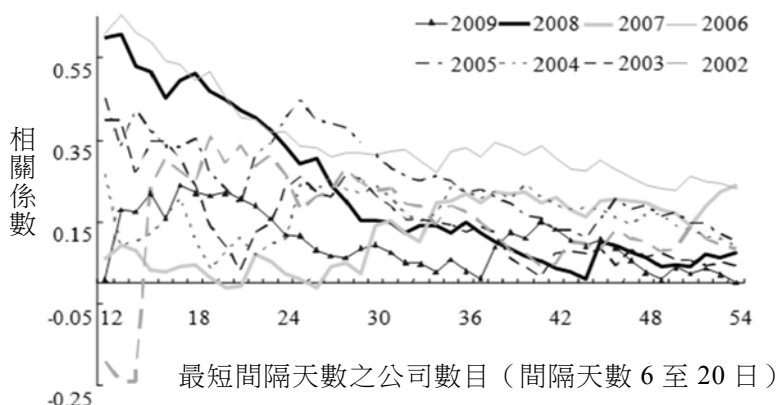


圖 1 「最短間隔天數公司集合」之間隔天數與財務彈性相關係數

表12 2002至2009各年度除息日至發放日間隔天數最短的十二家公司資訊

年	公司名稱、股息市占率與間隔天數											
2002	寶來期 6	華鎂鑫 6	樺晟 6	關中 7	群益期 7	好德 7	友信 7	冠郝 7	晶華 ^b 8	亞矽 9	普格 9	台灣大 ^a 10
2003	岳豐 6	仲興 7	晶華 ^b 8	智寶 8	勝一 8	樺晟 8	大學光 12	鈞象 12	倍微 13	統領 13	拍檔 13	金革 13
2004	友信 6	立格 7	合庫 8	勝一 8	高力 8	晶華 ^b 10	三益科 11	大甲 11	佳世達 ^a 13	寶來期 13	群益期 13	宏麗 13
2005	海光 7	龍泰 7	晶華 ^b 8	勝一 8	普格 8	友信 9	合庫 10	鳳凰 10	玉晶光 11	順發 13	普樺 13	萬海 14
2006	綠意 6	振維 7	東又悅 7	晶華 ^b 8	展宇 11	萬海 13	中連 13	三益科 13	宏全 14	普樺 14	利機 14	聚陽 15
2007	勝一 6	勝華 10	晶華 ^b 11	晶睿 13	萬海 14	允強 14	迎輝 14	冠軍 14	廣積 14	群益期 14	精技 14	泰谷 14
2008	晶華 ^b 8	柏騰 10	崑鼎 10	迎輝 11	廣隆 13	萬海 14	中纖 14	勝華 14	晶睿 14	邦特 14	州巧 14	光明 14
2009	晶華 ^b 8	光明 10	燦坤 13	宏全 13	中碳 14	茂順 14	柏騰 14	好樂迪 14	潤弘 14	佳醫 14	風青 14	欣興 15

註：選取各年度間隔天數最短之公司，間隔天數相同，則取股息總額大者。息總額占市場總額超過 1%者，以^a標示該公司名稱。晶華^b是唯一列表於歷年排行之公司。

表13 2002至2009各年度除息日至發放日間隔天數最長的十二家公司資訊

年	公司名稱、股息市佔率與間隔天數											
2002	欣泰 0.06% 107	瑞儀 0.02% 89	奇力新 0.05% 82	得利影 0.01% 79	帝寶 ^a 0.02% 79	迎廣 0.04% 71	建通 0.01% 69	理銘 0.004% 67	佑華 0.01% 67	福登 0.01% 66	瑞穎 0.01% 65	鉅明 0.03% 63
2003	帝寶 ^a 0.09% 107	寶雅 0.01% 84	寶來期 0.04% 83	寶島科 0.002% 68	威剛 0.03% 65	第一店 0.01% 64	華義 0.02% 63	建基 0.14% 63	鑽全 0.15% 63	元大金 0.47% 63	艾華 0.01% 62	虹光 0.08% 62
2004	帝寶 ^a 0.11% 134	毅金 0.00% 93	禾伸堂 ^a 0.06% 87	巨擘 0.09% 73	寶雅 0.01% 72	華晶科 0.03% 65	陽明 ^b 1.15% 65	越峰 0.003% 64	福華 0.01% 64	鈞寶 0.01% 63	大毅 0.04% 63	通泰 0.01% 62
2005	大毅 0.01% 72	凱崑 0.01% 69	柏承 0.01% 69	乾坤 0.02% 69	久元 0.02% 67	帝寶 ^a 0.13% 67	富鼎 0.01% 65	松普 0.004% 64	錦明 0.004% 63	友達 ^a 0.95% 63	世坤 0.01% 62	蔚華科 0.06% 61
2006	錦明 0.02% 155	儀大 0.00% 106	東捷 0.02% 100	光華 0.003% 91	銘異 0.05% 78	力肯 0.01% 71	巨虹 0.001% 63	蔚華科 0.06% 63	維熹 0.01% 61	千附 0.01% 60	琉園 0.003% 58	鑽全 0.05% 58
2007	綠意 0.001% 142	亞帝歐 0.02% 111	儀大 0.001% 98	逸昌 0.003% 92	錦明 0.03% 86	豐藝 0.02% 70	東捷 0.07% 67	萬企 0.01% 65	兆利 0.01% 64	正助 0.002% 63	璟德 0.01% 63	全智科 0.01% 63
2008	遠雄 0.27% 86	錦明 0.002% 78	喬福 0.02% 66	中菲行 0.01% 65	太空梭 0.01% 65	儀大 0.00% 63	光寶科 0.63% 62	志信 0.01% 59	英濟 0.02% 58	松普 0.00% 57	韓翔 0.01% 57	佶優 0.002% 56
2009	友威科 0.01% 125	寶利徠 0.004% 115	尚志 0.09% 99	儀大 0.004% 93	鎰勝 0.07% 59	華廣 0.002% 58	台端 0.01% 58	正峰新 0.01% 58	南國 0.001% 57	富喬 0.002% 57	微星 0.10% 57	廣運 0.04% 56

