

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

GRADUATE OF FINANCIAL MANAGEMENT

NAN HUA UNIVERSITY

公司治理對台灣高額現金股利宣告效果之影響---以富時

指數公司所編製的成份股為例

The Effect of Corporate Governance on Taiwan High-yield

ETF Dividend Declaration-The Case of FTSE Prepared

Constituent Stocks

研究生：林明傑

GRADUATE STUDENT : MING-CHIEH LIN

指導教授：賴丞坡博士

ADVISOR : CHENG-PO LAI, Ph.D.

中華民國 105 年 6 月

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

公司治理對台灣高額現金股利宣告效果之影響—以富時指數公司編

製的成份股為例

THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE ON TAIWAN
HIGHT-YIELD ETF DIVIDEND DECLARATION-THE CASE OF
FETSE PREPARED CONSTITUENT STOCKS

研究生：林明傑

經考試合格特此證明

口試委員：楊顯壽
陳昇泓
賴丞城

指導教授：賴丞城

系主任(所長)：吳萬益

口試日期：中華民國 105 年 6 月 21 日

南華大學財務金融學系財務管理碩士班
105 學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：公司治理對台灣高額現金股利宣告效果之影響---以富時指數公司所編製的成份股為例

研究生：林明傑
中文摘要

指導教授：賴丞坡 博士

論文摘要內容：

臺灣定期存款利率長期偏低，投資人為尋求保值及穩健獲利，轉而投資股市。股市波動極大，股票種類又多，不利散戶的投資。近期熱門的指數股票基金(ETF)，具有分散投資風險、交易成本低廉、透明方便、流動性高且可以放空等優點，近年來逐漸受到台灣投資人關注。本研究蒐集 2009 年到 2014 年之臺灣 50、中型 100 及高股息指數成份股資料，研究其資訊外溢、超額報酬以及與公司治理變數的相關。結果發現，這些指數股票基金的成份股多有資訊外溢的現象，都有超額報酬的存在。本研究進一步探討公司治理變數對超額報酬之影響，發現公司經理人持股比例和臺灣 50 及中型 100 成份股的異常報酬率及累積異常報酬存在明顯的正相關；董事長兼任總經理和臺灣 50 及中型 100 成份股的異常報酬率及累積異常報酬在明顯的負相關。

關鍵字：公司治理、指數股票基金、異常報酬、資訊外溢

Title of Thesis : The Effect of Corporate Governance on Taiwan High-yield
ETF Dividend Declaration-The Case of the FTSE Prepared
Constituent Stocks

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

Graduate date: June 2016

Degree Conferred: M.B.A.

Name of student: MING-CHIEH LIN **Advisor:** CHENG-PO LAI, Ph.D.

Abstract

The deposit rate in Taiwan has been low for a long time. In order to maintain their income and make profits, investors invest in the stock market. However, the fluctuating prices and varieties of stocks make it unfavorable to individual investors. Owing to possessing the advantage of diversification of investment risk, low transaction cost, transparency, and the allowance of short selling, Exchange Traded Funds (ETF) have drawn investors' attention in Taiwan recently. The research collects the data of Taiwan 50 Index, Taiwan Mid-Cap 100 Index and Taiwan Dividend+ Index from 2009 and 2014 to investigate the correlation between information spillover, abnormal returns and corporate governance. The result shows that ETF with information spillover has abnormal returns. There is an obvious positive correlation between the ownership of corporate managers and the rate of abnormal returns and accumulated abnormal returns of Taiwan 50 Index and Taiwan Mid-Cap 100 Index. There is an obvious negative correlation between the ownership of chairmen and managing directors and the rate of abnormal returns and accumulated abnormal returns of Taiwan 50 Index and Taiwan Mid-Cap 100 Index.

Keyword : Corporate Governance, Exchange Traded Funds (ETF), Abnormal Returns,
Information Spillover

目錄

中文摘要	i
英文摘要	ii
目 錄	iii
表 目 錄	iv
第一章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	2
第二章 文獻回顧與探討	3
第一節 股利發放與宣告效果的相關文獻	3
第二節 公司治理相關文獻	5
第三章 研究方法	9
第一節 研究期間與對象	9
第二節 研究方法	9
第四章 實證結果與分析	13
第一節 資訊外溢與異常報酬	13
第二節 公司治理與異常報酬	29
第五章 結論與建議	35
第一節 結論	35
第二節 建議	36
參考文獻	37

表目錄

表 1	變數定義	12
表 2	所有研究樣本的指數及年度分類統計	13
表 3	2009 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果	14
表 4	2010 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果	15
表 5	2011 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果	16
表 6	2012 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果	18
表 7	2013 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果	19
表 8	2014 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果	20
表 9	2009 年次族群現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果	22
表 10	2010 年次族群現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果	23
表 11	2011 年次族群現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果	25
表 12	2012 年次族群現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果	26
表 13	2013 年次族群現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果	27
表 14	2014 年次族群現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果	28
表 15	研究變數相關分析—臺灣 50	30
表 16	臺灣 50 $CAR(-5, -1)$ 、 $AR(1)$ 、 $CAR(1, 5)$ 與公司治理變數的迴歸分析表	30
表 17	研究變數相關分析—高股息	31
表 18	高股息 $CAR(-5, -1)$ 、 $AR(1)$ 、 $CAR(1, 5)$ 與公司治理變數的迴歸分析表	32
表 19	研究變數相關分析—中型 100	33
表 20	中型 100 $CAR(-5, -1)$ 、 $AR(1)$ 、 $CAR(1, 5)$ 與公司治理變數的迴歸分析表	34

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

臺灣定期存款利率長期偏低，投資人為尋求保值及穩健獲利，轉而投資股市。臺灣股市經歷幾次暴漲暴跌後，部分投資人改投資基金，欲藉由專家代為操作，省卻選股煩惱兼得分散風險之效。

基金種類甚多，其中指數股票基金(ETF)，具有分散投資風險、交易成本低廉、透明方便、流動性高且可以放空等優點，近年來逐漸受到台灣投資人關注。從 2003 年 6 月 30 日臺灣第一檔 ETF--臺灣 50 上市以來，到了 2014 年底，臺灣共有 25 檔 ETF，成交比重佔 1.85%，數量及交易量持續增加中(臺灣證券交易所)。其中臺灣高股息基金以其高殖利率備受投資人的青睞，每當臺灣高股息基金公布每股配息更是受到媒體大幅報導及投資大眾注意。

臺灣高股息基金和臺灣 50 指數、臺灣中型 100 指數同屬指數股票基金；而不同的是，臺灣高股息基金的成份股是從臺灣 50 指數及臺灣中型 100 指數所組成的採樣母體中篩選，以所預測未來一年現金股利殖利率較高的 30 支股票作為投資標的，是屬於策略型選股，每半年會調整成份股(元大台灣高股息證券投資信託基金)。

臺灣股市向來是以散戶為主體，2014 年底臺灣上市公司共有 854 家(臺灣證券交易所)，對散戶而言，選股不啻是一項艱鉅的工作；而購買臺灣高股息基金的投資人又比一般投資大眾更在意股息的發放，而臺灣高股息基金的篩選股票的功能正可提供投資人選擇投資標的的參考。在不同的產業都存在高股息股票，這些公司的經營是否同

時存在類似的特質值得關注。

在成熟的歐美股市，投資的主體是法人，法人尤其重視公司治理，新興市場如果開始重視公司治理也更容易吸引外資投入。良好的公司治理似乎是公司穩健經營和獲利的重要特質(丁秀儀，2009)。

第二節 研究目的

低利時代吸引投資大眾投資股票，為數眾多且產業各異的個股評價不易，因此臺灣高股息基金所篩選的股票尤具參考價值。近年來國內外許多知名大公司接連出現財務、會計的問題，臺灣高股息基金所挑選的成份股若皆具有良好的公司治理，或能避免這些問題進而能穩健獲利。因此本研究目的在於：

- 1.利用事件研究法來探討臺灣高股息基金股價在宣告股利前後是否具有明顯異常報酬。
- 2.試著找出宣告事件異常報酬與公司治理的關聯性。

第二章 文獻回顧與探討

第一節 股利發放與宣告效果的相關文獻

一、 股利發放相關文獻

Miller and Modigliani(1961)提出股利政策無關論，認為在既定的投資及融資決策下，公司的價值及資金成本並不會因股利政策而有所影響，公司的價值主要是由其獲利能力決定。

