

2019年度上市公司現金股利率預估與分析

陳俊佑¹

一、前言

台股今年受疫情擴散的影響，大盤由萬點跌落，而後受惠於美股反彈及台灣防疫相對較佳的影響，重新站回萬點大關，但疫情不明朗前，萬點以上面臨套牢賣壓沉重，台股目前處在震盪整理的階段。然而在美國聯準會大幅降息，台灣央行也跟進降息 1 碼的低利率投資環境下，投資人想尋找合適的投資標的，相對以往更為困難，此時台股高現金股利率的優勢，可望成為短線資金的避風港或長線投資布局的首選。根據證交所去年底的統計，台灣股利率高達 3.98%，僅次於英國、新加坡排名全球第三，且打敗美國 10 年期公債殖利率 3% 以下的水準。截至 2020 年 4 月 17 日止，今年上市公司股利發放應可上看 1.23 兆元，在已公布發放現金 632 家上市公司中，現金股利率大於 10% 共三家，中和以 15.2% 居冠(認列售地獲利所致)，偉全 10.31% 及佳必琪 10.2%。台灣現金股利率相較其他國家來得高，其成為台股投資中的重要考量因素，因此本文整理股利發放的資料，應用 2005 年 11 月貨幣觀測與信用評等，林朝陽與羅靖霖一文「股利率推估與股價指數期貨評價之探討」之方法，來預估和分析 2019 年度各產業的現金股利發放情形。

另現金股利發放時現貨價格下跌，相對地期貨價格也會跟著改變，且因其有價格發現功

能，會領先現貨的價格反應，在此將所估的股利率，使用連續複利將其代入期貨理論價格公式²計算，探討各類指數期貨理論價差，來端視期貨價格是否合理。

二、各產業股利率推估與加權指數影響

由表一各產業現金股利推估增減差異可知，今年上市公司股利發放相較 2018 年度減少 914 億元，去年約有將近 1.32 兆的現金股利，今年以實際加上預估的總現金股利僅約為 1.23 兆元，若以 2020 年 4 月 17 日為觀察日其現金股利率約為 3.83%。當中台股的股王大立光去年每股稅後純益為 210.7 元，預計配發 79 元現金股利，可望創台股歷史新高紀錄，配發率 37.49% 和去年相當接近，但以 2020 年 4 月 17 日收盤價 3,850 元估算，現金股利率僅約 2.05%，雖然每股配息的金額居台股之冠，但股利率僅略高於定存水準。若以產業現金股利率前三高來觀察，最高的產業是電子通路產業，現金股利率約為 6.18%，其中，半導體通路商大聯大、文晔及至上，受惠於全球 5G 及大數據需求旺盛，公告股利後，換算現金股利率均達 7~8%，而產業龍頭聯強及崇越公告股利後，換算現金股利率亦達 6~7%，這些輕資產、產品多元且每年獲利穩定、高配息的電子通路股，可望成為疫情不明朗下，台股短線資金的避風港或長線投資布局的首選；第二為水泥產業，現金股利率 6.14%，其中水泥雙雄台

¹ 台大財金博士生。

² $F = Se^{(r-q)t}$ ，式中 F 為期貨理論價、S 為現貨價、r 為無風險利率、q 為股利率、t 為期貨剩餘期間。

泥與亞泥公告股利後，換算現金股利率可達 6~7%，雖受疫情影響，2020 年首季營收面臨衰退，但預期下半年中國基礎建設擴張下，水泥產業可望重返成長軌道，故獲利穩健及高現金股利率題材的水泥產業股，亦是疫情不明朗下，台股短線資金的另一避風港或長線投資布局的選擇之一；第三為建材營造產業的 5.94%，因產業展望不明，近年股價相對低，導致現金股利率高，以產業前 5 大的興富發、鼎固、遠雄、華固及長虹為例，公告股利後，換算現金股利率均達 8% 以上，但也有公司不發放股利，故考量產業特性，買入建材營造產業股，高現金股利率可以參考，但還是以未來業績能見度高為主；最低的產業為玻璃陶瓷產業，現金股利率僅為 0.69%，衰退近 80%，主

