

股利情緒與公司股利政策之研究

DIVIDEND SENTIMENT AND CORPORATE DIVIDEND POLICY

陳美華

國立彰化師範大學財務金融技術學系教授

林廷瑜*

國立彰化師範大學財務金融技術學系研究生

Mei-Hua Chen

*Professor, Department of Finance,
National Changhua University of Education*

Ting-Yu Lin

*Graduate student, Department of Finance,
National Changhua University of Education*

摘要

本研究以 Google Trend 搜索量衡量投資人股利情緒，觀察公司股利政策與 ETF 流量是否會與投資人之股利情緒相關。本研究以 2006 至 2022 年取自臺灣經濟新報資料庫中之臺灣證券交易所臺灣 50 指數成分股為公司之研究樣本，研究臺灣市值前 50 大的公司是否在股利政策上會迎合股利情緒；並以名稱包含「高股息」、「高息」等之 ETF 作為 ETF 之研究樣本，研究發放較高股利之 ETF 是否會迎合股利情緒更改其股利政策。研究結果發現，在增加及減少股利發放的部分確實符合股利迎合理論。值得注意的是，根據研究結果表示，原先無發放股利的公司不會根據股利情緒來決定是否發放股利，而這可能跟決定股利政策的因素不只有股利情緒這點有關。

關鍵字：股利情緒、股利政策、Google Trend 搜索量、ETF 與投資人情緒、台灣 50 指數成分股

*通訊作者，地址：彰化市師大路 2 號，電話：(04)723-2105
E-mail：m1167011@gm.ncue.edu.tw

ABSTRACT

This study using Search Volume Index of Google Trend to test if it is related to dividend policy of the companies. This study considered whether FTSE TWSE Taiwan 50 Index from TEJ from 2006 to 2022 will cater to dividend sentiment in terms of dividend policy, and use ETFs whose names include "high dividend", "high interest", etc. as ETF research samples to study whether ETFs that issue higher dividends will change their dividend policies to cater to dividend sentiment.

The results of the study found that the increase and decrease in dividend payments are consistent with the catering theory. However, according to the research results, companies that have not paid dividends before will not decide whether to pay dividends in view of dividend sentiment, and this may be related to dividend sentiment is not the only factor for companies to decide whether to pay dividend.

Keywords: Dividend Sentiment, Dividend Policy, Search Volume Index of Google Trend, ETF and Investor Sentiment, Taiwan 50 Index

壹、緒論

Miller and Modigliani (1961) 於 1961 年提出股利無關論，認為在完善資本市場下，公司的股利發放政策不會對企業價值及股票價格產生影響，股東對公司的股利發放沒有任何偏好。但之後許多學者皆表明相反的論述，認為股東對公司的股利發放政策其實是有自己的喜好的。

訊號理論 (Signaling Theory) 表明，公司的股利宣告相當於是在向社會大眾傳遞資訊。Purnamasari and Heraenitanuatmodjo (2019) 證實股利政策會發出正向的訊號；而高惠松、蔡純真 (2014) 也證實，台灣上市上櫃公司之股利政策確實含有訊息發射的效果。正因為如此，非預期性的股利減少發放更會影響投資人的決策。公司之股利政策會迎合投資人的情緒進行變動。符合股利迎合理論 (Catering Theory) 的投資人以是否有發放股利來決定是否進行投資，這是投資人投資偏好的一種。這類型的公司之股利政策取決於市場上投資人的想法，若投資人傾向購入有發放股利的公司股票，則該公司有較大機率會發放股利。

與效率市場假說相對應的行為財務學（Behavioral Finance）表明投資人常有過度自信（overconfidence）等導致對公司的理解有偏差，影響到投資決策之情緒。面對投資時的多種變化，除正面的情緒之外，損失厭惡、後悔厭惡等負面情緒也會對投資人行為造成影響。這些因自身情感使預期產生的偏差被稱作投資人情緒。Ricciardi (2008) 與 Zhang and Zheng (2015) 皆證實情緒會影響到投資決策。

投資人情緒是很難被量化的，目前還沒有統一的方法去測量。現有文獻以直接或間接情緒指標來衡量之。Kumar, Lei, and Zhang (2022) 使用投資人情緒來衡量其對股利之偏好，證實支持迎合理論。本研究欲參考其觀點，以在台灣較少使用之直接情緒指標—關鍵詞為「股利」之 Google Trend 搜索量來衡量投資人對公司股利政策的影響，並以台灣資料再次進行探討。