註：選取各年度間隔天數最長之公司，間隔天數相同，則取股息總額大者。^a表 2009 年之間隔天數低於或等於 28 日。

圖 1 之正相關係數現象，為表 9 結果提供部分解釋，即短間隔天數樣本促使表 9 之全樣本相關係數趨向正數。雖然部分圖 1 的相關係數具有統計之顯著性(圖 1 之 2005 與 2006 年)，但因間隔天數分布在 6 與 20 日，它的經濟顯著意義低。所謂低經濟顯著性，說明如下：圖 1 隱含 6 至 20 日之利息成本變化(表 3)，圖 2 則隱含 56 至 155 日之利息成本變化，前者隱含之財務決策經濟顯著性低 (McCloskey & Ziliak, 1996)。

同樣針對表 13 所有年度之樣本公司(但排除 2003 年之寶來期與元大金等金融業)，計算間隔天數與財務彈性之相關係數，除 2003 與 2008 年之外，皆呈現我們預期的相關係數小於 0 (圖 2 左方截距)。若擴大樣本數目大於表 13 之十二家公司，結果又是如何？同樣的將各年度之股息發放公司，依照間隔天數遞減排列，利用圖 2 表示增加樣本公司數目算得之相關係數。

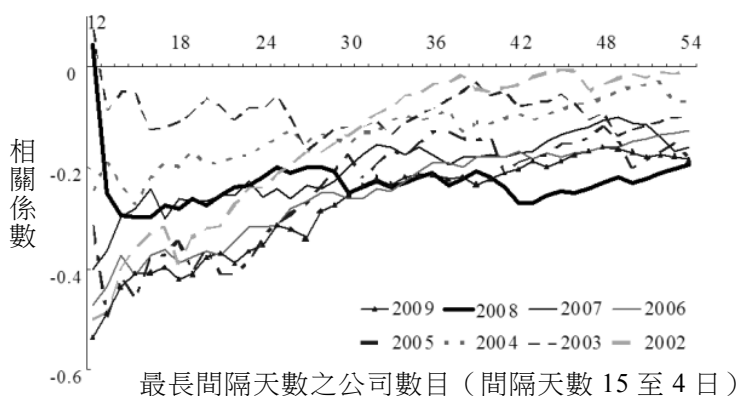


圖 2 最長間隔天數公司之間隔天數與財務彈性相關係數

當樣本數目大於 13（間隔天數分布在 56 至 155 日），各年度之「最長間隔天數公司集合」之間隔週期與財務彈性都呈現負相關，且樣本數為 20 時，2005、2006 與 2009 年「集合」之相關係數 P 值小於 0.05。當「集合」之樣本數目增加，則愈多相對短間隔天數之樣本被納入「集合」中，極端值效果逐漸被群聚效果取代。若擴大「集合」至所有公司，則各年度相關係數等於表 9 之全樣本相關係數（同樣情況也發生在圖 1）。

二、長間隔天數樣本公司之時間序列分析：個別公司分析

由於長間隔天數始具有財務決策之經濟顯著性，因此本小節針對表 13 之公司進行時間序列分析。在樣本期間，曾出現在表 13 的樣本公司數目是 80 家，但在樣本期間除息六（含）以上的公司數目是 47 家（55.3%），我們針對此 47 家公司計算間隔天數與財務彈性之相關係數，結果為負者 27 家，平均值 -0.108，中位數 -0.125。雖然整體結果不具顯著性，我們將部分結果（包含時間序列相關係數最低之萬企、最高之廣運，以及股息總額最大之遠雄）呈現在表 14，它提供許多值得我們討論的有趣現象。

表 14 的萬企和第一店，與晶華同屬於上市觀光飯店類公司，但晶華之間隔天數短，且與財務彈性之相關係數接近 0（未呈現於表格），萬企與第一店則呈現完全不同的性質（圖 3 與圖 4）。萬企在 2003 年的間隔天數是 27 日，次年為 61 日，然後在 45 與 65 日之間波動，而它的歷年財務彈性則呈現反方向的波動。因此，萬企是表 14 的公司中，相關性最顯著的公司。第一店則呈現間隔天數逐年遞減趨勢，財務彈性逐年遞增趨勢，因此，第一店的財務彈性與間隔天數也呈現存顯著負相關。