要是產業龍頭台玻及冠軍，西進中國成效不彰，陷入虧損，無法配發現金股利所致。今年股利總額減少最多的產業為塑膠工業，約減少 455 億元，主因為產業龍頭的台塑三寶（台塑、台化及南亞）雖股利配發率維持在 75% 上下，但受美中貿易戰的衝擊，獲利衰退，導致股利發放的總額大幅減少。

整理超過上市公司總現金股利率 3.83% 的產業，現金股利率超過 5% 的產業，由大至小依序有電子通路（6.18%）、水泥工業（6.14%）、建材營造（5.94%）、資訊服務（5.47%）、電腦週邊（5.26%）。這些高現金股利率產業族群，普遍具備獲利穩定且長期穩定配息等特性，在疫情不明朗時，股價表現應相對抗跌。

表一：2019 及 2018 年度上市公司各產業現金股利推估表

金額單位：千元

產業分類	2019 年度 股利總額 (實際+預期) (a)	2018 年度 股利總額 (實際) (b)	股利總額 增減差異 (c)=(a)-(b)	增減差異率 (d)=(c) / (b)	佔股利總額比重 (e)	股利率 (f)=(a)/MV*
水泥工業	25,647,845	28,054,016	-2,406,171	-8.58%	2.09%	6.14%
食品工業	25,845,989	24,874,620	971,369	3.91%	2.10%	3.93%
塑膠工業	72,476,341	118,030,119	-45,553,778	-38.60%	5.90%	4.65%
紡織纖維	21,634,356	23,537,431	-1,903,075	-8.09%	1.76%	4.93%
電機機械	14,100,500	15,617,114	-1,516,614	-9.71%	1.15%	2.84%
電器電纜	4,820,397	6,174,906	-1,354,509	-21.94%	0.39%	4.81%
化學工業	9,958,757	11,893,310	-1,934,553	-16.27%	0.81%	4.08%
生技醫療	6,746,946	6,742,630	4,316	0.06%	0.55%	2.67%
玻璃陶瓷	230,799	1,146,777	-915,978	-79.87%	0.02%	0.69%
造紙工業	3,073,695	3,401,360	-327,665	-9.63%	0.25%	3.55%
鋼鐵工業	15,797,514	28,039,381	-12,241,867	-43.66%	1.29%	3.02%
橡膠類	7,196,633	8,561,234	-1,364,601	-15.94%	0.59%	2.98%
汽車工業	19,827,195	22,661,098	-2,833,903	-12.51%	1.61%	3.60%
半導體業	313,105,146	308,313,852	4,791,294	1.55%	25.47%	3.01%

續表一：2019 及 2018 年度上市公司各產業現金股利推估表

金額單位：千元

產業分類	2019 年度 股利總額 (實際+預期) (a)	2018 年度 股利總額 (實際) (b)	股利總額 增減差異 (c)=(a)-(b)	增減差異率 (d)=(c) / (b)	佔股利總額比重 (e)	股利率 (f)=(a)/MV*
電腦週邊	90,091,087	87,189,988	2,901,099	3.33%	7.33%	5.26%
光電業	22,010,786	27,890,170	-5,879,384	-21.08%	1.79%	1.96%
通訊網路	68,996,444	75,931,578	-6,935,134	-9.13%	5.61%	3.85%
零組件	80,871,955	82,469,439	-1,597,484	-1.94%	6.58%	4.82%
電子通路	15,461,597	15,826,920	-365,323	-2.31%	1.26%	6.18%
資訊服務	3,866,297	3,058,635	807,662	26.41%	0.31%	5.47%
其他電子	78,584,297	83,237,006	-4,652,709	-5.59%	6.39%	4.86%
建材營造	28,413,453	25,822,037	2,591,416	10.04%	2.31%	5.94%
航運業類	16,219,961	17,608,346	-1,388,385	-7.88%	1.32%	3.15%
觀光事業	4,169,089	5,005,362	-836,273	-16.71%	0.34%	4.25%
金融	188,632,192	176,961,206	11,670,986	6.60%	15.35%	4.33%
貿易百貨	17,374,006	17,995,678	-621,672	-3.45%	1.41%	3.37%
油電燃氣	30,659,861	48,623,631	-17,963,770	-36.94%	2.49%	3.58%
其他類	43,345,561	45,933,692	-2,588,131	-5.63%	3.53%	4.24%
合計	1,229,158,699	1,320,601,536	-91,442,837	-6.92%	100.00%	3.83%