貳、文獻探討

一、股利發放

Baker and Wurgler (2004a, 2004b) 提出「迎合理論」，表明公司之股利政策與投資人行為相關，認為公司在訂定股利政策時會考慮投資人需求。投資人會根據時間及環境的變化改變自己的需求。若公司發現投資人有較高意願購入會發放現金股利公司之股票時，會傾向迎合投資人需求，發放現金股利。

對於發放較高股利之公司來說，其企業價值（Dang, Vu, Ngo, & Hoang, 2021）、財務績效（Kanakriyah, 2020）及盈餘管理（Kong, 2018）等公司決策（Mamunur, Fauzias, & Izani, 2013）皆有顯著的正面影響。

過去學者皆對迎合理論做出檢驗，Baker and Wurgler (2004b) 發現1963至2000年之美國公司政策會迎合股東。當市場上股利益價為正，公司發放股利的機率提高；反之則傾向不發放股利。美國（Takmaz, Evrim Mandaci, & Durukan, 2021）、澳洲（Nguyen & Li, 2020）等國皆有學者證明公司的股利政策符合股利迎合理論。然而，日本電子行業（Chikashi, 2010）、法國（Anouar & Aubert, 2016）等國皆沒有證據可以證明支持迎合理論。

綜上所述，迎合理論似乎不是在各國都能成立的。因此，對於近幾年台灣公司的股利政策是否支持迎合理論，是本研究關注的重點。本文以台灣近年的股利發放資料驗證是否台灣之公司股利政策會因為迎合投資人而變化。

二、股利情緒

(一)投資人情緒指標

投資人情緒會影響自身甚至是群體的判斷。雖然困難，Baker and Wurgler (2007) 表明投資人情緒是可衡量的，會對公司及整體市場產生重要的影響。

投資人情緒有兩種衡量方法。直接向投資人進行調查，經統計後獲得資料為直接情緒指標。台灣投資人信心指數常做為衡量投資人之情緒代理變數 (Wang, Su, & Duxbury, 2021)，媒體 (Tetlock, 2007) 及 Google Trend 搜索量 (Gao, Ren, & Zhang, 2020; Berger, 2022) 也可以做為投資人情緒代理變數來探討其與股票市場、比特幣與股票之報酬。間接情緒指標則為會間接影響到投資人情緒的資料，如：ARMS 阿姆斯指標 (Brown & Cliff, 2004) 等能用以衡量市場績效之投資人情緒代理變量。

目前仍無明確統一之作法可以衡量投資人情緒，但根據 Da, Engelberg, and Gao (2011) 之研究，在衡量股利政策時，對應之投資人情緒資料即為股利情緒；且 Huang, Rojas, and Convery (2020) 說明若能以更精確詳細之關鍵詞作為搜索量，將能得到更佳的研究結果。因此本文以「股利情緒」取代範圍相對較大的「投資人情緒」，作為後續衡量投資人情緒之變數。

(二)Google Trend 搜索量指數 (Google Search Volume Index - GSVI)

Da et al. (2011, 2015) 及 Kumar et al. (2022) 證實 GSVI 能有效衡量投資人情緒，因此本研究同樣採用 GSVI 作為投資人對股利情緒的衡量方法。

2004 年 1 月 Google Trend 網站開始提供查看當下大眾以 Google 進行何種搜索，可以於指定時間、地區及類別檢索關鍵詞彙，在搜尋時有更多的選擇。Google Trend 將結果轉換成搜索次數與實踐序列平均值的比例，以 0 至 100 的數字呈現。最低為 0，代表資料不足；最高值 100 則代表達搜尋量最高。

GSVI 被證實能有效預測消費者行為 (Carrière-Swallow & Labbé, 2011)、及報酬率 (Bantis, Clements, & Urquhart, 2023) 等等。文獻也表明，適當使用才能達到良好的效果。Huang et al. (2020) 也證實當使用特定的詞彙效果最優。Bantis et al. (2023) 則表明，直接搜尋關鍵字比分類後再進行搜尋更好。

台灣學者證實以 GSVI 衡量投資人情緒時，與股價報酬有正向關係 (李永隆、杜玉振、王瑋瑄, 2017; 張維碩, 2021); 對股票成交量 (李永隆等, 2017)、盈餘管理 (邱彥毅、劉福運、吳宗翰, 2023)、公司績效表現 (何怡滿、陳雯琪, 2019) 等也有正面且顯著的影響。然而，何怡滿、陳雯琪 (2019) 發現使用不同單位之資料時結果會有差異。

三、股利迎合理論與股利情緒

公司之股利政策會迎合投資人股利情緒進行改變是被大多數文獻證實的，過去大多數關於股利迎合理論的文獻常以股利益價此一更能直接觀察到公司股利政策與投資人股利情緒之關聯性之變數進行檢驗。

