

南華大學管理學院財務金融學系財務管理碩士班

碩士論文

Master Program in Financial Management

Department of Finance

College of Management

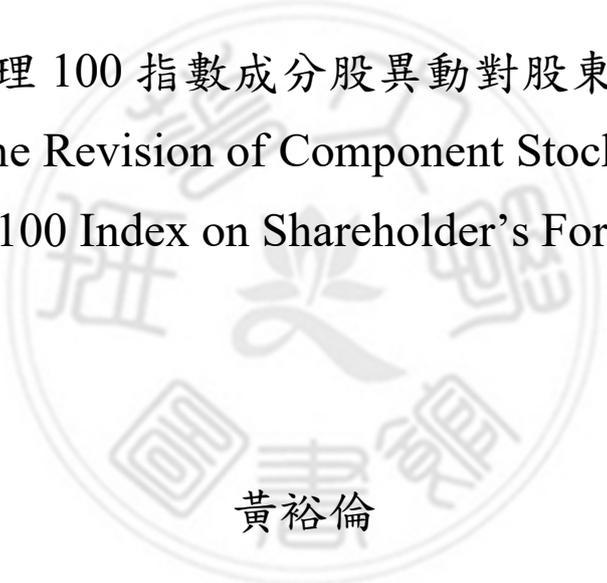
Nanhua University

Master Thesis

臺灣公司治理 100 指數成分股異動對股東財富之影響

Effects of the Revision of Component Stocks in TWSE

CG 100 Index on Shareholder's Fortune



黃裕倫

Yu-Lun Huang

指導教授：吳依正 博士

Advisor: Yi-Zheng Wu, Ph.D.

中華民國 110 年 6 月

June 2021

# 南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

臺灣公司治理 100 指數成分股異動對股東財富之影響

**Effects of the Revision of Component Stocks in TWSE CG 100 Index  
on Shareholder's Fortune**

研究生： 黃裕倫

經考試合格特此證明

口試委員： \_\_\_\_\_

吳宗哲  
賴永祥  
吳依正

指導教授： 吳依正

系主任(所長)： 廖永亞

口試日期：中華民國 110 年 6 月 28 日

# 謝辭

很高興終於完成了這篇論文，在此首先，真誠的感謝指導教授吳依正博士的指導與鼓勵，在我的研究過程裡，確實的要求每一個細節，指引論文的 research 方向和教導相關的研究方法，更重要的是教導我們求學應有的熱忱與態度，讓我能按部就班的順利完成論文，此外，也要感謝趙永祥博士及吳宗哲博士於口試時給予之寶貴意見，使本研究論述與架構更趨完備，在此深表謝意。

最後要感謝的是彰化榮譽國民之家的主任跟同仁，這段一邊工作一邊寫論文的期間，給予的陪伴與支持，感謝所有幫助過我的人，因為有您們的鼓勵，讓我的人生更精采豐富。



南華大學財務金融學系財務管理碩士班

109 學年度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：臺灣公司治理 100 指數成分股異動對股東財富之影響

研究生：黃裕倫

指導教授：吳依正 博士

## 中文摘要

近年來台灣日益重視公司治理的課題，包含金融監督管理委員會持續關注並推動公司治理評鑑，本文採用臺灣公司治理100指數成分股審核結果做為研究的資料，並探討臺灣公司治理100指數成分股異動對股東財富之影響，每當成分股被納入或剔除於指數的採計範圍，市場是否受此訊息的影響而對個股產生異常報酬，若一家公司被納入為指數新成分股時，應有正向的異常報酬；反之，遭剔除於指數之外的公司，亦應有負向的異常報酬。

本文運用事件研究法估計異常報酬率，並對臺灣公司治理100指數在2016年至2020年異動之成分股進行研究，觀察成分股異動的股價效應與成交量的變化。實證結果發現，新增股在事件生效前1日有顯著的正異常報酬率，表示新增股的宣告仍具有宣告效果。至於剔除股方面，雖於生效日出現不顯著的負異常報酬率，惟生效日後7日內的累積異常報酬率亦呈現顯著負向的結果，這樣的宣告效果尚符合訊息內涵假說。另外，本文亦發現臺灣公司治理100指數成分股審核結果在公布前，似乎隱含著有資訊不對稱及內線交易的現象發生。

關鍵詞：事件研究法、臺灣公司治理 100 指數、成分股、異常報酬

**Title of Thesis :** Effects of the Revision of Component Stocks in TWSE

CG 100 Index on Shareholder's Fortune

**Name of Institute:** Master Program in Financial Management, Department of  
Finance, Nanhua University

**Graduate date:** June 2021

**Degree Conferred:** M.S.

**Name of student:** Yu-Lun Huang

**Advisor:** Yi-Zheng Wu, Ph.D.

## Abstract

In recent years, Taiwan has been placing a greater emphasis on corporate governance including the continued focus and promotion of corporate governance evaluation by the financial supervisory commission. This study used the audit result for constituent stocks of the TWSE CG 100 Index as the data for the study and discussed the impact of changes in TWSE CG 100 Index constituent stocks on the wealth of the shareholder. The study explored whether the market will be affected by the inclusion or removal of a constituent stock from the index, leading to abnormal returns for that specific stock. When a company is included as a new constituent stock for the index, there should be positive abnormal returns. Conversely, a company that has been removed from the index should have negative abnormal returns.

This study used event study to estimate the abnormal returns and focused on the TWSE CG 100 Index constituent stocks that changed between 2016 and 2020. The effects of changes in the constituent stocks on share price and trade volume were explored. The result showed that newly included stock demonstrated significant positive abnormal returns a day before the event is in effect. This suggested that the announcement for newly included stock still has the announcement effect. For the stock

that was removed, there are no significant negative abnormal returns on the effective date. However, the cumulative abnormal returns within seven days of the effective date showed significant negative returns. This type of announcement effect is in line with the information content hypothesis. In addition, this study discovered that there seemed to be information asymmetry and insider trade before the audit result announcement for the TWSE CG 100 Index constituent stocks.

**Keywords:** Event study, TWSE CG 100 Index, constituent stock, abnormal returns



# 目錄

謝辭.....	i
中文摘要.....	ii
Abstract.....	iii
目錄.....	v
表目錄.....	vii
圖目錄.....	viii
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	3
第三節 研究架構.....	5
第二章 文獻探討.....	6
第一節 臺灣公司治理 100 指數簡介.....	6
第二節 公司治理及企業社會責任與股價關聯性之文獻.....	10
第三節 指數成分股異動之相關文獻.....	12
第四節 文獻評論.....	16
第三章 研究方法.....	18
第一節 資料來源與樣本分析.....	18
第二節 事件研究法.....	19
第三節 假設檢定.....	23
第四章 實證結果與分析.....	24
第一節 價格效果與異常交易量率分析.....	24
第二節 迴歸分析.....	37
第五章 結論與建議.....	40

第一節 結論.....	40
第二節 研究限制與建議.....	42
參考文獻.....	44
中文部份.....	44
英文部份.....	45
附錄.....	46
附錄 1 臺灣公司治理 100 指數成分股.....	46
附錄 2 臺灣公司治理 100 指數異動成分股.....	51



# 表目錄

表 3-1	臺灣公司治理 100 指數成分股樣本事件宣告日 .....	19
表 4-1	臺灣公司治理 100 指數成分股之異常報酬率 .....	25
表 4-2	臺灣公司治理 100 指數新增股之異常報酬率 .....	26
表 4-3	臺灣公司治理 100 指數剔除股之異常報酬率 .....	27
表 4-4	成分股、新增股及剔除股之累積異常報酬率分析 .....	30
表 4-5	臺灣公司治理 100 指數成分股之異常交易量率 .....	31
表 4-6	臺灣公司治理 100 指數新增股之異常交易量率 .....	32
表 4-7	臺灣公司治理 100 指數剔除股之異常交易量率 .....	33
表 4-8	成分股、新增股及剔除股之累積異常交易量率分析 .....	37
表 4-9	新增股與剔除股之宣告效果預測力分析 .....	38
表 4-10	異常報酬率與異常交易量之關聯分析 .....	39

# 圖目錄

圖 1-1	臺灣公司治理 100 指數與發行量加權股價指數比較走勢圖 .....	2
圖 4-1	臺灣公司治理 100 指數成分股之異常報酬率 .....	24
圖 4-2	臺灣公司治理 100 指數新增股之異常報酬率 .....	28
圖 4-3	臺灣公司治理 100 指數剔除股之異常報酬率 .....	29
圖 4-4	成分股、新增股及剔除股之累積異常報酬率 .....	30
圖 4-5	臺灣公司治理 100 指數成分股之異常交易量率 .....	34
圖 4-6	臺灣公司治理 100 指數新增股之異常交易量率 .....	34
圖 4-7	臺灣公司治理 100 指數剔除股之異常交易量率 .....	35
圖 4-8	成分股、新增股、剔除股之累積異常交易量率 .....	36

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

公司治理(Corporat Governance)的課題，其興起可以溯及自1930年的美國學術界，明確地規定了公司各個參與者的權利和義務，這其中包含了股東、董事、高層管理人員以及其他利益相關者之間的利益關係，而這些關係則會影響公司發展和業績，1997年亞洲金融危機爆發，造成許多國家經濟成長衰退，緊接著國內、外爆發一連串的公司醜聞，有的企業將財報作假或是經營不善，造成員工被裁員、投資人與股東財富產生虧損，更消耗了巨大的社會成本，例如2001年美國安隆公司(Enron)和2002年美國世界通訊公司(WorldCom)就是最好的例子，若公司治理不當，不但波及全體利害關係人，整個國家社會也將付出慘痛的代價，並承擔公司經營失敗所帶來的後果。因此，近年來各國日益重視公司治理機制，在各國資本市場致力於公司治理機制的改善之際，公司治理評鑑也隨之而生，主要目的係為促使企業於追求獲利的同時，亦能加強利害關係人權益的維護，企業應善盡社會責任並注重永續發展。

為了落實公司治理，我國自2006年開始將公司治理措施法制化，行政院金融監督管理委員會亦著手推動公司治理評鑑，並由學者專家組成「公司治理評鑑委員會」，參考國內外公司的相關法規及治理指標，於每年底定期公告公司治理評鑑指標的基準，並於每年4月底公布評鑑結果，鼓勵企業落實公司治理，朝向永續經營的方向。臺灣證券交易所亦於2015年6月29日發布自行編製之「臺灣證券交易所公司治理100指數」(簡稱「臺灣公司治理100指數」)，該指數為臺灣證券交易所發行的企業社會責任指數之一，並以公司治理評鑑結果前百分之二十作為主要篩選成分股的條件，輔以多項量化指標(例如流動性、財務指標等)篩選成分股，讓該指數可作為大型基金管理機構投資國內股市指標，或授權投信公司發行

被動式投資商品之追蹤標的，亦可以作為投資人投資決策時的參考指標，創造投資人、企業與資本市場多贏的局面。

圖1-1描繪臺灣公司治理100指數自2015年6月29日發行以來至2021年5月21日，與發行量加權股價指數比較走勢圖<sup>1</sup>，比較期間起點為100點重新計算的各指數之報酬指數進行比較。另依2015年6月29日臺灣證券交易所發布之新聞稿<sup>2</sup>資料，由該資料可得知，臺灣公司治理100指數成分股於2014年的平均每股盈餘及平均股價淨值比分別為3.59及1.73高於大盤之2.39及1.59；而成分股的平均股東權益報酬率更是高達12.24，為當時大盤平均股東權益報酬率6.77的近兩倍，顯然印證以往多數的研究報告，公司治理較佳的公司，不僅在獲利及經營效率有較好的表現，其公司股價亦有不錯的溢價表現。至於公司治理與投資績效的關係，多數的學者認為，企業若有良好的公司治理，其帶給股東的權益報酬，也相對較佳。

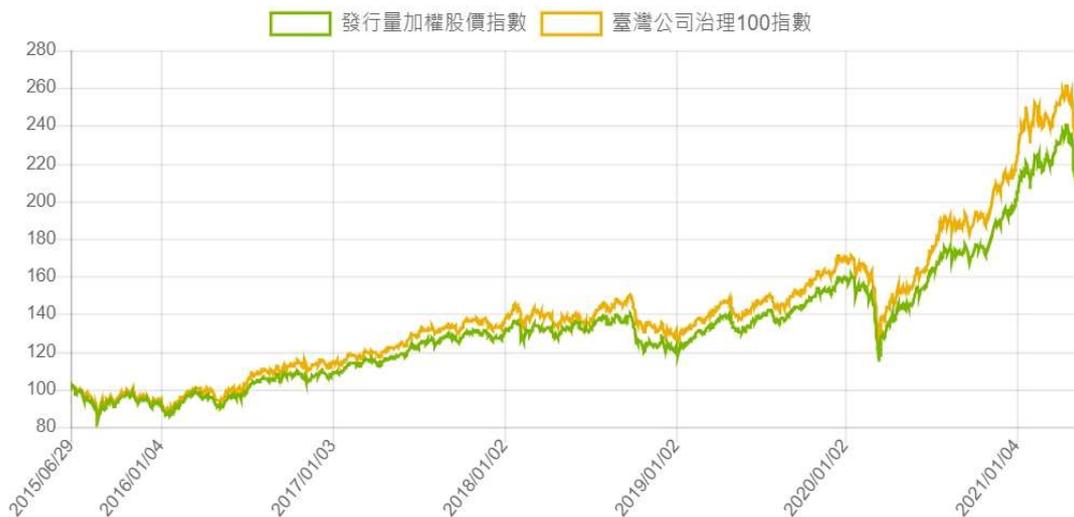


圖1-1 臺灣公司治理100指數與發行量加權股價指數比較走勢圖

檢視國內、外期刊及論文，探討相關公司治理的議題已逐漸受到重視，有研究文獻指出若有公司的股票被選入某指數成分股時，往往有異常的報酬產生，但編制指數的公司在挑選成分股時的資訊與標準是否公開與透明，更是決定有無異

<sup>1</sup>走勢圖資料來源：台灣指數公司網站(<https://www.taiwanindex.com.tw/>)。

<sup>2</sup>新聞稿資料來源：臺灣證券交易所公司治理中心(<https://cgc.twse.com.tw/>)。

常報酬的關鍵因素。因此，要避免外界對於編制指數者黑箱作業的印象，在該指數成分股異動時，也應注意是否有資訊內涵效應，而資訊內涵效應支持該指數的成分股產生異動時(新增或剔除)所產生的異常報酬，由於指數編制者擁有非公開的資訊，並決定指數成分股的異動所造成的現象，但每種指數因編制者的不同、成分股篩選的評估機制的差異與訊息內涵公開與否都是影響股價與交易量的原因。綜合以上分析，當指數成分股異動調整時，常會使個別股票股價產生影響，但並非所有的指數成分股異動時，都會有被新增的股票股價與交易量皆會上漲和被剔除的股票股價與交易量皆會下跌的現象產生，那當臺灣公司治理100指數成分股異動時，是否支持股價及交易量的理論假說是需要被檢驗的。

現今的金融市場不斷的趨於複雜與驟變，尤其從2008年以來的次級房貸與金融海嘯對全球股市所造成傷害與影響，使得投資人已經無法單純只依靠基礎經濟知識與技術分析等方法來操作股票買賣，為了尋找更加安全和低風險的投資標的，投資人更會重視公司治理永續經營的願景，若是一家公司的股票被選入臺灣公司治理100指數的成分股，無疑是對該家公司做了最佳的保證與廣告。因此，公司治理的重要性可見一斑。換句話說，被選入臺灣公司治理100指數的公司已成為判斷一家企業良窳與否的重要指標，對一般投資者或機構投資者而言，投資股票是否能夠賺錢，才是投資者最為關心的課題，如果臺灣指數股份有限公司每年7月公布的「臺灣公司治理100指數」成分股定期審核結果，具有提高投資者投資報酬的積極意義，那麼就可以為投資者創造更多的財富，並且可以讓一般投資者省下用於不專業的投資分析工作上的時間，如果臺灣公司治理100指數成分股的異動在宣告日前後有異常報酬的產生，這將會是未來投資的新亮點。

