

南華大學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT

NAN HUA UNIVERSITY

公司治理對台灣觀光業股票績效之影響

Corporate governance on the stock performance of the tourism industry in Taiwan

指導教授：賴丞坡 博士

ADVISOR : PH.D. Cheng-Po Lai

研究生：顏文宣

GRADUATE STUDENT : Wen-Hsuan Yen

中華民國 102 年 5 月

版權宣告

本論文之內容並無抄襲其他著作之情事，且本論文之全部或一部分並未使用在申請其他學位論文之用。

謝誌

這本論文的完成，最先要感謝我的指導教授—賴丞坡老師，感謝他這兩年來在專業知識的啟發與傳授，在我每每陷入研究的五里霧時，指引我一盞明燈，並且關心我的學業與生活，能當您的學生，真的是一件非常幸福的事！感謝兩位辛苦的口委：林文昌老師與張瑞真老師，謝謝你們花這麼多的心力幫我試想研究的所有可能，並協助我修正論文的缺漏之處，你們給我的信心與鼓勵，謝謝你們。

寫論文的過程是又苦又樂，樂的是能感覺到自己的進步，以及得到新知的那種成就喜悅感，苦的是常覺得自己太過懶散，使的進度不如預期，好在都有研究室的夥伴們陪我一起度過，感謝亦師亦友的尚澄、小 A，常常解答我許多困惑，讓我的論文能持續的進行下去，謝謝一同努力的 411 研究室的其他夥伴：昱君、閔茹、昭霖、阿瑋、偉程、阿昌，每次在研究室總令我開懷大笑，是你們讓我覺得研究的路並不孤單，也是你們給我堅持下去的力量，讓我在嘉義也有家的感覺。感謝研究室學弟們：建臺、東東，謝謝你們的精明與體貼，讓我可以無後顧之憂的撰寫論文與準備口試，感謝最棒的碩班同學們，與你們一同修課、出遊、玩耍，是我碩班生活最美好的回憶！

感謝宜珊、宜蘋、梓宜、小耳、餅餅、力愷、老爹等知心好友，在我苦悶的時候聽我抱怨，陪我聊天玩耍。最後，要感謝我最親愛的家人們，謝謝你們總是包容我的任性，並且支持我做的所有決定，如果沒有你們，我就不可能走到今天，爸爸、媽媽、大姊，謝謝你們的支持與關心，我愛你們！完成這個學位，我有太多難以一一詳述的感謝、感觸和收穫，能經歷這樣的一段過程，難言其中可貴。雖然這是個結束，但對我而言也是一個開始，祝福所有美好的事物，並再次感謝所有的一切。

而這一本小小的論文，因個人的資質愚拙，不能提供完善有力的建議及理論，但希望至少可以是一個參考，能夠提供相關單位以及關心的人士一絲絲的參考。

文宣 2013.7.01

南華大學財務管理研究所 101 學年度第 2 學期碩士論文

論文題目：公司治理對台灣觀光業股票績效之影響

研究生：顏文宣

指導教授：賴丞坡博士

論文摘要內容：

本文旨在研究台灣觀光業之公司治理變數對股價影響。首先，使用事件研究法研究開放大陸人士來台自由行觀光政策實施後，政策宣告對觀光產業類股價之異常報酬及累積異常報酬，再者，把累積異常報酬作為績效指標之一，接著在依高蘭芬(2012)的構面及變數，使用多元迴歸探討與經營績效之相關，研究標的為十六家上市櫃公司觀光類股、兩家航空公司股價及四家相關通路百貨業者，結論歸納如下：

其一、政策大陸人士來台自由行將開放宣告，確實讓觀光產業股價存在顯著平均異常報酬，但僅有一、二天的短期效果。

其二、政策大陸人士來台自由行將開放宣告，股利之累積異常報酬與席次盈餘偏離差呈負向關係，可見小股東利益被大股東剝奪，存在核心代理問題。

其三、政策大陸人士來台自由行將開放宣告，股利之累積異常報酬與股份盈餘偏離差呈現正向顯著關係，如代理理論所言，經營者會在自身利益的驅動下，做出對自己有利或對所有股東均有利的盈餘管理行為。

關鍵字：觀光產業、公司治理、事件研究法、經營績效

Title of Thesis : Corporate governance on the stock performance of the tourism industry in Taiwan

Name of Institute : Institute of Financial Management, Nan Hua University

Graduate date : July 2013

Degree Conferred: M.B.A

Name of student : Wen-Hsuan Yen

Advisor: Ph.D. LAI,CHENG-PO

Abstract :

This paper aims to study corporate governance variables impact on stock prices of Taiwan's tourism industry. First, event study research policy implementation, policy announcement on the tourism industry price abnormal returns (AR) and the cumulative abnormal returns (CAR), then , the cumulative abnormal returns as one of the performance indicators, then in of dimensions and variables by Lan-Feng Kao(2012), using related multiple regression explore and performance, research on the subject of tourism sector has 16 listed companies, the 2 airlines share price and 4 related pathways department store industry, the conclusions are summarized as follows:

First, the policy announcement does make the tourism industry in the presence of significant average abnormal returns, but only a day or two short-term effects.

Second, the policy declared dividends of cumulative abnormal returns and director earnings deviation from the negative relationship, small shareholders benefit deprived of the largest shareholder, there is a core agency problems.

Third, policy declared dividends of cumulative abnormal returns and deviation between voting rights and cash flow rights showing a significant positive relationship. Such as agency theory said, operators will be driven by its own interests, to make their own profit or All shareholders have interest earnings management behavior.

Keywords: Tourism industry, Corporate governance, Event study,
Operating efficiency

目錄

版權宣告.....	i
謝誌.....	ii
中文摘要.....	iii
英文摘要.....	iv
目錄.....	vi
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.....	5
第三節 研究架構.....	6
第二章 文獻探討.....	7
第一節 觀光產業之相關研究.....	7
第二節 事件研究法與台灣觀光業股票績效關聯性之研究.....	9
第三節 公司治理之相關研究.....	12
第三章 研究方法.....	18
第一節 事件研究法 (Event Study)	18
第二節 多元迴歸模型分析.....	22
第四章 實證結果與分析.....	28
第一節 事件研究法.....	28
第二節 敘述統計量分析.....	33
第五章 結論及建議.....	36
參考文獻.....	38
中文文獻.....	38
英文文獻.....	41

表目錄

表 1 重大事件與股票異常報酬之相關文獻彙總.....	12
表 2 變數定義.....	27
表 3 事件期內的平均異常報酬率 (AR) 及平均累積異常報酬率 (CAR)	29
表 4 事件期內不同類別的平均異常報酬率 (AR) 及平均累積異常報酬 率 (CAR).....	30
表 5 變數敘述統計量.....	33
表 6 影響經營績效因素估計結果.....	35

圖目錄

圖 1 近十年來臺主要客源國旅客成長趨勢.....	2
圖 2 研究流程架構圖.....	6
圖 3 全體樣本事件期內 (-5,+5) 之 AR 及 CAR 異常報酬.....	31
圖 4 百貨類事件期內 (-5,+5) 之 AR 及 CAR 異常報酬.....	31
圖 5 航空業事件期內 (-5,+5) 之 AR 及 CAR 異常報酬.....	32
圖 6 遊樂園類事件期內 (-5,+5) 之 AR 及 CAR 異常報酬.....	32
圖 7 其他類事件期內 (-5,+5) 之 AR 及 CAR 異常報酬.....	32

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

「觀光」已成為許多國家賺取外匯的首要來源，例如泰國、瑞士等等國家，觀光業更是帶動國內其他的產業發展。而根據世界觀光旅遊委員會(World Travel & Tourism Council, WTTC) 2012 年和 2013 年所發布的報告指出，觀光旅遊產業為世界上重要產業之一，觀光產業提供本國人及外國訪客旅遊服務的行業，它不但創造就業機會、賺取外匯，而且也具有所得再分配、促進經濟發展的功能，重要性為世界所公認。因其重要性，故興起研究此題目。

根據台灣經濟研究院所做之觀光衛星帳(Tourism Satellite Account, TSA)¹則顯示，2010 年台灣之觀光產值為 2,820 億元(台幣)，佔總生產毛額(GDP)的 2.07%，觀光及相關產業之就業人數為 301,091 人。觀光產業已成為傳統工業外移及農業發展萎縮之後，維繫地方社經發展的重要產業部門。台灣政府方面乃於 2000 年 10 月宣布將觀光產業列為重要的策略性產業，從 2002 年啟動「觀光客倍增計畫」，到今年 2012 年的「觀光拔尖領航方案」中，以有關中國觀光客為觀光目標市場的相關政策最受注目。各國觀光客來台人數如圖一顯示。

台灣海峽兩岸觀光旅遊協會會長謝謂君表示這 4 年以來，在台旅會與海旅會共同努力下，大陸赴臺觀光旅客人次穩健成長，至 2012 年 11 月累計已超過 518 萬人次，每日平均人數由 2008 年的 300 人次，到 2012 年 7 月止已增加至 5,142 人次。旅館投資及觀光相關產業的發展，尤其近 4 年來臺灣一般旅館增加了 361

¹觀光衛星帳：應用國民所得的編算概念所衍生的帳表，因此稱為觀光「衛星」帳。觀光衛星帳的編製就是將分散在住宿、餐飲、交通運輸、旅遊服務以及其他和觀光活動直接或間接有關的產業活動產值計算在一起，得到「觀光產業」單一產業的產值，藉以衡量「觀光產業」的經濟貢獻度。

家，投資金額超過新台幣 573 億元。根據中華民國交通觀光局新聞稿得知自 2008 年開放大陸地區人民來臺觀光 4 年來，來臺旅客人數穩健成長，並已創造外匯逾新台幣 2,057 億元以上。近年來只要到台灣的熱門景點都可以看到陸客的身影。高順德(2011)表示有別於先前的陸客觀光團 (此屬團體旅遊)，陸客自由行所產生的經濟效益將更具多元化與廣泛性，不僅侷限於特定的產業或商家，故陸客自由行受惠的產業包括：旅行業、航空業、旅宿業、交通租賃業、遊樂業、餐飲業、百貨業以及零售業等，皆能享用到陸客自由行的大餅，進而帶動就業機會。陸客來臺觀光自由行於 2011 年 6 月 28 日開放實施，首批大陸試點城市為北京、上海及廈門 3 個城市，初期每日人數以 500 人為限，而自開放至今 2012 年 2 月底止，來臺人數共計 45,899 人次。在 2012 年因涉及各個城市的具體準備程度，所以將在 2012 年內分二階段開放實施，第一階段先開放天津、重慶、南京、廣州、杭州及成都 6 個城市，於 4 月 28 日啟動；第二階段再開放濟南、西安、福州、深圳 4 個城市。開放第二階段陸客來台自由行時，個人旅遊申請總額將由每日 500 人調整為每日 1000 人。