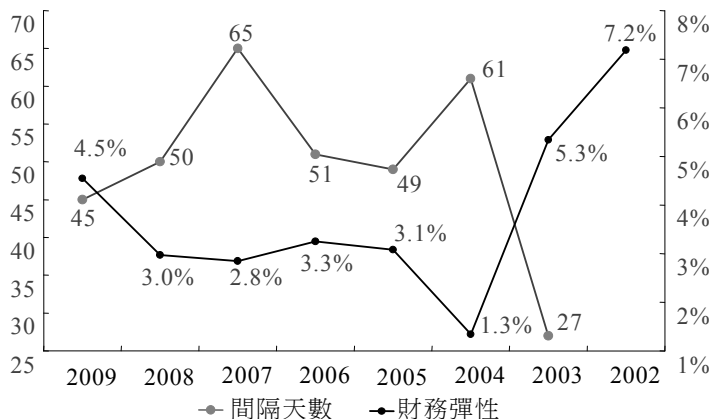


圖 3 萬企歷年之間隔天數與財務彈性

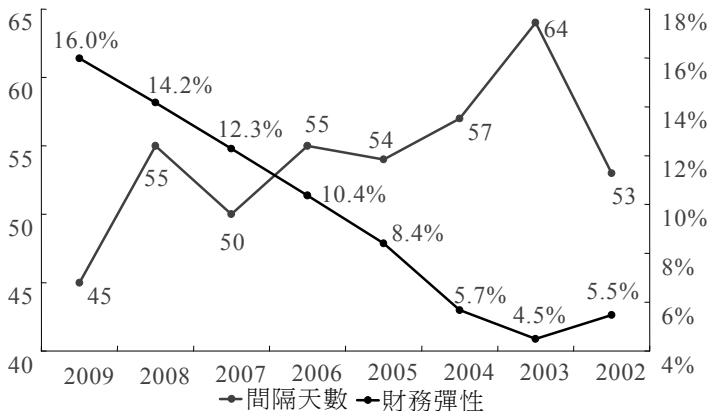


圖 4 第一店歷年之間隔天數與財務彈性

表 14 間隔天數與財務彈性之時間序列相關性分析（長間隔天數公司樣本）

公司	相關係數偏高、偏低與重要公司之歷年間隔天數								Max	Min	相關係數
	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002			
萬企	45	50	65	51	49	61	27	65	27	-0.860	
光寶科	51	62	51	39	36	43	43	62	35	-0.789	
第一店	45	55	50	55	54	57	64	64	45	-0.739	
遠雄	35	86	26	31	26	25		86	25	-0.506	
禾伸堂	26	29	57	47	49	87	37	87	26	-0.063	
帝寶	24	17	48	49	67	134	107	134	17	0.040	
友達	28	22	27	29	63	57	40	63	22	0.178	
廣運	56	20	37	47	37	36	38	56	20	0.734	

註：樣本公司是出現於表 13，且在樣本期間除息六次以上公司之時間序列相關係數。

表 14 之第二家公司是光寶科，屬於光寶集團，它是表 10 企業集團列表中，集團平均間隔天數最長者。圖 5 呈現光寶科的間隔天數與財務彈性走勢圖，它的模式與圖 3 的萬企相似，顯示：縱然長間隔天數（平均 41.6 日）是光寶集團的特徵，但在時間序列上仍是與財務彈性有密切關係。光寶科在 2008 年的財務彈性最低，同年的間隔天數也呈現最長（62 天）。表 14 的遠雄建設也有類似於圖 5 之模式（但不在本文呈現），在 2008 年的財務彈性最低，該年的間隔天數驟增至 86 天。

表 14 的禾伸堂、帝寶與友達呈現間隔天數與財務彈性無相關性，然而他們的間隔天數卻分別從 87、134 與 63 日，逐年下降至 2009 年的 26、24 與 28 日，而且，帝寶與友達が在 2008 年之間隔天數分別是 17 與 22 日。此現象隱含之合理解釋是：公司策略性的決定發放間隔天數政策，而非侷限於短期之財務因素考量。此現象類似於晶華遵從 8 日間隔天數之原則，公司將對此政策之遵守，優先於財務狀況之考量；或財務決策配合發放之間隔天數政策。

表 14 底列之廣運（上櫃機械與太陽能公司）呈現之相關係數最高。它在 2008 年的間隔天數等於 20 天，之後是 56 天，之前約 40 天左右。廣運在 2008 年以發行新股與發行可轉債方式籌資投資太陽能產業，募資前股價大漲。因此，我們合理推測 2008 年縮短間隔天數原因：大股東拉抬股價需要資金與及早提供資金給股東參予新股或可轉債之募集。這是一個在實務上相當合理的模式，卻是學術界從來未研究之議題，值得在未來研究進行深入研究。

本節針對間隔天數極端值公司分析之結論，試圖檢視前十四大集團企業以外公司之股息發放行為；雖然，我們無法仿效前文之表 10 與表 11，獲得系統性之量化結果，以證明間隔天數與財務彈性呈現負向關係，卻從中解讀出可能原因：如公司維持短期間隔天數政策原則，凌駕財務操作之考量（如晶華），或公司採取逐年遞減間隔天數政策（如表 14 之禾伸堂、帝寶與友達）。以上發現有助於我們解讀為何表 9 針對所有公司進行的相關係數計算時，無法呈現顯著性的可能原因。至於企業集團旗下公司在控制集團因素後，呈現顯著負相關的原因，可能是因為集團企業之管理經驗與管理支援相對豐富，以致於間隔天數與財務彈性呈現負向關係傾向。

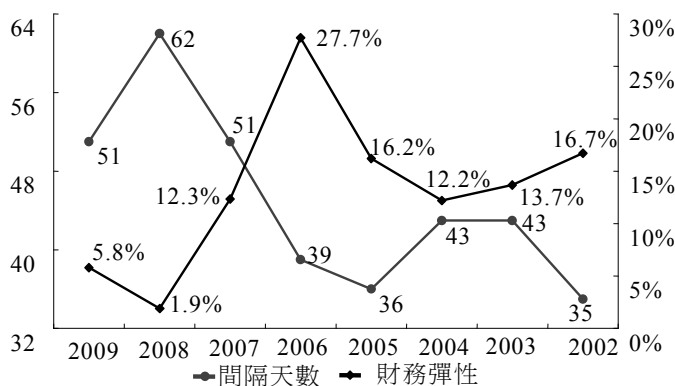


圖 5 光寶科歷年之間隔天數與財務彈性

柒、結論

股票除息日至發放日之間隔天數愈長，對除息投資人權益之損害愈大。本研究自台灣經濟新報資料庫 (TEJ) 收集 2002 至 2009 年之現金股息發放資料，發現間隔天數最小 6 日，最大 155 日，平均 33 日，中位數 31 日，眾數 28 日。