從公司的立場而言，發放股利既與公司價值無關，那麼公司發放股利的目的究竟是什麼？而公司發放股利的態度又是什麼呢？ Miller and Modigliani(1961)認為在現實不完美的資本市場下，由於手續費、稅負與交易成本存在，致使投資者偏好不同，有些人偏好資本利得、有些人偏好股利所得，而有些人對於資本利得或股利所得無偏好的差異，如此將導致企業設定的股利政策會吸引特定的投資人前來購買該企業股票。Gordon(1963)則認為投資人對於公司藉由保留盈餘再投資所產生的資本利得，其不確定性比股利支付的不確定性還大，所以當公司改變股利政策以降低現金股利支付時，股東及投資者會要求較高的必要報酬率，以補償其負擔額外的不確定性，此時股票價格就會下跌；因此，公司應訂定高股利政策，以使公司股票價值極大化。Farrar and Selwyn(1967)提出所得稅差異理論，主張如果股利的稅率比資本利得稅率高時，則投資人可能希望公司少支付股利，而將較多的盈餘保留下來作為再投資用，依據該理論，企業只有採取低股利支付率的政策時，才有可能使股票價值上升。

就投資者立場而言，Gordon(1963)認為，資本利得存有許多不確定性，隨著時間增加不確定性越大，若是投資者為風險趨避者，就會偏好現金股利，而非盈餘再投資

後所產生的資本利得。若考慮到稅率問題，投資人對股利會有不同的期望。Farrar and Selwyn(1967)的所得稅差異理論，採取部分均衡分析法，認為投資人之目的在追求最大稅後淨利，故其會將企業稅與個人稅列入考慮範圍。而稅率因人而異，因此投資人可能會對發放不同金額股利的股票有不同偏好。Brennan(1970)進一步建立一個股票價值評估模型，也指出股利較高的股票比股利較低的股票有更高的稅前收益，投資者為了避稅而偏好股票股利。Miller and Modigliani(1961)提出了追隨者效應，該理論從股東的邊際所得稅率出發，認為每位投資者的稅率等級不同，因此他們對股利政策有不同態度。

部分學者從資訊不對稱來解釋公司發放股利的動機，視其為一種對市場釋出公司內部資訊的一種訊號，由於公司內部管理者與外部投資人之間存在著資訊不對稱的現象，一般外部投資人無法完全掌握公司內部的實際營運狀況及真實盈餘，股利金額的變動是公司內部向外界傳遞其內部訊息的一種手段。如果公司願意提高股利的發放並且高於市場所預期時，代表公司釋放未來可能會成長的訊息，而令股東提高對於公司的評價。

另外，現代的公司都存在代理問題，Easterbrook(1984)認為可以透過股利的發放使公司內部可動用之現金流量降低，這不但可以降低經理人侵佔公司剩餘現金的可能性，還可以提高經理人產生資金需求時，到公開資本市場籌資的可能性，這樣就可以進一步提高外部監理機制對公司的監督力量。Jensen(1986)提出的自由現金流量假說(Free cash flow hypothesis)，自利的經理人偏好將公司剩餘的現金保留在公司內，以滿足自我本身的利益(如從事特權消費等情形)，且過多的自由現金亦可能使經理人從事次佳的投資決策，進而使外部股東的利益遭受損害。若能促使公司經理人將自由現金流量發還予股東，便可降低自由現金流量所帶來的代理問題。

二、 股利宣告效果相關文獻

國外股利宣告效果的研究，有 Pettit(1972)探討現金股利宣告對股價之影響，指出現金股利宣告變動增加與股價的異常報酬間具有正向關係，股利具有資訊內容；且當股利減少或顯著增加時，市場的反應迅速，表示市場具有效率性。Asquith and Mullins(1983)實證發現首次現金股利宣告的規模與平均異常報酬呈現顯著的正向關係，股利的發放與股利的增加確實具有資訊內涵。Kalay and Lowenstein(1986)指出股利變化與股利變動宣告前後的股票收益呈正相關。Healy and Palepu(1988)發現首次現金股利宣告日及停發日有顯著的累積異常報酬。McNichols and Dravid(1990)以市場模式與異常報酬的 t 檢定進行研究，發現公司股票股利的宣告有顯著的異常報酬率。Banker、Das and Datar(1993)探討股票股利與現金股利的變動關係，依據公司過去及現在的股利政策，區分為好及壞的公司二個樣本子群，結果顯示在宣告期間，好的公司會產生正的異常報酬；壞的公司會有負的異常報酬，樣本子群與異常報酬方向有顯著相關。

而國內研究股利，則有許溪南等(2009)探討股利對台股期貨的定價，陳仕偉等(2008)發現股價和股利並未存在長期均衡關係；楊麗玲等(2005)研究發現台灣股票市場的市場報酬率變動，受到電子股價指數報酬率和股利率兩個因素的影響，投資人可以利用此兩個因素的歷史資料來增加對市場報酬率的預測。楊馥如等(2007)探討持股與股利之關係，發現流動性資產持有的決定因素，上市公司和上櫃公司在公司規模、股利政策與負責到期日等變數的解釋性存在差異。李樑堅等(2014)研究發現，台灣的上市公司股利率與股價報酬呈顯著的正相關。倪衍森等(2011)研究證實，現金股利宣告確實會影響股價報酬率。

第二節 公司治理相關文獻

控制權與所有權的分離是所有上市公司不可避免的現象，控制權與所有權分離後容易導致代理問題。而完善的公司治理機制最主要的目的在降低代理問題的嚴重性。

1997年發生亞洲金融風暴，之後接連發生國外的恩隆案及世界通訊的財務醜聞，以及國內的力霸集團，博達公司及中興銀行弊案，都使得公司治理議題逐漸受到重視。

公司治理好壞不僅影響投資和債權人的權益，也對公司經營和競爭力有長期影響。世界銀行與經濟合作暨發展(OECD, Organization for Co-operation and Development)於1999年底正式公佈公司治理原則供會員與非會員國參考。2004年版本的公司治理準則，指出一個健全的公司治理必須符合六項原則(1)建立有效公司治理架構 (2)股東的權利和關鍵所有權的功能 (3)公平對待股東 (4)公司治理中利害關係人的角色 (5)資訊揭露和透明度 (6)董事會職責。

公司治理理論從早期只考慮到經營階層的自利動機及防弊制衡的代理理論(Agency Theory)，到重視經營階層的心理及社會需求的管家理論(Stewardship Theory)，現在的資源依賴理論(Resource Dependence Theory)，則認為公司要掌握各種資源，維持公司的生存與發展，董監事會正是扮演連結公司內外的角色，使公司能持續不斷獲得外部的資源。

Drobetz, Wolfgang and Schillhofer, Andreas and Zimmermann, Heinz(2003)以德國公司為對象，發現較高的公司治理等級(CGR)和公司價值有正相關；同時發現，在研究樣本的年度中，買進高公司治理等級的股票且賣空低公司治理等級的股票會有年約12%的異常報酬率。Neelam Rani、Surendra S. Yadav and P. K. Jain(2013)實證研究發現有高公司治理等級的公司有短期的異常報酬率、較佳的財務表現及較佳的購併後價值。國內的研究方面，黃筱鈴(2012)以MSCI台灣指數成份股為樣本的研究發現，董監事持股及大股東持股對超額報酬呈正相關。

有研究指出：外部公司治理機制，例如接管及內部公司治理機制，例如董事會結構或股權結構，都是和公司治理相關的風險因子，也是影響公司報酬的重要因素。Tarcisio da Graca and Robert Masson(2013)認為公司治理和公司價值的關係就像道路的雙向一樣：一邊是直接效果，部分公司治理特徵可以直接影響公司價值，它藉由保護公司免於受到公司內部自利決策而降低公司的價值；另一邊則是回饋效果，部分公司治理特徵會被低價值的公司選中，使其免於被接管。他們以計量經濟分析方法來說明

這個潛在內生性問題—以公司治理態度衡量公司績效。他們發現：高治理鞏固指數(E-index)的公司有較有價值，而且高治理鞏固指數(E-index)的公司面對收購有較少的談判實力。

過去的文獻顯示，公司發放高股利似乎和公司治理存在某種關係。本研究參考葉銀華等(2002)的研究，將公司治理機制分成股權結構、董事會結構及管理型態等三個構面，探討公司治理是否為發放高股息的重要因素。

一、股權結構

Jensen and Meckling(1976)提出利益一致假說(Convergence of Interest Hypothesis)認為解決權益代理問題的方式之一就是提高經理人所持公司的股份，使經理人的利益與公司利益相連結。Farinha(2003)以英國兩個五年期(1987-1991年、1992-1996年)的639家公司和609家公司為研究對象，探討英國公司股利支付率與經理人持股之間的關係時，發現當經理人持股達到30%以上時，經理人存在支付股利以獲取私人利益的動機。而王翔民(2003)研究指出，內部人的持股比例顯著影響公司股利發放的多寡與否，證明了公司治理與股利發放存在著直接關係。林穎芬等(2012)研究證實了，台灣的確能夠透過提高經理人薪酬與完善的公司治理機制，如經理人持股比率提高，提升現金股利的發放水準。李佳蓉(2007)的研究發現，董監事和經理人持股比率愈高，公司股價產生正的累積異常報酬的機率愈高。