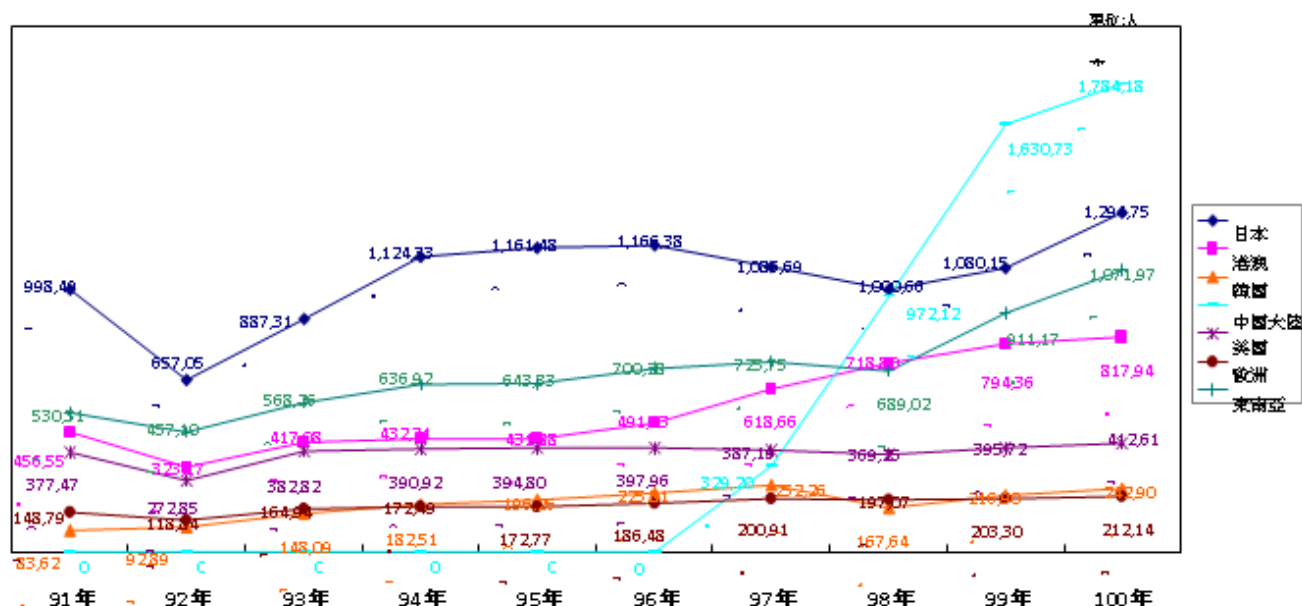


圖 1 近十年來臺主要客源國旅客成長趨勢

從 2008 年 7 月 18 日開放第一類²大陸人士直接來台觀光政策，實施至今已有一段時間，雖然高惠娟等（2010）研究指出台灣觀光業政策開放產生的陸客商機，並未如預期的對上市櫃觀光業財務績效有實質的提昇，但那時因為大環境的因素及距今又是兩年過去，根據此政策的實施對觀光類股票財務績效是否帶來股票績效的實質提昇，再次使用事件研究法，驗證相同樣本外，再增加樣本數來驗證此議題。接著再採用其中累計異常報酬率（Cumulative abnormal return, CAR）來做更進一步的檢驗。

但在光彩的背後，還是有許多不為人知的辛酸，由於近年來油價的漲跌波動劇大、經濟的動盪不安與經營者的投資失利等等因素，如之前的旅行社（2008 年仙人掌旅行社，2007 年辰欣旅行社，2007 年喜洋洋，2006 年鍊捷旅遊網，2003 年英倫行，2002 年台灣中藝國際旅行社，1995 年招商旅行社，1994 年汎達旅遊）、連鎖餐飲店（2007 年紅蟹將軍）、飯店（2007 年力霸皇冠）等知名業者突然倒閉，造成許多消費者與投資者損失，也增加社會成本，當問題發生後才亡羊補牢，而在最近 2012 年 9 月 12 日華曜旅行社驚傳倒閉，估計倒債金額上億，有近三十團、六百餘人受影響，是開放陸客來台觀光以來最大規模的倒閉案，針對旅行社的倒閉之前已經有很多次的經驗，對於這個事件旅行業看衰陸客市場，雖然觀光局認為，這應只是單方面或個案的思考，長期來看，陸客觀光仍是樂觀，目前全台共四百多家旅行社有資格接待陸客，觀光局會密切注意財務狀況。過去公司治理多研究在於金融業、電子業及高科技產業，較少研究觀光業，故本研究試圖運用線性迴歸（OLS regression）探討公司治理變數與利用「事件研究法」獲得開

²第一類：在大陸的大陸居民，通過具資質的組團社直接來台旅遊。

第二類：持有中華人民共和國護照之大陸人士因旅遊、商務或其他原因在海外第三地（港澳除外），可以經由第三地中轉來台觀光，但必須團進團出，不得各別單獨行動。

第三類：可單獨申請、可自由行 15 日。大陸公民居住海外地區但仍以中華人民共和國護照通行之大陸民眾，不但可以來台，持有綠卡、PR、或居留證一年以上者，可以每年多次來台，並可採自由行方式旅遊。

放政策的宣告對各觀光產業股價的累計異常報酬率(Cumulative abnormal return , CAR) 做依變數之相關。

第二節 研究目的

從高惠娟等（2011）研究整理得知大致可分為幾類：（1）政策的介紹、規劃及法規之探討、（2）政策開放產生的安全管理問題、（3）政策執行產生的效益及衝擊、（4）政策對觀光旅遊的影響，包含：旅遊行為、服務品質、旅遊滿意度等。文獻通常將焦點放在陸客旅遊行為、旅遊品質及旅遊滿意度等觀光旅遊層面上。觀光政策相關的研究，大多使用量化（問卷）的方式、或透過深度訪談的質化方式進行研究，較少有文獻從「財務」層面探討「開放大陸人士來台觀光政策」所產生的影響。因此，本研究檢視「開放大陸人士直接來台觀光」政策實施後。利用「事件研究法」獲得開放政策的宣告對各觀光產業股價的累積異常報酬率（Cumulative abnormal return, CAR）並把此當為績效之一，接著再採用高蘭芬等（2012）文獻³中提到的3項構面為基礎，建立觀光產業之公司治理評等機制相關公司治理變數做迴歸分析。換言之，有鑑於近年來公司治理文獻越來越多，各產業都有其相關的文章與論文探討，但對於觀光產業卻少有著墨，本研究目的的主要如下：

- （1） 探討開放大陸人士來台自由行觀光政策實施後，政策宣告對觀光產業類股價的影響。
- （2） 利用線性迴歸（OLS regression），分析公司治理變數與上市（櫃）觀光產業經營績效之關係。

³ 高蘭芬等(2012)研究依照葉銀華等(2002)所提出的5大構面17項變數再進行縮減為3大構面，而得出的實證結果與葉銀華等人的研究相同。

第三節 研究架構

本文共分五個章節，依序如下：

第一章「緒論」說明本文研究動機、目的及架構。

第二章「文獻探討」基於研究動機與目的，闡述關探討台灣觀光產業、公司治理變數、股票長期績效分析之論點，並且探討近年來相關研究中重要議題。

第三章「研究方法及研究設計」說明本研究的資料來源、樣本選取以及研究設計。

第四章「實證結果與分析」針對實證結果最做整理、歸納並分析。

第五章「結論與研究建議」說明本研究的結論與建議。

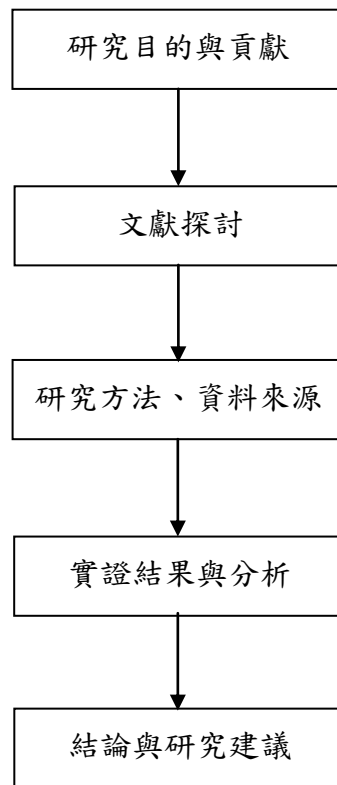


圖 2 研究流程架構圖

第二章 文獻探討

第一節 觀光產業之相關研究

一、觀光產業之意涵

依據世界觀光組織 (World Tourism Organization, WTO) (1995) 定義觀光：觀光是由人們為了休閒、商務和其他目的而旅行，停留在其日常生活環境之外的地點，不到連續一年的時間內，從事的各種的活動所構成。Mathieson & Wall, (1982) 觀光 (tourism) 是一種人們離開日常生活的居住地以及工作場所，前往預定旅遊之目的地所做的暫時性活動，依據發展觀光條例第二條，其中對於觀光產業的名詞定義為「指有關觀光資源之開發、建設與維護，觀光設施之興建、改善，為觀光旅客旅遊、食宿提供服務與便利及提供舉辦各類型國際會議、展覽相關之旅遊服務產業。」陳遜菁 (2007) 研究藉由文獻回顧之方式，參考各國觀光衛星帳、世界觀光組織以及近年來觀光領域相關研究者所採用之產業分類，整理出觀光產業主要涵蓋的產業共有住宿、餐飲、陸上運輸、航空運輸、運輸工具出租、旅行服務、藝文運動及休閒、零售共八類。

二、陸客來台

當初開放陸客來台正反意見都有，陸委會認為陸客來台其強大的購買能力，對台灣觀光產業甚至整體經濟都有絕對的幫助，吳宛芳 (2001) 指出，政策開放初期對國內觀光業尚需持保留態度，但長期效益較為明顯。吳念昌 (2005) 指出，可能商機即高達一百至一百五十億元左右，對國內航空、飯店、交通及零售產業而言，將是一大利多。然而，王逸峰 (2009) 認為站在觀光產業而言，在短期開放中國觀光客很可能帶來數量的利多。但是因為無法用正常的國對國觀光交

流模式，導致許多的不可測因素。除了客源的穩定性仍然十分有問題外，排擠效應及中資可否開放投資觀光業，外部成本的衝擊是否影響到台灣觀光產業的永續經營，都有待進一步觀察。高惠娟等（2010）研究指出台灣觀光業政策開放產生的陸客商機，並未如預期的對上市櫃觀光業財務績效有實質的提昇。簡民惠等（2013）認為對於台灣中南部的鄉鎮而言，若能配合中國旅客的引入，相信對於活絡地方經濟，縮小南北差異及貧富差距皆能有所幫助。陳錦玉（2013）研究採深度訪談方式來進行資料蒐集，以立意抽樣方法進行抽樣，一共訪談了 10 位分別來自觀光旅遊相關工作及非旅遊工作的受訪者，涵蓋了產、官、學界、及一般居民等。整體而言，大陸旅客來台旅遊影響層面是正面大於負面。

蔡依蓁（2011）表示中國旅遊風氣的幅起，旅客挾帶強大的消費力，為全球觀光旅遊市場開敢了新契機，尤其台灣更是享有地理交通接近及文化同文同種的優勢，使得未來台灣的觀光市場前景看好。

王素彎等（2012）隨著陸客來台觀光人數的成長，國內觀光產業所演的問題也逐漸浮出檯面，一是交通部觀光局為避免旅行業低價競爭，破壞旅遊品質，頒定「旅行業接待大陸地區人民來臺觀光旅遊團品質注意事項」，規範旅行業者接待每名旅客每日團費不得低於 60 美元，然業者為爭取客戶，仍採削價競爭策略，再以購物回佣補足團費。另表示如何開拓具有高消費能力的客源與高附加價值或更具有魅力、吸引力的產品，成為提升陸客來台政策成效的關鍵。

而在這樣的削價競爭的狀況下，在 2011 年出現了這樣的新聞，鄭少凡（2011）表示旅行社賠本削價競爭，從購物金回補；中國旅行社扣團費，香港導遊買人頭；中國旅行社欠台灣錢，是真的！；台灣導遊憂心：將步上香港後；陸客也被中國旅行社剝削。而隔一年後，又有人寫了一篇類似的文章，賴琬莉（2012）整個旅遊界，現在就是劣幣驅逐良幣！，零團費時代，導遊收入自己賺。