本研究檢視部分公司遲延發放股息之現象，發現以下事實：第一、集團別因素是間隔天數長短之主要決定因素；第二、部分企業集團或公司（如台塑集團傳統產）將應付股息以短期投資，而非現金型態處置，透漏公司意圖增加短期投資績效之證據；第三、間隔天數與財務彈性（現金與約當現金除以總資產面額）呈現負相關，即公司現金水位低者，間隔天數傾向較長。

研究發現：各年度之間隔天數與財務彈性未呈現相關性，但在控制集團歸屬因素後，主要集團公司之間隔天數與財務彈性呈現顯著負向關係。本研究在實務面與政策面之貢獻，打破一般投資人「除息後，約一個月收到股息」之概念，說明公司可能基於配合母公司慣例、獲取短期投資績效，以及財務彈性與流動性等因素，執行不同之發放日決策，導致市場之間隔天數短至 6 日，長至 155 日。

基於上述事實，本研究建議主管機關將中華民國公司法第 165 條「除息基準日前五日停止過戶」與「公開發行股票公司股務處理準則」第 41 條有關「股息及紅利之基準日前五日內，停止股票過戶」之規定，更改為二日內停止過戶，以配合電子化作業之變遷，也與美國金融市場同步。如此，已經制度化、電子作業化與集保作業化之上市櫃公司，如晶華等（表 12）公司，可將除息日至發放日之間隔天數縮減至 6 日之內，甚至如美國市場般的，最短間隔天數是 2 日（劉任昌、楊朝成，2008）。

根據「公開發行股票公司股務處理準則」第 42 條：「公司每屆發放股利，應將發放之日期、地點，分別通知各記名股東並應向本會指定之資訊申報網站進行傳輸，於完成傳輸後，即視為已依規定完成公告。」該申報網站是公開資訊觀測站，申報表單名稱是「決定分派股息及紅利或其他利益之基準日公告」⁶。該表單格式須登錄每股息值、總息值、除息日等資訊，卻無登錄發放日期之欄位。在操作上，公司選擇不登錄，或在該表格第六項「辦理過戶手續」第（四）「其他」子項目下，公告發放日期（如台積電），或在該表格第七項「其他應公告事項」下，公告發放日期（如聯電）。

因股息發放日並非法令要求之必須公告項目，以致於公司與投資人皆對其忽視。公司發放現金股利之決策因素包含：是否發放、發放金額、除息日，以及發放日距離除息日天數。固然，延遲發放有利於公司財務彈性與流動性管理，卻增加投資人面對之不確定性與風險，投資人面臨現金流入時點之不確定性，以及除息公司可能在除息日後，對應付股息債權違約之風險⁷。

若主管機關改良申報表單，加入登錄發放日之欄位，令股息發放日成為發放公司正式之宣告項目之一，則發放公司與投資人將更正式彼此之權利與義務。一旦主管機關正視本研究之政策建議，間隔天數將可大幅縮短至 2 日，平均數與眾數也可縮短（至美國市場約兩週情況）。投資人參予除息之意願將提升，提升股市之安定性。而且，由於間隔天數減少，資訊透明度提升，資金控管風險降低，將提升高所得者參與除息之意願，增加政府稅收。

本文發現：縱然部份公司（如台積電與晶華等）採取一致性與持續性之發放政策，呈現重視股東權益之發放模式。但整體而言，發放公司的間隔天數與公司財務彈性（現金與約當現金除以總資產）呈現顯著關係，亦即存在股息發放日決策與公司流動管理相互配合之現象。雖然，上述結果符合理論與實務上之推論，但本研究尚未設計出嚴謹計量模型，以分析公司之發放日政策與財務結構之關係，尤其是短期投資、應收帳款、現金管理與發放政策之間的關係。這是值得在未來研究的議題。

註釋

1. 劉任昌、楊朝成（2008）使用台灣大學管理學院購置之 CRSP 資料庫，收集美國 2005 年資料，發現絕大部分之美國公司發放季股利（quarterly dividends）。但就美國市場之季股利、年股利或特別股之比較，間隔天數分布並無明顯差別。因此，台灣之年股利特性並不足以導致間隔天數比美國市場（以季股利為主）之間隔天數長。