Mamunur et al. (2013) 以馬來西亞市場驗證投資人對股利的偏好確實會增加公司的股利發放。Lin, Lin, and Liu (2012) 表示股利益價能用來衡量投資人是否理性，且發現投資人對股利的偏好甚至會超過公司發射之訊號，甚至無論盈利前景狀況為何，投資人皆較願意投資發股利之公司。因此本文提出假說一至假說四如下：

假說一：公司之股利政策與投資人之股利情緒呈正相關。

假說二：在考量股利益價後，股利情緒與公司之股利政策呈正相關。

假說三：當季公告股利總數與投資人之股利情緒呈正相關。

假說四：控制公司變數後公司股利政策與股利情緒呈正相關。

四、ETF 與投資人情緒

Liao, Huang, and Wu (2011) 發現投資人情緒能夠用以理解後續基金流量走向。Chau, Deesomsak, and Lau (2011) 在對美國三大交易所之 ETF 合約進行實證分析，發現當投資人情緒高時，交易的數量會增加，證實投資人之投資決策與情緒相關。然而，Massa and Yadav (2015)、Islam (2021) 等學者皆發現若採取迎合政策，將無法帶來更多的流量，反而是對投資人情緒逆向而行能帶來較高的流量。

過去相關文獻通常使用貝塔值、與目前最常用的根據 Baker and Wurgler (2006) 所建立之綜合指標等等衡量投資人情緒。黃美虹、林昱呈 (2014) 證實天氣及氣壓會影響 ETF 市場，因為天氣的不同也可能影響投資人情緒。影響 ETF 流量之投資人情緒變數有許多，本文研究 GSVI 會如何影響 ETF 之流量，提出以下假說：

假說五：與股利相關 ETF 流量與股利情緒呈正相關。

參、研究方法

一、研究樣本期間

公司股利政策以 2006 年至 2022 年被納入臺灣 50 指數成分股為研究對象。使用臺灣經濟新報資料庫 (TEJ) 為單位之資料來觀察其變化，由於後續計算須使用該公司連續兩年以上之資料，因此刪除資料缺漏不全之公司，僅使用樣本期間一直被納入之公司，最後共獲取 2,992 筆觀察值，並將其呈現於表 1。

ETF 流量研究之樣本則以 2007 年至 2022 年以季為單位之 TEJ 及 SITCA 含有「高股息」等關鍵字之 ETF 為研究對象，刪除缺漏之資料，共獲取 198 筆觀察值。

二、研究變數資料

(一) 股利情緒

參考 Kumar et al. (2022)，以關鍵詞為「股利」之 GSVI 衡量投資人情緒。研究重點在於觀察 GSVI 的變化，也就是異常搜索量指數 (ASVI) 如下式所示：

$$ASVI_{j,t} = \log(GSVI_{j,t}) - \log(GSVI_{j,t-1}) \quad (1)$$

$\log(GSVI_{j,t})$ 為 t 月關鍵詞 j 之 GSVI 的對數。ASVI 的時間序列資料從 2006 年 1 月至 2022 年 12 月，以衡量投資人每月之情緒變化。使用 EVIEWS 進行季節性調整。季 ASVI 為每季內三個月 ASVI 的中位數。

(二) 股利政策

根據 Baker and Wurgler (2004b) 之研究，若是該公司公告每股股利為正，則定義為股利發放之公司 (Payers)；若公告之每股股利為零，即為非股利發放之公司 (Nonpayers)。本研究遵循 Kumar et al. (2022) 以季為單位來衡量股利發放政策。

為衡量公司之股利發放政策 DivPol，定義三項指標。分別為開始發放股利比率 (Ini)、增加股利發放比率 (Inc)、及減少股利發放比率 (Dec)。計算方式如下：

$$Ini_t = \frac{N \text{ Payers}_t}{\text{Nonpayers}_{t-1} - D \text{ Nonpayers}_t} \quad (2)$$

$$Inc_t = \frac{\text{Inc Payers}_t}{\text{Payers}_{t-1} - D \text{ Payers}_t} \quad (3)$$

$$Dec_t = \frac{Dec\ Payers_t}{Payers_{t-1} - D\ Payers_t} \quad (4)$$

其中

- $N\ Payers_t$ = 上一季度（即第 $t-1$ 季）未發放股利公司中於此季（即第 t 季）有發放股利之公司總額。
- $Nonpayers_{t-1}$ = 上一季度（即第 $t-1$ 季）未發放股利之公司總額。
- $Inc\ Payers_t$ = 增加股利發放之公司。也就是本季發放之每股股利高於上一季度發放股利之公司總額。
- $Payers_t$ = 第 t 季度發放股利公司總額。
- $D\ Payers_t$ = 此季（即第 t 季）有發放股利之公司名單中未包含的上一季度（即第 $t-1$ 季）有發放股利之公司總額。
- $Dec\ Payers_t$ = 減少股利發放之公司。即本季發放之每股股利低於上一季度發放股利之公司總額。