當股權分散時，要使股東主動監督及控管管理者是相當困難的，股東們多不願意主動監督管理當局。若持股比例較為集中，大股東比較有能力避免侵佔的情形發生，且大股東的財富與企業的價值則會存在緊密關聯，而有主動監督經理人的動機(Shleifer and Vishny,1986)。Gugler and Yourtoglu(2003)認為提高公司第二大股東的持股比例，亦能有效監督控制股東的作為，使公司內部現金較不易遭受控制股東的侵佔，進而提高現金股利發放的水準。

二、董事會結構

董事會的規模是影響董事會監督效率相當重要的關鍵。Bacon(1973)認為董事會

的人數理想化，才能包含多元背景、技術的專業人士，以達到集思廣益的效果，促進公司經營決策品質。Chaganti et al.(1985)指出，董事會規模愈大，才能有更多專業背景與獨立董事存在。Officer(2006)發現，當董事會規模愈大公司愈會傾向發放現金股利。此外，也有學者認為董事會規模較小，做決策時較有效率。Yermack(1996)認為，隨著董事會規模的增加，企業在處理損失與整合成本上會超過董事會所帶來的效益。Eisenberg et al.(1998)亦指出，公司內的董事會規模愈龐大複雜，董事會之間的整合成本也可能會增加，如此將使得 CEO 支配的地位超越其他董事，也有可能導致公司董事會監督與績效評估的能力受到質疑。呂素蓮等人(2014)針對國內 6 個產業 508 家公開發行公司研究發現，大多數產業支持獨立董事比例越高，有利於提升企業之信用評等。黃偉新(2006)以國內上市公司為研究對象，發現董監事會的人數增加有助於公司經營績效的提昇，而林家舜(2010)的另一篇研究卻發現董監事規模與公司經營績效呈顯著的負相關。

三、管理型態

Fama and Jensen(1983)認為若是董事長同時兼任公司總經理，則企業在監督者與執行者為同一人的情況下，將可能影響董事會監督機制。董事長兼任總經理對績效有負向影響(Weir et al., 2002)。但也有人持不同看法，Shleifer and Vishny(1986)認為，在某些情況下大股東直接參與經理管理，可有效解決外部股東與管理階層之間的資訊不對稱問題，而使公司價值增加。Zhang(2008)比較在香港及中國大陸上市的華人企業，發現在中國大陸上市的企業於董事長兼任總經理(CEO)時，會傾向發放較少的股利。黃偉新(2006)以國內上市公司為研究對象，發現兼任董事長的最高經理人並不會改變公司既定的經營與股利政策，亦即 CEO 雙重性並不影響公司績效與股利政策。

第三章 研究方法

第一節 研究期間與對象

一、研究期間

本研究以台灣臺灣證券交易所所編制之「臺灣高股息指數」成份股作為高股息的研究對象。以 2009 年 1 月 1 日到 2014 年 12 月 31 日為研究期間。董事會召開日期之事件日資料取自臺灣證券交易所網站，市場變數及公司治理變數資料則取自「臺灣經濟新報社」(Taiwan Economics Journal, TEJ)資料庫。

二、樣本選取

本研究樣本選取以臺灣證券交易所與英國富時指數有限公司 FTSE 合編之「臺灣證券交易所臺灣高股息指數」、「臺灣證券交易所臺灣 50 指數」及「臺灣證券交易所臺灣中型 100 指數」成份股作為研究標的，每年各約 150 檔股票，6 年共約 900 檔股票。因此，本研究之樣本數共約 900 筆。

第二節 研究方法

一、事件研究法

事件研究法(Event Study)的目的，在調查某事件的發生或公布，是否對證券報酬有異常的影響(沈中華，2000)。本研究的事件日是以各成份股證券交易所公開於資訊觀測站公告「董事會召開」之日期作為觀察異常報酬之基準日，該日作為「事件日」，以 $t=0$ 表示。

本研究其他相關期間如下：研究期間(Study Period)： $(t=-125\sim t=+5)$ ，指事件日前第 125 個交易日到事件日後第 5 個交易日間之全部期間，包括事件日在內共計 131 日個交易日；係數估計期(Estimation Period)： $(t=-125\sim t=-6)$ 指自事件日前第 125 個交易日至事件日前第 6 個交易日共計 120 個交易日之期間，以此期間代入市場模式估計得出估計期相關截距及係數。觀察測試期(Event Period)： $(t=-5\sim t=5)$ 指事件日前第 5 個交易日到事件日後第 5 個交易日間，連同事件日共計 11 個交易日，又稱為「事件窗口」。

本研究以市場模式法來估計樣本係數並評估期望報酬率以求得異常報酬率(Abnormal Return, AR)。由於本研究要檢視股價對配發現金股利事件宣告是否會有顯著異常報酬在檢定異常報酬及累積異常報酬(Cumulative Average abnormal return, CAR)時，採用 Student t 分布及 t 檢定法來檢定其假設(Brown and Warner,1980)，其中對於累積平均異常報酬率係採有母數之普通橫剖面法(Ordinary Cross-Sectional Method, OCSM)方式檢定，以檢定考量公司宣告配發現金股利後之異常報酬率的關聯性。

$$AR_{tE} = R_{tE} - E(R_{tE}) \quad (1)$$

AR_{tE} ：為 t 年時事件期 E 期之異常報酬率

R_{tE} ：為 t 年時事件期 E 期之實際報酬率

$E(R_{tE})$:為 t 年時事件期 E 期之預期報酬率

$$CAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} AR_E \quad (2)$$

$CAR(\tau_1, \tau_2)$: 表示從事件期 τ_1 到 τ_2 之累積平均異常報酬率

三、 多元迴歸模型分析

本研究進一步以多元迴歸模型探討現金股利宣告與公司治理之關係，由於多元迴歸模型之自變項可能存在共線性的問題，因此本研究皆先以 VIF 值檢測共線性，確定 VIF 值皆小於 5，表示共線性並不嚴重才繼續做多元迴歸分析。本研究之多元迴歸模型分別以累積異常報酬 $CAR(1,5)$ 、 $CAR(-5,-1)$ 及異常報酬 $AR(1)$ 為應變數，自變數則以股權結構、董事會結構、公司結構、資訊揭露品質與管理型態衡量公司治理機制並設定公司規模、負債比率、資產報酬率及本益比為控制變數。設立模型如下：

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MGT_{i,t} + \beta_2 BLOCK_{i,t} + \beta_3 BOARD_{i,t} + \beta_4 BLOCK_5_{i,t} + \beta_5 CEOGM_{i,t} + \beta_6 LN_TA_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

i : 表示為公司別

t : 表示為年度

應變數為累積異常報酬率 $CAR_{i,t}$ 股權結構以經理人持股比例(MGT)與大股東持股比例(BLOCK)衡量；董事會結構包括董事會規模(BOARD)與控制股東在董事會所佔的席次(BLOCK_5)變數；管理型態則考慮董事長是否兼任總經理(CEOGM)；。控制變數則為公司規模(LN_TA)、負債比率(LEV) 及資產報酬率(ROA)。

各變數與定義如表 1 所示：

表 1 變數定義

變數	定義與說明
一、股權結構	
經理人持股比例(MGT)	公司高階主管持股數占公司流通在外股數的比例
大股東持股比例(BLACK)	大股東為持股前 10 名或持股大於 5%以上者
二、董事會結構	
董監事規模(BOARD)	董監事席次。
控制股東持股比例(BLOCK_5)	以持股比例達 5%以上的大股東在董事會中所佔的總席次
三、管理型態	
董事長兼總經理(CEOGM)	董事長兼總經理，以虛擬變數 1 表示，若否則為 0
四、控制變數	
公司規模(LN_TA)	$\ln(\text{資產總額})$
負債比率(LEV)	負債總額/資產總額
資產報酬率(ROA)	$[\text{稅後損益} + \text{利息費用}(1 - \text{稅率})] / \text{資產總額}$

第四章 實證結果與分析

第一節 資訊外溢與異常報酬

本節依據現金股利事件宣告前後股價之異常報酬率，累積異常報酬率等實證結果說明分析，並探討其影響因素。驗證以高額現金股利為訴求之臺灣高股息指數其表現是否優於非高股息指數。

樣本統計

本研究樣本擷取於台灣證交所於 2009 年到 2014 年底公佈之台灣 50 及中型 100 指數成分股，每年各約 150 檔，刪除因研究期間無完整資料。茲將研究期間各指數基金的成份股樣本統計如下。

表 2 所有研究樣本的指數及年度分類統計 單位:筆

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
台灣 50	50	49	49	49	50	50
中型 100	98	100	95	94	99	99
高股息	27	28	30	28	29	30