2. 文獻之財務彈性 (financial flexibility) 定義是：企業現金存量，或企業之再舉債能力與空間。其他近似定義有：Opler et al. (1999) 定義流動性等於現金與短期投資之和，除以淨資產 (資產減去現金與短期投資)。Bates et al. (2009) 定義現金比率 (cash ratio) 等於現金與短期投資之和，再除以資產。財務彈性概念被 Myers (1984) 稱作財務寬鬆程度 (financial slack)。
3. 附錄表 1 是根據 TEJ 之分類，再統計各集團旗下公司之股息總額，取最大之十五個集團。附錄表 1 公司之各年度股息總額占該年度市場股息近 60%。
4. 就天下雜誌「標竿企業聲望調查」，陳一如 (2005) 整理從 1997 至 2002 歷年皆列名之 16 家公司是：統一、台塑、南亞、台化、遠東新、中鋼、裕隆、中華、鴻海、台積電、宏碁、英業達、華碩、佳士達、統一超與元大京華。
5. 台灣大在 1999 年首次發放股息，間隔天數 13 日；富邦代替太平洋集團，取得經營權後，間隔天數大於 23 日。參考表 6 (劉任昌、楊朝成，2010)。
6. 網址是 <http://newmops.twse.com.tw/>，該表單項目是「一、公告序號。二、主旨。三、依據。四、股票停止過戶起訖日期。五、公告事項。六、辦理過戶手續。七、其他應公告事項。」
7. 應收股息違約事件：投資人及期貨交易人保護中心 (<http://www.sfipc.org.tw/>) 在 2013/4/30 公告：受理參與上市公司科風之 2011/11/20 除息，卻未發放現金股息之求償案。至目前為止，科風仍處於違約狀況。此外，英誌 (代號 2438) 在 2008/7/24 除息，預計之發放日是 10/01 (距離除息日 92 天)，最終在 2010/2/23 才支付，創下間隔天數達 582 日之紀錄。在本研究進行期間，TEJ 缺乏英誌 2008 年之發放股息資料，故未納入本研究之樣本；在本研究完成後，TEJ 現金股息資料庫才出現該筆紀錄。若納入英誌在 2008 年之除息資料，則本研究表 1 之 2008 年資訊變動如下：發放公司 1,027 家，股息總額增加 TW\$68.1 百萬 (增加 0.007%)，間隔天數平均數是 33.4 天 (原 32.5 天)、最大值 582 天 (原 86 天)、偏態 18.2 (原 0.61)，但 W.A. 未改變。以上事件也說明 W.A. 相對於間隔天數平均數之重要性。

致謝

初稿作者是劉任昌與邱志忠，發表於第七屆中華商管科技學會年會 (龍華科大主辦，2012/12/9)，第三修稿件由呂美慧修改與審閱。作者特別感謝龍華科大企管系李

維鈞主任與財金系姜淑美教授在研討會期間之協助與招待。商管科技季刊三輪審稿過程之嚴謹與詳實，是本研究作者學術生涯前所未見者，感激二位匿名評審，提供入木三分、精益求精之真知灼見。在進行排版校對時，適逢筆者在中研院法律研究所進行訪問研究（教科書著作權與學術倫理議題，2014/07~2014/09）。筆者在此感謝法律所提供之研究設備與討論氛圍。

參考文獻

一、中文部分

1. 吳萬益、蔡明田、汪昭芬、王世偉(2000)，國內主要集團企業領導風格、企業文化及組織運作特色之研究，商管科技季刊，1(1)，39-65。
2. 李世欽、劉任昌、呂美慧、殷向真(2013)，發放日決策、企業現金存量與經驗法則決策，德明學報，37(2)，77-94。
3. 沈榮華、李易政、陳香如、謝可衫(2009)，家族企業特性與負債水準關係之研究，商管科技季刊，10(3)，491-525。
4. 陳一如(2005)，好公司的股票是好股票？認知偏誤假說的驗證，商管科技季刊，6(2)，313-333。
5. 游清芳、廖永熙、賴弘程(2011)，股利率、雙訊號與交易策略之台灣市場實證，財金論文叢刊，14，16-31。
6. 劉任昌、楊朝成(2008)，股票應收股利的存續期間，證券櫃檯雙月刊，137，94-103。
7. 劉任昌、楊朝成(2010)，股票除息日至發放日之間隔天數，德明學報，33(2)，31-46。
8. 簡淑芬、陳恩儀、陳雅苓(1999)，以投資人權益為核心探討健全股利政策之規劃與執行方式，證基會研究報告，證基會出版。

二、英文部分

1. Allen, F., & Michaely, R. (2003). Chapter 7 payout policy. In Constantinides, G. M., Harris, M., & Stutz, R. M. (Ed.), Handbook of The Economics of Finance. North Holland: Elsevier.
2. Baker, H. K. (2009). Dividends and Dividend Policy. New Jersey: John Wiley & Sons.
3. Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. Journal of Finance,

59(3), 1125-1165.

4. Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? Journal of Finance, *64(5)*, 1985-2021.
5. DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. Journal of Financial Economics, *72(3)*, 425-456.
6. Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. Journal of Financial Economics, *89(1)*, 62-82.
7. Hu, S. Y., & Tseng, Y. L. (2006). Who wants to trade around the ex-dividend days? Financial Management, *35(4)*, 95-119.
8. Jensen, C. M. (1986). Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers. American Economic Review, *76(2)*, 323-329.
9. Lie, E. (2005). Financial flexibility, performance, and the corporate payout choice. Journal of Business, *78(6)*, 2179-2201.
10. Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. American Economic Review, *46(2)*, 97-113.
11. McCloskey, D., & Ziliak, S. T. (1996). The standard error of regressions. Journal of Economic Literature, *34(1)*, 97-114.
12. Miller, H. M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. Journal of Business, *34(4)*, 411-433.
13. Moore, K., & Lewis, D. (2000). Foundations of Corporate Empire: Is History Repeating Itself? London: Financial Times Prentice Hall.
14. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. Journal of Finance, *57(3)*, 575-592.
15. Ogden, J. P. (1994). A dividend payment effect in stock returns. Financial Review, *29(3)*, 345-369.
16. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. Journal of Financial Economics, *52(1)*, 3-46.
17. Yilmaz, A. K., & Gulay, G. (2006). Dividend policies and price-volume reactions to cash dividends on the stock market - Evidence from the Istanbul Stock Exchange. Emerging Markets Finance and Trade, *42(4)*, 19-49.