(三) 股利溢價衡量

本研究參考 Baker and Wurgler（2004b）之計算方式衡量股利溢價（DP）。公式如下：

$$DP_t = \log\left(\frac{Market}{Book}\right) Payers_t - \log\left(\frac{Market}{Book}\right) Nonpayers_t \quad (5)$$

其中

- $\log\left(\frac{Market}{Book}\right) Payers$ = 發放股利公司市價淨值比平均値之對數。
- $\log\left(\frac{Market}{Book}\right) Nonpayers$ = 不發放股利公司之平均市價淨值比之對數。

(四) 當季公告股利總數

與 Kumar et al.（2022）相同，研究該季投資人股利情緒與發放股利之公告是否相關，本研究以 *Announcement* 作為變數。 $Announce_t$ 為第 t 季有公告股利發放之公司總數。後文以 *Ann* 簡稱之。

表 1 台灣 50 公司樣本篩選過程

	共計
原始樣本（2006 年至 2022 年底之臺灣 50 指數成份股公司數）	50
－刪除資料缺漏不全之公司	(6)
最終樣本（公司數）	44

(五) 公司特徵變數

股利發放政策可能與股利相關之公司特徵間的差異相關，因此與 Kumar et al. (2022) 相同，控制七項公司特徵再次檢驗股利情緒是否依舊可以預測公司之股利政策。

公司特徵變數包含以下七項：

1. 公司規模 (S)：以總資產取對數作為公司規模之代理變數。
2. 權益市價淨值比 (MB)：(總資產－權益賬面價值＋權益市值)／總資產。
3. 資產成長率 (AGR)：(當期資產與前期資產之差／前期資產) * 100%。
4. 自由現金流量 (FCF)：當季總營收－折舊合計－所得稅費用－發放股利。
5. 盈利能力 (P)：(非經常性損益前的收入項目＋利息支出＋遞延稅項)／總資產；非經常性損益前的收入項目為公司稅前淨利＋營業外支出－營業外收入。
6. 槓桿比率 (L)：負債總額／(負債總額＋權益價值)。
7. 投資率 (I)：資本支出(公司投資活動現金流量)／總資產。

(六) ETF 流量估計

本文參考 Kumar et al. (2022) 在研究股利情緒與基金流量間的關係時使用的變數為基金淨流量，及陳獻儀、楊淑玲、張眾卓與陳婉榕 (2014) 使用之基金流量百分比和基金流量金額進行檢驗。

定義 ETF 流量 EtfFlow 之三項流量變數分別為：

1. ETF 淨流量 (ETF Net Flow)，後文簡稱為 NF。
2. ETF 流量百分比 (ETF Percentage Flow)，後皆簡稱 PF。
3. ETF 流量金額 (ETF Dollar Flow)，後皆以 DF 稱之。

計算方式如下，其中 TNA 為基金之淨資產， $Return$ 為基金之報酬率：

$$NF_{i,t} = \frac{TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1}}{TNA_{i,t-1}} - Return_{i,t} \quad (6)$$

$$PF_{i,t} = \frac{TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1} (1 + Return_{i,t})}{TNA_{i,t-1}} \quad (7)$$

$$DF_{i,t} = TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1} (1 + Return_{i,t}) \quad (8)$$

三、研究假說之檢測模型

(一)假說一：公司之股利政策與投資人之股利情緒呈正相關，及假說二：在考量股利溢價後，股利情緒與公司之股利政策呈正相關

為檢測假說一及假說二，本研究分別以 Ini 、 Inc 、 Dec 等作為 $DivPol$ 之三項指標，以 OLS 模型進行迴歸，模型如下：

$$DivPol_t = \alpha_0 + \alpha_1 ASVI_t + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$DivPol_t = \beta_0 + \beta_1 ASVI_DP_t + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

以公式 9 來檢測假說一，若成立，則股利情緒與公司之股利發放政策呈正相關，並與公司減少發放股利呈現負相關。公式 10 則用以檢驗假說二，先將股利溢價與股利情緒進行迴歸後獲得殘差 ($ASVI_DP$) 再進行迴歸。結果若支持假說二，則證明股利溢價能成功預測公司之股利政策。