而在 2012 年華曜旅行社驚傳倒閉，估計倒債金額上億，有近三十團、六百餘人受影響，是開放陸客來台觀光以來最大規模的倒閉案，這會不會是某種徵兆呢？

第二節 事件研究法與台灣觀光業股票績效關聯性之研究

蔡佳燕(2003)研究以台灣九二一大地震為例探討重大災難事件對股票市場報酬率的影響。採 Binder(1985)所提之事件研究法,研究期間自 1999/9/27 至 2000/7/11, 211 個交易日, 194 個觀察值。實證發現, 股票市場的確因地震事件產生異常報酬, 並符合效率市場假說, 異常報酬程度則依產業因素及不同公司之財務比率而有差異。就個別產業之累積異常報酬而言, 事件對銀行股影響最大, 其次是電子股, 營建股有些微正向異常報酬, 但並不顯著; 在財務比率方面, 並非每個因子都適合解釋所有產業的異常報酬差異程度, 「負債資產比」因子對資訊電子業、銀行業、及營建業都有顯著的解釋力, 而「總資產」對資訊電子業及銀行業有影響, 「總資產報酬率」則與銀行業及營建業呈正向顯著關係, 「流動比率」僅影響資訊電子業。

凌明智(2004)研究以 SARS 疾病災難事件對台灣金融業為例探討重大災難事件對股票市場報酬率的影響。採 Grace, Rose and Karafiath(1995)所提之事件研究法, 研究期間自 2003/4/21 至 2003/11/25, 153 個交易日, 47 個觀察值。實證發現, SARS 事件的確造成金融業股票市場產生異常報酬, 且符合效率市場假說, 異常報酬程度因產業別及不同公司之財務比率而有所差異。就產業別之累積異常報酬而言, 皆為負向走勢, 事件對銀行股影響最大, 其次是保險股, 對上市證券股及金控股的影響相對較小; 在財務比率因子方面, 對所有樣本產業類股的異常報酬差異程度並非每個因子都適合解釋, 「股東權益除總資產比」因子僅對證券業有顯著的解釋力, 「總資產報酬率」則與保險業及證券業呈正向顯著關係, 而「總資產」對銀行業及證券業有正向顯著影響, 「負債資產比」則影響銀行業及證券業。

林佳欣(2005)使用事件研究法研究南亞海嘯對旅遊業股價報酬之衝擊, 並以市場調整模型去分析股票市場是否有產生異常報酬之情形。分析期間為 2004 年 6 月到 2005 年 3 月。研究結果顯示泰國旅遊觀光產業呈現部份顯著之負向異

常報酬。另外，泰國建材和建設發展產業同樣呈現部份顯著的負向異常報酬。並發現南亞海嘯並未能對與台灣、香港、紐西蘭和澳洲有顯著正向的異常報酬。

李瑋鈞（2006）研究以 SARS 事件與 2004 年總統大選二次事件，利用事件研究法來探討對運輸業、百貨業與觀光業三個類股的股價影響。實證結果發現，SARS 事件與 2004 年總統大選，除了運輸類股在 SARS 事件不符合效率市場假說外，其餘皆符合效率市場假說。SARS 事件與 2004 年總統大選皆造成運輸類、觀光類以及百貨業類股出現負向累積異常報酬。在 SARS 事件與 2004 年總統大選，產業別並沒有造成累積異常報酬率顯著的差異。實證結果顯示，除了類股的不同外，不同的事件也會造成投資者對財務比率有不同的解讀。因為 SARS 事件，對企業短期營運的衝擊遠大於其他事件，故投資者會重視短期償債能力的流動比率。而 2004 年總統大選，投資者會全盤的考慮相關財務比率。

蔡武峯（2008）利用事件研究法陳水扁總統在民國九十五年元旦祝詞中，宣告新的大陸經貿原則性政策，對股票市場中與大陸關係較密切之產業(食品業、鋼鐵金屬業、紡織人纖業、電子資訊業、營建業、運輸業及觀光業)，是否產生異常報酬。實證結果顯示，股票市場部份特定的產業(食品業、鋼鐵金屬業、紡織人纖業、電子資訊業、營建業、運輸業及觀光業)，確實因總統元旦祝詞產生異常報酬，異常報酬程度則依產業因素與特性而有所差異。就個別產業之累積異常報酬而言，事件窗口(-1~+3) 在 5% 的顯著水準之下，呈現顯著不為零的負向報酬有鋼鐵金屬股 (CAR) -3.2006%，紡織人纖股 (CAR) -1.0286%，運輸股 (CAR) -3.9691%，觀光股 (CAR) -2.0203%。呈現顯著不為零的正向報酬有電子資訊股(CAR) 3.0013%。不顯著的為營建產業類股(CAR) -0.6276%。

陳蕙珍（2011）研究以事件研究法分析 ECFA 相關事件宣告對台灣股票市場之影響。以台灣上市 215 家公司，並依產業類別分八大產業為研究樣本，選取與 ECFA 相關之 6 個事件日，以檢視 ECFA 相關事件宣告對台灣股票市場是否會造成影響。實證結果發現，台灣上市公司股價的確會因 ECFA 相關事件之宣告而產生顯著異常報酬，以第 2 個事件日兩岸簽訂經濟合作協議首度以 ECFA 正式名稱

再度獲得中國大陸高層的善意回應所造成的正向影響效果為最大；而事件 6 乃由於 ECFA 正式生效之前，上市公司之股價對於該利多訊息均已逐漸反應，因此在 ECFA 正式生效之日市場並無慶祝行情，反而因利多鈍化之現象而造成負向影響的效果為最大。而不同產業類別對於不同的 ECFA 相關事件之宣告，其所受到的衝擊影響亦有所不同。

許漢寬(2012)探討臺灣與中國大陸共同簽署之兩岸經濟合作架構協議對臺灣航運與觀光產業股票價格之影響。本研究結果發現股價會隨著協議的簽署而產生波動，因而證實了臺灣股票市場的效率性，再者，對於航運與觀光產業而言，ECFA 簽署之訊息在臺灣股票市場並未達半強式效率市場，而是呈現弱式效率市場。實證結果指出航運產業的股利殖利率與股東權益報酬率為影響 ECFA 簽署之宣告效果的重要指標，因為此二個指標是企業過去績效的反射，亦是企業向資本市場傳遞其擁有健全財務體質及樂觀經營前景的管道。

整理文獻(表 1)發現，重大事件的衝擊通常會反應在特定產業、或特定公司的股價上。在選取重大政策上以「開放大陸人士直接來台觀光」政策為主，因此項為近期政府推動國內觀光的重大政策。據吳念昌(2005)指出，陸客來台的龐大商機，對國內的航空、飯店、交通以及零售業而言，是一項利多。而此政策所促成的兩岸「直航」開啟，故假設對國內「觀光業」、「遊樂園類」、「航空業」、「飯店類」及「百貨業」屬一利多消息。因此，本研究以「開放大陸人士來台自由行觀光」政策為一事件，利用事件研究法探討該政策宣告對觀光業、遊樂園類、航空業、飯店類及百貨業股價的影響。

表 1 重大事件與股票異常報酬之相關文獻彙總

研究者	研究期間	研究方法	重要結論
蔡佳燕 (2003)	1999-2000	Binder (1985) 所提之事件研究法	921 地震事件的確造成電子業、銀行業股票市場出現負向累積異常報酬。
凌明智 (2004)	2003	Grace, Rose and Karafiath (1995) 所提之事件研究法	SARS 事件的確造成金融業股票市場出現負向累積異常報酬。
林佳欣 (2005)	2004-2005	事件研究法	「南亞海嘯」對泰國旅遊觀光業股價的影響呈現部份顯著之負向異常報酬。
李瑋鈞 (2006)	2003-2004	事件研究法	SARS 事件與 2004 年總統大選造成運輸類、觀光類及百貨類股出現負向累積異常報酬。
蔡武峯 (2008)	2006	事件研究法	2006 年總統元旦祝詞呈現顯著不為零的負向累積異常報酬
陳蕙珍 (2011)	2010	事件研究法	ECFA 正式生效之日出現負向累積異常報酬。
許漢寬 (2012)	2010	事件研究法	股價會隨著協議的簽署而產生波動，但呈現弱式效率市場

資料來源：本研究整理

第三節 公司治理之相關研究

一、公司治理的涵義

在美國學術界自 1930 年代開始探討有關公司治理之課題，亞洲國家在 1997 年金融風暴事件，也突顯出亞洲企業家族化及集團化的經營，隱含財務資訊不透明的嚴重性，以後亦逐漸呼籲企業體能夠重視公司治理制度。而世界銀行針對東南亞各國所提出的復甦計畫，即要求必須重建公司治理機制。

以 2001 年美國安隆案為例，擁有 680 億美元資產的美國安隆公司(ENRON) 宣布倒閉，是美國證券史上到目前為止最大宗的弊案，之後更是連環爆，使美國企業誠信掃地，投資人信心動搖。而在安隆案 9 個月後美國國會，迅速通過「沙賓法案」(Sarbanes-Oxley act)，加強公司管理高層對財務、會計審計透明、真實的責任義務，並強化上市公司的財務揭露。

而在台灣同一時期，亦有類似的公司醜聞，博達科技公司於 2004 年毫無預警地宣佈因為無法償還 6 月到期的公司債 29.8 億元，向法院聲請重整，博達事件發生之後，訊碟、皇統及陞技等公司也陸續發生虛偽交易的舞弊事件。

經濟合作開發組織 (The Organization for Economic Cooperation and Development, OECD) (1999)認為公司治理為公司進行管理和控制的體系，它不僅規範公司所有參與者(如董事會、管理當局、股東和其他利害關係人)之責任及權利分配，更明確訂定了決策公司事務時所應遵循的規則與程序。良好之公司治理機制應提供適當誘因給董事會與管理當局追求公司股東最大利益，以達到公司資源有效分配。

吳樂群等(2001)表示所謂「公司治理」(Corporate Governance)一詞，我國學者譯法不一，基於監督、防弊觀念者有稱之為「公司管控」或「公司監理」，至強調興利功能者則稱之為「公司管理」或「公司統理」；或許各種名詞所界定之意義與範圍不盡相同，但其主要之內涵均係使企業體透過法律的制衡管控與設計，在企業所有與企業經營分離的組織體系中，有效監督其組織活動，以及如何健全其組織運作，防止脫法行為之經營弊端，以實現企業社會責任之高度目標。葉銀華等(2002)，將公司治理定義為：「透過制度的設計與執行，使能提升企業營運管理之效用與監督管理者行為，藉以保障外部投資人(如小股東與債權人)應得之報酬，並兼顧其他利害關係人(如員工)的利益」。洪榮耀等(2012)公司治理功能廣義而言，一般泛指公司管理與監控的方法。管理是「興利」的觀點，指公司透過自治方式來統管或經理公司業務；監控則是「除弊」的觀點，強調採取適當機制監督或控制公司事務。中華公司治理協會，則將公司治理定義為

「一種指導及管理並落實公司經營者責任的機制與過程，在兼顧其他利害關係人利益下，藉由加強公司績效使得公司能永續發展，以保障股東之長期利益。」

賴丞坡等(2012)認為公司治理(Corporate Governance)是一種管理機制目的在於維護股東權益與公司價值以確保公司所有利害關係人(包括股東、債權人、供應商和員工等)之權益。許士軍(2002)認為公司治理是指公司股東直接或間接對公司經營者監督與評估其表現行為，透過各種獎勵與監督機制，使其利益與股東一致，以解決公司所有權與控制權分離後之利益衝突問題，並策劃公司和其他利害關係人、市場與公權力之互動。陳金貴(2013)近些年來，公司治理受到企業社會責任的影響，加入了利害關係人理論(Stakeholder theory)，使得公司治理增加股東的利益、董事的責任、其他利害關係人的權益和公開及透明化的倫理標準。