102年01月15日收稿

102年01月23日初審

102年07月04日複審

103年03月18日接受

附錄：台灣主要企業集團之發放資訊

附錄表 1：主要集團公司歷年股息市占率與間隔天數資訊

集團	公司	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
和信	台泥	0.85% 25 ^a	0.61% 28 ^a	0.65% 30 ^a	0.62% 32 ^a	0.30% 28 ^a	0.22% 21 ^a	0.10% 28 ^a	
	信昌化	0.02% 20 ^a	0.19% 22 ^a	0.05% 28 ^a					
	達和	0.21% 28 ^a	0.09% 27 ^a	0.07% 22 ^a	0.08% 23 ^a	0.08% 23 ^a	0.04% 27 ^a	0.02% 23 ^a	0.04% 27 ^a
	中橡	0.13% 28 ^a	0.09% 29 ^a	0.06% 28 ^a	0.07% 25 ^a	0.03% 23 ^a			
	信昌電		0.00% 24 ^a			0.01% 23 ^a	0.01% 36 ^a	0.02% 25 ^a	0.02% 23 ^a
統一	統一	0.32% 23 ^a	0.70% 22 ^a	0.24% 22 ^a	0.32% 24 ^a	0.21% 24 ^a	0.50% 27 ^a	0.46% 27 ^a	1.15% 28 ^a
	統一超	0.37% 23 ^a	0.29% 29 ^a	0.38% 28 ^a	0.46% 29 ^a	0.44% 28 ^a	0.55% 23 ^a	0.53% 22 ^a	0.45% 28 ^a
	統一實	0.19% 28 ^a	0.12% 28 ^a	0.10% 29 ^a	0.03% 29 ^a	0.10% 21 ^a	0.12% 39 ^a		
	統一證		0.12% 30 ^a	0.12% 34 ^a	0.10% 35 ^a	0.16% 36 ^a	0.28% 36 ^a	0.22% 22 ^a	0.26% 33 ^a
	統懋		0.00% 22 ^a	0.00% 30 ^a	0.01% 35 ^a	0.01% 25 ^a	0.00% 28 ^a	0.00% 36 ^a	0.01% 36 ^a
遠東	遠傳	1.79% 33 ^a	0.99% 30 ^a	1.44% 24 ^a	1.76% 29 ^a	1.86% 36 ^a	1.16% 36 ^a	1.15% 28 ^a	1.09% 30 ^a
	遠東新	0.72% 36 ^a	0.79% 36 ^a	0.68% 36 ^a	0.60% 36 ^a	0.61% 36 ^a	0.43% 29 ^a	0.38% 33 ^a	0.36% 30 ^a
	裕民	1.01% 25 ^a	0.72% 34 ^a	0.51% 35 ^a	0.63% 32 ^a	0.46% 37 ^a	0.30% 42 ^a	0.12% 28 ^a	0.25% 28 ^a
	亞泥	1.02% 36 ^a	0.65% 36 ^a	0.45% 35 ^a	0.41% 37 ^a	0.42% 38 ^a	0.32% 41 ^a	0.39% 30 ^a	0.23% 30 ^a
	東聯	0.16% 28 ^a	0.17% 30 ^a	0.14% 30 ^a	0.22% 32 ^a	0.27% 35 ^a	0.19% 30 ^a	0.11% 30 ^a	0.17% 30 ^a
	遠百	0.07% 48 ^a	0.14% 36 ^a	0.06% 34 ^a	0.08% 41 ^a	0.10% 41 ^a	0.06% 31 ^a		0.11% 30 ^a
中鋼	中鋼	3.17% 32 ^a	3.96% 29 ^a	3.68% 29 ^a	5.79% 30 ^a	6.19% 29 ^a	6.94% 34 ^a	5.00% 33 ^a	4.10% 34 ^a
	中碳	0.22% 14 ^a	0.11% 21 ^a	0.11% 18 ^a	0.13% 21 ^a	0.14% 21 ^a	0.17% 19 ^a	0.17% 36 ^a	0.21% 40 ^a
	中鋼構	0.03% 29 ^a	0.02% 28 ^a	0.02% 28 ^a	0.02% 28 ^a	0.01% 22 ^a	0.01% 23 ^a	0.02% 34 ^a	0.07% 29 ^a
光寶	光寶科	0.60% 51 ^a	0.63% 62 ^a	0.84% 51 ^a	0.97% 39 ^a	0.80% 36 ^a	0.76% 43 ^a	1.02% 43 ^a	0.55% 35 ^a
	建興電	0.18% 50 ^a	0.13% 49 ^a	0.07% 38 ^a	0.31% 43 ^a	0.48% 37 ^a	0.60% 43 ^a	0.73% 44 ^a	0.55% 50 ^a
	敦南	0.05% 28 ^a	0.07% 43 ^a	0.09% 48 ^a	0.08% 47 ^a	0.08% 35 ^a	0.05% 40 ^a	0.06% 42 ^a	
	閎暉	0.09% 50 ^a	0.06% 49 ^a	0.06% 48 ^a	0.06% 44 ^a	0.05% 44 ^a	0.03% 41 ^a		
	朋程	0.03% 30 ^a	0.02% 34 ^a	0.03% 29 ^a	0.02% 29 ^a	0.01% 26 ^a			
	力銘	0.04% 46 ^a	0.02% 36 ^a						
	振維	0.00% 28 ^a	0.00% 28 ^a	0.01% 30 ^a	0.01% 7 ^a				
聯電	聯發科	2.94% 42 ^a	1.95% 43 ^a	1.74% 43 ^a	1.39% 44 ^a	1.23% 51 ^a	1.34% 53 ^a	1.42% 35 ^a	0.73% 36 ^a
	聯電		0.92% 35 ^a	1.49% 16 ^a	1.05% 30 ^a	0.28% 38 ^a			
	聯詠	0.52% 44 ^a	0.48% 44 ^a	0.50% 40 ^a	0.54% 40 ^a	0.35% 56 ^a	0.24% 43 ^a	0.17% 40 ^a	0.14% 36 ^a
	欣興	0.15% 15 ^a	0.23% 34 ^a	0.19% 34 ^a	0.17% 49 ^a	0.08% 49 ^a	0.06% 44 ^a	0.07% 49 ^a	0.04% 41 ^a
	智原	0.10% 43 ^a	0.12% 37 ^a	0.13% 39 ^a	0.14% 43 ^a	0.13% 41 ^a	0.12% 44 ^a	0.03% 37 ^a	
	原相	0.14% 30 ^a	0.09% 37 ^a	0.09% 29 ^a	0.03% 40 ^a	0.02% 36 ^a	0.02% 41 ^a		
	盛群	0.10% 28 ^a	0.06% 22 ^a	0.09% 28 ^a	0.10% 28 ^a	0.08% 27 ^a	0.07% 29 ^a	0.07% 27 ^a	0.03% 23 ^a
	揚智	0.03% 39 ^a	0.03% 41 ^a	0.03% 41 ^a	0.01% 42 ^a			0.03% 41 ^a	
	聯陽	0.04% 32 ^a	0.03% 38 ^a	0.03% 37 ^a	0.03% 37 ^a	0.01% 37 ^a	0.03% 37 ^a	0.02% 37 ^a	
	旭德		0.02% 42 ^a	0.02% 36 ^a					
	宏齊	0.02% 43 ^a	0.02% 43 ^a	0.01% 50 ^a	0.01% 42 ^a	0.02% 29 ^a	0.04% 33 ^a	0.01% 61 ^a	0.01% 37 ^a
	曜鵬	0.00% 28 ^a	0.01% 28 ^a	0.01% 28 ^a					
	聯傑	0.01% 24 ^a	0.01% 23 ^a	0.01% 43 ^a					
聯致		0.00% 37 ^a							