二、現金股利宣告與股價異報酬之實證研究

為了解現金股利宣告事件對研究樣本股價之影響，本節樣本之實證結果分為各類指數成分股實證結果及高股息成分股次族群實證結果之差異分析。分析如下。

(一)各指數成分股之實證結果

表 3 2009 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	臺灣 50 指數成份股		臺灣高股息成份股		臺灣中型 100 指數成份股	
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-5	0.455	0.455	0.2789	0.2789	-0.2897	-0.2897
-4	-0.1559	0.2991	0.6278	0.9067	-0.0585	-0.3482
-3	-0.2999	-0.0008	-0.4348	0.4719	0.2683	-0.0799
-2	-0.4361	-0.4369	-0.5204	-0.0485	-0.2268	-0.3067
-1	-0.2122	-0.6491	0.0346	-0.0138	0.1707	-0.136
0	-0.5713 **	-0.5713 **	-0.0869	-0.0869	0.0945	0.0945
1	-0.5709	-0.5709	0.548	0.548	-0.1684	-0.1684
2	-0.4732	-1.0441 *	-0.2767	0.2712	-0.2441	-0.4125
3	-0.3369	-1.381 **	-1.4343 ***	-1.1631	-0.0733	-0.4858
4	0.2556	-1.1254	-0.5826	-1.7457	0.1182	-0.3675
5	-0.086	-1.2114	-0.0249	-1.7705	0.6958 **	0.3282
(-5,+5)		-2.4318 ***		-1.8713		0.2867

註：1. $CAR(-1)=CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5)=CAR(1,5)$ 。

2. *表示檢定結果達 10%顯著水準，**表示檢定結果達 5%顯著水準，***表示檢定結果達 1%顯著水準。

由表 3 之實證結果顯示，2009 年臺灣 50 成份股在宣告事件日前沒有顯著的異常報酬率及累積異常報酬率，表示沒有資訊外溢的情形。但是宣告事件日前 3 天的異常報酬率及累積異常報酬率皆為的負值，顯示投資人在宣告日前就不看好股利的表現，事件宣告日當天即影響到市場，出現顯著的負向異常報酬率（AR 之 t 值大於 2）。

而臺灣高股息成份股在宣告事件日後第 3 天的負的異常報酬率也達顯著水準，表示臺灣高股息成份股在宣告日後，投資人也對股利表達失望而賣出。

值得注意的是，臺灣中型 100 成份股在宣告事件日後第 5 天，出現顯著的正的異常報酬率，似乎意味者，有些投資人可能先注意到臺灣中型 100 成份股較早脫離金融風暴的影響，而於事件宣告日後市場已相當反應不甚亮眼的股利，再開始逢低買進。

表 4 2010 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	臺灣 50 指數成份股		臺灣高股息成份股		臺灣中型 100 指數成份股	
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-5	0.0782	0.0782	-0.2117	-0.2117	-0.0437	-0.0437
-4	-0.2815 *	-0.2033	0.2596	0.0479	-0.0136	-0.0573
-3	-0.038	-0.2413	0.0012	0.0491	-0.0345	-0.0918
-2	0.0442	-0.1971	-0.0735	-0.0244	0.2059	0.1141
-1	-0.0846	-0.2817	0.0015	-0.0229	-0.0631	0.0511
0	-0.3192 **	-0.3192 **	0.3146 *	0.3146 *	0.0193	0.0193
1	0.144	0.144	1.1428 ***	1.1428 ***	0.59 **	0.59 **
2	0.5664 ***	0.7104 **	0.2009	1.3437 **	0.0024	0.5925 *
3	0.0332	0.7436 **	-0.1904	1.1532 *	0.0142	0.6066 *
4	0.0371	0.7807 **	0.1283	1.2815 **	0.1898	0.7964 **
5	0.4712 ***	1.2519 ***	0.1912	1.4728 **	-0.2007	0.5957
(-5,+5)		0.651		1.7645 *		0.6661

註：1. $CAR(-1)=CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5)=CAR(1,5)$ 。

2. *表示檢定結果達 10%顯著水準，**表示檢定結果達 5%顯著水準，***表示檢定結果達 1%顯著水準。

從表 4 的實證結果顯示，2010 年臺灣 50 指數成份股在事件宣告日前 4 天及事件宣告日當天，異常報酬率及累積異常報酬率多為負值；於事件宣告當天，異常報

酬率及累積異常報酬率甚至達到負向顯著。但是在事件宣告日隔日起連續 5 天異常報酬率及累積異常報酬率皆轉為正值，事件宣告日後的 2 天及第 5 天，異常報酬率達到正向顯著（異常報酬率的 t 值大於 2）；而且累積異常報酬率在事件宣告日後的第 2 天到 5 天的皆達正向顯著水準（累積異常報酬率的 t 值大於 2），這表示現金股利宣告對於股價有激勵效果並且正向累積異常報酬率延續達 4 天之久。實證結果也顯示現金股利宣告前有資訊外溢效果。

異常報酬率及累積異常報酬率同時轉正的情形，在臺灣高股息成份股也出現類似情況，不同的是臺灣高股息成份股在事件宣告日前 4 天異常報酬率及累積異常報酬率的正負值各約一半，但事件宣告日當天的異常報酬率及累積異常報酬率都已轉為正值。事件宣告日後第 1 天的異常報酬率及累積異常報酬率同時為正向且達顯著水準；且連續 4 天累積異常報酬率為正向皆達顯著水準（累積異常報酬率的 t 值皆大於 2）；事件日後的第 2 天及第 5 天的異常報酬率也都達到正向顯著的水準（異常報酬率的 t 值也都大於 2），這表示現金股利宣告對於股價有激勵效果。實證結果也顯示現金股利宣告前並無資訊外溢效果。

臺灣中型 100 成份股和臺灣高股息成份股一樣，都是在事件宣告日當天，異常報酬率及累積異常報酬率同時為正值，而且在事件宣告日後第 1 天，同時有顯著的正向的異常報酬率及正向的累積異常報酬率。臺灣中型 100 成份股的累積異常報酬率在事件宣告日後的第 1 天、第 2 天及第 4 天均達顯著水準，這表示股利宣告對於股價有激勵效果。實證結果也顯示股利宣告前並無資訊外溢效果。

表 5 2011 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	臺灣 50 指數成份股		臺灣高股息成份股		臺灣中型 100 指數成份股	
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-5	0.0476	0.0476	-0.1275	-0.1275	-0.1396	-0.1396

-4	0.2996	0.3472	0.257	0.1296	0.0972	-0.0424
-3	0.2543	0.6015	0.077	0.2065	-0.0275	-0.0699
-2	0.1398	0.7413	-0.1368	0.0697	0.0887	0.0188
-1	-0.2472	0.4941	-0.0541	0.0156	-0.0091	0.0097
0	0.1101	0.1101	-0.2108	-0.2108	-0.2222	-0.2222
1	0.2563	0.2563	1.2641 ***	1.2641 ***	0.3472	0.3472
2	0.0862	0.3425	0.2163	1.4804 ***	-0.192	0.1553
3	-0.101	0.2415	0.1176	1.598 ***	-0.0616	0.0937
4	-0.1902	0.0512	0.2094	1.8073 ***	0.5879 ***	0.6816 *
5	0.1157	0.167	0.2165	2.0239 ***	-0.1224	0.5593
(-5,+5)		0.7711		1.8287 **		0.3468

註：1. $CAR(-1)=CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5)=CAR(1,5)$ 。

2. *表示檢定結果達10%顯著水準，**表示檢定結果達5%顯著水準，***表示檢定結果達1%顯著水準。

從表5的實證結果顯示，2011年臺灣50指數成分股，在包含事件宣告日的前後11日的事件期，正負異常報酬及正負累積異常報酬都未達顯著水準。

臺灣高股息成分股在事件宣告日後第1天有顯著的正向異常報酬率，同時在事件宣告日隔日起連續5天有正向的累積異常報酬率，這幾天的異常報酬率及累積異常報酬率的t值都達2以上，這表示臺灣高股息成分股的股利宣告，且對股價有激勵作用，能吸引投資人買進。而實證結果也顯示現金股利宣告前並無資訊外溢效果。

臺灣中型100成分股，只有在事件宣告日後第4天有顯著的正向異常報酬率（異常報酬率的t值大於2）。實證結果也顯示現金股利宣告前並無資訊外溢效果。

表 6 2012 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	臺灣 50 指數成份股		臺灣高股息成份股		臺灣中型 100 指數成份股	
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-5	-0.1102	-0.1102	-0.3319	-0.3319	-0.4618 **	-0.4618 **
-4	0.0065	-0.1037	0.3328 *	0.0009	0.0664	-0.3954
-3	-0.3223	-0.426	-0.075	-0.074	0.0886	-0.3068
-2	0.1115	-0.3145	0.2442	0.1701	-0.0839	-0.3908
-1	0.3136	-0.0009	0.3857	0.5558	0.1549	-0.2359
0	-0.2556	-0.2556	0.3961	0.3961	0.2232	0.2232
1	0.032	0.032	0.3275	0.3275	-0.0133	-0.0133
2	-0.2428	-0.2108	-0.2239	0.1036	-0.3999 **	-0.4132
3	-0.0953	-0.3061	-0.092	0.0116	-0.13	-0.5432
4	0.4448 **	0.1386	0.1565	0.1681	-0.0379	-0.5812
5	-0.0574	0.0812	-0.1156	0.0525	-0.0448	-0.6259
(-5,+5)		-0.1753		1.0044		-0.6386