之後 OECD(2004)發佈修正後公司治理的六項原則。分別為一、確立有效的公司治理架構基礎；二、股東權利與關鍵股權功能；三、公平對待股東；四、利害關係人在公司治理中角色；五、資訊揭露和透明度；六、董事會職責。跟 1999 年的發布的，這邊更重視資訊揭露和透明度。

二、股權結構與公司績效

Cho(1998)研究股權結構、投資與公司價值之間關係，也發現股權結構會影響投資，而投資會影響公司價值，公司價值則會影響股權結構，但股權結構並不直接影響公司價值，而是透過投資造成間接的影響。

王玉珍(2002)在檢視股權結構、董事會組成以及資本結構與企業經營績效之間的關係時，以五種指標來衡量企業績效，公司治理的確會影響企業績效之高低，不同的產業型態存在不同的績效表現水準，高科技產業的績效表現皆優於傳統企業，不過績效的高低並不會影響到公司治理機制與企業績效的關係。若以獲利性指標以及生產力指標作為衡量標準，大股東持股比率以及機構投資人持股比率與企業績效呈現正向關係，總負債比率則與企業績效成顯著之負向關係。若以市場指標作為企業績效衡量指標，則僅負債比率與企業績效成顯著負向關係，說明因

市場績效指標的影響因素較多，且其影響因素多為管理人士所無法控制，因此股權結構、董事會組成與企業績效之關係並不顯著。股權結構、董事會組成與資本結構間存在交互作用，企業可透過不同公司治理機制的安排以提昇整體企業之績效表現。

高蘭芬等(2012) 研究建構一套適合台灣的公司治理評等指標，其中包括董監事會功能、股權結構以及介入股市情況等三項構面，藉以探討公司治理評等指標與公司績效之關聯性。研究結果顯示，不論是本研究最終建構之整合性公司治理評等指標，或是個別衡量構面(董監事會功能、股權結構以及介入股市情況)，皆與公司績效呈現顯著正向關係。

林淑茶(2003)在公司股權結構方面：本研究發現機構法人持股比重越高，公司的經營績效越好。洪榮華等(2005)研究顯示當內部人持股率上升時，因管理據守關係，使公司績效下降，待持股率上升至某水準時，因與股東利益的結合，再使公司績效上升。

林義凱(2004) 根據迴歸分析及 ANOVA 分析之結果顯示，產業別及資產總額與股權結構特性包括政府機構持股比例、金融機構持股比例、公司法人持股比例、國外機構持股比例、其他法人持股比例、信託基金持股比例之交互作用項中，皆對公司經營績效無顯著的影響。由上述研究結論可以得知，股權結構特性在不同產業別及不同規模的公司中對公司經營績效所產生的影響並無不同。

鍾瑩燕(2006) 以民國 85 年及民國 93 為研究年度，以台灣上市公司為研究樣本，採用傳統迴歸方法找出單年度影響股權結構的顯著變數。實證結果顯示：產業別（電子業和金融業）、獲利能力（ROA）、財富限制（公司規模大小、公司上市期間）會影響股權結構。

(一) 董監事會之功能與特性與績效

林成章(2001) 探討監察人會與公司價值的關係，檢驗台灣上市公司 87 年之一般產業之監察人是否具有監督績效。經橫斷面迴歸分析實證結果，發現台灣上市公司監察人數比率與公司價值具顯著正相關，表示台灣上市公司監察人會具有監督績效，在控制可能影響因素後，結果亦無顯著改變。由此文得出監察人是具有監察績效之結論。

何幸芳(2003)以 2001 年 641 家上市公司和 375 家上櫃公司，共計 1016 家公司為樣本，根據證交所與櫃臺買賣中心制定的上市上櫃審查規則，對於獨立董事與監察人之定義（並以個人名義擔任），來計算公司自發性聘任獨立董事及獨立監察人的狀況（目前並未對已上市櫃公司有強制要求）。研究結果發現，當公司聘任獨立董事、監察人之舉動，投資人有解讀其公司治理機制較佳時，將增加公司價值與提高市場投資者對盈餘數字之可信度。

林淑茶(2003)董事會股權結構及組成特性方面：本研究發現董事會與內部董事持股比重與公司經營績效間大致上呈現正向的關係，其中董事會持股比重與績效間更同時存在利益收斂與利益掠奪假說之關係。另外，獨立董事與創投董事席次多寡與公司績效間並非如預期為正向關聯性，而是無顯著關係。

張淞銘(2009)的研究結果顯示董監事持股比率對家族公司的風險承擔有顯著影響，而對傳統產業來說，董監事持股比率越高，家族公司的風險承擔能力也隨之提高。

張明峰(1991)董事會成員的總持股比例愈大，其監督管理當局行為的意願也會愈高，使企業的代理問題因此得以減輕，進而導致較佳的財務績效。

曾雅鳳(2001)以 1998 年間國內上市及上櫃的 34 家鋼鐵公司為研究對象，透過單變量及多變量的橫斷面迴歸分析，發現當董事監察人持股比率越高時，公司的經營績效越佳。監察人數佔所有董監人數的比例越高，公司的經營績效也越佳。

林義凱(2004)董事會特性中的董事持股比例、董事持股質押比例、董事會規模及是否有獨立監事皆對公司經營績效產生影響。

洪榮華等(2005)大股東持股率及外部董事比例愈高時，大股東因高持股，較有意願花時間及成本來監督企業經營，與董事會納入多種背景的董事後，可能享有興利與監督的功效，且獨立性提升的關係，使公司績效愈好。

連紘毅(2006)以總資產成長率、固定資產成長率和市價對帳面價值比作為投資決策的代理變數、負債比率作為融資決策的代理變數、股利支付率作為股利政策的代理變數，配合控制變數、七個公司治理的代理變數、年度虛擬變數和獨特變數，設立含三項決策的聯立方程式迴歸模型並以兩階段最小平方方法估計。實證結果發現，董監事持股比率、大股東持股比率及經理人持股比率對投資決策(總資產成長率)有顯著的負向影響；董事會人數對融資決策(負債比率)有顯著的負向影響；董事長兼任總經理對股利政策(股利支付率)有顯著的負向影響，董監事持股比率、經理人持股比率和獨立董事人數對股利政策(股利支付率)有顯著的正向影響。

王美華(2006)以股權結構、董事會組成、及金控組成的背景等三大構面九個治理變數來探討與金控公司經營績效之關聯，經由多元迴歸分析，研究結果：

一、股權結構：機構法人持股比例與公司經營績效成正相關，此結果支持Pound(1988)所提出之「效率監督假說」。亦即機構投資人能比小額投資者更專業、更有效的監督公司，進而提升公司價值。

二、董事會組成：董事會規模與公司經營績效成正向關係，公司治理機制的核心即在董事會能否發揮應有的功能，來為資金供給者監督公司的管理階層，亦即董事會的責任在確保公司之永續經營，並監督管理階層執行績效。

第三章 研究方法

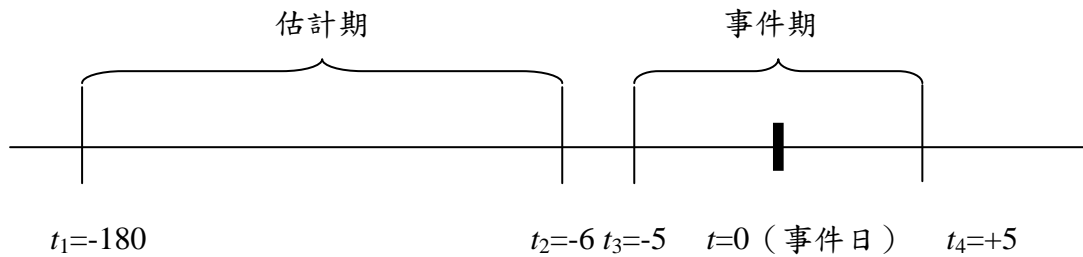
本文主要研究目的為驗證陸客來台政策宣告是否造成股價有異常報酬，並探討不同屬性公司受政策影響時，是否存在差異，本研究除了採用事件研究法也使用多元迴歸分析來檢視公司治理變數與異常報酬之關連性。

第一節 事件研究法（Event Study）

一、研究期間

事件研究法（Event Study）在探討當某一資訊（或事件）發生時若此事件顯著，使該公司股價波動狀況異於無此事件時之表現，則會產生異常報酬率（abnormal return, AR）。因此事件研究法的主要目的在於利用統計方法檢定異常報酬狀況，藉以明瞭該事件是否對公司股價造成影響。在研究過程中，首先需將事件及事件發生之日期予以明確定義，需設定「估計期」及「事件期」。本文研究樣本為市場知曉陸客來台對觀光業及觀光產業股價之影響，因此「陸客來台自由行」即為本研究之「事件」，由沈中華等（2000）定義所謂的事件日係指，市場「接收」到該事件資訊的時間點，而非該事件實際發生之時點。根據陸委會 2012 年 4 月 1 日報導指出：「陸客自由行擴大試點 6 城市 4 月 28 日先行陸委會宣布改採二階段實施第一階段：天津、重慶、南京、廣州、杭州、成都。年底前再開放濟南、西安、福州及深圳。人數增為每日 1000 人。」雖然開放的日期為 4 月 28 日，但於 4 月 1 日已有官方揭露，故把事件日訂為 4 月 1 日。取事件日前 180 天為估計期，即 2011 年 7 月 13 日至 2012 年 3 月 23 日；且以事件日前後 5 天作為本研究之事件期，即 2012 年 3 月 26 日至 2012 年 4 月 6 日，連同事件日共計 11 個交易日，又稱為「事件窗口」。為研究期間，陸客來台自由行之事

事件日資料取自台灣證券交易所網站，公司治理變數及公司財務變數資料則取自「台灣經濟新報資料庫」。



二、樣本選取

台灣上市櫃之觀光產業股票其中包含萬企(2701)、華園(2702)、國賓(2704)、六福(2705)、第一店(2706)、晶華(2707)、桃園店(2718)、夏都(2722)、F-美食(2723)、F-富驛(2724)、瓦城(2729)、劍湖山(5701)、亞都(5703)、老爺知(5704)、鳳凰(5706)、新天地(8940)共十六家。另外，考慮此次開放兩岸陸客自由行政策，對於零售百貨業亦有受惠(魏榮進,2007;柴松林,2007;蔡嵐蕎,2011;張明偉,2012)，故將遠百(2903)、統一超(2912)、全家(5903)、寶雅(5904)、南仁湖(5905)放入，以及依據高惠娟等(2011)「截彎取直」之「直航政策」航運業中的華航(2610)、長榮航(2618)一併放入本研究的樣本，合計研究樣本共二十三家。

由於觀光產業中公司屬性不同，為了瞭解不同屬性公司受政策影響時，是否存在差異，因此，本研究將觀光產業公司，除了依據高惠娟等(2011)將觀光產業公司，區分成四種類別：分別為「飯店類」、「遊樂園類」、「航空類」以及「其它類」本研究在依據文獻百貨業也將會受益，多區分成五種類別：分別為「飯店類」、「遊樂園類」、「航空業」、「其它類」以及「百貨業」；

「飯店類」：

華園(2702)、國賓(2704)、六福(皇宮)(2705)、第一店(2706)、晶華(2707)、桃園店(2718)、夏都(2722)、F-富驛(2724)、劍湖山(耐斯王子)(5701)、亞都(5703)、老爺知(5704)及南仁湖(小墾丁渡假村)(5905)；