(二)假說三：當季公告股利總數與投資人之股利情緒呈正相關

若此假說三成立，則代表公司經理人會根據股利情緒發出公告通知。茲提出下述公式 11 以檢驗股利情緒是否會影響到後續公司股利公告。

$$Ann_t = \gamma_0 + \gamma_1 ASVI_t + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

(三)假說四：控制公司變數後公司股利政策與股利情緒呈正相關

假說四若能夠成立，表示在控制公司變數後，公司股利政策與股利情緒相關。以下述公式檢驗假說四是否成立。

$$DivPol_t = \delta_0 + \delta_1 ASVI_t + \delta_2 S_{i,t} + \delta_3 MB_{i,t} + \delta_4 AGR_{i,t} + \delta_5 P_{i,t} + \delta_6 FCF_{i,t} + \delta_7 L_{i,t} + \delta_8 I_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

(四)假說五：ETF 之流量與投資人股利情緒呈正相關

若實證結果支持假說五，表示 ETF 流量與 ASVI 具有相關性。本研究分別以 NF、PF、DF 等作為 EtfFlow 之三項流量變數指標分別與 ASVI 做 OLS 迴歸估計得出結果。以下列公式 13 對假說五進行驗證：

$$\text{EtfFlow} = \theta_0 + \theta_1 \text{ASVI}_t + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

肆、研究結果

一、股利政策及控制股利溢價之檢定結果

本文假說一及假說二將分別對股利情緒、及控制股利溢價後之股利情緒是否會影響公司之股利政策進行驗證。皆使用 OLS 進行迴歸，結果呈現於表 2。

首先，Panel A 之第（1）列表明股利情緒無法預測下一季度公司之股利發放。第（2）列之 ASVI 與增加股利發放率呈現正相關且顯著，表明當股利情緒較為強烈時，公司會傾向增加股利的發放。第（3）列減少股利發放與股利情緒呈現負相關且同樣顯著，表示投資人對於股利發放情緒較低落時公司會減少股利發放。

控制股利溢價後再次進行檢驗後，於 Panel B 之第（1）列看到股利溢價只有與開始發放股利有顯著的負相關。本文認為這代表投資人們情緒偏向對於其投資之標的有發放股利之期望；然而與其相悖的是該投資標的不發放股利。

二、當季股利公告總數

將假說三之檢驗結果呈現於表 3，發現當季股利公告總數與股利情緒無顯著相關。

三、控制公司變數後公司股利政策與股利情緒相關

將在控制公司變數後公司股利政策與股利情緒相關之檢驗呈現於表 4。結果皆不顯著，其原因可能為投資人期望其投資標的有發放股利，然而公司政策為不發放股利。

表 2 三項公司股利發放政策指標與股利情緒及股利溢價之檢測

Panel A. ASVI			
	Ini	Inc	Dec
ASVI	0.403 (0.36)	0.742* (2.27)	-0.454** (-2.83)
_cons	0.249*** (4.76)	0.0179 (1.18)	0.00699 (0.94)
Panel B. ASVI_DP			
	Ini	Inc	Dec
ASVI_DP	-0.175*** (-16.43)	0.00648 (0.88)	0.00347 (0.94)
_cons	0.247*** (10.97)	0.0160 (1.02)	0.00818 (1.05)

註：N=68。表格內 Ini 為開始發放股利之比率、Inc 為增加發放股利之比率、Dec 為減少發放股利之比率。Panel A 為以股利情緒為自變數之迴歸結果，Panel B 為以股利溢價（ASVI_DP）為自變數之迴歸結果。

()內為 t 值。*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

表 3 股利公告與股利情緒之檢定

	Ann
ASVI	-2.164 (-1.25)
_cons	0.651*** (8.27)

註：N=68。因變數為公告股利之數量（Ann），自變數則為落後一期之股利情緒。

()內為 t 值。*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

四、ETF 之流量

假說五將對股利情緒是否會影響 ETF 之流量進行驗證，並將結果呈現於表 5。

NF 與 ASVI 迴歸後呈現係數為正且呈顯著。PF 及 DF 結果則為不顯著。可大致認為 ETF 之流量與股利情緒有相關。藉此檢驗可知，如 Kumar et al.（2022）之研究結果所示，ETF 淨流量與 ASVI 呈現正且顯著的相關性，也再次說明股利情緒與後續之流量相關。