註：1. $CAR(-1)=CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5)=CAR(1,5)$ 。

2. *表示檢定結果達 10%顯著水準，**表示檢定結果達 5%顯著水準，***表示檢定結果達 1%顯著水準。

根據表 6 的實證結果顯示，2012 年臺灣 50 指數成份股在包含事件宣告日的 6 天中，正負異常報酬及累積異常報酬幾乎全為負值，顯示投資人面對即將公佈的股利並無期待，而在股利宣告日，異常報酬率及累積異常報酬率短暫轉為正值，但宣告日後第 2 天及第 3 天異常報酬率及累積異常報酬率又回到負值。宣告日後第 4 天卻出現正的異常報酬率且達顯著水準。

臺灣高股息成份股，在事件日期間前後 11 天中，多數沒有顯著正向或負向的異常報酬及累積異常報酬率，但異常報酬率及累積異常報酬率多為正值。

臺灣中型 100 成份股，在事件宣告日前 5 天有顯著的負向異常報酬及負向累積異常報酬，顯示有資訊外溢效果；而事件宣告日後第 1 天起，連續 5 天的有負向異常報酬率及負向的累積異常報酬率，尤其是事件宣告日後第 2 天有達到顯著的負向異常報酬，顯示投資人對股利宣告的失望。

表 7 2013 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	臺灣 50 指數成份股		臺灣高股息成份股		臺灣中型 100 指數成份股	
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-5	0.0942	0.0942	0.0736	0.0736	0.3012 **	0.3012 **
-4	-0.0665	0.0278	-0.1326	-0.059	0.0801	0.3813 *
-3	-0.2477	-0.22	-0.5955 **	-0.6546 *	-0.0497	0.3317
-2	-0.0319	-0.2518	-0.2363	-0.8909 *	-0.298 **	0.0336
-1	-0.0302	-0.282	0.1413	-0.7496	0.0054	0.039
0	-0.0536	-0.0536	0.1358	0.1358	0.2161	0.2161
1	-0.4285 *	-0.4285 *	0.2019	0.2019	0.0368	0.0368
2	0.5996 ***	0.1711	0.661 ***	0.8629 *	0.0615	0.0983
3	0.1409	0.312	-0.0239	0.8391	0.0522	0.1505
4	-0.5708 ***	-0.2588	-0.2146	0.6244	0.0384	0.1889
5	0.0103	-0.2486	-0.0016	0.6228	0.0089	0.1978
(-5,+5)		-0.5841		0.009		0.4529

註：1. $CAR(-1)=CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5)=CAR(1,5)$ 。

2. *表示檢定結果達 10%顯著水準，**表示檢定結果達 5%顯著水準，***表示檢定結果達 1%顯著水準。

由表 7 之實證結果顯示，2013 年臺灣 50 成份股在事件宣告日前 4 天多為負向

異常酬率及負向的累積報酬率，且事件宣告日當天及宣告日後第 1 天也還是負向異常酬率及負向的累積報酬率。而在事件宣告日後第 2 天，出現顯著的正向異常報酬（累積異常報酬率的 t 值之絕對值達 2.9）；而事件宣告日後第 4 天，卻出現顯著的負向異常報酬率（累積異常報酬率的 t 值之絕對值達 3）。可能是在事件宣告後，投資人看法分歧。

臺灣高股息成份股在事件宣告日前 3 日有負的異常報酬率，表示有資訊外溢的現象。而在事件宣告日當天，異常報酬率及累積異常報酬率開始都轉為正向，在事件宣告後第 2 天，甚至出現顯著的正向異常報酬率（累積異常報酬的 t 值之絕對值達 2.5）。

臺灣中型 100 成份股，在事件宣告前 5 天有正的異常報酬率，而在事件宣告前 2 天有負的異常報酬率，表示有資訊外溢的現象，表示有人事先得知股利宣告的內容認為值得先行買進，而後也有人得知股利宣告的內容認為應先行賣出。

表 8 2014 年現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	臺灣 50 指數成份股		臺灣高股息成份股		臺灣中型 100 指數成份股	
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-5	0.1851	0.1851	-0.2515	-0.2515	-0.2399 **	-0.2399 **
-4	-0.2195	-0.0344	0.1382	-0.1132	-0.1011	-0.341 *
-3	0.3263	0.2919	0.2033	0.09	-0.2063	-0.5473 *
-2	0.2124	0.5042	0.0304	0.1205	0.2285	-0.3189
-1	-0.0399	0.4644	-0.0349	0.0856	-0.1469	-0.4657
0	-0.1784	-0.1784	0.4942	0.4942	0.097	0.097
1	0.1776	0.1776	1.2908 ***	1.2908 ***	0.6648 ***	0.6648 ***

2	-0.1103	0.0673	0.1763	1.4671 ***	0.1699	0.8347 ***
3	-0.1784	-0.1112	-0.3183	1.1489 **	-0.2037	0.631 *
4	-0.04	-0.1511	-0.0154	1.1335 *	-0.1106	0.5204
5	-0.1889	-0.34	-0.0631	1.0703 *	-0.0284	0.492
(-5,+5)		-0.0541		1.6501 *		0.1232

註：1. $CAR(-1)=CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5)=CAR(1,5)$ 。

2. *表示檢定結果達10%顯著水準，**表示檢定結果達5%顯著水準，***表示檢定結果達1%顯著水準。

從表8的實證結果顯示，2014年臺灣50指數成分股，在包含事件宣告日的前後11日的事件期，正負異常報酬及累積異常報酬都未達顯著水準。

臺灣高股息成分股在事件宣告日前4天，異常報酬率及累積異常報酬率多為正值，而且事件宣告日後第1天的異常報酬率及事件宣告日後第1天到4天累積異常報酬率都出現正向的顯著水準。事件宣告日後第1天異常報酬率的t值之絕對值達3.5，而事件宣告日的後第1天及第2天累積異常報酬率的t值之絕對值都達2.8。

臺灣中型100成分股在事件宣告日前5天，異常報酬率及累積異常報酬率出現負值且達到顯著水準，表示有資訊外溢現象。事件宣告日當天異常報酬率及累積異常報酬率開始轉為正值，而且事件宣告日後第1天的異常報酬率及事件宣告日後的第1天到3天，累積異常報酬率都出現正向的顯著水準。事件宣告日後第1天異常報酬率的t值之絕對值達3.0，事件宣告日後的第1天及第2天累積異常報酬率的t值之絕對值分別達3.0及2.9。

(二)研究樣本次族群之實證結果

本節更進一步研究同時為臺灣50及高股息之成份股以及同時為臺灣中型100及高股息之成份股的股價與研究樣本宣告事件之關係。

由表9之實證結果可知，2009年同時為臺灣50及臺灣高股息指數之成份股股

在事件日後的第 3 天，具有顯著的負向異常報酬率及負向累積異常報酬率，其異常報酬率及負向累積異常報酬率的 t 值之絕對值都達 2 以上，表示投資者得知這些成份股宣告股利而介入時，反而存在負向異常報酬，這些標的物的股價表現都不理想。

同時為臺灣中型 100 及臺灣高股息指數之成份股在事件日後的第 3 天，也具有顯著的負向異常報酬，其異常報酬率的 t 值之絕對值都達 2.8 以上，也表示這些標的物的股價表現都不理想。

對比表 3，同時為臺灣 50 及高股息之成份股以及同時為臺灣中型 100 及高股息之成份股於宣告事件期間的表現都和表 3 的臺灣高股息成份股的表現頗為一致，都是在宣告事件後第三天，出現顯著負向的異常報酬。

表 9 2009 年次族群現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	同時為臺灣 50 指數及臺灣高股息成份股		同時為臺灣中型 100 指數及臺灣高股息成份股	
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-5	0.2805	0.2805	0.2778	0.2778
-4	0.1159	0.3964	0.9798	1.2576
-3	-0.3214	0.075	-0.5127	0.7448
-2	-0.5859	-0.5109	-0.4754	0.2695
-1	-0.1346	-0.6455	0.151	0.4204
0	-0.1353	-0.1353	-0.0536	-0.0536
1	0.0102	0.0102	0.9177	0.9177
2	-0.2973	-0.2872	-0.2625	0.6552
3	-1.526 **	-1.8132 **	-1.3713 ***	-0.7162
4	0.1419	-1.6713	-1.0807 *	-1.7968
5	-0.9585	-2.6297 **	0.617	-1.1799