續下表

續附錄表 1

金寶	仁寶	1.14%	24 ^a	0.91%	29 ^a	0.78%	28 ^a	0.79%	25 ^a	0.59%	28 ^a	1.59%	25 ^a	0.98%	22 ^a	0.60%	22 ^a
	華寶	0.14%	25 ^a	0.22%	50 ^a	0.40%	36 ^a	0.31%	30 ^a	0.14%	33 ^a	0.16%	25 ^a	0.02%	23 ^a		
	金寶			0.08%	44 ^a	0.08%	45 ^a	0.10%	48 ^a	0.15%	40 ^a	0.20%	34 ^a	0.21%	29 ^a	0.11%	27 ^a
	康舒	0.14%	46 ^a	0.05%	29 ^a			0.04%	27 ^a	0.13%	26 ^a	0.18%	26 ^a	0.10%	17 ^a		
	智易	0.07%	34 ^a	0.02%	28 ^a												
鴻海	鴻海	1.60%	37 ^a	1.86%	37 ^a	1.86%	39 ^a	1.80%	43 ^a	1.30%	42 ^a	1.35%	31 ^a	1.19%	34 ^a	1.53%	31 ^a
	群創	0.12%	42 ^a	0.41%	39 ^a	0.06%	39 ^a										
	鴻準	0.13%	43 ^a	0.30%	37 ^a	0.27%	38 ^a	0.12%	38 ^a	0.04%	39 ^a						
	正崙	0.24%	30 ^a	0.10%	33 ^a	0.13%	30 ^a	0.06%	32 ^a	0.06%	36 ^a	0.08%	40 ^a	0.12%	37 ^a		
	廣宇	0.02%	42 ^a	0.03%	37 ^a	0.02%	39 ^a	0.03%	43 ^a								
	建漢	0.03%	37 ^a	0.03%	36 ^a	0.03%	45 ^a	0.04%	45 ^a	0.02%	32 ^a	0.10%	38 ^a	0.03%	36 ^a		
	維熹	0.03%	38 ^a	0.02%	35 ^a	0.02%	31 ^a	0.01%	61 ^a								
	崙強	0.02%	40 ^a	0.01%	37 ^a	0.02%	23 ^a	0.03%	24 ^a					0.01%	25 ^a		
	正達			0.00%	47 ^a												
矽品	矽品	1.11%	23 ^a	1.36%	36 ^a	1.19%	34 ^a	0.61%	29 ^a	0.25%	27 ^a	0.16%	39 ^a				
	京元電	0.02%	32 ^a	0.07%	33 ^a	0.14%	34 ^a	0.10%	31 ^a	0.12%	43 ^a	0.03%	44 ^a				
	全懋			0.03%	36 ^a	0.12%	50 ^a	0.11%	39 ^a	0.03%	48 ^a	0.01%	44 ^a				
	矽格	0.03%	21 ^a	0.03%	22 ^a	0.05%	37 ^a	0.02%	25 ^a	0.03%	29 ^a	0.02%	31 ^a	0.02%	34 ^a		
台積電	台積電	15.06%	27 ^a	7.56%	27 ^a	9.28%	27 ^a	9.06%	24 ^a	7.46%	24 ^a	2.98%	24 ^a				
	世界	0.13%	22 ^a	0.28%	20 ^a	0.28%	22 ^a	0.33%	21 ^a	0.39%	21 ^a						
	創意	0.08%	25 ^a	0.04%	24 ^a	0.02%	28 ^a	0.00%	40 ^a								
	精材	0.00%	40 ^a	0.00%	37 ^a	0.00%	42 ^a										
宏碁	友達	0.50%	28 ^a	1.93%	22 ^a	0.18%	27 ^a	0.26%	29 ^a	0.95%	63 ^a	0.09%	57 ^a	0.77%	40 ^a		
	宏碁	1.04%	32 ^a	0.85%	32 ^a	1.08%	40 ^a	0.99%	40 ^a	0.77%	40 ^a	1.21%	40 ^a	1.42%	35 ^a	1.06%	46 ^a
	達方	0.09%	21 ^a	0.07%	18 ^a	0.04%	44 ^a	0.01%	30 ^a								
	啟碁	0.05%	22 ^a	0.04%	38 ^a	0.06%	24 ^a	0.03%	28 ^a	0.02%	26 ^a	0.07%	23 ^a			0.03%	50 ^a
	佳世達			0.02%	28 ^a					0.56%	15 ^a	1.01%	13 ^a	0.97%	46 ^a	0.64%	36 ^a
	達信			0.01%	29 ^a	0.00%	49 ^a					0.04%	50 ^a				
	威力盟	0.03%	34 ^a	0.05%	37 ^a	0.06%	39 ^a	0.04%	25 ^a	0.03%	28 ^a	0.02%	24 ^a	0.04%	36 ^a	0.03%	35 ^a