五、假說彙整表

將本文假說內容及其成立與否之說明彙整於表 6。

表 4 三項公司股利發放政策指標加入控制公司特徵與股利情緒之迴歸結果

	Ini	Inc	Dec
ASVI	-0.0802 (-0.70)	0.0772 (1.13)	0.0303 (0.44)
S	0.588 (0.60)	-0.113 (-0.19)	0.340 (0.59)
MB	0.00120 (1.20)	-0.000353 (-0.59)	0.000264 (0.44)
AGR	1.493** (2.79)	-0.0436 (-0.14)	0.0220 (0.07)
P	-6.297 (-1.61)	0.0517 (0.02)	-1.919 (-0.83)
FCF	4.39e-09 (1.23)	-5.96e-10 (-0.28)	5.80e-10 (0.28)
L	-3.437* (-2.25)	0.414 (0.46)	0.194 (0.21)
I	-2.567 (-1.60)	0.464 (0.49)	0.125 (0.13)
_cons	-4.263 (-0.51)	0.752 (0.15)	-3.004 (-0.61)

註：N=64。表格內 Ini 為開始發放股利之比率、Inc 為增加發放股利之比率、Dec 為減少發放股利之比率。自變數分別為股利情緒（ASVI）、公司規模（S）、權益市價淨值比（MB）、資產成長率（AGR）、盈利能力（P）、自由現金流量（FCF）、槓桿比率（L）、與投資率（I）。
()內為 t 值。*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

表 5 三種基金流量變數與股利情緒之迴歸結果

	NF	PF	DF
ASVI	0.695* (2.02)	1.404 (1.78)	1.83058e+09 (0.12)
_cons	0.00609 (0.39)	0.0820* (2.29)	2.38502e+09** (3.30)

註：N=68。此三列之因變數分別為 NF（ETF 淨流量）、PF（ETF 流量百分比）、與 DF（ETF 流量金額）。自變數為股利情緒（ASVI）。
()內為 t 值。*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

表 6 假說彙整表

假說	內容	成立與否	說明
假說一	公司之股利政策與投資人之股利情緒相關	是	股利情緒較強時，公司傾向發放股利；反之則不發放
假說二	在控制股利益價後，股利情緒是否可以預測公司之股利政策	否	公司政策可能與股利情緒相悖
假說三	當季公告股利總數與投資人之股利情緒相關	否	無顯著相關
假說四	控制公司變數後公司股利政策與股利情緒相關	否	公司政策可能與股利情緒相悖
假說五	ETF 之流量與投資人股利情緒相關	是	ETF 流量與股利情緒呈正相關

伍、敏感性分析

為了測試結論是否能在其他公司也成立，以台灣 100 指數成分股再次進行假說一之檢驗。樣本期間為 2006 年至 2022 年止，刪除有缺漏之公司，最終選取之公司如表 7，並將結果呈現於表 8。

陸、結論與建議

本文以 2006 至 2022 年取自 TEJ 中之臺灣 50 指數成分股為研究樣本，研究其是否會迎合股利情緒。研究結果發現，在增加及減少股利發放的部分確實符合股利迎合理論。值得注意的是，根據研究結果表示，原先無發放股利的公司不會根據股利情緒來決定是否發放股利，這可能跟決定股利政策的因素不只有股利情緒這點有關。在控制股利益價後則可以看到開始發放股利呈現顯著負相關，本文認為這可能是因為投資人選擇了不發放股利之公司進行投資，卻期望其發放股利，導致公司政策與投資人之股利情緒相悖。而後進行的 ETF 流量之檢驗使用了三種衡量流量之方法，ETF 淨流量達顯著表示其與投資人之股利情緒相關。

表 7 以台灣 100 指數成分股為樣本之篩選過程

Panel A	共計
原始樣本（2006 年至 2022 年底之臺灣 100 指數成份股公司數）	98
－刪除曾被剔除及後來納入之成份股公司	6
最終樣本（公司數）	92

表 8 擴大樣本數後公司股利發放政策與股利情緒之檢測

	Ini	Inc	Dec
ASVI	0.0196 (0.31)	0.0248 (1.32)	0.00648 (1.38)
_cons	0.183 (1.02)	-0.0515 (-0.98)	-0.0135 (-1.03)

註：N=68。應變數分別為 Ini（開始發放股利之比率）、Inc（增加股利發放之比率）、及 Dec（減少發放股利之比率）。自變數皆為股利情緒（ASVI）。

()內為 t 值。*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

根據股利迎合理論，有些公司會迎合投資人的喜好來更改股利政策，以期獲得更高的股價報酬。國外多數文獻也都各自以不同衡量股利情緒的方法來證明了此理論的正確性，然而很少台灣文獻是使用 Google Trend 搜索量來衡量股利情緒，並以此來驗證公司股利政策的改變是否符合股利迎合理論，此為本文學術貢獻。