(-5,+5)

-3.4105 **

-0.813

註：1. $CAR(-1)=CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5)=CAR(1,5)$ 。

2. *表示檢定結果達10%顯著水準，**表示檢定結果達5%顯著水準，***表示檢定結果達1%顯著水準。

從表 10 之實證結果可知，於 2010 年同時為臺灣 50 及臺灣高股息指數之成份股在宣告事件日後第 1 天到第 5 天，異常報酬率及累積異常報酬率由負轉正，但宣告事件期間前後 11 天，並未達顯著的水準。

而同時為臺灣中型 100 及高股息之成份股，在宣告事件日當天及次日，有顯著正向的異常報酬率，其異常報酬率的 t 值分別達 2.6 和 2.9 以上；且在宣告事件日的當天、宣告事件日後的第 1 天及第 2 天，連續 3 天有顯著正向的異常報酬率，其異常報酬率的 t 值分別達 2.6、2.9 和 2.2 以上。

對比表 4，同時為臺灣中型 100 及高股息之成份股於宣告事件期間的表現與表 4 的臺灣高股息成份股的表現較為一致，都是在宣告事件當天，出現顯著正向的異常報酬率及累積異常報酬率。

表 10 2010 年次族群現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	同時為臺灣 50 指數及臺灣高 股息成份股		同時為臺灣中型 100 指數及臺灣高股 息成份股	
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-5	-0.0551	-0.0551	-0.2986	-0.2986
-4	-0.0131	-0.0682	0.4111 *	0.1125
-3	-0.0113	-0.0796	0.0081	0.1206
-2	-0.0614	-0.141	-0.0801	0.0404
-1	0.4084 *	0.2674	-0.2246	-0.1842

0	-0.2066	-0.2066	0.6042 ***	0.6042 ***
1	0.1562	0.1562	1.6908 ***	1.6908 ***
2	0.3723	0.5285	0.1057	1.7965 **
3	0.3361	0.8646	-0.4829	1.3136
4	0.561	1.4256	-0.1121	1.2015
5	0.2311	1.6568 *	0.1691	1.3706
(-5,+5)		1.7176		1.7906

註：1. $CAR(-1)=CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5)=CAR(1,5)$ 。

2. *表示檢定結果達10%顯著水準，**表示檢定結果達5%顯著水準，***表示檢定結果達1%顯著水準。

由表 11 之實證結果得知，在 2011 年同時為臺灣 50 及臺灣高股息指數之成份股在宣告事件日後第 1 天，有顯著正向的異常報酬率，其異常報酬率的 t 值達 2.7；且在宣告事件日後的連續 3 天，有顯著正向的累積異常報酬率，其累積異常報酬率的 t 值達 2.7、2.4 及 2.2 以上。

而同時為臺灣中型 100 及高股息之成份股，在宣告事件日的前 1 日，有顯著的負向累積異常報酬率，其累積異常報酬率的 t 值絕對值達 2.1 以上，顯示有資訊外溢現象；但是在宣告事件日後的連續 4 天(宣告事件日後的第 2 天、第 3 天、第 4 日天及第 5 天)，有顯著正向的累積異常報酬，其累積異常報酬率的 t 值達 2.3、2.5 及 2.7、3.2 以上。表示雖有資訊外溢現象，促使內部人士出脫持股，但是宣告事件後仍吸引投資人持續買進。

對比表 5，同時為臺灣 50 及高股息之成份股於宣告事件期間的表現與表 5 的臺灣高股息成份股的表現較為一致，都是在宣告事件前都有持續的正向的累積異常報酬，並且在宣告事件後出現顯著正向的異常報酬及連續的正向累積異常報酬。

表 11 2011 年次族群現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	分股		股息成分股	
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-5	0.2773	0.2773	-0.5323	-0.5323
-4	0.61	0.8874	-0.0959	-0.6282
-3	0.2249	1.1122	-0.071	-0.6992
-2	-0.1347	0.9775	-0.139	-0.8382 *
-1	0.0012	0.9787	-0.1093	-0.9475 **
0	0.1944	0.1944	-0.616	-0.616
1	1.4282 ***	1.4282 ***	1.1001 *	1.1001 *
2	-0.1062	1.322 **	0.5387	1.6388 **
3	-0.1124	1.2095 **	0.3476	1.9864 **
4	-0.0041	1.2055 *	0.4228	2.4092 ***
5	0.3514	1.5569 *	0.0817	2.4908 ***
(-5,+5)		2.7301 **		0.9273

註：1. $CAR(-1)=CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5)=CAR(1,5)$ 。

2. *表示檢定結果達 10%顯著水準，**表示檢定結果達 5%顯著水準，***表示檢定結果達 1%顯著水準。

從表 12 之實證結果可知，於 2012 年同時為臺灣 50 及臺灣高股息指數之成份股在宣告事件日後第 1 天到第 5 天，異常報酬率及累積異常報酬率由正轉負，但宣告事件期間前後 11 天，並未達顯著的水準。

而同時為臺灣中型 100 及高股息之成份股，在宣告事件日前 5 天有顯著的負向異常報酬及負向累積異常報酬率，其異常報酬率及累積異常報酬率的 t 值之絕對值都達 2 以上，顯示有資訊外溢的情形；而在宣告事件日之後，累積異常報酬率由負

轉正，但未達顯著的水準。

對比表 6，同時為臺灣 50 及高股息之成份股於宣告事件期間的表現與表 6 的臺灣高股息成份股的表現較為一致，在宣告日期間，異常報酬率及累積異常報酬率都未達正向或負向的顯著水準。

表 12 2012 年次族群現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	同時為臺灣 50 指數及臺灣高股息成分股		同時為臺灣中型 100 指數及臺灣高股息成分股	
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-5	0.1625	0.1625	-0.9911 **	-0.9911 **
-4	0.2261	0.3886	0.4751	-0.516
-3	-0.1118	0.2769	-0.0259	-0.5419
-2	0.5631	0.84	-0.1811	-0.723
-1	0.234	1.074	0.5879	-0.1351
0	0.1195	0.1195	0.7649	0.7649
1	-0.1156	-0.1156	0.9183	0.9183
2	-0.0695	-0.1851	-0.4298	0.4885
3	-0.4697	-0.6548	0.4116	0.9002
4	0.4284	-0.2264	-0.2061	0.6941
5	0.2341	0.0077	-0.5818 *	0.1123
(-5,+5)		1.2011		0.7421

註：1. $CAR(-1)=CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5)=CAR(1,5)$ 。

2. *表示檢定結果達 10%顯著水準，**表示檢定結果達 5%顯著水準，***表示檢定結果達 1%顯著水準。

由表 13 之實證結果得知，於 2013 年同時為臺灣 50 及臺灣高股息指數之成份股在宣告事件日前 3 天，有顯著的負向異常報酬率，其異常報酬率的 t 值絕對值達 3 以上，顯示有資訊外溢的情形；而且累積異常報酬從宣告事件日起，由負值轉為正值。

同時為臺灣中型 100 及高股息之成份股，在宣告事件日當天到後 5 天，異常報酬率及累積異常報酬率由負值轉為正值，但宣告事件期間前後 11 天，並未達顯著的水準。

對比表 7，同時為臺灣 50 及高股息之成份股於宣告事件期間的表現與表 7 的臺灣高股息成份股的表現較為一致，都在宣告事件日的前 3 天，有顯著的負向異常報酬，異常報酬率的 t 值絕對都達 2.5 以上。

表 13 2013 年次族群現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	同時為臺灣 50 指數及臺灣高股息 成分股		同時為臺灣中型 100 指數及臺灣高 股息成分股	
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-5	-0.1512	-0.1512	-0.3145	0.3145
-4	-0.2085	-0.3597	-0.0514	0.2631
-3	-0.5767 ***	-0.9364 *	-0.6157	-0.3526
-2	0.0084	-0.928	-0.4986	-0.8511
-1	0.4267	-0.5013	-0.1645	-1.0157
0	0.0446	0.0446	0.2336	0.2336
1	0.3623	0.3623	0.0301	0.0301
2	0.6776 *	1.0399 *	0.6433 *	0.6734
3	-0.0826	0.9573	0.0391	0.7124
4	-0.6412	0.3161	0.2424	0.9548

5	0.0365	0.3526	-0.0425	0.9123
(-5,+5)		-0.1041		0.1302

註：1. $CAR(-1)=CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5)=CAR(1,5)$ 。

2. *表示檢定結果達10%顯著水準，**表示檢定結果達5%顯著水準，***表示檢定結果達1%顯著水準。

由表 14 之實證結果得知，於 2014 年同時為臺灣 50 及臺灣高股息指數之成份股在宣告事件日後第 1 天，有顯著的正向異常報酬率及正向的累積異常報酬率，其異常報酬率及累積異常報酬率的 t 值達 2.4 以上，並且在宣告事件日後的第 4 天及第 5 天有顯著的負向異常報酬率，異常報酬率的 t 值絕對值都達 3.1 及 2.5 以上。

