

2018年度上市公司現金股利率預估與分析

黎致平*

一、前言

台股從去年上漲至萬點已維持近一年，目前處在高檔震盪修正階段，此時投資人除了想賺股價上漲利差外，股利是否亦可豐收，根據證交所去年底的統計，台灣股利率高達4.52%，僅次於英國排名全球第二，且打敗美國10年期公債殖利率3%以下的水準。工商時報亦提及截至3月14日止今年股利應可上看1.5兆元，已有422家上市櫃公司公布股利水準，現金股利率大於10%共七家，國巨以13.27%居冠，潤隆11.94%、南亞科11.86%、中連貨11.18%、亞昕10.18%、至上10.14%及佳穎10%尾隨其後，也因台灣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。因此本文蒐集相關新聞並整理股利資料，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2018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¹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。

分析師指出S&P 500指數中的500大企業，有82%的企業採單季配息、2%企業採辦年度配發，彈性多次配息是國際潮流，不只有助長線機構法人穩定持股信心，連持股較短的一般投資人也可望受惠。台灣亦於去年11月完成公司法第二二八條之一修訂案，上市櫃公司經股東會通過修改公司章程後，盈餘分派次數鬆綁為可於每季或每半年進行，這回市場不只關心現金股利率高低，同步也關注有多少公司改變新的配息制度。台積電是最早宣布今年起採多次配息，即先配發8元現金股利，而第一季每股擬配發的現金股利2元，將於第四季發放，也就是持有台積電到年底每股可領到10元現金股利，接著興富發、尚凡等也陸續宣布採「季配」模式。另外，採「半年配」的公司有長華電材、長科二家，而有線電視業者大豐電，也決定從2020年開始轉為半年配，目前合計6家公司的股利政策，決定將採「一年多配」的新制度。

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表增減差異可知，今年上市公司股利發放相較2017年度減少199.4億元，去年約有將近1.43兆的現金股利，今年以實際加上預估的總現金股利僅約為1.41兆元，若以2019年4月19日為觀察日其現金股利率為4.28%，當中台股股王大立光去

*台灣經濟新報研究員。

¹ $F = Se^{(r-q)t}$ ，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。

年每股稅後純益為 181.67 元，配發 68 元現金股利，配發率 37.43%和去年相當接近，但以現收盤價 4,570 元估算，現金股利率僅約 1.5%，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。若以產業來看股利率前三高，最高的產業是水泥產業，現金股利率為 7.11%，兩年相比增幅最大亦是此產業，高達 141.56%，水泥雙雄台泥與亞泥公告股利後，換算現金股利率均達 7~8%，尤其台泥今年發放破歷史新高，且中國釋出將禁用 32.5 等級低標水泥的消息，對水泥廠是一大利多，可望成為台股資金的另一避風港。第二為金融業其股利率 6.48%，其中兆豐金每股配發現金股息 1.7 元，若以當時收盤價 28.2 元來看，現金股利率約 6.02%居金控股之冠，僅大型壽險金控因匯損的壓力，現金股利不如去年，但多家中小型金融股現金股利率均有 4%~5% 水準；第三為電子通路 6.19%；最低的產業為光電業，現金股利率為 2%，如 TPK-KY 宸鴻認為觸控產業挑戰大，決定不配發股利。今年股

利總額減少最多的產業為貿易百貨，約減少 176 億元，因之前 2017 年貿易百貨類股表現亮眼，配息率多數達 8 成以上，但在 2018 年卻欲振乏力。觀察各產業佔股利總額比重中，屏除半導體和金融產業因其家數多規模也較大，以表中 8.5%的塑膠工業占比最高，據了解因集團總裁王文淵，傾向維持之前的高標水準（73~75%）大方配發股利，以台塑四寶目前股價來看，現金股利率約有 4~6%。

整理超過上市公司總現金股利率 4.28%的產業，由大至小依序有水泥工業（7.11%）、金融業（6.48%）、電子通路（6.19%）、建材營造（5.7%）、塑膠工業（5.63%）、零組件（5.3%）、電器電纜（5.2%）、電腦週邊（5.11%）、造紙工業（4.62%）。這些高現金股利率產業族群，普遍具備長期競爭力及獲利可期等特性，在高檔震盪期間，股價表現應相對抗跌。