本研究對未來學者提供以下之建議。首先，本文股利情緒之資料使用以月為單位之資料。然而不同單位之資料也可能影響研究結果，因此未來若有學者進行相關研究，可以考慮使用不同單位之情緒資料。再者，本文使用之投資人情緒為以「股利」作為關鍵字所計算之股利情緒資料。但若能找到能更精準的關鍵詞彙，或許研究結果更能體現出其情緒與股利政策之關聯性。並且，本文之研究方法皆使用 OLS 模型進行迴歸，可以考慮使用其他方法再次檢驗。最後，本文僅使用包含關鍵詞「高股利」等等之 ETF 作為研究樣本，建議能加入更多的關鍵字來訂定研究樣本以更好的檢驗 ETF 流量與股利情緒間的關係。

參考文獻

一、中文部分

1. 何怡滿、陳雯琪(2019)，投資人關注度對台灣 50 指數成分股之股票報酬與公司績效的影響，屏東大學學報－管理類，(2)，73-103。
Ho, E., & Chen, W. C. (2019). The impact of investor intention on stock returns and performance of constitute companies in Taiwan 50 index. Journal of National Pingtung University: Management, (2), 73-103.
2. 李永隆、杜玉振、王瑋瑄(2017)，Google 搜尋量指數對台灣股票報酬與成交量之影響，管理與系統，24(4)，565-590。
Yeong, L. L., Tu, Y. C., & Wang, W. H. (2017). Google search volume index and its effects on stock return and trading volume of Taiwan stock market. Journal of Management and Systems, 24(4), 565-590.
3. 邱彥毅、劉福運、吳宗翰(2023)，散戶投資者關注程度與公司盈餘管理之關聯性：大數據分析實證研究，科技管理學刊，28(1)，33-69。
Chiou, Y. Y., Liu, F. Y., & Wu, T. H. (2023). The relation between retail investors' attention and earnings management: Evidence from big data analysis. Journal of Technology Management, 28(1), 33-69.
4. 高惠松、蔡純真(2014)，資本結構、股利政策對公司價值之影響：訊號理論觀點，會計與公司治理，9(1)，29-61。
Kao, H. S., & Tsai, C. C. (2014). Capital structure, dividend policy and firm value: The signaling theory perspective. Journal of Accounting and Corporate Governance, 9(1), 29-61.
5. 張維碩(2021)，COVID-19 期間台灣防疫相關個股行情影響因素之探討，管理資訊計算，10(1)，107-116。
Chang, W. S. (2021). Factors influencing epidemic prevention related stocks during COVID-19 pandemic in Taiwan. Management Information Computing, 10(1), 107-116.

6. 陳獻儀、楊淑玲、張眾卓、陳婉榕(2014)，基金績效歸屬與基金流量之關聯性，臺大管理論叢，24(2)，283-307。
Chen, H. Y., Yang, S. L., Chang, C. C., & Chen, W. R. (2014). Relationship between fund performance attribution and fund flows. NTU Management Review, 24(2), 283-307.
7. 黃美虹、林昱呈(2014)，天氣會影響台灣金融市場嗎？－以 ETF 為例，國防管理學報，35(1)，49-67。
Huang, M. H., & Lin, Y. C. (2014). Whether or not? The weather affect to Taiwan's ETF market. Journal of National Defense Management, 35(1), 49-67.

二、英文部分

1. Anouar, K., & Aubert, N. (2016). Does the catering theory of dividend apply to the French listed firms? Bankers, Markets & Investors, (145), 27-38.
2. Baker, M., & Wurgler, J. (2004a). A catering theory of dividends. The Journal of Finance, 59(3), 1125-1165.
3. Baker, M., & Wurgler, J. (2004b). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. Journal of Financial Economics, 73(2), 271-288.
4. Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. The Journal of Finance, 61(4), 1645-1680.
5. Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. Journal of Economic Perspectives, 21(2), 129-151.
6. Bantis, E., Clements, M. P., & Urquhart, A. (2023). Forecasting GDP growth rates in the United States and Brazil using Google Trends. International Journal of Forecasting, 39(4), 1909-1924.
7. Berger, D. (2022). Investor sentiment: A retail trader activity approach. Review of Accounting and Finance, 21(2), 61-82.
8. Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. Journal of Empirical Finance, 11(1), 1-27.