華碩	華碩	1.65%	43 ^a	0.92%	40 ^a	0.61%	43 ^a	0.45%	39 ^a	0.61%	47 ^a	0.84%	38 ^a	0.96%	40 ^a	4.55%	28 ^a
	景碩	0.17%	19 ^a	0.17%	22 ^a	0.14%	27 ^a	0.06%	29 ^a	0.04%	25 ^a						
	華擎	0.17%	36 ^a	0.15%	18 ^a	0.16%	20 ^a	0.09%	36 ^a								
	佳能	0.12%	43 ^a	0.12%	41 ^a	0.08%	37 ^a	0.08%	41 ^a			0.07%	24 ^a	0.10%	38 ^a	0.07%	38 ^a
廣達	廣達	2.48%	26 ^a	1.20%	22 ^a	1.01%	22 ^a	1.19%	25 ^a	1.22%	23 ^a	1.37%	25 ^a	1.90%	28 ^a	3.03%	20 ^a
	廣明	0.16%	35 ^a	0.10%	23 ^a	0.08%	25 ^a	0.11%	25 ^a	0.07%	25 ^a	0.19%	22 ^a	0.05%	26 ^a		
	鼎天			0.01%	36 ^a			0.01%	28 ^a	0.00%	25 ^a	0.01%	32 ^a				
	嘉威			0.00%	43 ^a												
富邦	富邦金			1.14%	28 ^a	0.92%	26 ^a	1.30%	21 ^a	2.09%	21 ^a	3.05%	20 ^a	3.57%	21 ^a	3.03%	22 ^a
	台灣大	2.74%	18 ^a	0.75%	23 ^a	1.54%	23 ^a	1.88%	28 ^a	1.95%	27 ^a	2.71%	32 ^a	3.40%	28 ^a	4.13%	10 ^a
霖園	國泰金			2.26%	29 ^a	1.65%	33 ^a	1.87%	29 ^a	3.40%	29 ^a	3.94%	32 ^a	4.51%	32 ^a	5.12%	27 ^a
	國建			0.08%	29 ^a	0.15%	31 ^a					0.07%	32 ^a				

註：^a代表該數字大於該年之市場加權平均(W.A.)。本表是根據歷年股息累積總額排行，篩選前十五大企業集團公司資訊。台塑集團資料呈現在表4。

作者介紹

Author's Introduction

姓名 劉任昌
Name Jen-Chang Liu
服務單位 德明財經科技大學財務金融系助理教授
中央研究院法律學研究所訪問學者
Department Assistant Professor, Department of Banking and Finance, Takming University of Science and Technology
Visiting Scholar, Institutum Iurisprudentiae, Academia Sinica
聯絡地址 台北市內湖區環山路一段 56 號
Address No.56, Sec.1, Huanshan Rd., Neihu District, Taipei City, Taiwan
E-mail robertliu@takming.edu.tw
專長 衍生性金融商品，財務數學，發放政策
Speciality Derivatives, Financial Mathematics, Payout Policy

姓名 呂美慧
Name Mei-Hui Lu
服務單位 德明財經科技大學財務金融系助理教授
Department Assistant Professor, Department of Banking and Finance, Takming University of Science and Technology
聯絡地址 台北市內湖區環山路一段 56 號
Address No.56, Sec.1, Huanshan Rd., Neihu District, Taipei City, Taiwan
E-mail meihui0117@takming.edu.tw
專長 財務管理，金融機構管理，不動產投資
Speciality Financial Management, Financial Institute Management, Real Estate Investment

姓名 邱志忠
Name Jr-Jung Chiou
服務單位 萬能科技大學財務金融系助理教授
Department Assistant Professor, Department of Finance, Vanung University
聯絡地址 桃園縣中壢市萬能路 1 號
Address No.1 VanNung Rd., Chung-Li, Tao-Yuan, Taiwan
E-mail jjchiou@mail.vnu.edu.tw
專長 衍生性金融商品，財務管理，財報分析
Speciality Derivatives, Financial Management, Financial Statement Analysis