同時為臺灣中型 100 及高股息之成份股，在宣告事件日的前 5 天有顯著的負向異常報酬率及負向的累積異常報酬率，異常報酬率及累積異常報酬率的 t 值絕對值達 2.4 以上，顯示有資訊外溢現象。而在宣告事件日後第 1 天，有顯著的正向異常報酬率及正向的累積異常報酬率，其異常報酬率及累積異常報酬率的 t 值都達 2.6 以上，而且在宣告事件日的後第 2 天及、第 5 日也有顯著的正向累積異常報酬率，累積異常報酬率的 t 值都達 2.4 及 2.2 以上。

表 14 2014 年次族群現金股利宣告與股價異常報酬之實證結果

事件日	同時為臺灣 50 指數及臺灣高股息 成份股		同時為臺灣中型 100 指數及臺灣高 股息成份股	
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-5	0.4576	0.4576	-0.606 **	-0.606 **
-4	-0.3368	0.1208	0.3757	-0.2302
-3	-0.0153	0.1054	0.3126	0.0823

-2	0.4098	0.5153 *	-0.1593	-0.0769
-1	-0.3523	0.1629	0.1238	0.0469
0	0.1562	0.1562	0.6632	0.6632
1	1.2246 **	1.2246 **	1.324 ***	1.324 ***
2	-0.5089 *	0.7157	0.5189	1.8428 **
3	0.0558	0.7715	-0.5053	1.3375 *
4	-0.6856 ***	0.0859	0.3197	1.6573 *
5	-0.6284 **	-0.5425	0.2195	1.8768 **
(-5,+5)		-0.2234		2.5869 **

註：1. $CAR(-1)=CAR(-5,-1)$ ， $CAR(5)=CAR(1,5)$ 。

2. *表示檢定結果達10%顯著水準，**表示檢定結果達5%顯著水準，***表示檢定結果達1%顯著水準。

第二節 公司治理與異常報酬

從前面所得之實證結果可知，於宣告現金股利後，多數具有顯著的正向異常報酬，尤其以事件日後第1天最明顯；此外，少數有資訊外溢的現象，因此再分別探討臺灣50、高股息及中型100成份股於事件日前1到5天的累積異常報酬率 $CAR(-5,-1)$ ，事件日的後第1到第5天的累積異常報酬 $CAR(1,5)$ 以及事件日後的第1天之異常報酬率 $AR(1)$ 與公司治理變數間的關係。

1. 臺灣50成份股之 $CAR(-5,-1)$ 、 $AR(1)$ 、 $CAR(1,5)$ 與公司治理變數間的關係

為避免研究變數間有高度的相關性而影響研究結果，茲將臺灣50成份股的主要應變數、自數變及控制變數等變數的 Pearson 相關係數呈現在表 15。

表 15 研究變數相關分析-臺灣 50

		CAR(-5,-1)	AR(1)	CAR(1,5)	MGT	BLOCK	BOARD	BLOCK_5	CEOGM	LN_TA	LEV
AR(1)	皮爾森相關	-0.075									
CAR(1,5)	皮爾森相關	-0.112	0.545**								
MGT	皮爾森相關	-0.011	0.081	0.019							
BLOCK	皮爾森相關	0.044	0.017	-0.004	-0.074						
BOARD	皮爾森相關	-0.063	0.087	0.068	-0.249**	-0.253**					
BLOCK_5	皮爾森相關	0.053	-0.037	-0.117*	0.111	-0.125*	0.268**				
CEOGM	皮爾森相關	0.050	-0.105	-0.105	0.059	0.240**	-0.122*	-0.178**			
LN_TA	皮爾森相關	0.001	-0.011	0.094	-0.081	-0.138*	0.252**	-0.208**	0.016		
LEV	皮爾森相關	-0.018	0.010	0.104	-0.185**	-0.121*	0.201**	-0.187**	-0.209**	0.780**	
ROA	皮爾森相關	0.106	0.029	-0.038	.183**	.277**	-.158**	.134*	0.093	-.541**	-.538**

說明:1. 經理人持股比率(MGT), 大股東持股比率(BLOCK), 董監事規模(BRARD), 控制股東持股比例(BLOCK_5), 管理型態(CEOGM), 資產總額(LN_TA), 負債比率(LEV),

資產報酬率(ROA)稅後息前

2. **表檢定結果達 1%顯著水準。

3. * 表檢定結果達 5%顯著水準。

表 15 結果顯示，公司治理變數間沒有太大的關聯性。

分別以臺灣 50 成份股的事件日前 1 到 5 天的累積異常報酬 CAR(-5,-1)，事件日後的第 1 天到第 5 天的累積異常報酬率 CAR(1,5)以及事件日後的第 1 天之異常報酬率 AR(1)為依變數與臺灣 50 成份股的公司治理變數進行迴歸分析。

表 16 臺灣 50 CAR(-5,-1)、AR(1)、CAR(1,5)與公司治理變數的迴歸分析表

應變數	CAR(-5,-1)		AR(1)		CAR(1,5)	
	β	T	β	T	β	T
(常數)	-0.057	-1.181	0.008	0.288	-0.023	-0.417
大股東持股比例	-0.034	-1.315	0.032	2.174 *	0.039	1.320
經理人持股比例	-0.018	-0.198	0.061	1.192	0.069	0.674
董監事規模	-0.001	-1.656 *	0.001	2.694 ***	0.001	1.921 *
控制股東持股比例	0.020	1.497	-0.014	-1.945 *	-0.039	-2.600 ***
管理型態	0.004	0.516	-0.008	-1.865 *	-0.015	-1.845 *
資產總額	0.003	1.215	-0.001	-0.815	0.000	0.038
負債比率	0.001	0.041	0.003	0.459	0.011	0.716
ROA(A)稅後息前	0.076	2.098 *	0.007	0.328	0.020	0.498
調整後 R 平方	0.005		0.023		0.024	

註：*表示檢定結果達 10%顯著水準， **表示檢定結果達 5%顯著水準，***表示檢定結果達 1%顯著水準。

表 16 之多元迴歸分析結果顯示，臺灣 50 成份股公司的董監事規模和事件日前 1 天到 5 天的累積異常報酬 $CAR(-5,-1)$ 存在顯著的負相關，這表示董監事規模愈大，公司在事件日前 1 天到 5 天的累積異常報酬率反而會愈小；而臺灣 50 成份股公司的董監事規模大小和事件日後第 1 天的異常報酬率 $AR(1)$ 呈現顯著的正相關，這表示事件日後第 1 天，董監事規模愈大，異常報酬率會愈大；臺灣 50 成份股的公司大股東持股比例和事件日後第 1 天的異常報酬 $AR(1)$ 呈現正相關，表示大股東持股比例愈高，異常報酬率會愈大。另外，臺灣 50 成份股的公司其控制股東持股比例大或董事長兼任總經理的和事件日後第 1 天的異常報酬率 $AR(1)$ 是負相關，這表示在事件日後第 1 天，控制股東持股比例愈高或是董事長兼任總經理的公司，異常報酬率 $AR(1)$ 會愈小。臺灣 50 成份股的公司其控制股東持股比例和事件日後第 1 天到 5 天的累積異常報酬率 $CAR(5, 1)$ 有顯著負相關，表示控制股東持股比例愈高的公司，在事件日後第 1 天到 5 第天的累積異常報酬率反而會愈小；臺灣 50 成份股公司的董事長兼任總經理和事件日後的第 1 天到第 5 天的累積異常報酬率 $CAR(5, 1)$ 有顯著負相關，表示董事長兼任總經理的公司，在事件日後的第 1 天到第 5 天的累積之異常報酬率會愈小。

2. 臺灣高股息成份股之 $CAR(-5,-1)$ 、 $AR(1)$ 、 $CAR(1,5)$ 與公司治理變數間的關係

高股息成份股的主要應變數、自數變及控制變數等變數的 Pearson 相關係數如下表 17。

表 17 研究變數相關分析-高股息

		$CAR(-5,-1)$	$AR(1)$	$CAR(1,5)$	MGT	BLOCK	BOARD	BLOCK_5	CEOGM	LN_TA	LEV
$AR(1)$	皮爾森相關	-0.043									
$CAR(1,5)$	皮爾森相關	-0.081	0.585**								