「遊樂園類」：

六福（村）（2705）、及劍湖山（世界）（5701）及南仁湖（國立海洋生物博物館）（5905）；「航空業」：

華航（2610）及長榮航（2618）

「其它類」：

萬企（2701）、F-美食（2723）、瓦城（2729）、鳳凰（5706）及新天地（8940）

「百貨業」：

遠百（2903）、統一超（2912）、劍湖山（耐斯百貨）（5701）、全家（5903）、寶雅（5904）及南仁湖（高速公路服務區）（5905）。

Engle（1982）發現殘差項的變異數非一固定常數，會隨時間有所改變，此即為統計上之條件異質變異數。因此 Engle 提出 ARCH 模型，並認為殘差項的變異數會受到前幾期之殘差平方項之影響。其後 Bollerslev（1986）提出 GARCH 模型，使模型之參數設定更為精簡。於 Bollerslev .ed（1992）指出 GARCH(1,1) 模式已能充分描述股票報酬率異質變異的情況。因此，本研究以 GARCH（1,1）為估計預期報酬的模式：

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt} , \quad (1)$$

$$\varepsilon_{jt} | \psi_{t-1} \sim N(0, h_{jt}) , \quad (2)$$

$$h_{jt} = \omega_j + \delta_j h_{jt-1} + \gamma_j \varepsilon_{jt-1}^2 , \quad (3)$$

$$R_{j,t} = \ln\left(\frac{P_{j,t}}{P_{j,t-1}}\right) \quad (4)$$

R_{jt} 為證券第 t 期的股價報酬率；

R_{mt} 為市場指數於第 t 期的報酬率；

ε_{jt} 為隨機誤差項；

ψ_{t-1} 為到達第 t 期之前的訊息集合；

h_{jt} 為第 t 期的條件異質變異數；

$N(\cdot)$ 常態分配；

$R_{j,t}$ 為證券第 t 期的股價報酬率；

$P_{j,t}$ 為證券 j 第 t 期股價。

透過上述公式可得預期報酬率為 $E(R_{jt}) = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt}$ 。

1. 異常報酬率 (abnormal return, AR)

事件期異常報酬率的計算為： $AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$ (5)

AR_{jt} ：證券 j 於第 t 期的異常報酬率

R_{jt} ：證券 j 於第 t 期的實際報酬率

$E(R_{jt})$ ：證券 j 於第 t 期的預期報酬率

平均異常報酬率為： $AR_t = \frac{\sum_{j=1}^N AR_{jt}}{N}$ (6)

平均異常報酬率之檢定：
 $H_0: AR_t = 0$
 $H_1: AR_t \neq 0$

檢定統計量為： $t_{AR} = \frac{AR_t}{\sqrt{\frac{1}{N^2} \sum_{j=1}^N Var(AR_{jt})}}$ (7)

2. 累積異常報酬率 (cumulative abnormal returns, CAR)

累積異常報酬率之計算： $CAR_j = \sum_{t=t_3}^{t_4} AR_{jt}$ (8)

累積平均異常報酬率為所有樣本之累積異常報酬率除以研究樣本數：

$CAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{i(t_3, t_4)}$ (9)

N ：表示研究樣本數量。

累積平均異常報酬率之檢定：
 $H_0: CAR_t = 0$
 $H_1: CAR_t \neq 0$

累積平均異常報酬率的檢定統計量：

$$t_{CAR} = \frac{CAR_t}{\sqrt{\frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N Var(CAR_{jt})}} \quad (10)$$

第二節 多元迴歸模型分析

一、研究期間

本文以多元迴歸模型探討公司治理變數與陸客來台自由行宣告之股價累積異常報酬之關係，為配合事件研究法故以 2012 年 3 月之季研究期間，陸客開放自由行之事件日資料取自台灣證券交易所網站，市場變數及公司財務變數資料則取自「台灣經濟新報資料庫」。

二、樣本選取

本研究依據高蘭芬等(2012)將公司治理構面分為董監事功能、股權結構以及介入股市情況等三項評量構面。以下定義上述三項構面以及公司經營績效等變數：

(一)董監事功能

(1)外部董事席次比率

王元章(2012)指出董會會組成與獨立性方面，外部獨立董事席次比率及董事長兼任總經理分別與盈餘管理呈負向及正向顯著關係，但外部獨立董事席次過半則不具顯著性，表示董事會獨立性存在確實能提升監督管理當局的功能，即外部董事比率愈高，愈能限制管理者操縱盈餘的行為，有效抑制盈餘管理增加財務報告品質，但過多的外部董事監督效果反而不明顯。變數取得來源為 TEJ 公司治理資料庫中，控制持股與董監結構資料庫之資料，外部董事席次為非最終控制者所能掌握之董事席次，將全體董事席次數目扣除控制董事席次數目，再除以全體董監席次數目。計算公式如下：

$$\text{外部董事席次比率} = \frac{\text{全體董事席次數} - \text{控制董事席次數}}{\text{全體董事席次數}} \times 100 \quad (11)$$

(2)外部監事席次比率

廖秀梅(2005)研究表示外部或獨立董監事的設立，的確能提升公司績效。其變數取自 TEJ 公司治理資料庫中，控制持股與董監結構主表資料庫，將全體監事席次數目扣除控制監事席次數目，再除以全體監事席次數目。計算公式如下：

$$\text{外部監事席次比率} = \frac{\text{全體監事席次數} - \text{控制監事席次數}}{\text{全體監事席次數}} \times 100 \quad (12)$$

(3)席次盈餘偏離差

洪千惠等(2013)探討公司治理機制對 TDR 折溢價的影響。最終控制董事席次與溢價呈現負向關係，可見小股東利益被大股東剝奪，存在核心代理問題。其變數取自 TEJ 公司治理資料庫中，控制持股與董監結構主表資料庫，透過計算席次控制率與盈餘分配權之差距，用以作為大股東剝奪小股東權益可能性的衡量。計算公式如下：

$$\text{席次盈餘偏離差} = \text{席次控制率}^4 - \text{盈餘分配權}^5 \quad (13)$$

(二) 股權結構

(1)法人持股率

林淑荼(2003)以 2001 年國內 451 家上市公司為研究對象分別作敘述性統計分析、相關性分析、迴歸分析。其實證結果亦顯示，機構法人持股比重越高，公司的經營績效越好。其變數取自 TEJ 公司治理資料庫中，控制持股與董監結構主表資料庫。

(2)次大股東持股率

⁴ 最終控制者所控制之董監席次/全部董監事席次。

⁵ 盈餘分配權，又稱現金流量請求權，即最終控制者所享有之盈餘分配權，公式=(直接盈餘分配權+ \sum 各控制鏈之間持股率乘積)。不含最終控制者之財團法人(基金會)之持股，且不含友好集團之持股，直接盈餘分配權=(家族個人持股%+家族未上市公司持股%)。

王玉珍(2002)在檢視股權結構、董事會組成以及資本結構與企業經營績效之間的關係時，以五種指標來衡量企業績效，發現若以獲利性指標以及生產力指標作為衡量標準，大股東持股比率以及機構投資人持股比率與企業績效呈現正向關係。Edwards & Weichenrieder (1999)認為次大股東是最有能力與最終控制者抗衡的人，所以次大股東的持股比率越高，其監督效果越強。其變數取自 TEJ 公司治理資料庫中，控制持股與董監結構主表資料庫，最大外部股東之持股比率。

(3)股份盈餘偏離差

翁淑育(2000)探討公司治理相關衡量變數與企業發生財務危機之關聯性，以前一年之最終控制者股份控制權、盈餘分配權以及前述二者之偏離程度等 3 項公司治理衡量變數，實證結果顯示，最終控制者盈餘分配權、最終控制者盈餘分配權與股份控制權之間的偏離程度等 2 項衡量變數，皆與公司發生財務危機呈顯著正向關係。許琳鳳(2010)當公司股份盈餘偏離差愈大或是股份盈餘偏離倍數愈大時，公司存在的盈餘管理情況愈明顯，亦即愈容易發生控制股東消耗少數股東權利情況。本研究使用 TEJ 公司治理資料庫中，各公司之控制持股比率扣除盈餘分配權所得之股份盈餘偏離差，作為衡量最終控制者剝奪小股東利益之傾向可能性指標。計算公式如下：

$$\text{股份盈餘偏離差} = \text{股份控制權}^6 - \text{盈餘分配權} \quad (14)$$

(三) 股東介入股市

(1)大股東質押比率

一連串的企業財務危機事件中，可觀察到為數甚多之企業係利用交叉持股炒作股價套利及股票質押借款方式來從事財務操作，此種融資循環方式在股市衰退時極易引發公司財務危機。因此本研究自 TEJ company 資料庫中，董監事持股

⁶ 股份控制權，又稱投票權，係最終控制者所控制之持股率，公式=(直接持股%+間接持股%)，採 La Porta et al. (1999) 作法，以控制鏈最末端持股率為間接持股(不含友好集團持股)。

狀況資料庫，取得公司大股東之股權質押比率情況，以作為公司治理衡量指標變數。

(2)轉投資公司家數

丁秀儀(2008)發現轉投資率對公司會計績效呈現正向的影響。Yeh & Lee (2002) 指出當公司轉投資家數愈多，則愈有可能透過這些轉投資公司回頭購買公司股票以進行控制權之鞏固，進而損害公司其他股東利益與經營績效。本研究使用 TEJ 公司治理資料庫中，待股東公平性資訊透明度及人事穩定度資料庫取得各公司轉投資佔資產率，作為衡量公司治理評估指標之一。

(四) 經營績效衡量指標

(1)資產報酬率(ROA)

資產報酬率即在衡量公司所其資產是否充份利用。不論公司的資產是以舉債而來或是股東資金，公司利用其所有的資產從事生產活動，所獲得的報酬表現在稅後淨利上，因此資產報酬率便在衡量公司的營運使整體資產的報酬運用效率狀況。公式如下：

$$\text{資產報酬率} = \frac{\text{稅前息前折舊前之盈餘}}{\text{平均資產總額}} \quad (15)$$

(2)股東權益報酬率(ROE)

股東權益報酬率就是該年度股東權益的成長速度。其中稅後淨利部分係指扣除掉特別股股利後之盈餘，而股東權益係指普通股權益總額。由股東權益成長率可以看出，該公司的經營階層的目標是否與股東目標一致，是以股東權益為主要考量。股東權益報酬率係由於企業保留其盈餘所獲得，因此亦顯示一個企業如果不仰賴對外舉債也能促使其企業成長的能力。公式如下：

$$\text{股東權益報酬率} = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{平均股東權益}} \quad (16)$$

(3) 累積異常報酬率(CAR)

游莉芬(2012)研究指出在影響長期綜效的迴歸模型中，公司治理、主併公司帳面市值比、目標公司資產報酬率對於 CAR 皆有顯著影響能力。

(五) 控制變數

(1) 公司規模

高蘭芬(2012)研究計算公司股票市值取自然對數為公司規模變數。

(2) 負債比率

彭獻慶(2004); 李幃宗(2007)財務負債比率對公司價值與財務績效呈負相關。本研究以公司年底總負債除以總資產為負債比率。

本文以多元迴歸模型探討陸客自由行宣告與股價異常報酬之關係，本文之多元迴歸模型分別以累積異常報酬 CAR(1,5)、CAR(-5,-1)及 AR(-1)為應變數，以當年第一季之財務及市場變數為自變數，模式設立如下：

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 YA_{1i,t} + \beta_2 YA_{2i,t} + \beta_3 YA_{3i,t} + \beta_4 YA_{4i,t} + \beta_5 YA_{5i,t} + \beta_6 YA_{6i,t} + \beta_7 YA_{7i,t} + \beta_8 YA_{8i,t} + \beta_9 YA_{9i,t} + \beta_{10} YA_{10i,t} \quad (15)$$