## 第二節 研究目的

大部份台股指數成分股多為每季或半年調整一次，然而臺灣公司治理100指數則是在每年7月辦理定期審核，進行成分股異動。故當成分股異動時，以臺灣

公司治理100指數為追蹤對象的ETF(Exchange Traded Funds)必須改變其投資組合，國內第一檔以公司治理概念為投資主題的富邦公司治理ETF(00692-TW)，即為追蹤臺灣公司治理100指數成分股之投資組合。另外，經理人在共同基金或投資組合管理中，若以該指數為績效評估之標竿，指數成分股異動也會使其不得不調整其投資組合，異動之成分股價格因而產生變化。

眾多國內、外文獻發現主要股價指數成分股調整時會連帶影響成分股之股價，其中新增之成分股的股價通常會上漲，而被剔除之成分股的股價通常會下跌，即當指數成分股被新增或剔除調整之際，其存在顯著之短期異常報酬。一般而言，新增之成分股於宣告日後存在正的異常報酬，然而被剔除之成分股存在負的異常報酬。而過去國內、外學者大多是針對摩根臺指與臺灣50指數等大型股票指數調整做為研究對象，來檢驗新增股與剔除股是否會產生異常報酬的現象，鮮少人針對臺灣公司治理100指數成份股調整進行研究，本文即以臺灣公司治理100指數異動之成分股作為研究對象，探討其成分股異動調整時，是否有異常報酬及異常交易量的產生，投資者對於「臺灣公司治理100指數」成分股定期審核結果，該採取何種投資策略降低投資時的投資風險，並獲取最大的報酬，基於以上的敘述，本研究將針對以下幾個問題作探討：

- (一)檢驗臺灣公司治理100指數成分股於宣告時，對於成分股及新增(剔除)股於宣告日前後是否有顯著的異常報酬產生？
- (二)檢驗臺灣公司治理100指數成分股於宣告時，對於成分股及新增(剔除)股於宣告日前後是否有顯著的異常交易量產生，並探討異常交易量是否會持續的上升，亦或者上升只是短暫的存在？
- (三)檢驗臺灣公司治理100指數新增(剔除)股於宣告前2日至宣告後2日，這5天的累積異常報酬率是否能夠作為一個用來衡量宣告後股價表現的指標？
- (四)檢驗臺灣公司治理100指數新增(剔除)股於宣告時，異常報酬率與異常交易量之關聯是否符合不完全替代假說？

### 第三節 研究架構

本文研究架構共分為五章：

#### 第一章 緒論

說明研究背景與動機及本次研究目的，並概述本文的研究架構。

#### 第二章 文獻回顧

說明臺灣公司治理100指數編製規則，並探討過去學者對公司治理及企業社會責任與股價關聯性之相關文獻，以及指數成分股異動相關之實證研究，並加以整理及陳述。

#### 第三章 研究方法

就本文研究資料來源與樣本選取方式、研究方法及實證流程做說明。

#### 第四章 實證結果分析

列出本研究之實證結果，並將研究的實證結果加以探討及分析。

#### 第五章 結論與建議

最後將本研究作一個總結，並給後續的研究者一些建議。另外，給投資臺灣公司治理100指數成分股的投資人作為投資上的參考。

## 第二章 文獻探討

### 第一節 臺灣公司治理100指數簡介

我國金融管理監督委員會為了活絡證券市場，因此臺灣證券交易所所以市值加權方式編製「臺灣公司治理100指數(TWSE CG 100 Index)」。「臺灣公司治理100指數」成分股之上市公司必須為「公司治理評鑑結果」前20%之上市公司，另加入流動性及多數財務指標等量化標準篩選出100檔成分股。公司治理評鑑每年辦理一次，以前一年度(即受評年度)1月1日至12月31日之完整年度公司治理情形為評鑑分析範圍，依維護股東權益及平等對待股東、強化董事會結構與運作、提升資訊透明度及落實企業社會責任等四大類別設計評鑑指標，並於每年4月底公布評鑑結果。臺灣公司治理100指數編製規則<sup>3</sup>如下所示：

#### 一、中、英文指數名稱：

- (一)中文指數名稱：臺灣證券交易所公司治理100指數
- (二)中文指數簡稱：臺灣公司治理100指數
- (三)英文指數名稱：TWSE Corporate Governance 100 Index
- (四)英文指數簡稱：TWSE CG 100 Index

#### 二、基期、基期指數：

該指數是以2015年6月15日為基期，基期指數為5,000點。

#### 三、採樣母體：

以在臺灣證券交易所上市的普通股為採樣母體，但排除經依「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第49條列為變更交易方法或依第50條停止買賣的股票。

<sup>3</sup>指數編製規則資料來源：台灣指數公司網站(<https://www.taiwanindex.com.tw/>)。

#### 四、成分股篩選方法：

「臺灣公司治理指數」依據下列步驟篩選成分股：

##### (一)流動性檢驗

- 1.刪除採樣母體中最近1年期間(前1年7月至當年6月)，日平均交易金額最小20%的股票。
- 2.日平均交易金額以實際有交易之日數計算。

##### (二)公司治理評鑑篩選原則：

上市公司最近1年公司治理評鑑結果前20%的股票。

##### (三)財務指標：

- 1.每股淨值：最近1年底的每股淨值不得低於面額。
- 2.稅後淨利及營收成長率：將符合上述條件之公司，分別以最近1年稅後淨利及營收成長率進行排名，並將個別排名加總後，由小至大排序選取前100檔成分股。若排名加總有相同者，則以每股淨值高者優先。

#### 五、指數成分股調整及指數維護作業：

指數維護作業，除以下所列外皆依據現行「臺灣證券交易所發行量加權股價指數編製要點」執行：

##### (一)成分股定期審核調整

- 1.自指數發布日之隔年起，每年一次(7月)進行成分股審核，以審核月份的第3個營業日之收盤資料為審核依據，每次年度定期審核後，維持固定的成分股數目為100檔。
- 2.為降低指數成分股之替換率，訂有成分股調整之緩衝區。「稅後淨利及營收成長率」之排名加總後在第80名以上之股票即納入成為指數成分股，現有成分股若排名在第121名以下則從指數成分股中刪除。

3.成分股定期審核結果，由臺灣證券交易所於審核月份的第7個營業日發布技術通知。技術通知發布後，經間隔5個營業日，自第6個營業日起生效（亦即於審核月份的第13個營業日起生效）。

## (二)成分股不定期調整

- 1.若成分股有變更交易方法、停止買賣、終止上市之情事，將從指數中刪除。但成分股若因減資彌補虧損換發股票、現金減資換發股票、被其他公司合併、轉換為控股公司、分割而停止買賣，則不予刪除。在停止買賣期間，以停止買賣前一營業日收盤價和原發行股數保留在指數中持續計算。
- 2.兩家以上成分股公司合併，合併後的存續公司若符合最近期定期審核之公司治理評鑑篩選原則，則保留成分股資格。
- 3.成分股公司單獨以股份轉換方式轉換為金融控股公司或投資控股公司、或與其他公司共同以股份轉換方式成立新設金融控股公司或投資控股公司，轉換後或新設的金融控股公司或投資控股公司，則取代成為新成分股。
- 4.成分股公司被非成分股公司以股份或股份加現金方式合併，合併後的存續公司或新設公司若符合採樣母體，則以該公司取代被合併的成分股公司成為新成分股。
- 5.若成分股公司被非成分股公司全部以現金方式收購，則將該成分股從指數中刪除。
- 6.若一家成分股公司分割成兩家以上公司，分割公司保留成分股資格；分割受讓公司若符合最近期定期審核之公司治理評鑑篩選原則，則納入成為新成分股，故定期審核以外期間，成分股數目可能超過100檔。

(三)成分股經變更交易方法、停止買賣、終止上市後之刪除價格成分股因「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」第49條列為變更交易方法、第50條停止買賣或第50條之一終止上市的股票時，將以零的價格從指數中刪除。亦即刪除該成分股時基值不作相對的向下調整，指數值會降低，以反映該股票從最後收盤價格調降為零之減損。成分股因「臺灣證券交易所股份有限公司營業

細則」第49條列為變更交易方法或第50條停止買賣而刪除後又恢復正常交易，俟下次成分股定期審核時再檢視是否符合成分股資格。

#### 六、計算公式：

(一)於股市交易時間內發布即時計算之「市值指數」(Capital Index) (不包含現金股利調整)：

指數 = 總發行市值 ÷ 當日基值 × 基期指數 (成分股除息時，基值不作調整)

當日基值 = 前一日基值 × 前一日收盤後調整之總發行市值 ÷ 前一日收盤總發行市值)

(二)於每一營業日收盤後，發布一次「報酬指數」(Total Return Index) (包含現金股利調整)：

指數 = 總發行市值 ÷ 當日報酬指數之基值 × 基期指數

成分股除息時，基值調整公式：

當日基值 = 前一日基值 × ((前一日收盤後調整之總發行市值 - 當日發放現金股利總值) / 前一日收盤總發行市值)

(三)前一日收盤後調整之總發行市值 = 前一日收盤總發行市值 + 各項調整市值之總和；

各項調整市值包含：

1. 依據「臺灣證券交易所發行量加權股價指數編製要點」第三條及第四條辦理之調整市值。
2. 成分股定期審核調整及成分股不定期調整所造成發行市值之增減值。
3. 現金減資之調整市值 = (恢復買賣參考價格 × 新發行股數) - (停止買賣前1日收盤價 × 原發行股數)

#### 七、指數計算頻率：

(一)「市值指數」於股市交易時間內，每5秒計算1次。

(二)「報酬指數」於每一營業日收盤後，計算1次。

## 第二節 公司治理及企業社會責任與股價關聯性之文獻

本節探討關於公司治理及企業社會責任與股價關聯性之文獻，公司治理實為企業社會責任之一環，許多文獻證實若有較佳的公司治理，會有較好的營運狀況，公司的績效也會提升，進而給公司的價值帶來正向的效果，若公司治理較差，公司的績效往往會降低，而給公司的價值帶來負向的效果，且嚴重影響投資者信心，營運狀況不佳的公司對於公司的狀況也會有較多隱瞞。

另外，企業社會責任已成為全球頂尖企業所追求的企業目標，在過去企業的經營與獲利能力是被一般社會大眾認定企業經營好壞的標準，但隨著時代的變遷，員工權力高漲、環保意識抬頭等議題逐漸受到企業的雇主重視。企業若要永續經營與發展，除了在追求利益外，更需對員工、社區與環境負起責任，例如公司治理、企業承諾、社會參與、環境保護等是可以提升企業形象的無形資產。許多文獻證實若企業獲得社會責任獎是一種市場上的訊號，市場上的投資人若對其社會責任作為產生認同，更會投入更多資金挹注該企業。

丁立平(2003)採用2001年至2003年成為里昂證券發表的公司治理評選的結果，對臺灣上市(櫃)公司計36家進行研究，檢驗其在2000年至2002年之股票價格效果，並以複迴歸模式檢定公司之公司治理評、股東權益帳面價值及超額盈餘等與股價間之關係，實證結果指出公司的股價與公司治理評等呈顯著的正相關，證實公司治理程度高的公司，可提高公司績效與價值，投資人有較高意願支付公司治理溢酬持有該股票。

鄭俊豪、黃永成、辜素敏(2007)以迴歸式之變異數分析檢驗里昂證券於2002年2月公布的臺灣49家上市(櫃)公司之公司治理評等結果為樣本進行研究。實證結果發現公司治理評等分數高者與低者，其與股價報酬均無顯著差異，相關分析方面，亦不存在顯著之相關關係，足見公司治理評等與股價報酬之間的關聯程度皆不強，不具顯著性，且公司治理評等對股價報酬變異之解釋能力亦不高。

洪玉珊(2016)以事件研究法檢驗2014年至2015年的公司治理評鑑結果排名前5%與前20%之上市(櫃)公司，前5%之公司計142個樣本，前20%之公司計569個樣本。實證結果發現，公司治理評鑑排名前5%的公司，在評鑑結果發布事件日當天有不顯著的正異常報酬，前20%的公司，在評鑑結果發布事件日當天有顯著的正異常報酬，此結果透露公司治理評鑑結果揭曉之訊息確能對公司股票價格產生影響，進而造成股價波動，該訊息會影響投資人之投資決策，此資訊是具有內涵的。

陳勝源、李坤璋、崔靜菱、王昱凱(2017)以事件研究法探討亞洲公司治理協會(ACGA)所發佈的公司治理評鑑報告與亞洲各國股價指數間的關聯性。研究樣本分別為2005年、2007年、2010年及2012年亞洲公司治理協會所發佈針對亞洲11國公司治理評鑑報告，此11個國家包括新加坡、香港、印度、馬來西亞、臺灣、韓國、泰國、菲律賓、中國、印尼及日本。實證結果發現，評鑑報告所釋出的好消息(評分上升)或壞消息(評分下降)，在事件日的前、後各國股價指數並無顯著的異常報酬產生，若進一步分析該評鑑的五項構面與各國股價指數報酬率之關係，結果發現五項評鑑構面分數與各國股價指數亦無顯著之關聯。

黃瓊瑤、王癸元、張鳳真(2013)運用事件研究法對正(負)面CSR事件宣告進行分析，樣本來源以2007年至2010年天下企業公民TOP 50、2007年至2010年遠見雜誌企業社會責任獎之獲獎企業，共計223個樣本作為研究對象；在負面CSR事件宣告樣本方面，以2005年1月1日至2010年8月31日期間企業發生不法事件，包括在營運過程中發生環保及安全問題、資訊公告問題、勞資關係事件，以及其他違法或違規問題，因而遭受主管機關懲戒或缺失記點或遭新聞媒體批露之企業，共計453個樣本為研究對象。實證結果發現，正面CSR事件宣告對股票市場具有資訊內涵，CSR宣告當日具有顯著的正異常報酬；在負面社會事件樣本方面，發現平均異常報酬僅在事件宣告後1日才達到顯著的負異常報酬，此意味著負面CSR事件宣告對股票市場仍具有資訊內涵，只是投資人對此負面CSR事件宣告會存在延遲反應的現象。

陳家瑋(2017)選擇正(負)面CSR事件進行事件研究法分析，正面CSR事件宣告樣本以遠見雜誌從2005年至2015年評鑑的「企業社會責任獎」得獎企業名單，共125個樣本作為正面企業社會責任事件的研究對象；負面CSR事件則採用「台灣經濟新報」財經資料庫從2005年至2015年期間，公司治理企業社會責任項目中的上市、上櫃公司發生與公司經營過程有關環保及安全問題、資訊公告問題、勞資關係事件、其他違規等遭傳播媒體揭露或遭到主管機關登記違規、懲戒等不法事件，共2,525個樣本作為負面企業社會責任事件的研究對象。實證結果發現，正向企業社會責任事件宣告產生顯著的正向股價異常報酬；而負向企業社會責任事件宣告，亦產生顯著負向的股價異常報酬。

### 第三節 指數成份股異動之相關文獻

當指數成份股調整時，增加或剔除的股票常伴有價格或成交量異常的現象。所異動的個別股票，不論是新增或是剔除，對於異動的個別股票之股價會有變動的影響，如果異動個股的股票被指數所加入，則該個股的股票股價則會上漲。反之，如果異動的個股的股票被指數所剔除，則該個股的股票價格則會下跌，但值得進一步研究的是什麼原因造成異動個股的股票股價的變動，已有文獻指出，可以解釋所造成的因素如下：

#### 一、價格壓力假說(the Price Pressure Hypothesis ; PPH)

價格壓力假說是在解釋當成份股被納入指數後，等於間接證明了該股票是優質的個股，因此就會引起投資人與基金經理人的青睞，投資人大量買進異動成份股時，就會造成交易量變大與個股股票價格的上漲，但是價格壓力假說和效率市場假說一樣都是假設股價的需求曲線為長期的水平線，即是富有完全的彈性，所以當指數成份股納入新股票時，此短期的訊息的公布，就會導致該個股股價的上漲，不過因為短期資訊所造成的影響，長期的股價最後會回復原來股價的均衡價格。