9. Carrière-Swallow, Y., & Labbé, F. (2011). Nowcasting with Google Trends in an emerging market. Journal of Forecasting, 32(4), 289-298.
10. Chau, F., Deesomsak, R., & Lau, M. (2011). Investor sentiment and feedback trading: Evidence from the exchange-traded fund markets. International Review of Financial Analysis, 20(5), 292-305.
11. Chikashi, T. (2010). A test of the catering theory of dividends: The case of the Japanese electric appliances industry. Journal of Management Research, 2(2).
12. Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In search of attention. The Journal of Finance, 66(5), 1461-1499.
13. Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2015). The sum of all FEARS investor sentiment and asset prices. The Review of Financial Studies, 28(1), 1-32.
14. Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2021). Impact of dividend policy on corporate value: Experiment in Vietnam. International Journal of Finance & Economics, 26(4), 5815-5825.
15. Gao, Z., Ren, H., Zhang, B. (2020). Googling investor sentiment around the world. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 55(2), 549-580.
16. Huang, M. Y., Rojas, R. R., & Convery, P. D. (2020). Forecasting stock market movements using Google Trend searches. Empirical Economics, 59(6), 2821-2839.
17. Islam, M. A. (2021). Investor sentiment in the equity market and investments in corporate-bond funds. International Review of Financial Analysis, 78.
18. Kanakriyah, R. (2020). Dividend policy and companies' financial performance. Journal of Asian Finance Economics and Business, 7(10), 531-541.
19. Kong, D. (2018). Minority shareholder participation and earnings management: A test of catering theory. China Finance Review International, 9(1), 73-109.
20. Kumar, A., Lei, Z., & Zhang, C. (2022). Dividend sentiment, catering incentives, and return predictability. Journal of Corporate Finance, 72.
21. Liao, T., Huang, C., & Wu, C. (2011). Do fund managers herd to counter investor sentiment? Journal of Business Research, 64(2), 207-212.

22. Lin, H., Lin, W., & Liu, Y. A. (2012). Dividend catering and the information content of dividend changes. Journal of Interdisciplinary Mathematics, 15(1), 1-21.
23. Mamunur, R., Fauzias, M. N., & Izani, I. (2013). Evidence of dividend catering theory in Malaysia: Implications for investor sentiment. Contemporary Economics, 7(4), 99-110.
24. Massa, M., & Yadav, V. (2015). Investor sentiment and mutual fund strategies. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 50(4), 699-727.
25. Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. The Journal of Business, 34(4), 411-433.
26. Nguyen, T., & Li, H. (2020). Dividend policy and institutional holdings: Evidence from Australia. International Journal of Financial Studies, 8(1), 1-14.
27. Purnamasari, I., & Heraenitanuatmodjo, H. (2019). Testing of Dividend Signaling Theory. Paper presented at the 1st International Conference on Economics, Business, Entrepreneurship, and Finance (ICEBEF 2018), Indonesia.
28. Ricciardi, V. (2008). The psychology of risk: The behavioral finance perspective. In F. J. Fabozzi, Handbook of Finance: Volume 2: Investment Management and Financial Management, 85-111. New York: John Wiley & Sons.
29. Takmaz, S., Evrim Mandaci, P., & Durukan, M. B. (2021). The impact of catering incentives on the dividend policy: Evidence from Turkish firms. Managerial Finance, 47(7), 897-914.
30. Tetlock, P. C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. The Journal of Finance, 62(3), 1139-1168.
31. Wang, W., Su, C., & Duxbury, D. (2021). Investor sentiment and stock returns: Global evidence. Journal of Empirical Finance, 63, 365-391.
32. Zhang, Y., & Zheng, X. (2015). A study of the investment behavior based on behavioral finance. European Journal of Business and Economics, 10(1).

112 年 12 月 10 日收稿

113 年 01 月 09 日初審

113 年 04 月 18 日複審

113 年 06 月 12 日接受

作者介紹

Author's Introduction

姓名	陳美華
Name	Mei-Hua Chen
服務單位	國立彰化師範大學財務金融技術學系教授
Department	Professor, Department of Finance, National Changhua University of Education
聯絡地址	500208 彰化市師大路 2 號（財務金融技術學系）
Address	No.2, Shida Rd., Changhua City, Taiwan 500208
E-mail	meihua@cc.ncue.edu.tw
專長	公司理財、企業倫理
Specialty	Corporate Finance, Business Ethics

姓名	林廷瑜
Name	Ting-Yu Lin
服務單位	國立彰化師範大學財務金融技術學系研究生
Department	Graduate Student, Department of Finance, National Changhua University of Education
聯絡地址	500208 彰化市師大路 2 號（財務金融技術學系）
Address	No.2, Shida Rd., Changhua City, Taiwan 500208
E-mail	m1167011@gm.ncue.edu.tw
專長	公司理財
Specialty	Corporate Finance