其中應變數為：

$Y_{i,t}$ = CAR(1,5)、CAR(-5,-1)、AR(-1)、股東權益報酬率(ROE)、股東權益報酬率(ROE)
自變數為：

$YA_{1i,t}$ ：外部董事席次比率 $YA_{2i,t}$ ：外部監事席次比率

$YA_{3i,t}$ ：席次盈餘偏離差 $YA_{4i,t}$ ：法人持股率

$YA_{5i,t}$ ：次大股東持股率 $YA_{6i,t}$ ：股份盈餘偏離差

$YA_{7i,t}$ ：大股東質押比率 $YA_{8i,t}$ ：轉投資公司家數

$YA_{9i,t}$ ：公司規模 $YA_{10i,t}$ ：負債比率

表 2 變數定義

變數	定義
1.外部董事席次比率	外部董事席次比率=(全體董事席次數-控制董事席次數)/全體董事席次數×100
董監事 會功能	2.外部監事席次比率
	外部董事席次比率=(全體監事席次數-控制監事席次數)/全體監事席次數×100
	3.席次盈餘偏離差
	席次盈餘偏離差=席次控制率-盈餘分配權
1.法人持股率	法人持股率
股權結 構	2.次大股東持股率
	最大外部股東之持股比率
	3.股份盈餘偏離差
	股份盈餘偏離差=股份控制權-盈餘分配權
1.大股東質押比率	大股東之股權質押比率
股東介 入股市	2.轉投資公司家數
	轉投資佔資產率
1.資產報酬率(ROA)	資產報酬率=稅前息前折舊前之盈餘/(平均資產總額)
經營績 效衡量 指標	2.股東權益報酬率(ROE)
	股東權益報酬率=稅後淨利/平均股東權益
	3.累積異常報酬率(CAR)
	所有樣本之累積異常報酬率除以研究樣本數
1.公司規模	公司股票市值取自然對數
控制變 數	2.負債比率
	年底總負債除以總資產

第四章 實證結果與分析

第一節 事件研究法

由於陸客直接來台觀光將帶來商機，因此，2012 年 4 月 28 日第二階段自由行開放，提前宣告開放之日(4月1日)的利多消息。在表 2 中，平均異常報酬 (AR) 部分，事件宣告前二天($t = -2$)AR 為 1% 顯著負向開始轉正後，即一直持續處於正值，且在事件日當天($t = 0$)為 0.6145% 具 5% 顯著正向水準。但事件日後，股價異常報酬表現即不存在。

在累積異常報酬 (CAR) 部分，事件日前二天($t = -2$)CAR 為 1% 顯著負向，但之後就沒有任何顯著了，表示此項政策的宣告，並沒有讓觀光產業有顯著的累積異常報酬。

依不同類別分析、因觀光產業公司屬性不同，以下分別就「飯店類」、「遊樂園類」、「航空類」、「百貨業」及「其它類」五種類別加以檢視，結果如表 3 所示。

在 AR 部分，遊樂園類在事件日隔天($t = 1$) 為 10% 顯著負向異常報酬；飯店類在事件日前一天($t = -2$)開始有 1% 顯著負向異常報酬，但在事件日前一天($t = -1$)則由負轉正，為 5% 顯著正向異常報酬；在事件日的隔天($t = 1$)，百貨業為 1% 顯著負向異常報酬；航空業在事件日前四天($t = -4$)為 5% 顯著負向異常報酬，在事件日二天後($t = 2$)為 10% 顯著負向異常報酬，但在事件日第三天($t = 3$)為 1% 正向異常報酬，顯示政策宣告對觀光類股股價上升的助益不大，甚至沒有助益。

在累積異常報酬 (CAR) 部分，只有航空業在事件日($t = 2$)，為 10% 的顯著負向累積異常報酬率，而其他類別，則沒有任何顯著的累積異常報酬。

表 3 事件期內的平均異常報酬率 (AR) 及平均累積異常報酬率 (CAR)

事件日	全樣本	
	AR	CAR
-5	0.418 (0.302)	0.418 (0.302)
-4	-1.009** (0.012)	-0.591 (0.303)
-3	0.178 (0.660)	-0.413 (0.557)
-2	-1.234*** (0.003)	-1.647** (0.043)
-1	0.948** (0.021)	-0.699 (0.444)
0	0.867** (0.036)	0.168 (0.867)
1	-0.795* (0.056)	-0.627 (0.564)
2	-0.724* (0.083)	-1.351 (0.246)
3	0.833** (0.046)	-0.518 (0.676)
4	0.267 (0.525)	-0.251 (0.848)
5	0.236 (0.574)	-0.015 (0.991)

註 1：AR 為平均異常報酬；CAR 為事件日前 5 天至後 5 天 (-5,+5) 的累積平均異常報酬。
 註 2：*表示 10%顯著水準，**表示 5%顯著水準，***表示 1%顯著水準。

表 4 事件期內不同類別的平均異常報酬率 (AR) 及平均累積異常報酬率 (CAR)

事件日	遊樂園類		飯店類		百貨業		航空業		其他類	
	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
-5	1.418 (0.205)	1.418 (0.205)	0.512 (0.334)	0.512 (0.334)	0.668 (0.387)	0.668 (0.387)	-0.173 (0.886)	-0.173 (0.886)	0.357 (0.731)	0.357 (0.731)
-4	-1.476 (0.23)	-0.059 (0.972)	-0.990* (0.071)	-0.478 (0.532)	-0.66 (0.431)	0.008 (0.995)	-2.573* (0.043)	-2.746 (0.117)	-0.904 (0.313)	-0.547 (0.69)
-3	0.674 (0.601)	0.616 (0.770)	0.497 (0.376)	0.017 (0.984)	0.201 (0.816)	0.209 (0.884)	-0.717 (0.586)	-3.463 (0.115)	-0.121 (0.886)	-0.668 (0.678)
-2	-2.082 (0.118)	-1.467 (0.557)	-1.553*** (0.007)	-1.534 (0.167)	-0.998 (0.257)	-0.789 (0.64)	-0.767 (0.573)	-4.230 (0.102)	-1.297 (0.116)	-1.965 (0.278)
-1	-0.133 (0.921)	-1.600 (0.573)	1.341** (0.02)	-0.193 (0.877)	0.643 (0.468)	-0.147 (0.939)	-0.941 (0.496)	-5.171 (0.078)	0.418 (0.608)	-1.546 (0.437)
0	0.458 (0.737)	-1.142 (0.717)	0.575 (0.322)	0.382 (0.782)	1.313 (0.140)	1.166 (0.58)	0.805 (0.567)	-4.366 (0.180)	1.326 (0.103)	-0.22 (0.918)
1	-2.612* (0.057)	-3.754 (0.275)	-0.855 (0.144)	-0.473 (0.753)	-2.596** (0.003)	-1.43 (0.532)	-0.344 (0.809)	-4.710 (0.185)	0.334 (0.681)	0.114 (0.961)
2	-0.715 (0.604)	-4.469 (0.229)	-0.659 (0.262)	-1.132 (0.483)	-0.329 (0.714)	-1.759 (0.475)	-2.579* (0.073)	-7.289* (0.058)	-0.824 (0.311)	-0.711 (0.771)
3	1.938 (0.159)	-2.531 (0.523)	0.696 (0.238)	-0.436 (0.8)	0.937 (0.296)	-0.822 (0.754)	4.434** (0.002)	-2.856 (0.487)	0.068 (0.934)	-0.643 (0.803)
4	0.013 (0.992)	-2.518 (0.548)	-0.011 (0.985)	-0.447 (0.806)	0.584 (0.515)	-0.238 (0.932)	-0.218 (0.881)	-3.074 (0.480)	0.617 (0.448)	-0.026 (0.992)
5	0.069 (0.96)	-2.449 (0.579)	0.469 (0.431)	0.022 (0.991)	-0.322 (0.72)	-0.559 (0.848)	-0.307 (0.833)	-3.381 (0.462)	0.733 (0.366)	0.706 (0.802)

註 1：AR 為平均異常報酬；CAR 為事件日前 5 天至後 5 天 (-5,+5) 的累積平均異常報酬。

註 2：*表示 10%顯著水準，**表示 5%顯著水準，***表示 1%顯著水準。

在累積異常報酬 (CAR) 部分，遊樂園及飯店類在事件日前 5 天($t = -5$)為 10% 顯著正向累積異常報酬；在航空業，事件日隔二天($t=2$)為 10% 顯著負向累積異常報酬；而其他類，則沒有顯著影響。

綜上所述，根據 AR 及 CAR 在事件期間的表現可知，「開放大陸人士來台自由行觀光」政策對觀光產業為一利多出盡消息，觀光業股價在事件日前後一、二天有顯著反向反應。