註 1：股利發放原則為上年度盈餘今年發放。

註 2：* 表 2019 年度各產業市值 (MV)，觀察日為 2020 年 4 月 17 日；股利則為當年各產業公司加總。

資料來源：台灣經濟新報期貨資料庫，本研究整理。

另本文接續之前統計，將上市總股利發放轉換為對大盤加權指數影響，即用今年年初至觀察日 4 月 17 日，將上市公司的每日總市值除以加權指數的點數後再取平均，用此來推算每 1 點影響數，其 1.23 兆的現金股利，預計影響大盤點數減少約 407 點。

三、股利率代入指數期貨理論價估算

為了觀察期貨是否具有價格發現作用，本文將預估股利率放入期貨的理論價計算，雖國內指數期貨契約現在有 6 個月份³並跨至 2021

年，因 2021 年契約流動性小且距現在期間過長，所以只觀察 2020 年內的期貨契約，從表二可看出近月的 5 和 6 月契約理論價差比⁴，差異最大在交易較少的台灣 50 指數期貨 1.49%尚屬合理範圍；遠期的季月契約因不確定性因素多，且交易量也相對少，故理論價差比差異較大，最大差異為 2.94%。另從價差比可發現期貨市場似乎對後市較悲觀，理論價除少數契約外，幾乎都比市場結算價高。各指數期貨的股利發放期間，可由各契約的股利率可看出，除息旺季集中在 7 和 9 月。由期 / 現貨

³ 交易當月起連續三個月份，另加上三、六、九和十二月中三個接續的季月契約，共六個月份。

⁴ 理論價差比 = (期貨理論價 - 期貨結算價) / 期貨結算價。

的基差部分可看出，台灣加權指數期貨 9 月契約的基差為 474 點、12 月的基差 585 點，顯示期貨確實已領先反應股利發放造成現貨指數

下跌的影響，且該契約將股利率考慮計算後，理論價差比亦僅為 1.68%。

表二：各類指數期貨股利率與理論價格表

	契約月份	股利率(年)	指數現貨價	期貨結算價	期貨理論價	理論價差比	基差
台灣指數期貨	2020 年 5 月	0.28%	10,597.04	10,563.00	10,602.12	0.37%	34.04
	2020 年 6 月	0.36%	10,597.04	10,499.00	10,604.87	1.00%	98.04
	2020 年 7 月	6.78%	10,597.04	10,327.00	10,441.80	1.10%	270.04
	2020 年 9 月	7.67%	10,597.04	10,123.00	10,296.01	1.68%	474.04
	2020 年 12 月	4.82%	10,597.04	10,012.00	10,315.71	2.94%	585.04
金融指數期貨	2020 年 5 月	0%	1,204.60	1,199.80	1,205.49	0.47%	4.8
	2020 年 6 月	0%	1,204.60	1,188.80	1,206.23	1.44%	15.8
	2020 年 7 月	9.43%	1,204.60	1,164.00	1,179.22	1.29%	40.6
	2020 年 9 月	11.34%	1,204.60	1,159.20	1,152.51	-0.58%	45.4
	2020 年 12 月	7.09%	1,204.60	1,167.80	1,154.96	-1.11%	36.8
電子指數期貨	2020 年 5 月	0.18%	474.63	473.3	474.902	0.34%	1.33
	2020 年 6 月	0.24%	474.63	470.5	475.0777	0.96%	4.13
	2020 年 7 月	5.54%	474.63	465.2	469.1092	0.83%	9.43
	2020 年 9 月	5.91%	474.63	474.2	464.5618	-2.07%	0.43
	2020 年 12 月	3.72%	474.63	476.55	465.4395	-2.39%	-1.92
櫃買指數期貨	2020 年 5 月	0.05%	130.75	130.2	130.8408	0.49%	0.55
	2020 年 6 月	0.53%	130.75	129.4	130.8089	1.08%	1.35
	2020 年 7 月	5.76%	130.75	128.15	129.1591	0.78%	2.6
	2020 年 9 月	8.51%	130.75	127	126.5892	-0.32%	3.75
	2020 年 12 月	5.37%	130.75	127.55	126.8117	-0.58%	3.2
台指 50 期貨	2020 年 5 月	0%	8,312.65	8,249.00	8,318.81	0.84%	63.65
	2020 年 6 月	0%	8,312.65	8,200.00	8,323.88	1.49%	112.65
	2020 年 7 月	6.49%	8,312.65	8,093.00	8,196.74	1.27%	219.65
	2020 年 9 月	6.74%	8,312.65	7,920.00	8,108.06	2.32%	392.65
	2020 年 12 月	4.22%	8,312.65	7,951.00	8,124.49	2.14%	361.65
非金電期貨	2020 年 5 月	0.63%	10,676.03	10,624.00	10,677.67	0.50%	52.03
	2020 年 6 月	0.76%	10,676.03	10,560.00	10,676.66	1.09%	116.03
	2020 年 7 月	8.07%	10,676.03	10,400.00	10,486.23	0.82%	276.03
	2020 年 9 月	9.53%	10,676.03	10,329.00	10,292.19	-0.36%	347.03
	2020 年 12 月	5.99%	10,676.03	10,376.00	10,311.63	-0.62%	300.03