學者Harris and Gurel(1986)在1973年1983年期間，研究S&P 500共228檔新增成分股的變動對股價所產生的影響，被新納入指數的異動成分股，在訊息宣告日當天約有3%的異常報酬；而剔除股在宣告日則約有-1.5%的異常報酬，而新納入指數的成分股交易量上升會持續存在，不過價格的上升卻是短暫性的存在，即價格有呈現逆轉之現象；Lamoureux and Wansley(1987)和Erwin and Miller(1998)研究也得到相同結果。

## 二、不完全替代假說(the Imperfect Substitutes hypothesis ; ISH)

不完全替代假說解釋投資人對同一種證券卻是有不同的評價，這樣不同的評價使得兩個相似的股票不可能完全替代，就長期需求而言是小於完全彈性，所以當成分股被納入指數時所造成的股票超額需求曲線不再是水平線，而是一般的負斜率需求曲線，自然該成分股的需求就會增加，股票價格就會上漲。

學者Shleifer(1986)檢視樣本在1976年至1983年期間，331檔新股票被納入S&P 500指數成分股的分析研究，發現股票需求曲線向右移，造成新增股股價上漲，且這種新增股股價上升的價格效果會持續地存在，這符合不完全替代假說中解釋宣告日的異常交易量與價格效果有正向關係的內容是一致的。

## 三、訊息內涵假說(the Information Content Hypothesis ; ICH)

訊息內涵假說支持指數成分股中的股票被新納入或是剔除會存在著異常的報酬，即對成分股異動公司未來的獲利有所改變，這又可歸因於指數編制者擁有非公開的訊息，可以決定指數成分股股票被納入或是剔除的異動；學者Dhillon and Johnson(1991)研究發現新納入S&P成分股的股票，其交易量與價格皆上升是同時存在，這樣的宣告效果也與訊息內涵假說一致。

## 四、流動成本假說(the Liquidity Cost Hypothesis ; LCH)

流動成本假說，指出指數成分股的異動會使股票的流動性受到影響，即被指數新納入(剔除)股票的流動性會增加(減少)，可能導致股票價格的上升(下降)，主

要是因為交易成本的降低(增加)所致。另外，交易量也有相對流動性的增加(下降)的現象，學者Woolridge and Ghosh(1986)檢視S&P的股票價格與交易量，發現新增股(剔除股)的股價異常報酬為正(負)，且新增股交易量的相對流動性，當月是增加的，但是再次月的相對流動性卻是下降，這樣的研究結果可以解釋指數基金經理人為了調整其轄下基金指數的權重，所進行的買賣行為，而導致交易量也是當月增加，但是次月卻是下降的結果，而從流動性的觀點也可看出，許多較知名的股票被納入指數後，所產生的異常報酬率會是較高。

回顧國內關於指數成分股異動的造成股價變動與否的實證研究相關文獻亦有很多，本文在探討臺灣公司治理100指數成分股異動所造成異常報酬率的產生，有必要對相關指數成分股異動的實證研究文獻做分析比較與介紹，本文整理的相關文獻如下：

國內學者林淑娟(2002)以事件研究法檢驗1996年至2002年期間MSCI指數異動之成分股，計有128檔新增股，另有37檔被剔除股的分析研究。實證結果顯示，該指數成分股異動時，新增股與剔除股會有顯著的正異常報酬與負異常報酬，且於宣告日後，股價會呈現逆轉的現象，即符合價格壓力假說，該篇研究特別提到公司的特性與外資持股比率的影响，關於公司特性部分，對於公司規模較大與權益市值較高者，會有較高的累積異常報酬率，另外，外資的持股比率較高的股票，也會有較高的累積異常報酬率，很明顯的可以知道，累積異常報酬率與外資持股比率的調整變動是有正相關。

伍偉榮(2005)以事件研究法檢驗1999年至2004年期間MSCI指數異動之成分股，計有74檔新增股，另有42檔被剔除股的分析研究。實證結果發現當該指數成分股異動時，也是會出現新增股與剔除股會有顯著的正異常報酬與負異常報酬，而且該指數不管是新增股還是剔除股，交易量於成分股異動宣告日後，都會有上升的現象。

吳依正、廖永熙(2008)運用事件研究法探討台灣50指數成分股異動的宣告效果，對價格與成交量造成的影響，檢視樣本為2003年至2005年期間，新增股計有12個樣本，剔除股計有13個樣本。實證結果發現，該指數成分股的異動(包含新增與剔除)，並沒有顯著的異常報酬，也不支持價格壓力假說、不完全替代假說與流動成本假說，可見投資人對該指數成分股異動所透露的資訊感到懷疑，且與該指數編制訊息的公開性與透明度有關。

郭懿萱(2009)利用傾向分數配對法研究2002年至2009年期間道瓊永續性指數異動之成分股，計有79檔新增股，另有103檔被剔除股的分析研究。該文獻將2002至2009年間的樣本數配對後，以道瓊永續性指數作為企業社會責任之代理變數，以累積異常報酬率代表為股東創造之財富，追蹤資本市場對於企業進入和退出道瓊永續性指數的反應，來探討股東是否認同公司參與企業社會責任是創造價值之行為。實證結果發現，當企業被加入道瓊永續性指數時，該企業之股東將獲得正向且顯著性的累積異常報酬率，這代表名列著名的的永續性指數是一個股東認可，且企業應追尋的目標。反之，當企業股票被道環永續性指數剔除時，企業股東將獲得負向，但是不顯著的累積異常報酬率。由此結果可以推論，當企業注重與從事社會責任相關活動時，對企業整體的價值與聲譽是有加分效果。

許璋慶(2010)以事件研究法檢驗2002年至2010年期間MSCI指數異動之成分股，計有98檔新增股票，另有59檔被剔除的分析研究。實證結果發現，MSCI新增股及剔除股的消息宣佈，於宣告日當天，新增股及剔除股皆有約+2.1%及-2.1%左右的平均異常報酬。而於收盤後生效日當天，新增股有+2.1%的平均異常報酬，但剔除股卻有高達-4.6%的平均異常報酬。

謝麗珠(2010)選取2003年至2009年共7年期間之摩根臺指成分股調整新增84個樣本、剔除53個樣本及非主動剔除20個樣本；臺灣50指數成分股調整新增29個樣本、剔除33個樣本及非主動剔除8個樣本做為研究對象，並運用事件研究法進行分析。實證結果顯示，成分股調整事件對於標的股之股價是有影響的，摩根臺

指及臺灣50指數之新增股與剔除股在宣告次日有顯著的宣告效果，而後股價即有反轉現象，符合價格壓力假說；兩指數新增股及剔除股累積異常交易量率均上升且持續存在；摩根臺指及臺灣50指數之異常報酬率與異常交易量率均呈顯著及不顯著的正向相關，符合負斜率需求假說。

楊馥如、王偉權、蘇柏諺、林惠雪(2016)探討MSCI臺灣指數成分股調整訊息宣告與生效後，其對於前後期間股價的影響，該文運用事件研究法，檢視樣本在2002年至2015年期間，MSCI台灣指數成分股新增股計有109個樣本，剔除股計有109個樣本。實證結果發現，MSCI台灣指數新增股的宣告日與生效日均存在顯著的異常報酬，且生效日效果較為明顯；而剔除股的宣告日與生效日也呈現顯著的異常報酬，同樣是生效日效果大於宣告日效果。

李智清(2016)以2005年第1季至2015年第2季為研究期間，檢視臺灣50指數與中型100指數新增成分股樣本分別為34檔與193檔股票；臺灣50指數與中型100指數剔除成本股樣本分別為33檔與191檔股票，進行事件研究分析。實證結果發現，臺灣50指數新增成分股於生效日產生顯著正的平均異常報酬，但隨後呈現報酬反轉之現象，符合價格壓力假說，但中型100指數新增成分股事件並沒造成股價產生顯著之異常變動，表示此事件對投資人不具資訊內涵。臺灣50指數與中型100指數成分股剔除標的於事件宣告日及生效日均會產生負向的平均異常報酬，但不具統計的顯著性。

#### 第四節 文獻評論

綜合過去有關公司治理或企業社會責任的相關文獻，如丁立平(2003)、黃瓊瑤、王癸元、張鳳真(2013)、洪玉珊(2016)、陳家瑋(2017)等學者的研究，大部分的文獻認為公司治理或是企業社會責任，與股價之間存在一定程度的相關，公司治理或是企業社會責任的良窳，間接會影響公司的價值，進而影響股價。亦有部分文獻持不一樣的觀點，如鄭俊豪、黃永成、辜素敏(2007)、陳勝源、李坤璋、

崔靜菱、王昱凱(2017)等學者的研究，認為公司治理與股價報酬之間的無顯著的關聯程度，對一般投資者或機構投資者皆不具有投資訊息內涵。

另外，在指數成分股異動相關文獻方面，對照相關的文獻，如林淑娟(2002)、吳偉榮(2005)、郭懿萱(2009)、許璋慶(2010)、謝麗珠(2010)、楊馥如、王偉權、蘇柏諺、林惠雪(2016)等學者的研究，似乎都指出當成分股被納入指數時，都會有異常報酬的產生。然而學者吳依正、廖永熙(2008)、李智清(2016)的研究提出了不同得看法，並非所有的成分股納入(剔除)指數成分股時，都會有正(負)的異常報酬。另外，也並非所有的指數成分股的異動都會支持或是符合價格壓力假說、不完全替代假說與流動性假說必須探討某指數成分股的編制特性，包含成分股是否透明、修訂的規則是否公開、成分股固定成分是否遠大於變動成分、投資人是否有資訊不對稱與流動性等相關問題，可見臺灣公司治理100指數成分股異動是否有上述的情形出現，是值得加以比較分析與驗證探討。接下來針對本文的研究目的提出二項研究假說：

H1：成分股被納入臺灣公司治理100指數時，會有顯著的正異常報酬產生，並支持訊息內涵假說。

H2：成分股被納入臺灣公司治理100指數時，會有顯著的異常交易量產生，並支持流動成本假說。

# 第三章 研究方法

## 第一節 資料來源與樣本分析

一、資料來源：

(一)樣本公司之納入基準日等相關資訊皆來自「臺灣證券交易所公司治理中心、臺灣指數股份有限公司」網站。

(二)研究所需股票交易資訊係來自「臺灣經濟新報資料庫(TEJ)」。

二、樣本選取：

本研究以2016年1月1日至2020年12月31日期間，臺灣公司治理100指數成分股及異動之成分股為研究選取樣本，此期間臺灣公司治理100指數成分股共計498檔，調整變動共計5次，成分股共計新增120檔，成分股共計剔除116檔。2016年7月19日成分股新增26檔，剔除26檔；2017年7月18日成分股新增23檔，剔除21檔；2018年7月17日成分股新增22檔，剔除21檔；2019年7月16日成分股新增22檔，剔除21檔；2020年7月16日成分股新增27檔，剔除27檔。詳細整理如表3-1所示。

本研究期間成分股部分，因上緯企業股份有限公司(證券代碼：4733)，於2016年8月31日依據企業併購法規定轉換為上緯國際投資控股股份有限公司(證券代碼：3708)，另2018年成分股日月光投控，因TEJ資料庫估計期資料未達到最小樣本數，故本研究未納入樣本選取範圍。

剔除股部分，因兆豐金之子公司兆豐商銀紐約分行因防制洗錢遵循計畫未能有效執行，遭美國紐約州金融監理機關裁罰美金1.8億元乙案進行討論，依據指數編製規則，將兆豐金於2016年11月份自成分股中刪除；臺灣美光半導體股份有限公司現金併購華亞科技股份有限公司，依據指數編製規則，將華亞科於2016年12月份自成分股中刪除；日月光與矽品企業併購於2018年4月30日轉換為日月光投控，爰依據指數編製規則於該日將日月光及矽品自成分股中刪除，並將日月光投

控納入為成分股；元富證因與新光金融控股股份有限公司進行股份轉換終止上市，依據指數編製規則，將元富證於2018年10月份自成分股中刪除。上述剔除之成分股為不定期審核剔除之成分股，故本研究未納入樣本選取範圍。

表 3-1 臺灣公司治理 100 指數成分股樣本事件宣告日

網站公佈日	生效日	新增股數目	剔除股數目	成分股數目
2016/07/19	2016/07/20	26	26	99
2017/07/18	2017/07/19	23	21	100
2018/07/17	2018/07/18	22	21	99
2019/07/16	2019/07/17	22	21	100
2020/07/16	2020/07/17	27	27	100
成分股調整變動小計		120	116	498

資料來源：本研究整理

### 三、樣本觀察期：

為了探討臺灣公司治理100指數成分股事件的宣告效果，本研究以事件研究法觀察事件宣告前後，藉以瞭解該事件對於公司累積異常報酬率的變化造成的影響。本研究以消息最早公開日為事件日，由於臺灣公司治理100指數成分股的變動係指數委員會決議，當日晚報即可見報，惟其見報時股市已收盤，故以次一交易日(也是生效日)做為事件日，本研究樣本選取為日資料，以目前文獻資料所顯示，估計期間通常設定為100天至300天，本研究估計期則採用吳依正、廖永熙(2008)之研究，估計期間為(-150,-31)，事件宣告日(t=0)前30天至後30天，即事件期間為(-30,30)，來計算平均異常報酬率和累積異常報酬率。

## 第二節 事件研究法

事件研究法(Event Study)的主要目的在於探討某一事件或資訊發生時，利用統計方法來檢定異常報酬的狀況，本研究藉以分析當臺灣公司治理100指數成分

股異動時，針對異動之成分股受該一相關事件訊息衝擊後的波動程度，配合進行分析事件資訊內涵的公開情況，是否會對該公司的股價產生影響。本研究採用台灣經濟新報的事件研究模組，並運用事件研究法之市場模式(Market Model)日報酬率進行股票預期報酬率的推估，以實際的報酬率減去預期報酬率，即可得到平均異常報酬率(AAR)，再將事件期的異常報酬加總後即可得出累積異常報酬率(CAR)。

### 一、市場模式

本研究採用Fama,Fisher,Jensen and Roll(1976)所提出事件研究法的市場模式來計算異動成分股在生效日前後期間的異常報酬率變化。利用估計期各成分股日報酬率與市場投資組合日報酬率資料，用最小平方法(OLS)來估計市場模式參數 $(\hat{\alpha}, \hat{\beta})$ ，式子如下列所示：

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mit} + \varepsilon_{it} \quad (3-1)$$

$i : 1, 2, \dots$ , 第*i*個成分股樣本公司。

$R_{it}$ ：第*i*事件公司在第*t*日之實際日報酬率。

$R_{mi}$ ：市場投資組合(報酬指數)，在*i*事件公司在第*t*日之實際日報酬率。

$\hat{\alpha}_i$ ：第*i*事件公司迴歸模型之截距項估計值。

$\hat{\beta}_i$ ：第*i*事件公司之迴歸模型之斜率估計值，為Beta係數估計值。

$\varepsilon_{it}$ ：第*i*事件公司在第*t*日之殘差項，且必須符合下列假設： $\varepsilon_{it}$ 在 $N(0, \sigma^2)$ 為

獨立隨機變數 $\varepsilon_{it}$ 、 $R_{mit}$ 兩者彼此獨立的兩點假設。

### 二、異常報酬之衡量

本研究將以累積平均異常報酬率(CAR)來檢定是否有異常報酬率的存在。利用估計期個成分股日報酬率與市場投資組合的日報酬率資料，使用簡單線性迴歸的最小平方法求出各事件樣本簡單迴歸模型，以估計各樣本公司在事件期中的異常報酬率，再進一步計算出全體樣本各期的平均異常報酬率及累積異常報酬率。

(一)異常報酬率：

利用事件期間的成分股實際日報酬率減去估計出來的預期報酬率( $\hat{R}_{it}$ )，即可得到異常報酬率( $AR_{it}$ )，式子如下列所示：

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mit} \quad (3-2)$$

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (3-3)$$

$\hat{R}_{it}$ ：第i事件公司第t日之預期報酬率。

$AR_{it}$ ：第i事件公司在事件期t日所估計出之異常報酬率。

(二)平均異常報酬率：

將同一宣告期間所有樣本的異常報酬率加總平均後，即可計算出各期之平均異常報酬率( $AAR_t$ )，式子如下列所示：

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=0}^N AR_{it}}{N} \quad (3-4)$$