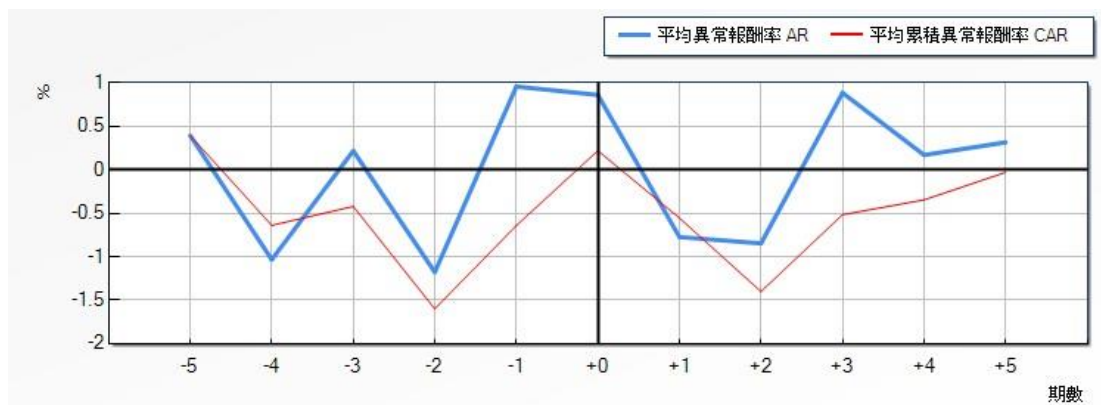


圖 3 全體樣本事件期內 (-5,+5) 之 AR 及 CAR 異常報酬

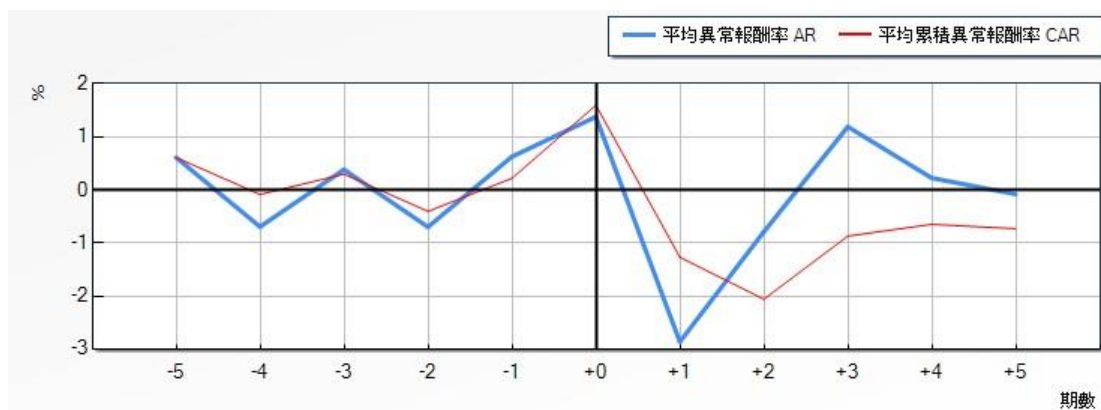


圖 4 百貨類事件期內 (-5,+5) 之 AR 及 CAR 異常報酬

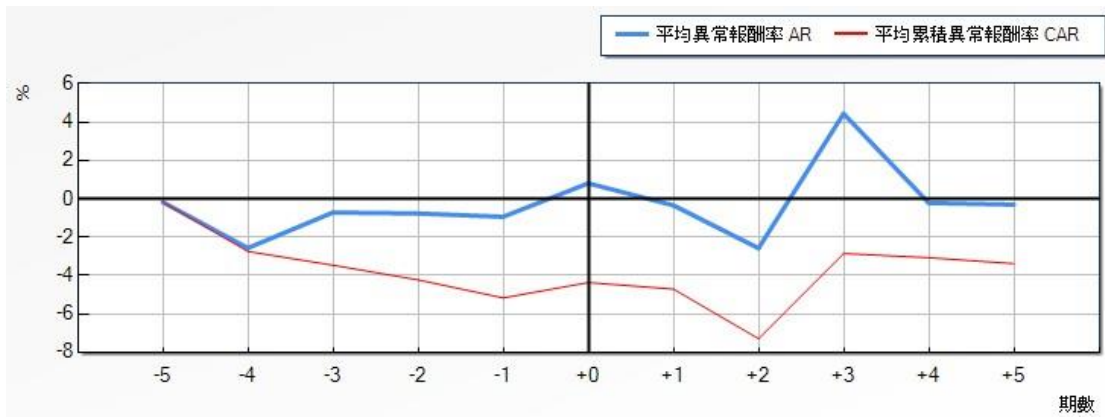


圖 5 航空業事件期內 (-5,+5) 之 AR 及 CAR 異常報酬

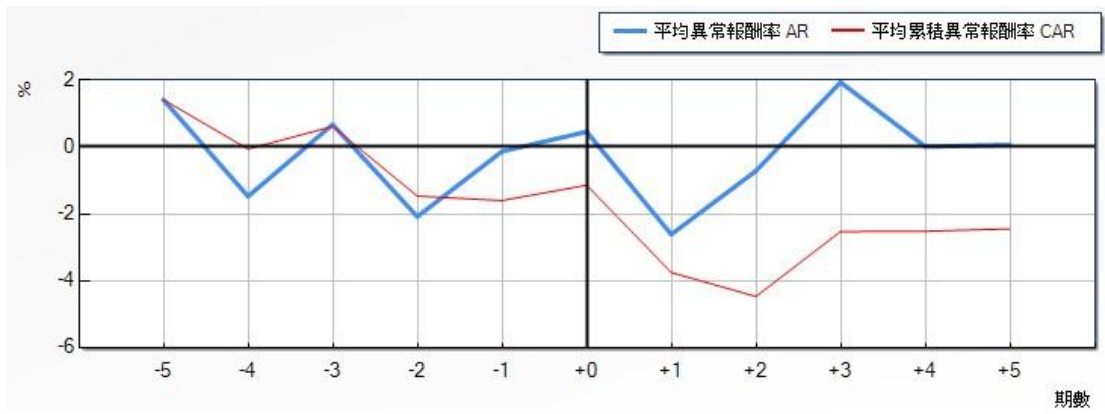


圖 6 遊樂園類事件期內 (-5,+5) 之 AR 及 CAR 異常報酬

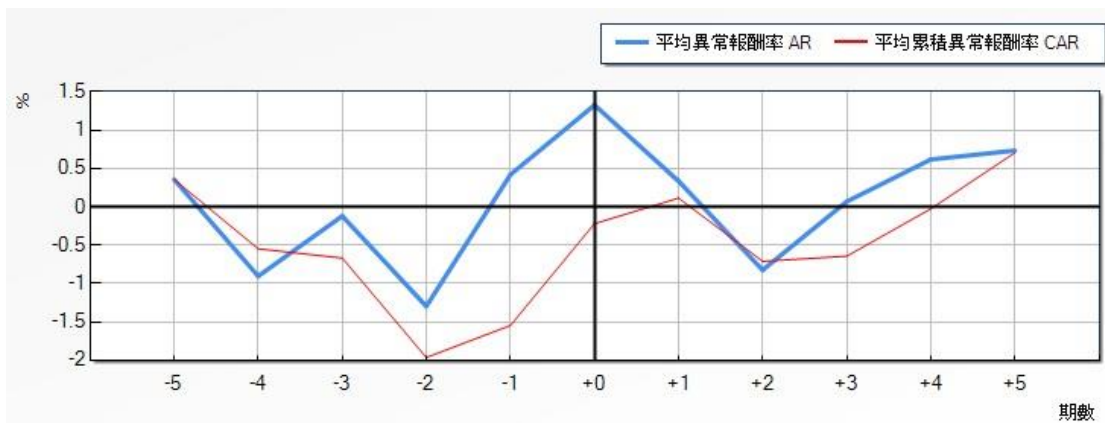


圖 7 其他類事件期內 (-5,+5) 之 AR 及 CAR 異常報酬

第二節敘述統計量分析

表 5 列示各變數之敘述統計量，表中經營績效存在著不小的差異，其平均值分別為 13.19% 和 11.48%，但 ROA 最大值約為 43.24%，最小值則為 2.48%。ROE 差異更為明顯，最大值約為 45.4%，最小值則-11.13%。在董監事會功能上，外部董事席次比率與外部監事席次比率分別為 33.99% 及 42.03%，廖秀梅(2005)研究表示外部或獨立董監事的設立，的確能提升公司績效。王元章(2012)指出董事會獨立性存在確實能提升監督管理當局的功能，即外部董事比率愈高，愈能限制管理者操縱盈餘的行為，有效抑制盈餘管理增加財務報告品質。而股份盈餘偏離差僅 6.21%，可見大部份觀光產業的經營成果與控制股東利益愈一致，又對公司的決策有較低的控制權，侵害小股東利益機會較小。

表 5 變數敘述統計量

	變數	平均數	最小值	最大值	標準差
董監事會 功能	外部董事席次比率	0.3399	0.0000	0.7778	0.2538
	外部監事席次比率	0.4203	0.0000	1.0000	0.3856
	席次盈餘偏離差	0.2654	-0.4448	0.9612	0.3667
股權結構	法人持股	0.4944	0.0000	0.9550	0.3063
	次大股東持股	0.0371	0.0000	0.2331	0.0752
	股份盈餘偏離差	0.0621	0.0000	0.4420	0.1076
股東介入 股市	大股東質押比率	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	轉投資公司家數	0.3193	0.0000	1.0352	0.3297
控制變數	公司規模	15.6887	13.4801	18.9603	1.5389
	負債比率	0.4119	0.1294	0.7639	0.1977
經營績效 衡量指標	資產報酬率(ROA)	0.1319	0.0248	0.4324	0.0943
	股東權益報酬率 (ROE)	0.1148	-0.1113	0.4540	0.1253

公司治理與資產報酬率之迴歸分析。公司治理變數包括所有公司治理構面(董監事會功能、股權結構、介入股市情況)以及整合性公司治理評等指標，控制變數為公司規模及負債淨值比。

從前述之實證結果得知，2012 年於揭露陸客開放自由行日前有顯著正向異常報酬，尤以事件日-2 日最為顯著，是以本文除了瞭解資產報酬率(ROA)及股東權益報酬率(ROE)，也將探討前述事件日前之累積異常報酬 CAR(-5,-1)、事件日後之累積異常報酬 CAR(1,5)及事件日-2 日之異常報酬 AR(-2) 與公司治理變數間之關係。

表六以資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)、累積異常報酬(CAR)為績效衡量進行迴歸分析。資產報酬率、股東權益報酬率、累積異常報酬為會計盈餘績效衡量，主要探討公司在公司治理強或弱的環境下，公司經營績效的表現反應在公司財務報表的結果。由表六可得知資產報酬率(ROA)與席次盈餘偏離差為-0.058%有 10%顯著的顯著負向關係，股東權益報酬率(ROE)與席次盈餘偏離差為-0.088%有 10%顯著呈現顯著負向關係，累積異常報酬(CAR(-5,-1))與席次盈餘偏離差-10.52%有 1%顯著負向關係，累積異常報酬(AR=-2)與席次盈餘偏離差-4.804%有 5%顯著負向關係，表示控制股東之投票權和現金流量權偏離時，控制股東剝奪小股東權益的可能性將提高，存在核心代理問題。

資產報酬率(ROA)與次大股東持股為-0.169%有 5%顯著負向關係，但與累積異常報酬(CAR(-5,-1))卻是 23.803%的 5%顯著正向關係，與累積異常報酬(AR=-2)是 11.932%的 5%顯著正向關係，Edwards & Weichenrieder (1999) 認為次大股東是最有能力與最終控制者抗衡的人，所以次大股東的持股比率越高，其監督效果越強。而實證結果顯示當有政策實施時會有較強的監督能力。

在股東權益報酬率(ROE)的部分，在股份盈餘偏離差為 0.196%有 10%顯著正向關係，累積異常報酬(CAR(-5,-1))為 42.197 的 1%顯著正向關係，累積異常報酬(AR=-2)是 12.37%的 5%顯著正向關係，當最終控制者之控制持股比率與盈餘

分配權產生偏離時，則最終控制者剝奪小股東權益之傾向愈強，可見小股東利益被大股東剝奪，存在核心代理問題。

在事件日的後五天累積異常報酬(CAR(1,5))與各公司治理變數就都沒有顯著。這表示在事件日後，就迅速失去各相關變數。

表 6 影響經營績效因素估計結果

自變數\應變數	ROA	ROE	CAR(-5,-1)	AR(-2)	CAR(1,5)
(常數)	0.054 (0.596)	0.090 (0.693)	27.313** (2.655)	-1.302 (-0.237)	-2.04 (-0.095)
外部董事席次比率	-0.033 (-0.993)	-0.052 (-1.098)	-7.728* (-2.072)	-2.962 (-1.488)	-3.595 (-0.461)
外部監事席次比率	0.024 (1.379)	0.032 (1.279)	0.222 (0.111)	-1.18 (-1.109)	-2.926 (-0.702)
席次盈餘偏離差	-0.058* (-2.027)	-0.088* (-2.165)	-10.512*** (-3.259)	-4.804** (-2.79)	-5.65 (-0.838)
法人持股	0.026 (0.949)	0.027 (0.712)	-5.238 (-1.714)	-1.712 (-1.05)	-7.97 (-1.249)
次大股東持股	-0.169** (-2.26)	-0.141 (-1.314)	23.803** (2.803)	11.932** (2.633)	2.955 (0.167)
股份盈餘偏離差	0.09 (1.19)	0.196* (1.810)	42.197*** (4.924)	12.37** (2.704)	1.796 (0.1)
轉投資佔淨值	-0.023 (-1.161)	0.008 (0.269)	2.973 (1.312)	-0.034 (-0.028)	2.896 (0.612)
公司規模	-0.001 (-0.176)	-0.005 (-0.483)	-1.75** (-2.241)	0.126 (0.303)	0.635 (0.389)
M 負債比率	0.02 (0.523)	0.029 (0.539)	7.051 (1.645)	1.233 (0.539)	-3.294 (-0.368)
R 平方	0.609	0.559	0.714	0.588	0.168
調過後的 R 平方	0.339	0.253	0.516	0.303	-0.409

說明：括號內為 t 值。***表 1%的臨界水準顯著,**則表示在 5%的臨界水準顯著,*表示在 10%的臨界水準顯著。

第五章 結論及建議

本研究以十六家上市櫃公司觀光類股、兩家航空公司股價及四家相關通路百貨業者為研究對象，探討陸客自由行政策之宣告對公司股價之影響，並利用多元迴歸分析探討影響累積異常報酬的財務及公司治理變數，獲致重要結論如下：

本研究發現整體觀光 AR 在事件日前四天 ($t = -4$)及前兩天($t = -2$) 是顯著負向的，而 CAR 的部分在事件日的前兩天($t = -2$)也是顯著負向，但在事件日的前一天($t = -1$)及事件日當天($t = 0$)為 AR 顯著正向。這表示政策即將開放訊息宣告的利多訊息使股價有極短期反應，可是在隔日股價則有顯著負的異常報酬，似乎也反映了市場投資人在短期間過度樂觀後迴歸理性的修正。但是就長期累積異常報酬而言，多數人大多無感，因此，在股價表現上並沒有太多的改變。