註 1：此表的觀察日為 2020 年 4 月 17 日，各類指數期貨 2020 年 5 月契約最後結算日為 2020/5/20；2020 年 6 月契約最後結算日為 2020/6/17；2020 年 7 月契約最後結算日為 2020/7/15；2020 年 9 月契約最後結算日為 2020/9/16；至今年底 2020 年 12 月契約最後結算日為 2020/12/16。

註 2：基差為指數現貨減指數期貨，且正基差又稱為逆價差；負基差又稱為正價差。

資料來源：台灣經濟新報期貨資料庫，本研究整理。

四、結語

目前台股在萬點之上賣壓沉重、疫情不明朗，但市場處於低利的投資環境下，長期穩定獲利且高現金股利率族群，將是資金最好的投資主軸，以 2020 年 4 月 17 日台股收盤來看，平均現金股利率可達 3.83%，其中，電子通路產業平均約 6.18% 和水泥產業平均約 6.14%，兩者皆有不錯的現金股利發放，值得投資人作為短線資金的避風港或長線投資布局的參考，而建材營造產業雖有高現金股利率題材（平均

約 5.94%），但產業波動大，故還是以個股未來業績能見度考量為主。

本文試著整理 2019 年度發放現金股利資料，預估這次上市公司將發放約 1.23 兆現金股利，現金股利率最高的產業為電子通路，最低的產業為玻璃陶瓷產業，而總發放金額相較 2018 年度預計減少 6.92%。而股利發放估計影響大盤點數約減少 407 點，期貨確實已領先反應，但市場似乎對後市較悲觀，理論價幾乎都比市場結算價高。

參考文獻與資料

1. 林朝陽、羅靖霖（2005），「股利率推估與股價指數期貨評價之探討」，貨幣觀測與信用評等第 56 期。
2. 林朝陽（2009），「各產業股利推估及利用股利發放期間期貨套利策略之探討」，貨幣觀測與信用評等第 78 期。
3. 林朝陽（2010），「2010 年股利率推估與除權息期間個股期貨節稅策略之應用」，貨幣觀測與信用評等第 84 期。
4. 林朝陽（2011），「2011 年現金股利率推估與新金融商品牛熊證介紹」，貨幣觀測與信用評等第 90 期。
5. 林耿涵、黎致平（2012），「2012 年現金股利率預估與 Bollinger Bands 台指期運用」，貨幣觀測與信用評等第 96 期。
6. 黃介琳、黎致平（2014），「2014 年現金股利率預估影響大盤點數約 267.5 點」，貨幣觀測與信用評等第 107 期。
7. 趙育祥、黎致平（2015），「今年上市公司估配息 9640 億，影響指數 332 點—現金股利率對大盤點數影響與台指期貨基差分析」，貨幣觀測與信用評等第 113 期。
8. 黎致平（2019），「2018 年度上市公司現金股利率預估與分析」，貨幣觀測與信用評等第 137 期。
9. John C. Hull（2003），"Options, Futures, and Other Derivatives"，Prentice Hall。