N：為各組所選取的樣本數。

$AR_{it}$ ：第i事件公司在事件期t日所估計出之異常報酬率。

$AAR_t$ ：為選取之所有樣本，在事件期第t日的平均異常報酬率。

(三)累計平均異常報酬率：

將事件期由 $t_1$ 日累積至 $t_2$ 日，即可得出累積平均異常報酬率( $CAR_t$ )，式子如下列所示：

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (3-5)$$

(四)報酬率統計檢定：

檢定平均異常報酬率( $AAR_t$ )及累積平均異常報酬率( $CAR_t$ )的統計顯著性，本研究採用t統計量檢定之，式子如下列所示：

$$t(AAR_t) = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)} \sim N(0,1) \quad (3-6)$$

$$t(CAR_t) = \frac{CAR_t}{S(CAR_t) \times \sqrt{D}} \sim N(0,1) \quad (3-7)$$

$S(AAR_t)$ ：為樣本標準差。

D：為事件期由 $t_1$ 日累加至 $t_2$ 日的交易天數。

### 三、異常交易量之衡量

異常交易量常隱含著市場流動性程度高低以及短期間交易頻繁的程度。本研究採用Harris and Gurel(1986)之異常交易量率的方法來觀察生效日後，異常交易量是否持續存在，或是在生效日後隔月的交易量會產生減少且逆轉，即異常交易量的增加只是短暫的現象，主要是利用統計方法檢定異常交易量率的狀況，藉以瞭解事件是否對公司交易量造成影響。

#### (一)異常交易量率：

以各成分股估計期日交易量( $V_i$ )與市場投資組合估計期日交易量( $V_m$ )資料來計算正常交易量率( $NV_i$ )，再以各成分股事件期日交易量( $V_{it}$ )與市場投資組合事件期日交易量( $V_{mt}$ )相除即可計算出事件期交易量率( $EV_{it}$ )，再將事件期交易量率( $EV_{it}$ )除以正常交易量率( $NV_i$ )減去1，即可得出異常交易量率( $VR_{it}$ )，若 $VR_{it}>0$ ，表示事件期之交易量增加； $VR_{it}=0$ ，表示事件期之交易量不變。 $VR_{it}<0$ ，表示事件期之交易量減少，式子如下列所示。

$$NV_i = \frac{V_i}{V_m} \quad (3-8)$$

$$EV_{it} = \frac{V_{it}}{V_{mt}} \quad (3-9)$$

$$VR_{it} = \frac{EV_{it}}{NV_i} - 1 \quad (3-10)$$

#### (二)平均異常交易量率：

$$AVR_t = \frac{\sum_{i=1}^N VR_{it}}{N} \quad (3-11)$$

N：樣本數。

$AVR_t$ ：所有樣本在事件期第 $t$ 日之平均異常交易量率。

#### (三)累計平均異常交易量率：

$$CAVR(t_1, t_2) = \frac{\sum_{t_1}^{t_2} AVR_t}{N} \quad (3-12)$$

$CAVR(t_1, t_2)$ ：為事件期 $t_1$ 至 $t_2$ 之累計平均異常交易量率。

(四)交易量率統計檢定：

本文研究採用t統計量檢定，式子如下列所示。

$$t(AVR_t) = \frac{AVR_t}{S(AVR)} \quad (3-13)$$

$$t(CAVR) = \frac{CAVR}{S(AVR) \times \sqrt{Q}} \quad (3-14)$$

S(AVR)：樣本標準差。

Q：事件期由 $t_1$ 日至 $t_2$ 日的交易天數。

### 第三節 假設檢定

一、宣告效果的預測力：

為了驗證是否可以透過宣告期間的累積異常報酬率，來預測宣告後的股價表現，本研究利用迴歸方法以生效日前後兩天的累積異常報酬率CAR(-2,+2)來預測生效後(10天、20天)的股價表現，公式如下所示：

$$CAR(+3, t)_i = \gamma_0 + \gamma_1 CAR(-2, +2) + \varepsilon_i \quad (3-15)$$

CAR(+3, t)<sub>i</sub>：第i事件在第t時間內的累積異常報酬率，t=10 or t=20。

CAR(-2, +2)<sub>i</sub>：第i事件在生效日的前2日到後2日的累積異常報酬率。

二、異常報酬率與異常交易量率之間的關係：

在Shleifer(1986)對S&P 500檢驗宣告當日的異常報酬率與異常交易量率之關係研究發現，因成分股調整變動事件之宣告使其異常報酬率與異常交易量率呈顯著正向相關，與負斜率需求假說相符，本研究利用迴歸方法觀察生效日之異常報酬率與異常交易量率的關係，是否與其研究結果相符。

$$RETURN_i = \gamma_0 + \gamma_1 ABADVOL + \varepsilon_i \quad (3-16)$$

RETURN：生效日異常報酬率。

ABADVOL：生效日異常交易量率。

$\gamma_0 \sim \gamma_1$ ：估計參數。

$\varepsilon$ ：誤差項。

## 第四章 實證結果與分析

本章分為二節，第一節是以事件研究法分析臺灣公司治理100指數成分股及異動之成分股所產生的異常報酬及異常交易量，觀察其生效後股價的表現，以及生效後是否有異常交易量的產生。第二節以簡單的迴歸分析進一步觀察異動之成分股在事件日窗口宣告效果的預測力，以及分析異動之成分股異常報酬率與異常交易量率的關係。

### 第一節 價格效果與異常交易量率分析

#### 一、價格效果：

由圖4-1及表4-1得知，臺灣公司治理100指數成分股於生效日前6日( $t=-6$ )開始出現不顯著的正異常報酬率，在生效日前1日( $t=-1$ )的異常報酬率為0.353，且 $t$ 值(2.723)具有1%以下的顯著水準，可發現自事件生效日前1日有先期反應的現象，至於生效日當日( $t=0$ )則出現不顯著的負異常報酬率-0.063。此意味著臺灣公司治理100指數成分股宣告對現貨市場仍具有宣告效果，只是於生效日前1日提前反應。在生效日後第6日( $t=6$ )的異常報酬率為-0.465達到最低點，且 $t$ 值(-3.581)具有1%以下的顯著水準，在生效日後第17日( $t=17$ )的異常報酬率為0.252達到最高點，且 $t$ 值(1.994)具有10%以下的顯著水準，可知生效日後報酬率有由負轉正的趨勢，由此可推斷第12天、第14天及第16天所呈現的負異常報酬率的情形可能為短暫現象，觀察後續事件日的異常報酬率有逐步遞增的現象。

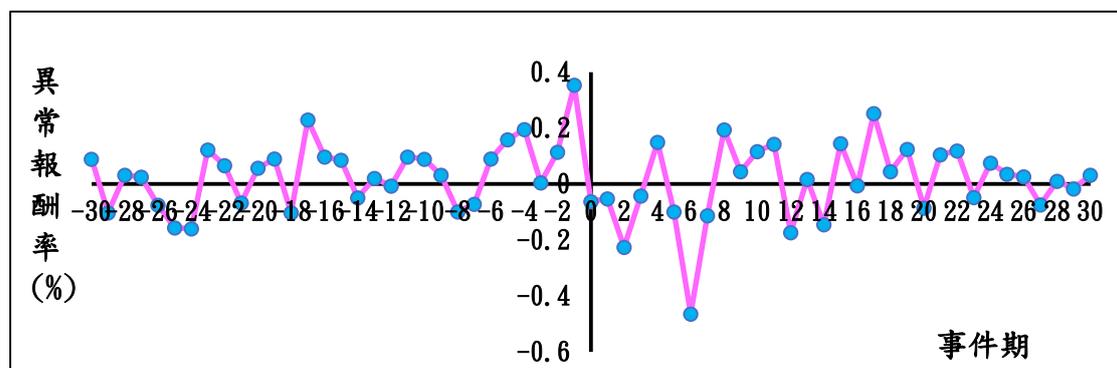


圖4-1 臺灣公司治理100指數成分股之異常報酬率

表4-1 臺灣公司治理100指數成分股之異常報酬率

Event Day	AAR	STD	t-value	p-value	Percent>0
-10	0.088	1.452	0.681	0.496	57
-9	0.031	1.201	0.242	0.809	54
-8	-0.099	1.368	-0.762	0.447	44
-7	-0.072	1.560	-0.554	0.580	46
-6	0.091	1.329	0.698	0.485	48
-5	0.158	1.507	1.220	0.223	54
-4	0.195	1.519	1.501	0.134	51
-3	0.004	1.286	0.031	0.975	46
-2	0.114	1.350	0.882	0.378	52
-1	0.353	1.506	2.723***	0.007	62
0	-0.063	1.569	-0.487	0.626	45
1	-0.053	1.310	-0.406	0.685	45
2	-0.227	1.323	-1.747*	0.081	42
3	-0.042	1.365	-0.323	0.747	46
4	0.149	1.423	1.148	0.252	48
5	-0.099	1.485	-0.764	0.445	44
6	-0.465	2.189	-3.581***	0.000	47
7	-0.113	1.387	-0.869	0.385	46
8	0.194	1.492	1.492	0.136	55
9	0.044	1.435	0.339	0.735	49
10	0.116	1.467	0.898	0.370	51
11	0.143	1.270	1.099	0.272	52
12	-0.173	1.276	-1.334	0.183	41
13	0.017	1.563	0.130	0.897	47
14	-0.145	1.429	-1.119	0.264	46
15	0.145	1.395	1.117	0.264	53
16	-0.005	1.605	-0.042	0.966	53
17	0.252	1.737	1.944*	0.052	57
18	0.045	1.798	0.346	0.730	53
19	0.125	1.643	0.962	0.337	45
20	-0.085	1.383	-0.658	0.511	44
21	0.105	1.481	0.807	0.420	50
22	0.119	1.537	0.917	0.359	54
23	-0.048	1.614	-0.372	0.710	46
24	0.075	1.307	0.577	0.564	49
25	0.035	1.252	0.270	0.788	46
26	0.026	1.513	0.200	0.842	41
27	-0.074	1.410	-0.570	0.569	44
28	0.010	1.180	0.077	0.939	48
29	-0.017	1.162	-0.129	0.897	45
30	0.032	1.317	0.243	0.808	48

\*達10%顯著水準，\*\*達5%顯著水準，\*\*\*達1%顯著水準

表4-2 臺灣公司治理100指數新增股之異常報酬率

Event Day	AAR	STD	t-value	p-value	Percent>0
-10	-0.083	1.451	-0.327	0.744	48
-9	0.040	1.381	0.157	0.876	53
-8	-0.363	1.277	-1.426	0.156	38
-7	-0.155	1.622	-0.607	0.545	48
-6	0.007	1.423	0.029	0.977	47
-5	0.092	1.670	0.361	0.718	48
-4	0.245	2.001	0.962	0.338	49
-3	0.089	1.369	0.351	0.726	48
-2	0.106	1.519	0.416	0.678	53
-1	0.799	1.525	3.136***	0.002	75
0	-0.095	2.082	-0.373	0.709	38
1	-0.012	1.653	-0.049	0.961	43
2	-0.172	1.379	-0.674	0.501	46
3	0.028	1.681	0.109	0.913	43
4	0.210	1.588	0.825	0.411	53
5	-0.195	1.526	-0.765	0.446	43
6	-0.721	2.325	-2.832***	0.005	44
7	-0.294	1.433	-1.154	0.251	43
8	0.277	1.787	1.087	0.279	50
9	0.058	1.680	0.226	0.822	54
10	0.299	1.684	1.175	0.242	57
11	0.314	1.427	1.231	0.221	57
12	-0.271	1.392	-1.063	0.290	38
13	0.360	1.669	1.411	0.161	58
14	-0.245	1.682	-0.963	0.338	48
15	0.247	1.522	0.970	0.334	56
16	-0.200	1.624	-0.783	0.435	53
17	0.235	2.068	0.921	0.359	63
18	0.024	2.203	0.094	0.925	52
19	0.512	2.281	2.009**	0.047	50
20	0.241	1.553	0.945	0.346	53
21	0.139	1.554	0.545	0.587	50
22	0.219	1.509	0.859	0.392	53
23	-0.021	1.786	-0.083	0.934	45
24	0.075	1.564	0.292	0.770	48
25	0.388	1.464	1.523	0.131	53
26	-0.059	1.880	-0.232	0.817	41
27	-0.123	1.457	-0.483	0.630	48
28	0.037	1.183	0.145	0.885	48
29	0.036	1.416	0.142	0.888	48
30	0.040	1.640	0.158	0.875	42

\*達10%顯著水準，\*\*達5%顯著水準，\*\*\*達1%顯著水準

表4-3 臺灣公司治理100指數剔除股之異常報酬率

Event Day	AAR	STD	t-value	p-value	Percent>0
-10	0.055	1.568	0.230	0.818	55
-9	0.220	1.668	0.918	0.360	59
-8	0.046	1.581	0.191	0.849	47
-7	-0.057	1.824	-0.236	0.814	42
-6	0.011	1.915	0.046	0.964	42
-5	0.085	1.484	0.354	0.724	53
-4	0.080	1.444	0.333	0.739	49
-3	-0.060	1.638	-0.249	0.804	41
-2	0.391	2.073	1.629	0.106	53
-1	-0.016	1.423	-0.069	0.946	50
0	-0.062	1.787	-0.260	0.796	49
1	0.091	1.601	0.378	0.706	58
2	-0.397	1.539	-1.654	0.101	36
3	-0.343	1.242	-1.428	0.156	33
4	0.445	1.478	1.855*	0.066	55
5	-0.336	1.768	-1.399	0.164	34
6	-0.880	2.248	-3.666***	0.000	41
7	-0.127	2.019	-0.531	0.596	49
8	0.482	2.207	2.007**	0.047	59
9	0.138	2.041	0.576	0.566	52
10	0.207	1.238	0.862	0.390	53
11	0.316	1.973	1.316	0.191	55
12	-0.050	1.550	-0.209	0.835	41
13	-0.266	1.643	-1.109	0.270	39
14	-0.402	1.991	-1.675*	0.097	42
15	0.250	2.044	1.040	0.300	50
16	0.207	2.003	0.863	0.390	48
17	0.014	1.739	0.059	0.953	49
18	-0.026	1.958	-0.110	0.913	52
19	-0.038	1.826	-0.160	0.873	44
20	-0.010	1.826	-0.040	0.968	47
21	0.418	1.843	1.742*	0.084	53
22	0.387	1.749	1.612	0.110	61
23	-0.242	1.890	-1.007	0.316	42
24	-0.174	1.853	-0.726	0.470	40
25	0.039	1.599	0.163	0.871	47
26	-0.012	1.748	-0.052	0.959	42
27	0.053	1.584	0.220	0.826	49
28	-0.007	1.215	-0.031	0.975	49
29	0.086	1.564	0.359	0.720	47
30	0.098	1.416	0.407	0.683	43

\*達10%顯著水準，\*\*達5%顯著水準，\*\*\*達1%顯著水準

由圖4-2及表4-2得知，臺灣公司治理100指數新增股於生效日前6日( $t=-6$ )開始出現不顯著的正異常報酬率，在生效日前1日( $t=-1$ )的異常報酬率為0.799，且 $t$ 值(3.316)具有1%以下的顯著水準，可發現自事件生效日前1日有先期反應的現象，於生效日當日( $t=0$ )則出現不顯著的負異常報酬率-0.095，在生效日後第6日( $t=6$ )的異常報酬率為-0.721達到最低點，且 $t$ 值(-2.832)具有1%以下的顯著水準，在生效日後第19日( $t=19$ )的異常報酬率為0.512達到最高點，且 $t$ 值(2.009)具有5%以下的顯著水準，可知生效日後報酬率有由負轉正的趨勢，由此可推斷第12天、第14天及第16天所呈現的負異常報酬率的情形可能為短暫現象，觀察後續事件日的異常報酬率有逐步遞增的現象。由此可知，臺灣公司治理100指數新增股宣告仍具有宣告效果，只是於生效前1日提前反應，並可發現自事件生效日後第8天( $t=8$ )起開始呈現明顯的正異常報酬率遞增效果，且隨著事件期的增加，效果愈明顯，尚可支持Shleifer(1986)在研究1976年至1983年期間331檔新股票被納入S&P500指數成分股的分析，發現新增股股價上升的價格效果會持續地存在，且價格效果至少持續10天以上。