表一：2018 及 2017 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	2018 年度 股利總額 (實際+預期) (a)	2017 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	28,027,806	11,603,057	16,424,749	141.56%	1.98%	7.11%
食品工業	24,571,818	41,121,687	-16,549,869	-40.25%	1.74%	3.73%
塑膠工業	119,982,973	124,837,133	-4,854,160	-3.89%	8.50%	5.63%
紡織纖維	22,572,783	19,975,992	2,596,791	13.00%	1.60%	3.88%
電機機械	19,580,941	17,932,637	1,648,304	9.19%	1.39%	3.03%
電器電纜	5,364,771	5,335,345	29,426	0.55%	0.38%	5.20%
化學工業	12,318,355	11,393,595	924,760	8.12%	0.87%	4.22%
生技醫療	7,209,305	6,017,678	1,191,627	19.80%	0.51%	3.04%
玻璃陶瓷	1,146,777	1,765,374	-618,597	-35.04%	0.08%	2.50%

續表一：2018 及 2017 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	2018 年度 股利總額 (實際+預期) (a)	2017 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*
造紙工業	4,204,817	4,592,249	-387,432	-8.44%	0.30%	4.62%
鋼鐵工業	28,304,792	23,453,389	4,851,403	20.69%	2.00%	4.27%
橡膠類	8,637,630	10,937,533	-2,299,903	-21.03%	0.61%	2.95%
汽車工業	16,940,001	18,011,102	-1,071,101	-5.95%	1.20%	4.11%
半導體業	307,340,953	294,193,988	13,146,965	4.47%	21.77%	3.39%
電腦週邊	86,366,807	84,291,910	2,074,897	2.46%	6.12%	5.11%
光電業	28,072,873	48,347,994	-20,275,121	-41.94%	1.99%	2.00%
通訊網路	68,880,931	80,689,565	-11,808,634	-14.63%	4.88%	3.72%
零組件	90,248,118	57,471,680	32,776,438	57.03%	6.39%	5.30%
電子通路	15,861,624	15,626,181	235,443	1.51%	1.12%	6.19%
資訊服務	3,059,802	2,819,033	240,769	8.54%	0.22%	5.07%
其他電子	60,120,674	61,514,605	-1,393,931	-2.27%	4.26%	3.25%
建材營造	27,575,106	23,845,251	3,729,855	15.64%	1.95%	5.70%
航運業類	17,879,008	13,280,589	4,598,419	34.63%	1.27%	2.93%
觀光事業	4,981,260	4,317,650	663,610	15.37%	0.35%	3.70%
金融	288,806,452	298,023,312	-9,216,860	-3.09%	20.45%	6.48%
貿易百貨	18,069,831	35,674,873	-17,605,042	-49.35%	1.28%	3.69%
油電燃氣	48,623,860	62,928,417	-14,304,557	-22.73%	3.44%	4.24%
其他類	47,266,365	51,956,356	-4,689,991	-9.03%	3.35%	3.88%
合計	1,412,016,433	1,431,958,175	-19,941,742	-1.39%	100%	4.28%

註 1：股利發放原則為上年度盈餘今年發放。

註 2：* 表 2018 年度各產業市值 (MV)，觀察日為 2019 年 4 月 19 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 19 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 1.41 兆的現金股利，預計影響大盤點數減少約 471.5 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²並跨至 2020 年，因 2020 年契約流動性小且距現在期間過

² 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。

長，所以只觀察 2019 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³，差異最大在交易較少的櫃買指數期貨 0.77%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 1.22%。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。而各指數期貨股利發放期間，由各契約的股利率可看出，除息旺季皆集中在 7 和 9 月，但因今年多了季發放

股利，所以 12 月相較前幾年也變多了。

期現貨的基差部分可看出，台灣加權指數期貨，落於除息旺季 9 月契約的基差為 403.5 點；12 月的基差 443.5 點，與本文預估影響 471.5 點差異不大，表示期貨確實已領先反應，其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 0.23%。

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	2019 年 5 月	0.07%	10,968.50	10,973.00	10,976.41	0.03%	-4.5
	2019 年 6 月	0.14%	10,968.50	10,965.00	10,985.37	0.19%	3.5
	2019 年 7 月	9.01%	10,968.50	10,735.00	10,755.18	0.19%	233.5
	2019 年 9 月	9.44%	10,968.50	10,565.00	10,589.23	0.23%	403.5
	2019 年 12 月	5.96%	10,968.50	10,525.00	10,613.97	0.84%	443.5
金融指數期貨	2019 年 5 月	0%	1,248.56	1,249.40	1,249.53	0.01%	-0.84
	2019 年 6 月	0%	1,248.56	1,248.00	1,250.78	0.22%	0.56
	2019 年 7 月	6.50%	1,248.56	1,218.00	1,231.88	1.13%	30.56
	2019 年 9 月	10.05%	1,248.56	1,209.00	1,202.31	-0.56%	39.56
	2019 年 12 月	6.29%	1,248.56	1,190.80	1,205.54	1.22%	57.76
電子指數期貨	2019 年 5 月	0.01%	456.88	457.05	457.2299	0.04%	-0.17
	2019 年 6 月	0.09%	456.88	456.35	457.6217	0.28%	0.53
	2019 年 7 月	8.87%	456.88	446.15	448.1492	0.45%	10.73
	2019 年 9 月	8.72%	456.88	441.65	442.4152	0.17%	15.23
	2019 年 12 月	5.54%	456.88	440.65	443.3555	0.61%	16.23
櫃買指數期貨	2019 年 5 月	0.07%	143.56	142.85	143.6636	0.57%	0.71
	2019 年 6 月	0.43%	143.56	142.6	143.71	0.77%	0.96
	2019 年 7 月	6.73%	143.56	139.85	141.5616	1.21%	3.71
	2019 年 9 月	8.97%	143.56	140.4	138.8693	-1.10%	3.16
	2019 年 12 月	5.64%	143.56	138.8	139.2173	0.30%	4.76