若將觀光業按所屬產業別區分，我們發現事件日當天的 AR 及 CAR 均沒有任何顯著表現。而遊樂園類及百貨業在事件日隔天($t = 1$)AR 有顯著負向報酬，有可能為事件日隔天投資人回歸理性。

以上結論顯示陸客來台能為觀光業創造短期利益，但僅有一、二天的短期效果，換言之，「開放大陸人士來台自由行觀光」之宣告，對觀光業全體的股價有短暫的顯著正向影響，台灣觀光產業股為效率市場，此結論和本文研究整理結果(表一)一致。

從迴歸結果可以發現績效指標(ROA、ROE、CAR)與公司治理變數席次盈餘偏離差呈現負向顯著關係，這符合控制權偏離程度顯著使壞消息傳遞呈負相關，股份盈餘偏離差在則呈現正向顯著關係。最大外部股東與 ROA 呈負相關，但與 CAR 呈正相關。由這邊可以發現，在觀光業政策發布時，最大的影響還是來自於公司中的控制股東及大股東，這時會有核心代理問題，及如代理理論所言，經營者會在自身利益的驅動下，做出對自己有利或對所有股東均有利的盈餘管理行為。

本研究是採用上市櫃觀光業為研究對象，當然陸客來台觀光，並不單純去這些上市櫃公司，也有去夜市這些不能用股價來反映的地方，此為本研究的限制之一。由於觀察期間不夠長，加上觀光業上市櫃公司並不多，因此本研究的樣本數不甚大，可能是較明顯的缺失，日後如能持續追蹤觀察，擴大樣本數，則研究結果應更具參考價值。

而在公司治理變數根據本研究議題，提出研究不足之處與樣本之限制問題，提供後續研究者參考的建議，與相關研究進一步之探討，因採取事件研究法的部分故只能對此一政策推行初期股價的反應加以研究，並無法看出上市後二至三年長期效果累計異常報酬的檢測，為本研究之限制，未來研究可針對此部份的期間加以看出整體對後續期間之效果為何。而在公司治理變數，亦可再進一步納入不同的變數做檢驗。

參考文獻

中文文獻

- 丁秀儀(2008)，「首度上市公司是否存在公司治理」，證券市場發展季刊，第20卷第1期，191-228頁。
- 王元章(2012)，「核心代理問題對盈餘管理之影響」，會計審計論叢，第2卷第2期，69-113頁。
- 王玉珍(2002)，「股權結構、董事會組成、資本結構與企業績效關係之研究」，國立中央大學企業管理研究所碩士論文。
- 王美華(2006)，「公司治理機制與經營績效之關係研究-以台灣金融控股公司為例」，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。
- 王素鸞、蔡金(2012)，「陸客觀光與陸資來台—現況與展望」，經濟前瞻，139期，34-42頁。
- 王逸峰(2009)，「中國觀光客來台對台灣觀光業的影響」，新世紀智庫論壇第45期，74-83頁。
- 王逸峰(2009)，中國觀光客來台對台灣觀光業的影響，《新世紀智庫論壇》，45，74-83頁。
- 交通部觀光局(2009)，認識台灣觀光衛星帳。
- 交通部觀光局(2012)，編製 99 年臺灣地區觀光衛星帳。
- 何幸芳(2003)，「獨立董監事對公司價值與盈餘資訊內涵影響之研究」，輔仁大學金融研究所碩士論文。
- 吳宛芳(2001)，「開放大陸人士來台觀光之商機評析」，元大京華投資資訊
- 吳念昌(2005)，「兩岸未來經貿，阿扁運籌帷幄」，新台灣新聞週刊，479期。
- 吳樂群，周行一，施敏雄，陳茵琦，簡淑芬(2001)，公司管控—董事及監察人如何執行職務，證期會。
- 李幃宗(2008)，「資訊透明度、公司治理對公司經營績效之探討」，長庚大學企業管理研究所碩士論文。
- 李瑋鈞(2006)，「非經濟事件對股價的影響-以 SARS 事件與 2004 年總統大選為例」，中央大學企業管理研究所碩士論文。
- 沈中華、李建然(2000)，事件研究法—財務與會計實證研究必備，華泰文化事業出版社。
- 林成章，2001，「台灣上市公司監察人監督績效之研究」，義守大學管理科學研究所碩士論文。
- 林佳欣(2005)，「南亞海嘯對旅遊業股價報酬之衝擊」，靜宜大學企業管理研究所碩士論文。

- 林淑棻(2003)，「公司股權結構、董事會組成結構以及財務政策與公司經營績效關係之研究」，國立政治大學財務管理研究所碩士論文。
- 林義凱(2004)，「台灣上市公司公司治理與公司經營績效之關聯性研究」，國立成功大學企業管理研究所碩士論文。
- 洪千惠，林淑玲(2013)，「公司治理機制對臺灣存託憑證折溢價之影響」，修平學報，26期，79-101頁。
- 洪榮華、陳香如、王玉珍(2005)，「公司內部治理機制與公司績效之關係—股權結構與董事會特性的觀點」，輔仁管理評論，第12卷，第3期，23-40頁。
- 洪榮耀、陳正佑(2012)，「上市上櫃公司治理實務守則與公司績效關連性之探究」，商業現代化學刊，第6卷，第4期，43-61頁。
- 凌明智(2004)，「重大災難事件對股票市場之影響-以 SARS 疾病災難事件對台灣金融業為例」，高雄第一科技大學金融營運研究所碩士論文。
- 柴松林、林秋霞(2007)，「開放大陸人民來臺觀光對臺灣的正負面影響-成果報告」，國家政策網路智庫。
- 翁淑育(2000)，「問題放款公司如何藉由董事會結構、股權偏離程度操縱盈餘」，國立中央大學財務金融研究所碩士論文。
- 高惠娟、戴有德(2011)，「開放大陸人士來台觀光政策對觀光業股價及財務績效之影響」，經濟與管理論叢，第7卷，第2期，257-283頁。
- 高順德(2011)，「陸客自由行之影響評析」，《國政分析》，財團法人國家政策研究基金會(網址：<http://www.npf.org.tw>)。
- 高蘭芬、盧正壽、黃冠智、陳安琳(2012)，「公司治理、公司績效與投資策略」，中山管理評論，第20卷第3期，851-880頁。
- 張明峰(1991)，「股權結構對公司績效影響之研究」，國立政治大學企業管理研究所論文。
- 張明偉(2012)，「陸客來台對台灣觀光發展影響之研究」，世新大學社會發展研究所碩士論文。
- 張淞銘(2009)，「家族與非家族公司內部治理機制與風險承擔之關聯性」，銘傳大學財務金融研究所碩士論文。
- 許士軍(2002)，「台灣新公司法與獨立董事」，萬國法律，第123期，63頁。
- 許琳鳳(2010)，「以二階盈餘管理模式探討核心代理問題」，逢甲大學會計所碩士論文。
- 許漢寬(2012)，「ECFA 協議簽署對股票價格的宣告效果—以台灣航運與觀光產業為例」，虎尾科技大學經營管理研究所碩士論文。
- 連紘毅(2006)，「公司治理與財務決策-以台灣電子業為例」，逢甲大學財務金融學所論文。
- 陳金貴(2013)，「治理之理論與發展」，公共治理季刊，第1卷第1期，25-36頁。

- 陳美華、許銘珊(2011)，「大陸安利團來台旅遊事件對觀光類股股市報酬率之影響」，運動休閒餐旅研究，第6卷，第一期，01-13頁。
- 陳遜菁(2007)，「台灣地方觀光產業成長變遷之比較分析」，國立成功大學都市計劃研究所碩士論文。
- 陳蕙珍(2011)，「ECFA事件宣告對台灣股票市場之影響-以台灣上市公司為例」，國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
- 陳錦玉(2013)，「大陸來台旅遊市場之旅遊影響感知與態度初探」，島嶼觀光研究，第6卷第1期，49-71頁。
- 彭獻慶(2004)，「公司治理機制、公司特徵對公司價值衡量、財務績效與高階管理更迭率之影響-以台灣電子電機高科基公司為例」，國立成功大學企業管理研究所碩士論文。
- 曾雅鳳(2000)，「台灣公司董事監察人結構與經營績效之探討」，義守大學管理科學研究所碩士論文。
- 黃錦川，朱美珍，張庭瑄，陳怡雯(2013)，「大股東與董監持股交互關係對企業經營績效影響之研究」，2013國際ERP學術及實務研討會論文。
- 楊忠偉(2008)，「公司治理與經營績效-台灣上市(櫃)觀光旅館業之實證研究」，朝陽科技大學休閒事業管理系碩士論文。
- 葉銀華、李存修、柯承恩(2002)，公司治理與評等系統，商智文化出版社。
- 廖秀梅，李建然，吳祥華(2005)，「董事會結構特性與公司績效關係之研究—兼論台灣家族企業因素的影響」，東吳經濟商學學報，第五十四期，117-160頁。
- 蔡佳燕(2003)，「重大災難事件對股票市場之影響—以台灣921集集大地震對電子業、銀行業、營建業為例」，高雄第一科技大學金融營運研究所碩士論文。
- 蔡依蓁(2011)，「預見觀光旅遊新藍圖 陸客自由行，到底行不行？」臺灣經濟研究月刊，第34卷，第6期，30-36頁。
- 蔡武峯(2008)，「2006年總統元旦祝詞對台灣股票市場之影響」，世新大學企業管理研究所碩士論文。
- 蔡嵐蕎(2011)，「開放大陸人士來台觀光對旅遊產業國際化影響之研究」，銘傳大學國際事務研究所碩士論文。
- 鄭少凡(2011)，「台灣「百萬導遊」公開陸客旅遊業黑幕」，看雜誌，第85期。
- 賴丞坡，李昇倫(2012)，「公司治理對產險公司經營績效影響之研究」，保險專刊，第28卷第2期，169-185頁。
- 賴琬莉(2012)，「宰殺陸客台灣旅遊業玩完了！」，今周刊，第828期。

- 謝錦堂(2009)，「董事會功能理論模型之驗證：台灣上市公司董監事的觀點」，
管理學報，第二十六卷，第二期，127-144 頁。
- 鍾瑩燕(2005)，「台灣上市公司股權結構的決定因素」，輔仁大學金融研究所
碩士論文。
- 簡民惠、孫明春(2013)，「中國旅客的崛起」，經濟前瞻，146 期，111-122
頁。
- 魏榮進(2007)，「開放大陸人士來台觀光對台灣旅行社經營策略之研究」，2007
餐旅管理暨觀光休閒學術研討會論文。

英文文獻

- Cho, M-H, (1998). "Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics* 47: pp.103-121.
- Edwards, J. and A. Weichenrieder, (1999) "Ownership concentration and share valuation: Evidence from Germany" CESifo Working Paper Series, No. 193
- Organization for Economic Cooperation and Development, (1999), *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Paris.
- Robert F. Engle, (1982), "Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation," *Econometrics*, Vol.50, No.4, pp.987-1008.
- Tim BOLLERSLEV,(1986), "Generalized autoregressive conditional Heteroskedasticity," *Journal of Econometrics*, Vol.31, p.307-327.
- Tim BOLLERSLEV, Ray Y. Chou, and Kenneth F. Kroner (1992), "Arch modeling in finance: A review of the theory and empirical evidence," *Journal of Econometrics*, Vol.52, pp.5-59.
- Yeh, Y. H. and T. S. Lee (2002), "Stock Returns and Volatilities under Market Segmentation—The Case of Chinese A and B Shares", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.18, no.3., pp.239-257.