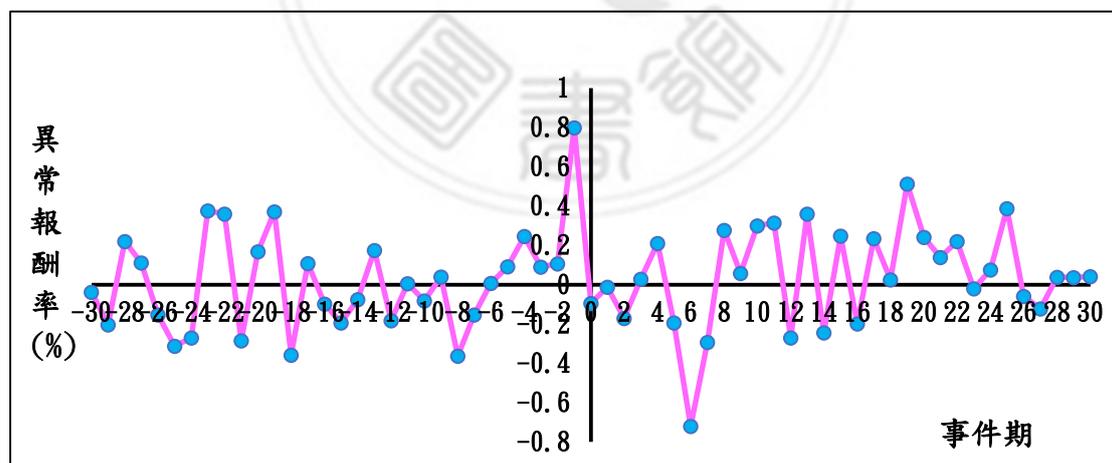


圖4-2 臺灣公司治理100指數新增股之異常報酬率

由圖4-3及表4-3得知，剔除股於生效日( $t=0$ )出現負的異常報酬率-0.062，惟不顯著，於生效後第4日( $t=4$ )出現短暫的反彈後，市場上依舊呈現賣壓，且跌幅有擴大的趨勢，在生效日後第6日( $t=6$ )的異常報酬率為-0.880達到最低點，且 $t$ 值(-3.666)具有1%以下的顯著水準，在生效日後第8日( $t=8$ )的異常報酬率為0.482，且

t值(2.007)具有5%以下的顯著水準，價格開始出現反轉的現象，呈現跌幅收斂反彈向上型態。由此可知，臺灣公司治理100指數剔除股於生效日出現不顯著的負異常報酬率，且於生效後7天的交易日內依舊呈現賣壓，尚符合訊息內涵假說，第8日起價格又有反轉的現象，而後價格回到應有的水準，符合價格壓力假說。

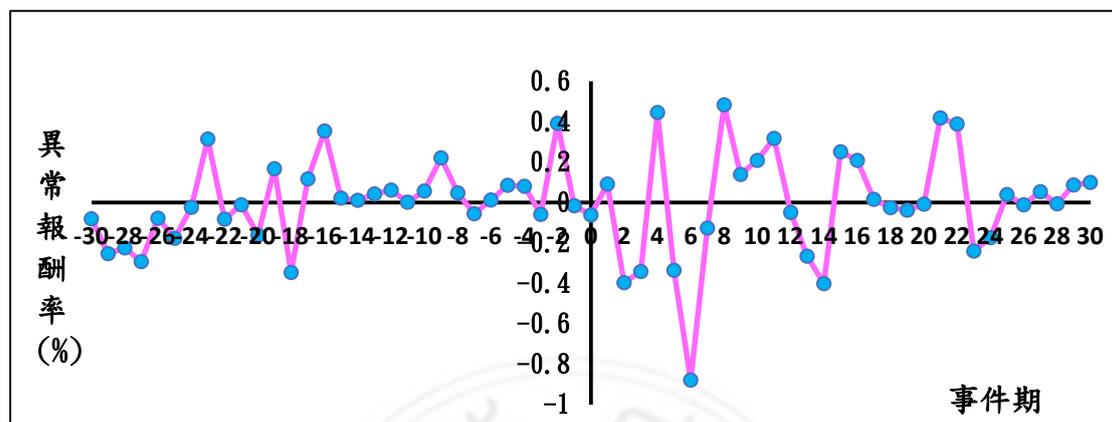


圖4-3 臺灣公司治理100指數剔除股之異常報酬率

圖4-4描繪臺灣公司治理100指數成分股、新增股與剔除股在事件期(-30~30)日的累積異常報酬率。為了更深入探討，如表4-4所示，本研究將事件期分為13個窗口進行t檢定，以瞭解各事件窗口異常報酬率的狀況，首先成分股在事件窗口(-22,-3)的累積異常報酬率為0.913，且t值(2.183)具有5%以下的顯著水準，在事件窗口(-7,0)亦呈現正的累積異常報酬率0.780，且t值(1.936)具有10%以下的顯著水準，這表示當臺灣公司治理100指數於生效日前有先期反應的現象，在事件窗口(0,1)、(0,2)、(0,7)則出現顯著的負累積異常報酬率。由此可知，當臺灣公司治理100指數宣告成分股時，現貨市場的股價呈現顯著的下跌。在事件窗口(8,22)出現顯著的正累積異常報酬率，可推斷為股價出現支撐，且呈現跌幅收斂反彈向上型態。

新增股部分，在事件窗口(0,2)的累積異常報酬率為-0.279，且t值(-2.024)具有5%以下的顯著水準，在事件窗口(0,7)亦呈現負的累積異常報酬率-1.252，且t值(-4.195)具有1%以下的顯著水準，這表示當臺灣公司治理100指數宣告新增股加入時，現貨市場的股價呈現顯著的下跌。其次，在事件窗口(8,22)出現正的累積異

常報酬率2.207，且t值(2.463)具有5%以下的顯著水準，可推斷為股價出現支撐，且呈現跌幅收斂反彈向上型態。

在剔除股部分，在事件日生效前(-1,0)之累計報酬率為-0.079，且t值(-1.717)具有10%以下的顯著水準，在事件窗口(0,7)亦呈現負的累積報酬率-1.610，且t值(-2.129)具有5%以下的顯著水準，這表示剔除股在事件生效前1日即存在負的累積異常報酬率，在生效日後報酬率持續下跌，在事件窗口(8,22)出現正的累積異常報酬率1.626，且t值(1.67)具有10%以下的顯著水準，尚可推斷為股價出現支撐，且呈現跌幅收斂反彈向上型態。

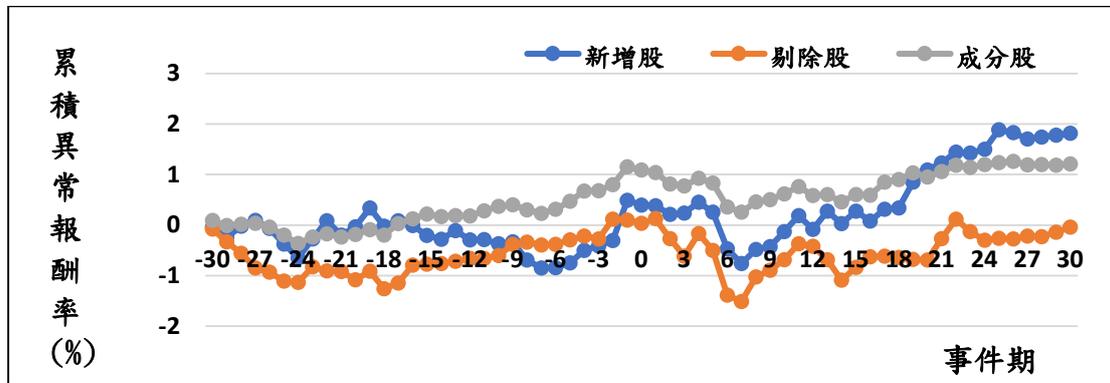


圖4-4 成分股、新增股及剔除股之累積異常報酬率

表4-4 成分股、新增股及剔除股之累積異常報酬率分析

事件窗口	成分股(N=498)		新增股(N=120)		剔除股(N=116)	
	CAR	t 值	CAR	t 值	CAR	t 值
(-22,-3)	0.913	2.183**	-0.141	-0.146	0.545	0.857
(-22,-8)	0.537	1.549	-0.420	-0.464	0.486	0.779
(-12,-3)	0.487	1.626	-0.305	-0.562	0.443	1.740*
(-7,0)	0.780	1.936*	1.089	1.303	0.372	0.869
(-2,0)	0.405	1.117	0.810	0.997	0.312	0.723
(-1,0)	0.290	0.697	0.704	0.787	-0.079	-1.717*
(-2,2)	0.125	0.268	0.625	0.596	0.006	0.011
(0,1)	-0.116	-10.980***	-0.108	-1.301	0.028	0.185
(0,2)	-0.342	-2.027**	-0.279	-2.024**	-0.369	-0.853
(0,7)	-0.912	-3.110***	-1.252	-4.195***	-1.610	-2.129**
(3,12)	-0.246	-0.442	-0.296	-0.339	-0.148	-0.120
(8,22)	0.895	1.905*	2.207	2.463**	1.626	1.670*
(3,22)	0.326	0.442	1.235	0.926	0.386	0.249

\*達10%顯著水準，\*\*達5%顯著水準，\*\*\*達1%顯著水準

二、異常交易量率分析：

表 4-5 臺灣公司治理 100 指數成分股之異常交易量率

Event Day	AVR	STD	t-value	p-value	Percent>0
-10	0.002	0.936	0.029	0.977	33
-9	0.055	0.854	1.071	0.285	38
-8	-0.003	0.738	-0.068	0.946	35
-7	0.069	1.038	1.344	0.180	37
-6	0.065	0.897	1.260	0.208	36
-5	0.019	0.834	0.363	0.717	35
-4	0.018	0.819	0.348	0.728	34
-3	0.012	1.079	0.233	0.816	33
-2	0.004	0.839	0.074	0.941	36
-1	0.067	0.817	1.303	0.193	38
0	0.113	0.955	2.202**	0.028	40
1	0.016	1.124	0.304	0.762	34
2	0.014	0.909	0.274	0.784	34
3	0.033	1.067	0.650	0.516	34
4	0.059	1.020	1.146	0.252	34
5	0.123	1.237	2.396**	0.017	34
6	0.065	1.223	1.261	0.208	32
7	0.095	1.353	1.863*	0.063	33
8	0.151	1.352	2.952***	0.003	37
9	0.071	1.023	1.386	0.166	36
10	0.129	1.108	2.514**	0.012	40
11	0.109	1.147	2.136**	0.033	37
12	0.063	1.064	1.223	0.222	35
13	0.065	1.175	1.274	0.203	37
14	0.068	0.971	1.331	0.184	38
15	0.084	1.019	1.640	0.102	39
16	0.056	1.075	1.085	0.279	34
17	0.081	0.942	1.576	0.116	39
18	0.012	0.858	0.236	0.813	35
19	0.018	1.255	0.354	0.723	32
20	0.003	1.067	0.052	0.959	32
21	-0.054	0.822	-1.059	0.290	32
22	-0.005	1.109	-0.094	0.925	31
23	0.032	1.418	0.628	0.530	33
24	0.053	1.165	1.026	0.306	32
25	-0.011	1.035	-0.214	0.831	32
26	0.001	1.023	0.017	0.986	30
27	0.018	1.171	0.352	0.725	30
28	-0.016	0.962	-0.311	0.756	34
29	-0.127	0.865	-2.487**	0.013	26
30	-0.028	0.965	-0.540	0.590	31

\*達10%顯著水準，\*\*達5%顯著水準，\*\*\*達1%顯著水準

表 4-6 臺灣公司治理 100 指數新增股之異常交易量率

Event Day	AVR	STD	t-value	p-value	Percent>0
-10	-0.066	0.739	-0.815	0.416	30
-9	0.131	1.112	1.614	0.109	37
-8	0.072	0.901	0.883	0.379	39
-7	0.011	0.886	0.131	0.896	35
-6	0.029	0.930	0.352	0.726	33
-5	0.013	0.975	0.155	0.877	29
-4	0.003	0.819	0.038	0.970	36
-3	0.008	0.858	0.097	0.923	33
-2	-0.032	0.904	-0.392	0.696	34
-1	0.077	0.924	0.945	0.347	43
0	0.182	1.148	2.242**	0.027	36
1	0.152	1.651	1.877*	0.063	36
2	0.064	1.149	0.794	0.429	35
3	0.057	1.168	0.706	0.482	33
4	0.073	1.142	0.898	0.371	31
5	0.088	1.080	1.090	0.278	34
6	-0.043	0.994	-0.531	0.597	27
7	-0.105	0.857	-1.296	0.198	24
8	0.037	1.067	0.460	0.646	33
9	0.036	1.000	0.448	0.655	35
10	0.017	0.923	0.215	0.830	37
11	-0.024	0.933	-0.296	0.768	34
12	-0.062	0.872	-0.768	0.444	30
13	0.014	0.985	0.177	0.860	37
14	0.029	1.095	0.355	0.724	33
15	0.065	1.210	0.795	0.428	37
16	-0.034	0.823	-0.416	0.678	35
17	-0.041	0.821	-0.500	0.618	38
18	-0.006	0.846	-0.072	0.943	33
19	0.023	1.058	0.278	0.782	38
20	-0.066	0.773	-0.816	0.416	34
21	-0.173	0.566	-2.135**	0.035	29
22	-0.100	0.813	-1.235	0.219	29
23	-0.025	1.138	-0.303	0.762	30
24	-0.018	1.132	-0.226	0.822	30
25	0.075	1.269	0.927	0.356	34
26	0.113	1.303	1.392	0.167	31
27	0.078	1.130	0.956	0.341	36
28	-0.039	1.143	-0.481	0.632	27
29	-0.081	0.958	-1.000	0.319	28
30	-0.005	1.069	-0.063	0.950	29

\*達10%顯著水準，\*\*達5%顯著水準，\*\*\*達1%顯著水準

表 4-7 臺灣公司治理 100 指數剔除股之異常交易量率

Event Day	AVR	STD	t-value	p-value	Percent>0
-10	0.061	0.901	0.302	0.763	39
-9	0.051	0.788	0.254	0.800	38
-8	0.055	0.841	0.272	0.786	41
-7	0.243	1.545	1.206	0.230	39
-6	0.313	2.315	1.552	0.124	39
-5	0.063	1.227	0.312	0.756	28
-4	0.104	1.569	0.519	0.605	34
-3	0.506	3.215	2.514**	0.013	34
-2	0.646	3.111	3.209***	0.002	42
-1	0.688	5.002	3.415***	0.001	40
0	0.236	1.523	1.171	0.244	38
1	0.101	1.452	0.501	0.617	29
2	-0.009	0.914	-0.046	0.963	29
3	0.021	0.915	0.103	0.918	35
4	-0.023	0.878	-0.116	0.908	28
5	0.057	1.147	0.282	0.779	37
6	-0.149	0.654	-0.742	0.460	29
7	-0.084	0.846	-0.415	0.679	29
8	0.092	1.354	0.457	0.648	34
9	0.203	2.140	1.005	0.317	32
10	0.264	2.845	1.309	0.193	33
11	0.351	2.673	1.742*	0.084	37
12	0.236	2.204	1.169	0.245	35
13	0.167	1.630	0.831	0.408	33
14	0.232	2.716	1.150	0.253	35
15	0.220	1.802	1.094	0.276	32
16	0.349	2.569	1.734*	0.086	37
17	0.376	2.684	1.868*	0.064	32
18	0.319	2.213	1.583	0.116	42
19	0.206	1.451	1.022	0.309	38
20	0.356	2.514	1.770*	0.079	33
21	0.315	2.176	1.566	0.120	31
22	0.877	4.780	4.352***	0.000	30
23	0.357	2.138	1.773*	0.079	30
24	0.225	1.603	1.116	0.267	34
25	0.243	1.633	1.209	0.229	33
26	0.152	2.044	0.754	0.452	29
27	0.372	2.461	1.845*	0.068	27
28	0.167	1.477	0.829	0.409	31
29	0.016	1.200	0.081	0.936	28
30	0.317	3.444	1.575	0.118	34