³ 理論價差比 = (期貨理論價 - 期貨結算價) / 期貨結算價。

續表二：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
台指 50 期貨	2019 年 5 月	0%	8,282.95	8,288.00	8,289.36	0.02%	-5.05
	2019 年 6 月	0.00%	8,282.95	8,284.00	8,297.67	0.16%	-1.05
	2019 年 7 月	10.00%	8,282.95	8,072.00	8,102.06	0.37%	210.95
	2019 年 9 月	9.05%	8,282.95	8,085.00	8,009.63	-0.94%	197.95
	2019 年 12 月	5.74%	8,282.95	7,957.00	8,027.02	0.87%	325.95
非金電期貨	2019 年 5 月	0.19%	12,652.72	12,642.00	12,660.72	0.15%	10.72
	2019 年 6 月	0.29%	12,652.72	12,633.00	12,668.96	0.28%	19.72
	2019 年 7 月	10.28%	12,652.72	12,333.00	12,367.86	0.28%	319.72
	2019 年 9 月	10.39%	12,652.72	12,289.00	12,166.67	-1.01%	363.72
	2019 年 12 月	6.53%	12,652.72	12,181.00	12,197.19	0.13%	471.72

註 1：此表的觀察日為 2019 年 4 月 19 日，各類指數期貨 2019 年 5 月契約最後結算日為 2019/5/15；2019 年 6 月契約最後結算日為 2019/6/19；2019 年 7 月契約最後結算日為 2019/7/17；2019 年 9 月契約最後結算日為 2019/9/18；至今年底 2019 年 12 月契約最後結算日為 2019/12/18。

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

在今台股指數居高思危的市場環境下，高現金股利率族群，將是資金最好的投資主軸，今年水泥和金融業現金股利發放皆有不錯表現，但需注意金管會希望金融業能少發現金股利來厚實資本，尤其是壽險業，此將會對金融業未來的股利政策造成影響。而這次開放彈性多次配息，雖可順應國際趨勢，有助於退休金或投資法人增加持股意願，但長期持股最重要考量，應注意擁有獲利穩定、之前從未出現過

大波動的優質公司，才有辦法提供一年多次配息，則該彈性配息股利政策才有利可圖。

本文試著整理 2018 年度發放現金股利資料，預估這次上市公司將發放約 1.41 兆現金股利，現金股利率最高的產業為水泥工業，最低的產業為光電業，而總發放金額相較 2017 年度預計減少 1.39%，造成影響大盤點數約減少 471.5 點。而股利發放造成指數的影響，期貨確實皆有領先反應，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. John C. Hull（2003），” Options, Futures, and Other Derivatives” ，Prentice Hall。
9. 彭暄貽，「台塑四寶 今年配息 1,500 億」，工商時報，2019 年 3 月 11 日。
10. 廖育偲，「13.27%國巨拿下台股殖利率王」，工商時報，2019 年 3 月 15 日。
11. 王淑以、簡威瑟和蔡惠芳，「台積帶頭彈性配息掀跟風」，工商時報，2019 年 3 月 20 日。
12. 嚴雅芳，「台泥秀股利 水泥股神氣」，聯合晚報，2019 年 3 月 25 日。
13. 邱金蘭，「金融業股利 要少發現金」，經濟日報，2019 年 3 月 26 日。
14. 歐陽善玲，「一年多次配息賺很大？存股大戶公開操作心法」，今周刊，2019 年 3 月 28 日。
15. 楊筱筠，「中小型金融股 配息超誘人」，經濟日報，2019 年 4 月 4 日。
16. 張瑞益，「大立光擬配 68 元現金股利 殖利率偏低股價平盤整理」，經濟日報，2019 年 4 月 23 日。
17. 夏淑賢，「兆豐金現金股息殖利率 6%居金控股之冠」，聯合晚報，2019 年 4 月 23 日。
18. 李麗滿，「貿易百貨股配息優 凱羿登獲利王」，工商時報，2018 年 3 月 26 日。