\*達10%顯著水準，\*\*達5%顯著水準，\*\*\*達1%顯著水準

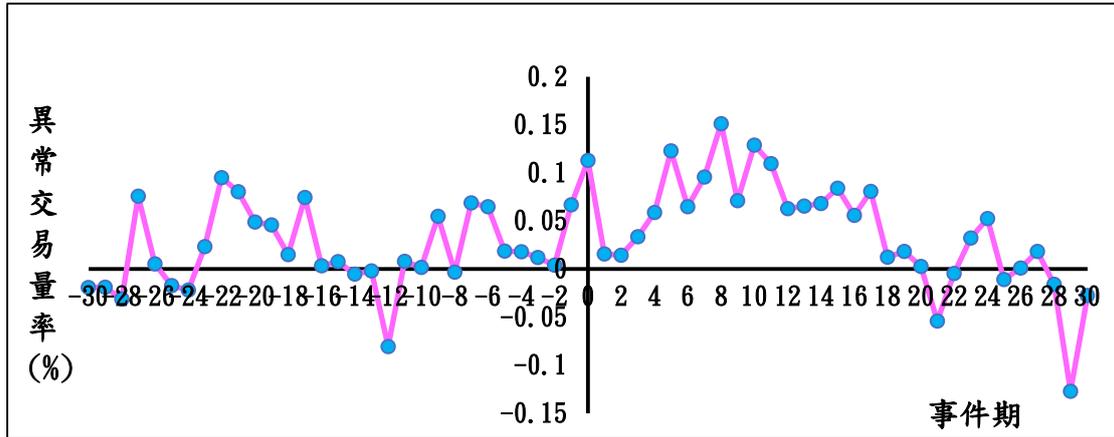


圖4-5 臺灣公司治理100指數成分股之異常交易量率

由圖4-5及表4-5可得知，臺灣公司治理100指數成分股於生效前7日至生效前1日均為不顯著的正異常交易量率，且在生效當日(t=0)及生效後第5、7、8、10、11日有顯著的正異常交易量率，並在生效日後第8日(t=8)的異常交易量率為0.151達到最高點，且t值(2.952)具有1%以下的顯著水準。由表4-1及表4-5相互對照，可以合理懷疑機構投資者早已預知臺灣公司治理100指數成分股調整內容，在生效前6日開始慢慢墊高股價，於生效前1日將股價拉抬到最高，吸引一般投資者的注意，並在生效日後7日內大量拋售，讓一般投資者高接股票，從中賺取價差，另於生效後第8日開始趁局勢混亂之際逢低承接，利用高出低進手法，拉大機構投資者與一般投資者的持股成本，以利於股價在未來的推升。

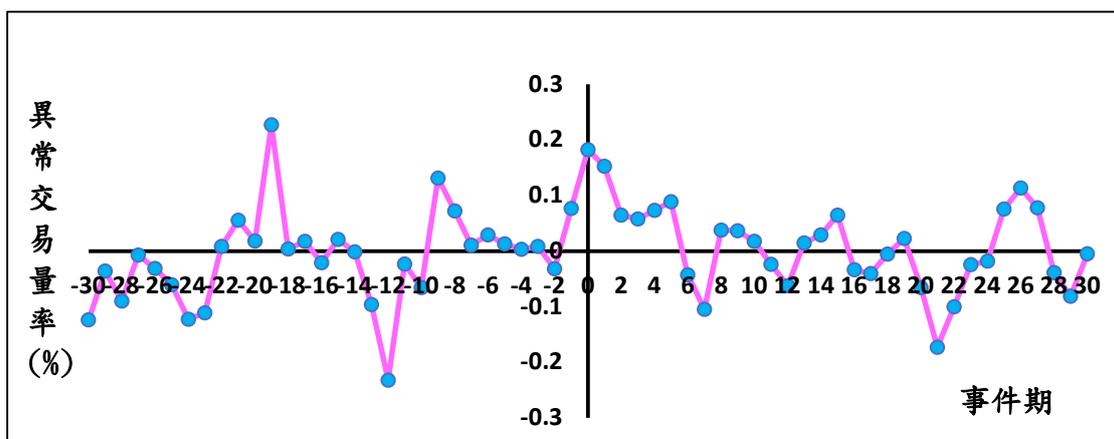


圖4-6 臺灣公司治理100指數新增股之異常交易量率

由圖4-6及表4-6可得知，臺灣公司治理100指數新增股於生效日( $t=0$ )及生效次日( $t=1$ )有顯著的正異常交易量率，AVR分別為0.182及0.152， $t$ 值分別為2.242及1.877，與生效前1日( $t=-1$ )及生效前2日( $t=-2$ )的異常交易量及 $t$ 值來比較，有明顯高於生效前2個交易日。由表4-2及表4-6相互對照，亦可以合理懷疑機構投資者早已預知臺灣公司治理100指數新增股調整內容，在生效前6日開始慢慢墊高股價，於生效前1日將股價拉升到最高，吸引一般投資者的注意，並在生效日及生效後第1日大量拋售持股，並刻意壓低股價，讓短線的投資者賣出手中持股，另於生效後第8日開始趁局勢混亂之際逢低承接，利用高出低進手法，拉大機構投資者與一般投資者的持股成本，以利於股價在未來的推升。

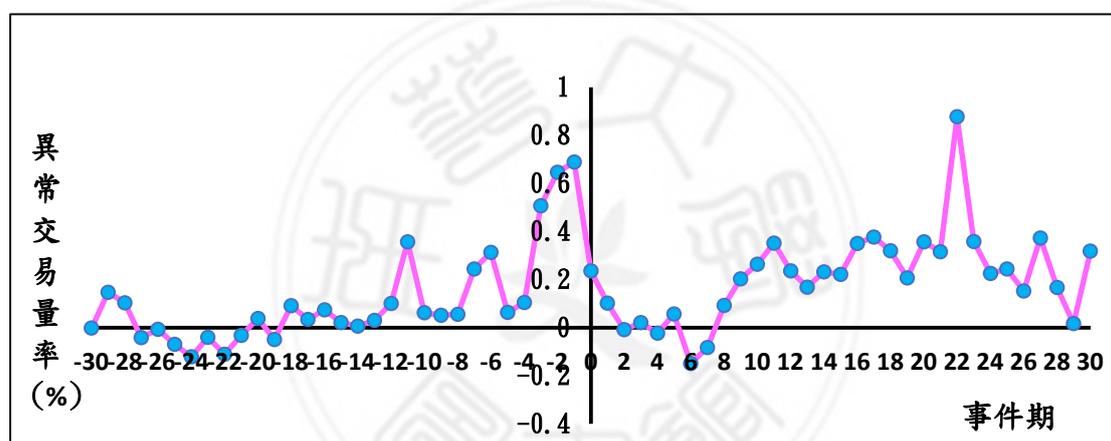


圖4-7 臺灣公司治理100指數剔除股之異常交易量率

由圖4-7及表4-7可得知，剔除股在事件生效前7日( $t=-7$ )異常交易量率均大於零，並於生效前3個交易日，有顯著的正異常交易量率，AVR分別為0.506、0.646及0.688， $t$ 值分別為2.514、3.209及3.415，與生效後7日內( $t=1\sim7$ )的異常交易量及 $t$ 值來比較，有明顯高於生效後7個交易日。可推測機構投資者早已預知臺灣公司治理100指數剔除股調整內容，並在生效前3日至生效前1日大量拋售機構持股。另外，在生效日後第8日( $t=8$ )開始的異常交易量率均大於零，且在生效日後第22日( $t=22$ )異常交易量率為0.877達到最高點，且 $t$ 值(4.352)具有1%以下的顯著水準，並與表4-3相互對照，可推斷為因股價出現支撐，且呈現跌幅收斂反彈向上型態，故交易轉趨熱絡。

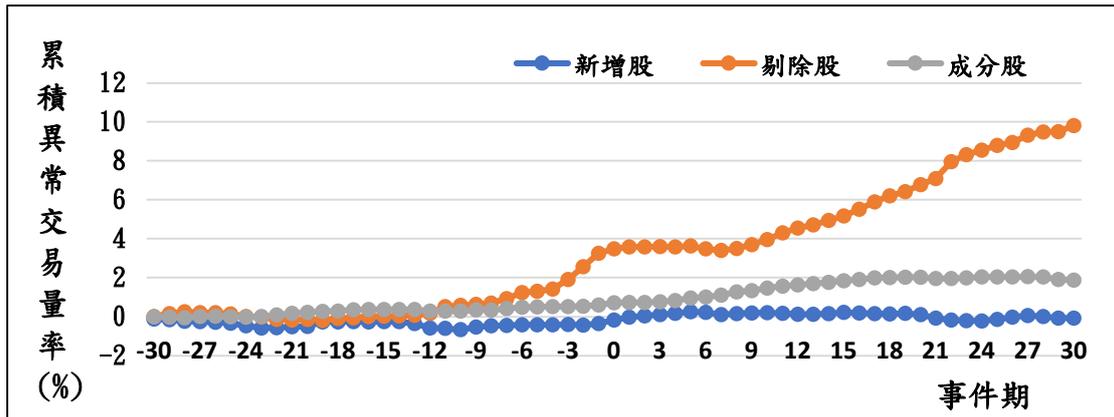


圖4-8 成分股、新增股、剔除股之累積異常交易量率

圖4-8描繪臺灣公司治理100指數成分股、新增股與剔除股在事件期(-30~30)日的累積異常交易量率。為了更深入探討，如表4-8所示，本研究將事件期分為13個窗口進行t檢定，以瞭解各事件窗口的異常交易量率是否大於零，首先成分股在各事件窗口的異常交易量率均大於零，除窗口(-12,-3)、(0,1)及(0,2)之累積異常交易量率不顯著外，餘窗口均達顯著效果，顯示臺灣公司治理100指數成分股在事件生效前後交易十分熱絡。

在新增股部分，事件窗口(-22,-3)、(-22,-8)、(-7,0)、(-2,0)及(3,12)均為不顯著的正累積異常交易量率，事件窗口(-12,-3)、(8,22)及(3,22)則為不顯著的負累積異常交易量率，然而在事件窗口(-1,0)、(-2,2)、(0,1)、(0,2)及(0,7)的累積異常交易量率均為正值，且達顯著效果。由窗口(-22,-8)、(-7,0)、(-1,0)、(0,1)、(0,7)及(8,22)CAVR及t值得知，事件生效前交易量正常，事件窗口(-1,0)的為累積異常交易量率為0.259，且t值(2.457)具有5%以下的顯著水準，顯示交易量開始有增加的趨勢，在事件窗口(0,7)的為累積異常交易量率為0.469，且t值(3.134)具有1%以下的顯著水準，達到最高點，顯示交易活動非常熱絡，而後又開始下降，在窗口(8,22)的累積異常交易量率降為負值，逐漸回復正常的交易量水準，這結果符合學者Woolridge and Ghosh(1986)之研究結果，新增股交易量的相對流動性，當月是增加的，但是在次月的相對流動性卻是下降。

在剔除股部分，各事件窗口的異常交易量率均大於零，除事件窗口(0,2)、(0,7)累積異常交易量率並不顯著外，其餘事件窗口之累積異常交易量率則十分顯著，顯示臺灣公司治理100指數剔除股在事件生效前後交易亦十分熱絡。

另外，由表4-4及表4-8相互對照，不論在成份股或新增股部分，可以推論有機構投資在事件窗口(-7,0)墊高股價及在事件窗口(0,7)拋售持股的跡象，且在事件窗口(8,22)有價量齊揚的現象，更可斷定機構投資者主要目的在於墊高其他投資者的平均持股成本，並且讓短線投資者退場，以利進一步拉抬股價。

表4-8 成份股、新增股及剔除股之累積異常交易量率分析

事件窗口	成份股(N=498)		新增股(N=120)		剔除股(N=116)	
	CAVR	t 值	CAVR	t 值	CAVR	t 值
(-22,-3)	0.523	2.880***	0.175	0.445	1.949	2.939***
(-22,-8)	0.341	1.988**	0.112	0.283	0.720	1.826*
(-12,-3)	0.162	1.187	-0.057	-0.187	1.852	3.653***
(-7,0)	0.365	3.374***	0.290	1.546	2.799	4.166***
(-2,0)	0.183	1.935*	0.227	1.225	1.570	3.627***
(-1,0)	0.179	3.902***	0.259	2.457**	0.924	2.043**
(-2,2)	0.213	1.741*	0.444	1.856*	1.662	2.974***
(0,1)	0.128	1.320	0.334	11.279***	0.337	2.496***
(0,2)	0.142	1.453	0.399	3.767***	0.327	1.540
(0,7)	0.517	17.058***	0.469	3.134***	0.149	0.922
(3,12)	0.897	6.685***	0.075	0.252	0.966	2.600***
(8,22)	0.850	4.051***	-0.285	-1.173	4.563	6.627***
(3,22)	1.225	5.497***	-0.214	-0.707	4.384	4.497***

\*達10%顯著水準，\*\*達5%顯著水準，\*\*\*達1%顯著水準

## 第二節 迴歸分析

### 一、宣告效果的預測力：

為了進一步觀察新增股與剔除股在事件日窗口的宣告效果預測力，本研究以迴歸方式嘗試透過宣告期間(5天)的累積異常報酬率，來預測宣告後10天、20天的成份股異動的宣告效果，有關於臺灣公司治理100指數新增股與剔除股之宣告效果預測力的迴歸分析，公式如下所示：

$$CAR(+3, t)_i = \gamma_0 + \gamma_1 CAR(-2, +2) + \varepsilon_i \quad (4-1)$$

$CAR(+3, t)_i$ ：第i事件在第t時間內的累積異常報酬率， $t=10$  or  $t=20$ 。

$CAR(-2, +2)_i$ ：第i事件在宣告日的前2日到後2日的累積異常報酬率。

由表4-9可知，在新增股部分，當宣告時之累積異常報酬率 $CAR(-2, +2)$ 正值愈大，其宣告後10天的累積異常報酬率 $CAR(3,12)$ 也愈大( $\gamma_1=0.065$ )，惟t值不顯著，這表示新增股在宣告時之累積異常報酬率 $CAR(-2, +2)$ 並不足以預測宣告後10天 $CAR(3,12)$ 的累積異常報酬率，宣告期間的正報酬並不保證宣告後10天仍是正報酬，兩者間並無顯著的關聯性( $R^2=0.002$ )；宣告時之累積異常報酬率 $CAR(-2, +2)$ 正值愈大，而宣告後20天的累積異常報酬率 $CAR(3,22)$ 亦愈大( $\gamma_1=0.331$ )，且t值(1.983)具有5%以下的顯著水準，兩者間有關聯性( $R^2=0.032$ )，這表示新增股在 $CAR(3,22)$ 能被宣告日窗口 $CAR(-2, +2)$ 所預期。

在剔除股部分，當宣告時之累積異常報酬率 $CAR(-2, +2)$ 負值愈大，宣告後10天及20天的股價表現也就愈不理想( $\gamma_1=0.273$ 、 $0.573$ )，且t檢定值皆顯著，這代表了剔除股在宣告時的累積異常報酬率預測了宣告後的異常報酬率，兩者間有關聯性( $R^2=0.039$ 、 $0.050$ )。

表4-9 新增股與剔除股之宣告效果預測力分析

	新增股(N=120)		剔除股(N=116)	
	CAR(3,12)	CAR(3,22)	CAR(3,12)	CAR(3,22)
$\gamma_0$	-0.337	1.028	-0.150	0.382
(t 值)	0.780	1.597	-0.350	0.488
$\gamma_1$	0.065	0.331	0.273	0.573
(t 值)	0.581	1.983**	2.146**	2.469**
$R^2$	0.002	0.032	0.039	0.050
F	0.338	3.933	4.603	6.097

\*達10%顯著水準，\*\*達5%顯著水準，\*\*\*達1%顯著水準

二、異常報酬率與異常交易量率的關係：

本研究採用Shleifer(1986)之迴歸公式，檢驗生效日的異常報酬率與異常交易量率之間的關係，檢驗不完全替代假說，公式如下所示：

$$\text{RETURN}_i = \gamma_0 + \gamma_1 \text{ABADVOL} + \varepsilon_i \quad (4-2)$$

RETURN：生效日異常報酬率。

ABADVOL：生效日異常交易量率。

$\gamma_0 \sim \gamma_1$ ：估計參數  $\varepsilon$ ：誤差項。

由表4-10可得知，新增股生效日異常交易量率 $\gamma_1$ 係數為0.798，且t值(5.327)具有1%以下的顯著水準，這表示新增股生效日異常報酬率與生效日異常交易量率呈顯著的正相關，符合不完全替代假說；剔除股生效日異常交易量率 $\gamma_1$ 係數為-0.091，t值(-0.831)並不顯著，顯示剔除股生效日異常報酬率與生效日異常交易量率沒有充分證據支持不完全替代假說。

表4-10 異常報酬率與異常交易量之關聯分析

	新增股(N=120)	剔除股(N=116)
	RETURN	RETURN
$\gamma_0$	-0.024	-0.041
(t 值)	-1.385	-0.243
$\gamma_1$	0.798	-0.091
(t 值)	5.327***	-0.831
$R^2$	0.194	0.006
F	28.372	0.690

\*達10%顯著水準，\*\*達5%顯著水準，\*\*\*達1%顯著水準

## 第五章 結論與建議

### 第一節 結論

本研究運用事件研究法，探討臺灣公司治理100指數成分股的變動，所引起之宣告效果對股票異常報酬率及異常交易量率的影響。再者，深入探討有關於臺灣公司治理100指數成分股異動之宣告效果預測力，以及對於生效當日之異常報酬率與異常交易量率的關係。

在價格效果方面，實證結果顯示，臺灣公司治理100指數成分股及新增股在事件生效前1日有顯著的正異常報酬，表示成分股及新增股的宣告仍具有宣告效果，只是於生效前1日提前反應，隱含著成分股審核結果公布前，似乎有資訊不對稱及內線交易的現象發生。另外，新增股自事件生效日後第8日起開始呈現明顯的正異常報酬率遞增效果，且隨著事件期的增加，效果愈明顯，尚符合Shleifer(1986)研究S&P 500指數成分股的分析，發現新增股股價上升的價格效果會持續存在，且價格效果至少持續10日以上。至於剔除股方面，雖於生效日出現不顯著的負異常報酬率，惟生效後7日內的交易依舊呈現賣壓，這樣的宣告效果也與訊息內涵假說一致，第8日起價格又有反轉的現象，而後價格回到應有的水準，符合價格壓力假說。

在異常交易量率檢定方面，實證結果顯示，臺灣公司治理100指數成分股及新增股在事件生效日均有顯著的正異常交易量率，然而剔除股在事件生效當日則出現不顯著的正異常交易量率，惟於事件生效前1日至前3日均出現顯著的正異常交易量率。另外，在表4-8累積異常交易量率分析方面，實證結果發現，新增股在事件生效前交易量正常，然而在事件窗口(-1,0)、(-2,2)、(0,1)及(0,7)顯示交易活動非常熱絡，而後逐漸回復正常的交易量水準，結果符合學者Woolridge and Ghosh(1986)之研究結果，新增股交易量的相對流動性，當月是增加的，但是在次月的相對流動性卻是下降。

在累積異常報酬率CAR(-2,+2)宣告效果的預測力，新增股並不足以預測宣告後10天的累積異常報酬率CAR(3,12)，兩者間並無顯著的關聯性，但可預測宣告後20天的累積異常報酬率CAR(3,22)，兩者間有顯著的關聯性；而剔除股部分則皆能預測宣告後10、20天的累積異常報酬率，兩者間有顯著的關聯性。另外，探討臺灣公司治理100指數異動股於生效日異常報酬率與異常交易量率之關係，發現新增股異常報酬率與異常交易量率呈顯著的正相關，符合不完全替代假說，至於剔除股生效日異常報酬率與異常交易量率則沒有充分證據顯示支持不完全替代假說。

本文主要以臺灣公司治理100指數為研究對象，對成分股異動的宣告效果進行實證分析，與過去文獻相較，大部分的文獻指出若有公司的股票被選入某指數成分股時，於宣告日皆有異常的報酬產生，然而本文也不例外。但本文與過去大部分的文獻不同的地方，在於發現臺灣公司治理100指數成分股審核結果公布前，似乎隱含著有資訊不對稱及內線交易的現象發生，這也是本文最大的貢獻。

探究上述資訊不對稱及內線交易的現象可能發生的原因，依臺灣公司治理100指數編製規則，成分股每年7月會定期審核調整一次，並於審核月份，第12個營業日收盤後於臺灣指數公司官網公告指數成分股新增及刪除之名單，第13個營業日生效，審核月份第7個營業日發布技術通知即是生效日前第6日( $t=-6$ )，對照本文實證結果，可發現臺灣公司治理100指數成分股或新增股皆於生效日前6日( $t=-6$ )開始出現不顯著的正異常報酬率，在生效日前1日( $t=-1$ )的異常報酬率達到最高，且具顯著水準。至於在剔除股方面，則在事件生效日前3個交易日，有顯著的正異常交易量率。

由本文的研究結果，可以充分且合理的懷疑臺灣指數公司於第7個營業日發布技術通知即有資訊外流的現象，讓得到資訊的機構投資者，在成份股及新增股操作方面，可以於生效前6日開始慢慢墊高股價，於生效前1日將股價拉到最高，並在生效日後7日內大量拋售，利用高出低進手法，拉大機構投資者與一般投資

者的持股成本，以利於股價在未來的推升。另外，在剔除股的操作方面，機構投資者則在生效前3日至生效前1日大量拋售機構持股。

## 第二節 研究限制與建議

### 一、對投資者的建議：

根據本文的研究，發現臺灣公司治理公司治理100指數可以作為一般投資者投資決策時參考的指標，且臺灣公司治理公司治理100指數成分股是由最近1年公司治理評鑑結果前20%中篩選出100檔股票所建立，有心的投資人可以透過該指數編製規則預知成分股調整內容。另外，本研究亦發現無論是成分股或新增股，自事件生效日後第8天起開始呈現明顯的正異常報酬率遞增效果，尤其以新增股的效果最明顯，建議一般投資人可以從臺灣公司治理公司治理100指數成分股審核結果公布後，自事件生效日後第7天收盤時買進新增股，並於事件生效日後第22天當日收盤時賣出，理論上應可以獲得+2.2%的異常報酬。

### 二、研究限制：

#### (一)系統性風險的限制

股票價格的變動除了與本身企業的營運獲利績效有關外，亦會受到全球整體經面的影響，而關於企業公司本身的獲利狀況所造成的股價漲跌稱之為非系統性風險，但如果是受到全球總體經濟面的影響所造成的股價波動，則稱之為系統性風險；當臺灣公司治理100指數成分股異動時，假如研究期間恰巧遇到全球股票市場走空頭時，被新增的個股卻不會有異常報酬的產生，即系統性風險所造成的偏誤情形。

#### (二)產業類股的限制

由於股票價格的變動亦可能受類股報酬的影響，這種現象在類股股價報酬出現差異時效果會更顯著，臺灣公司治理100指數的成分股涵蓋多項產業，而被選入該指數之成分股對於不同產業亦有不同股價報酬的問題，尤其近幾年來傳統產

業類股股價大幅修正，亦會對指數成分股異動是否有異常報酬的產生造成影響，此即產業類股報酬修正所造成的偏誤情形。

### 三、對後續研究者的建議：

本文針對臺灣公司治理100指數之異動成分股，選取5年期間之成分股調整事件作為樣本，來探討成分股調整是否產生異常報酬率或異常交易量率，由於該指數是新指數，本文研究期間較短，根據臺灣證券交易所的資料顯示，臺灣公司治理100指數高於臺灣加權指數，且金融監督管理委員會於2020年推動「公司治理3.0永續發展藍圖」的政策，致力於台灣上市(櫃)公司的永續發展，強調環境(Environmental)、社會(Social)與公司治理(Governance)的ESG目標。未來則可以持續關注，進行長期的研究，或是將事件期分割並採用不同區間進行研究，亦或採用其他會影響異常報酬率的因素作檢定，例如產業類別的影響，以獲得更佳研究結果。

## 參考文獻

### 一、中文部分

- 1.丁立平(2003)，「公司治理、會計資訊與公司價值關係之研究」，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。
- 2.伍偉榮(2005)，「摩根成分股調整對現股價量的影響」，國立中山大學財務管理學系碩士論文。
- 3.沈中華、李建然(2000)，事件研究法，台北：華泰文化出版。
- 4.李智清(2016)，「臺灣50指數與臺灣中型100指數成分股新增與剔除股票報酬之研究」，淡江大學財務金融學系碩士論文。
- 5.吳依正、廖永熙(2008)，「台灣50指數成分股異動對價格與成交量之影響」，台灣期貨與衍生性商品學刊，7期，第138-164頁。
- 6.林淑娟(2002)，「摩根台指成分股調整宣告對現貨市場之影響」，國立成功大學國際企業研究所碩士論文。
- 7.洪玉珊(2016)，「公司治理評鑑結果對股價之影響」，輔仁大學會計學系碩士論文。
- 8.郭懿萱(2009)，「社會責任指數之加入與剔除對股東財富之影響」，國立政治大學科技管理研究所碩士論文。
- 9.許璋慶(2010)，「MSCI台灣指數成分股調整，對股票報酬率之影響」，國立政治大學商學院經營管理碩士學程財管組碩士論文。
- 10.陳家瑋(2017)，「企業社會責任與股價異常報酬之探討」，健行科技大學財務金融系碩士論文。
- 11.陳勝源、李坤璋、崔靜菱、王昱凱(2017)，「亞洲公司治理評鑑與各國股價指數之關係」，會計審計論叢，第7卷第2期，第105-132頁。
- 12.黃瓊瑤、王癸元、張鳳真(2013)，「企業社會責任事件宣告與股價異常報酬之研究」，當代會計，第14卷第2期，第175-204頁。

- 13.楊馥如、王偉權、蘇柏諺、林惠雪(2016)，「指數成分股變動之異常報酬與公司治理」，*績效與策略研究*，第13卷第2期，第45-70頁。
- 14.鄭俊豪、黃永成、辜素敏(2007)，「公司治理評等結果對股票報酬之衝擊」，*高雄應用科技大學學報*，第36期，第207-224頁。
- 15.謝麗珠(2010)，「公司治理對指數成分股調整之價量效應影響：MSCI臺灣指數與臺灣50指數之實證分析」，*大葉大學企業管理學系碩士論文*。

## 二、英文部分

- 1.Dhillon, U. and Johnson, H. (1991), "Changes in the Standard and Poor's 500 list." *Journal of Business*, Vol.64, pp.75-85.
- 2.Erwin, G. R. and Miller, J. M. (1998), "The Liquidity Effects Associated with Addition of a stock to the S&P 500 Index: Evidence from Bid/ask Spreads." *The Financial Review*, Vol.33, pp.131-146.
- 3.Harris, L. and Gurel, E. (1986), "Price and Volume Effects associated with Changes in the S & P 500 list: New Evidence for the Existences of Price Pressures." *Journal of Finance*, Vol.41, pp.815-829.
- 4.Lamoureux, Christopher, G. and Wansley, James, W. (1987), "Market Effects of Changes in the Standard & Poor's 500 Index." *Financial Review*, Vol.22, Iss.1, pp.53-69.
- 5.Shleifer, A. (1986), "Do Demand Curves for Stocks Slope Down?" *Journal of Finance*, Vol.41, pp.579-590.
- 6.Woolridge, J. R. and Ghosh, C. (1986), "Institutional trading and security prices: The case of changes in the composition of the S&P 500 index." *Journal of Financial Research* 9, pp.13-24.

# 附錄 1：臺灣公司治理 100 指數成分股

附錄1-1 2016年臺灣公司治理100指數成分股

亞泥(1102)	鴻準(2354)	聯邦銀(2838)	創意(3443)
統一(1216)	英業達(2356)	遠東銀(2845)	華亞科(3474)
台塑(1301)	華碩(2357)	元富證(2856)	群創(3481)
南亞(1303)	微星(2377)	三商壽(2867)	台勝科(3532)
台化(1326)	廣達(2382)	華南金(2880)	貿聯(3665-KY)
遠東新(1402)	群光(2385)	富邦金(2881)	大聯大(3702)
福懋(1434)	研華(2395)	國泰金(2882)	旭富(4119)
聚陽(1477)	南亞科(2408)	開發金(2883)	遠傳(4904)
亞德客-KY(1590)	友達(2409)	玉山金(2884)	泰鼎-KY(4927)
台肥(1722)	中華電(2412)	元大金(2885)	和碩(4938)
中鋼(2002)	京元電子(2449)	兆豐金(2886)	臻鼎-KY(4958)
裕隆(2201)	聯發科(2454)	台新金(2887)	工信(5521)
中華(2204)	國建(2501)	新光金(2888)	中租-KY(5871)
和泰車(2207)	榮運(2607)	國票金(2889)	合庫金(5880)
裕日車(2227)	華航(2610)	永豐金(2890)	瑞儀(6176)
光寶科(2301)	萬海(2615)	中信金(2891)	力成(6239)
聯電(2303)	長榮航(2618)	第一金(2892)	啟碁(6285)
台達電(2308)	漢翔(2634)	統一超(2912)	台塑化(6505)
日月光(2311)	彰銀(2801)	奇鋆(3017)	至上(8112)
鴻海(2317)	京城銀(2809)	信邦(3023)	鈺齊-KY(9802)
仁寶(2324)	台中銀(2812)	聯詠(3034)	寶成(9904)
矽品(2325)	華票(2820)	健鼎(3044)	巨大(9921)
台積電(2330)	中壽(2823)	台灣大(3045)	中鼎(9933)
華邦電(2344)	台產(2832)	景碩(3189)	裕融(9941)
佳世達(2352)	臺企銀(2834)	緯創(3231)	

附錄1-2 2017年臺灣公司治理100指數成分股

亞泥(1102)	矽品(2325)	中壽(2823)	台勝科(3532)
統一(1216)	台積電(2330)	臺企銀(2834)	貿聯-KY(3665)
台塑(1301)	華邦電(2344)	聯邦銀(2838)	圓展(3669)
南亞(1303)	智邦(2345)	三商壽(2867)	大聯大(3702)
亞聚(1308)	佳世達(2352)	華南金(2880)	旭富(4119)
台化(1326)	鴻準(2354)	富邦金(2881)	遠傳(4904)
遠東新(1402)	英業達(2356)	國泰金(2882)	新唐(4919)
福懋(1434)	華碩(2357)	開發金(2883)	和碩(4938)
東元(1504)	技嘉(2376)	玉山金(2884)	中租-KY(5871)
英瑞-KY(1592)	微星(2377)	元大金(2885)	合庫金(5880)
華新(1605)	廣達(2382)	台新金(2887)	瑞儀(6176)
生達(1720)	群光(2385)	新光金(2888)	盛群(6202)
中鋼(2002)	研華(2395)	國票金(2889)	力成(6239)
燁輝(2023)	南亞科(2408)	第一金(2892)	啟基(6285)
上銀(2049)	友達(2409)	統一超(2912)	旭隼(6409)
中華(2204)	中華電(2412)	奇鋆(3017)	群電(6412)
和泰車(2207)	偉詮電(2436)	信邦(3023)	台塑化(6505)
裕日車(2227)	聯發科(2454)	聯詠(3034)	凌巨(8105)
光寶科(2301)	榮運(2607)	文晔(3036)	至上(8112)
聯電(2303)	長榮航(2618)	晶技(3042)	富邦媒(8454)
台達電(2308)	漢翔(2634)	台灣大(3045)	億豐(8464)
日月光(2311)	美食-KY(2723)	景碩(3189)	寶成(9904)
台揚(2314)	彰銀(2801)	緯創(3231)	巨大(9921)
鴻海(2317)	京城銀(2809)	京鼎(3413)	中鼎(9933)
仁寶(2324)	華票(2820)	創意(3443)	裕融(9941)

附錄1-3 2018年臺灣公司治理100指數成分股

亞泥(1102)	華邦電(2344)	聯邦銀(2838)	創意(3443)
統一(1216)	英業達(2356)	中再保(2851)	群創(3481)
台塑(1301)	華碩(2357)	統一證(2855)	貿聯-KY(3665)
南亞(1303)	致茂(2360)	元富證(2856)	TPK-KY(3673)
台達化(1309)	微星(2377)	三商壽(2867)	大聯大(3702)
中石化(1314)	廣達(2382)	華南金(2880)	遠傳(4904)
台化(1326)	群光(2385)	富邦金(2881)	新唐(4919)
遠東新(1402)	研華(2395)	國泰金(2882)	和碩(4938)
福懋(1434)	南亞科(2408)	開發金(2883)	中租-KY(5871)
東元(1504)	友達(2409)	玉山金(2884)	合庫金(5880)
華新(1605)	中華電(2412)	元大金(2885)	群益證(6005)
大亞(1609)	超豐(2441)	兆豐金(2886)	群益期(6024)
長興(1717)	聯發科(2454)	台新金(2887)	盛群(6202)
中鋼(2002)	長榮(2603)	新光金(2888)	力成(6239)
東和鋼鐵(2006)	裕民(2606)	國票金(2889)	啟碁(6285)
燁輝(2023)	華航(2610)	第一金(2892)	旭隼(6409)
上銀(2049)	萬海(2615)	統一超(2912)	群電(6412)
中華(2204)	長榮航(2618)	奇鋆(3017)	台塑化(6505)
和泰車(2207)	台灣高鐵(2633)	信邦(3023)	富邦媒(8454)
裕日車(2227)	漢翔(2634)	聯詠(3034)	億豐(8464)
聯電(2303)	美食-KY(2723)	文晔(3036)	寶成(9904)
台達電(2308)	彰銀(2801)	台灣大(3045)	中鼎(9933)
鴻海(2317)	京城銀(2809)	大量(3167)	信義(9940)
仁寶(2324)	中壽(2823)	緯創(3231)	裕融(9941)
台積電(2330)	臺企銀(2834)	京鼎(3413)	

附錄1-4 2019年臺灣公司治理100指數成分股

亞泥(1102)	微星(2377)	華南金(2880)	貿聯-KY(3665)
統一(1216)	廣達(2382)	富邦金(2881)	大聯大(3702)
台塑(1301)	群光(2385)	國泰金(2882)	上緯投控(3708)
南亞(1303)	研華(2395)	開發金(2883)	日月光投控(3711)
中石化(1314)	南亞科(2408)	玉山金(2884)	旭富(4119)
台化(1326)	友達(2409)	元大金(2885)	遠傳(4904)
遠東新(1402)	中華電(2412)	兆豐金(2886)	新唐(4919)
福懋(1434)	超豐(2441)	台新金(2887)	和碩(4938)
儒鴻(1476)	新美齊(2442)	新光金(2888)	臻鼎-KY(4958)
東元(1504)	聯發科(2454)	永豐金(2890)	中租-KY(5871)
華新(1605)	義隆(2458)	中信金(2891)	合庫金(5880)
大亞(1609)	長榮(2603)	第一金(2892)	力成(6239)
中鋼(2002)	裕民(2606)	王道銀行(2897)	旭隼(6409)
東和鋼鐵(2006)	華航(2610)	統一超(2912)	群電(6412)
上銀(2049)	萬海(2615)	信邦(3023)	安集(6477)
和泰車(2207)	長榮航(2618)	聯詠(3034)	台塑化(6505)
裕日車(2227)	台灣高鐵(2633)	文晔(3036)	福懋科(8131)
聯電(2303)	漢翔(2634)	台灣大(3045)	達方(8163)
台達電(2308)	慧洋-KY(2637)	大量(3167)	日友(8341)
仁寶(2324)	美食-KY(2723)	緯創(3231)	富邦媒(8454)
台積電(2330)	彰銀(2801)	京鼎(3413)	億豐(8464)
華邦電(2344)	京城銀(2809)	創意(3443)	台汽電(8926)
智邦(2345))	中壽(2823)	揚明光(3504)	寶成(9904)
佳世達(2352)	臺企銀(2834)	台勝科(3532)	巨大(9921)
英業達(2356)	遠東銀(2845)	牧德(3563)	裕融(9941)

附錄1-5 2020年臺灣公司治理100指數成分股

台泥(1101)	研華(2395)	開發金(2883)	致伸(4915)
亞泥(1102)	南亞科(2408)	玉山金(2884)	新唐(4919)
統一(1216)	中華電(2412)	元大金(2885)	和碩(4938)
聯華(1229)	聯發科(2454)	兆豐金(2886)	臻鼎-KY(4958)
台塑(1301)	義隆(2458)	台新金(2887)	東科-KY(5225)
南亞(1303)	敦陽科(2480)	新光金(2888)	豐祥-KY(5288)
亞聚(1308)	長榮(2603)	永豐金(2890)	中租-KY(5871)
台化(1326)	長榮航(2618)	中信金(2891)	合庫金(5880)
遠東新(1402)	台灣高鐵(2633)	第一金(2892)	群益證(6005)
儒鴻(1476)	漢翔(2634)	王道銀行(2897)	瑞儀(6176)
聚陽(1477)	慧洋-KY(2637)	統一超(2912)	力成(6239)
東元(1504)	彰銀(2801)	神基(3005)	啟碁(6285)
中化生(1762)	京城銀(2809)	奇鋆(3017)	旭隼(6409)
中鋼(2002)	台中銀(2812)	聯詠(3034)	群電(6412)
東和鋼鐵(2006)	華票(2820)	文晔(3036)	樺漢(6414)
和泰車(2207)	中壽(2823)	全台(3038)	台塑化(6505)
裕日車(2227)	臺企銀(2834)	台灣大(3045)	福懋科(8131)
聯電(2303)	遠東銀(2845)	緯創(3231)	日友(8341)
台達電(2308)	安泰銀(2849)	貿聯-KY(3665)	富邦媒(8454)
仁寶(2324)	中再保(2851)	大聯大(3702)	台汽電(8926)
台積電(2330)	統一證(2855)	神達(3706)	鈺齊-KY(9802)
佳世達(2352)	三商壽(2867)	日月光投控(3711)	寶成(9904)
英業達(2356)	華南金(2880)	旭富(4119)	康那香(9919)
華碩(2357)	富邦金(2881)	承業醫(4164)	巨大(9921)
微星(2377)	國泰金(2882)	遠傳(4904)	裕融(9941)

## 附錄2：臺灣公司治理100指數異動成分股

附錄2-1 2016年臺灣公司治理100指數異動成分股(新增：26；剔除：26)

新增股公司名稱	新增股產業類別	剔除股公司名稱	剔除股產業類別
中華(2204)	汽車工業	華新(1605)	電器電纜
和泰車(2207)	汽車工業	永光(1711)	化學工業
裕日車(2227)	汽車工業	長興(1717)	化學工業
日月光(2311)	半導體業	燁輝(2023)	鋼鐵工業
鴻準(2354)	其他電子業	中橡(2104)	橡膠工業
研華(2395)	電腦及週邊設備	金寶(2312)	其他電子業
南亞科(2408)	半導體業	毅嘉(2402)	電子零組件業
聯發科(2454)	半導體業	美律(2439)	通信網路業
華航(2610)	航運業	創見(2451)	半導體業
長榮航(2618)	航運業	敦陽科(2480)	資訊服務業
漢翔(2634)	航運業	華新科(2492)	電子零組件業
彰銀(2801)	金融保險業	長榮(2603)	航運業
台中銀(2812)	金融保險業	裕民(2606)	航運業
華票(2820)	金融保險業	陽明(2609)	航運業
中壽(2823)	金融保險業	統一證(2855)	金融保險業
台產(2832)	金融保險業	文晔(3036)	電子通路業
聯邦銀(2838)	金融保險業	聯鈞(3450)	半導體業
遠東銀(2845)	金融保險業	新日光(3576)	光電業
奇鋆(3017)	電腦及週邊設備	合勤控(3704)	通信網路業
信邦(3023)	電子零組件業	傳奇(4994)	資訊服務業
緯創(3231)	電腦及週邊設備	三星(5007)	鋼鐵工業
貿聯-KY(3665)	其他電子業	乙盛-KY(5243)	光電業
上緯(4733)	化學工業	尖點(8021)	其他電子業
泰鼎-KY(4927)	電子零組件業	南電(8046)	電子零組件業
瑞儀(6176)	光電業	統一實(9907)	其他業
巨大(9921)	其他業	豐泰(9910)	其他業

附錄2-2 2017年臺灣公司治理100指數異動成分股(新增：23；剔除：21)

新增股公司名稱	新增股產業類別	剔除股公司名稱	剔除股產業類別
亞聚(1308)	塑膠工業	聚陽(1477)	紡織纖維
東元(1504)	電機機械	亞德客-KY(1590)	電機機械
英瑞-KY(1592)	汽車工業	台肥(1722)	化學工業
華新(1605)	電器電纜	裕隆(2201)	汽車工業
生達(1720)	生技醫療業	京元電子(2449)	半導體業
燁輝(2023)	鋼鐵工業	國建(2501)	建材營造業
上銀(2049)	電機機械	華航(2610)	航運業
台揚(2314)	通信網路業	萬海(2615)	航運業
智邦(2345)	通信網路業	台中銀(2812)	金融保險業
技嘉(2376)	電腦及週邊設備	台產(2832)	金融保險業
偉詮電(2436)	半導體業	遠東銀(2845)	金融保險業
美食-KY(2723)	觀光事業	元富證(2856)	金融保險業
文擘(3036)	電子通路業	永豐金(2890)	金融保險業
晶技(3042)	電子零組件業	中信金(2891)	金融保險業
京鼎(3413)	半導體業	健鼎(3044)	電子零組件業
圓展(3669)	通信網路業	群創(3481)	光電業
新唐(4919)	半導體業	上緯投控(3708)	化學工業
盛群(6202)	半導體業	泰鼎-KY(4927)	電子零組件業
旭隼(6409)	其他電子業	臻鼎-KY(4958)	電子零組件業
群電(6412)	電子零組件業	工信(5521)	建材營造業
凌巨(8105)	光電業	鈺齊-KY(9802)	其他業
富邦媒(8454)	貿易百貨業		
億豐(8464)	其他業		

附錄2-3 2018年臺灣公司治理100指數異動成分股(新增：22；剔除：21)

新增股公司名稱	新增股產業類別	剔除股公司名稱	剔除股產業類別
台達化(1309)	塑膠工業	亞聚(1308)	塑膠工業
中石化(1314)	塑膠工業	英瑞-KY(1592)	汽車工業
大亞(1609)	電器電纜	生達(1720)	生技醫療業
長興(1717)	化學工業	光寶科(2301)	電腦及週邊設備
東和鋼鐵(2006)	鋼鐵工業	台揚(2314)	通信網路業
致茂(2360)	其他電子業	智邦(2345)	通信網路業
超豐(2441)	半導體業	佳世達(2352)	電腦及週邊設備
長榮(2603)	航運業	鴻準(2354)	其他電子業
裕民(2606)	航運業	技嘉(2376)	電腦及週邊設備
華航(2610)	航運業	偉詮電(2436)	半導體業
萬海(2615)	航運業	榮運(2607)	航運業
台灣高鐵(2633)	航運業	華票(2820)	金融保險業
中再保(2851)	金融保險業	晶技(3042)	電子零組件業
統一證(2855)	金融保險業	景碩(3189)	半導體業
元富證(2856)	金融保險業	台勝科(3532)	半導體業
兆豐金(2886)	金融保險業	圓展(3669)	通信網路業
大量(3167)	電機機械	旭富(4119)	生技醫療業
群創(3481)	光電業	瑞儀(6176)	光電業
TPK-KY(3673)	光電業	凌巨(8105)	光電業
群益證(6005)	金融保險業	至上(8112)	電子通路業
群益期(6024)	金融保險業	巨大(9921)	其他業
信義(9940)	其他業		

附錄2-4 2019年臺灣公司治理100指數異動成分股(新增：22；剔除：21)

新增股公司名稱	新增股產業類別	剔除股公司名稱	剔除股產業類別
儒鴻(1476)	紡織纖維	台達化(1309)	塑膠工業
智邦(2345)	通信網路業	長興(1717)	化學工業
佳世達(2352)	電腦及週邊設備	燁輝(2023)	鋼鐵工業
新美齊(2442)	電腦及週邊設備	中華(2204)	汽車工業
義隆(2458)	半導體業	鴻海(2317)	其他電子業
慧洋-KY(2637)	航運業	華碩(2357)	電腦及週邊設備
遠東銀(2845)	金融保險業	致茂(2360)	其他電子業
永豐金(2890)	金融保險業	聯邦銀(2838)	金融保險業
中信金(2891)	金融保險業	中再保(2851)	金融保險業
王道銀行(2897)	金融保險業	統一證(2855)	金融保險業
揚明光(3504)	光電業	三商壽(2867)	金融保險業
台勝科(3532)	半導體業	國票金(2889)	金融保險業
牧德(3563)	光電業	奇鋆(3017)	電腦及週邊設備
上緯投控(3708)	化學工業	群創(3481)	光電業
旭富(4119)	生技醫療業	TPK-KY(3673)	光電業
臻鼎-KY(4958)	電子零組件業	群益證(6005)	金融保險業
安集(6477)	光電業	群益期(6024)	金融保險業
福懋科(8131)	半導體業	盛群(6202)	半導體業
達方(8163)	電腦及週邊設備	啟碁(6285)	通信網路業
日友(8341)	其他業	中鼎(9933)	其他業
台汽電(8926)	油電燃氣業	信義(9940)	其他業
巨大(9921)	其他業		

附錄2-5 2020年臺灣公司治理100指數異動成分股(新增：27；剔除：27)

新增股公司名稱	新增股產業類別	剔除股公司名稱	剔除股產業類別
台泥(1101)	水泥工業	中石化(1314)	塑膠工業
聯華(1229)	食品工業	福懋(1434)	紡織纖維
亞聚(1308)	塑膠工業	華新(1605)	電器電纜
聚陽(1477)	紡織纖維	大亞(1609)	電器電纜
中化生(1762)	生技醫療業	上銀(2049)	電機機械
華碩(2357)	電腦及週邊設備	華邦電(2344)	半導體業
敦陽科(2480)	資訊服務業	智邦(2345)	通信網路業
台中銀(2812)	金融保險業	廣達(2382)	電腦及週邊設備
華票(2820)	金融保險業	群光(2385)	電子零組件業
安泰銀(2849)	金融保險業	友達(2409)	光電業
中再保(2851)	金融保險業	超豐(2441)	半導體業
統一證(2855)	金融保險業	新美齊(2442)	電腦及週邊設備
三商壽(2867)	金融保險業	裕民(2606)	航運業
神基(3005)	電腦及週邊設備	華航(2610)	航運業
奇鋆(3017)	電腦及週邊設備	萬海(2615)	航運業
全台(3038)	光電業	美食-KY(2723)	觀光事業
神達(3706)	電腦及週邊設備	信邦(3023)	電子零組件業
承業醫(4164)	生技醫療業	大量(3167)	電機機械
致伸(4915)	電子零組件業	京鼎(3413)	半導體業
東科-KY(5225)	其他電子業	創意(3443)	半導體業
豐祥-KY(5288)	電機機械	揚明光(3504)	光電業
群益證(6005)	金融保險業	台勝科(3532)	半導體業
瑞儀(6176)	光電業	牧德(3563)	光電業
啟碁(6285)	通信網路業	上緯控股(3708)	化學工業
樺漢(6414)	電腦及週邊設備	安集(6477)	光電業
鈺齊-KY(9802)	其他業	達方(8163)	電腦及週邊設備
康那香(9919)	其他業	億豐(8464)	其他業