MGT	皮爾森相關	0.066	0.023	0.103						
BLOCK	皮爾森相關	-0.023	-0.025	0.046	-0.107					
BOARD	皮爾森相關	0.007	-0.107	-0.084	-0.227**	-0.210**				
BLOCK_5	皮爾森相關	-0.016	0.053	0.010	-0.185*	0.392**	0.020			
CEOGM	皮爾森相關	0.061	-0.040	-0.032	0.197**	-0.164*	0.102	-0.243**		
LN_TA	皮爾森相關	0.087	-0.126	-0.038	-0.138	-0.065	0.507**	-0.011	-0.120	
LEV	皮爾森相關	0.060	-0.104	0.058	0.044	-0.004	-0.101	-0.111	-0.142	0.427**
ROA	皮爾森相關	0.068	0.046	0.031	-0.025	0.232**	-0.249**	0.135	0.086	-0.472**

說明:1. 經理人持股比率(MGT), 大股東持股比率(BLOCK), 董監事規模(BRARD), 控制股東持股比例(BLOCK_5), 管理型態(CEOGM), 資產總額(LN_TA), 負債比率(LEV),

資產報酬率(ROA)稅後息前

2.** 表檢定結果達 1%顯著水準。

3.* 表檢定結果達 5%顯著水準。

表 17 的 Pearson 相關分析顯示，高股息成份股的公司治理變數間未有高度的相關性，故不影響研究結果。

再分別以高股息成份股的事件日前 1 到 5 天累積之異常報酬 CAR(-5,-1)，事件日後的第 1 天到第 5 天累積之異常報酬率 CAR(1,5)以及事件日後的第 1 天之異常報酬率 AR(1)為依變數與高股息成份股的公司治理變數進行迴歸分析。

表 18 高股息 CAR(-5, -1)、AR(1)、CAR(1, 5)與公司治理變數的迴歸分析表

應變數	CAR(-5,-1)		AR(1)		CAR(1,5)	
	β	T	β	T	β	T
(常數)	-0.091	-1.911 *	0.040	1.118	0.016	0.238
經理人持股比例	0.097	0.811	0.006	0.066	0.215	1.308
大股東持股比例	-0.015	-0.562	-0.019	-0.960	0.016	0.449
董監事規模	-0.001	-0.543	-0.001	-1.217	-.000002	-0.002
控制股東持股比例	0.003	0.175	0.010	0.795	0.002	0.103
管理型態	0.006	0.718	-0.004	-0.542	-0.006	-0.458
資產總額	0.005	1.673 *	-0.001	-0.311	-0.002	-0.375
負債比率	0.003	0.167	-0.014	-1.261	0.020	0.957
ROA(A)稅後息前	0.088	1.555	-0.017	-0.399	0.039	0.502
調整後 R 平方	-0.013		-0.009		-0.024	

註：*表示檢定結果達 10%顯著水準，**表示檢定結果達 5%顯著水準，***表示檢定結果達

1%顯著水準。

表 18 之多元迴歸分析結果顯示，高股息成份股的事件日前 1 到 5 天的累積之異常報酬 CAR(-5,-1)、事件日後的第 1 天到第 5 天累積之異常報酬 CAR(1,5)以及事件日後的第 1 天之異常報酬 AR(1)和高股息成份股的公司治理變數都不存在顯著的相關。值得注意的是調整後的 R 平方為負值，這表示，這些所有選定的公司治理變數和異常報酬率及累積異常酬率存在負相關。

3. 中型 100 成份股之 CAR(-5,-1)、AR(1)、CAR(1,5)與公司治理變數間的關係

為避免研究變數間有高度的相關性而影響研究結果，茲將中型 100 成份股的主要應變數、自數變及控制變數等變數的 Pearson 相關係數呈現在表 19。

表 19 研究變數相關分析-中型 100

		CAR(-5,-1)	AR(1)	CAR(1,5)	MGT	BLOCK	BOARD	BLOCK_5	CEOGM	LN_TA	LEV
AR(1)	皮爾森相關	-0.119**									
CAR(1,5)	皮爾森相關	-0.053	0.512**								
MGT	皮爾森相關	0.027	0.032	0.073							
BLOCK	皮爾森相關	0.058	0.095*	0.086*	-0.045						
BOARD	皮爾森相關	-0.022	-0.001	-0.034	-0.137**	-0.146**					
BLOCK_5	皮爾森相關	-0.033	0.004	0.059	0.261**	0.065	-0.086*				
CEOGM	皮爾森相關	0.057	-0.035	-0.027	-0.035	0.346**	-0.148**	-0.139**			
LN_TA	皮爾森相關	0.013	-0.021	0.002	-0.054	-0.274**	0.272**	-0.115**	-0.128**		
LEV	皮爾森相關	0.010	-0.042	0.026	0.044	-0.184**	0.145**	-0.076	-0.110**	0.730**	
ROA	皮爾森相關	0.106*	0.119**	0.093*	0.119**	0.219**	-0.196**	0.049	0.020	-0.470**	-0.314**

說明:1. 經理人持股比率(MGT), 大股東持股比率(BLOCK), 董監事規模(BRARD), 控制股東持股比例(BLOCK_5), 管理型態(CEOGM), 資產總額(LN_TA), 負債比率(LEV),

資產報酬率(ROA)稅後息前

2.** 表檢定結果達 1%顯著水準。

3.* 表檢定結果達 10%顯著水準。

表 19 的 Pearson 相關分析顯示，中型 100 成份股的公司治理變數間沒有高度的相關性，故不影響研究結果。

再分別以中型 100 成份股的事件日前 1 到 5 天累積之異常報酬 CAR(-5,-1)、

事件日後的第 1 天到第 5 天累積之異常報酬率 CAR(1,5)以及事件日後的第 1 天之異常報酬率 AR(1)為依變數與中型 100 成份股的公司治理變數進行迴歸分析。

表 20 中型 100 CAR(-5,-1)、AR(1)、CAR(1,5)與公司治理變數的迴歸分析表

應變數	CAR(-5,-1)		AR(1)		CAR(1,5)	
	β	T	β	T	β	T
(常數)	-0.059	-1.465	-0.043	-1.798 *	-0.051	-1.057
大股東持股比例	0.005	0.336	0.011	1.221	0.030	1.577
經理人持股比例	0.014	0.355	0.059	2.439 **	0.112	2.306 **
董監事規模	0.000	-0.080	0.000	0.208	0.000	-0.272
控制股東持股比例	-0.007	-0.705	-0.004	-0.595	0.009	0.707
管理型態	0.007	1.427	-0.005	-1.656 *	-0.007	-1.243
資產總額	0.003	1.181	0.003	1.780 *	0.002	0.714
負債比率	0.004	0.333	-0.011	-1.553	0.011	0.757
ROA(A)稅後息前	0.070	3.084 ***	0.030	2.220 **	0.057	2.059 **
調整後 R 平方	0.011		0.017		0.018	

註：*表示檢定結果達 10%顯著水準，**表示檢定結果達 5%顯著水準，***表示檢定結果達 1%顯著水準。

表 20 之多元迴歸分析結果顯示，中型 100 成份股的事件日前 1 天到 5 天之累積異常報酬率 CAR(-5,-1) 和中型 100 成份股的公司治理變數沒有顯著的相關。而中型 100 成份股的公司其經理人持股比例和事件日後第 1 天之異常報酬 AR(1)有顯著正相關，表示中型 100 成份股公司的經理人持股比例愈高，事件日後第 1 天的異常報酬率 AR(1)會愈高；但中型 100 成份股公司的管理型態和事件日後第 1 天之異常報酬率 AR(1)有顯著負相關，這表示中型 100 成份股公司的董事長兼任總經理，在事件日後第 1 天的異常報酬率 AR(1)會愈低。中型 100 成份股公司的經理人持股比例和事件日後第 1 天到第 5 天累積之異常報酬率 CAR(1,5)有顯著正相關，表示經理人持股比例愈高，在事件日後第 1 天到第 5 天的累積異常報酬率 CAR(1,5)會愈大。

第五章 結論與建議

第一節 結論

本研究以臺灣證交所之臺灣指數系列為研究對象，探討 2009 年到 2014 年間發放現金股利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公司治理變數，同時也探討了期間內臺灣高股息指數成份股與臺灣 50 及中型 100 指數成份股對事件宣告影響之差異，並獲得以下的結論：

本研究發現 2009 年到 2014 年間，不論是臺灣 50、中型 100 還是臺灣高股息成份股，都存在資訊外溢的現象，內部知情人士，可以事先知道股利的發放資訊，先行一步在市場上買進或賣出，進而對股價造成影響，產生異常報酬，如果連續幾天，還會產生累積異常報酬率。以中型 100 資訊外溢的顯著的次數最多，臺灣高股息次之，而臺灣 50 的次數最少。

本研究也發現 2009 年到 2014 年間，不論是臺灣 50、中型 100 還是臺灣高股息成份股，普遍都存在股利宣告效果，也就是說股利宣告後會影響後幾天的股價表現，這些股利宣告資訊會吸引部分投資人買入或影響投資人賣出股票。其中臺灣高股息成份股於 2010、2011 和 2014 年的股利宣告效果更是明顯並延續數天，而中型 100 成份股於 2010 及 2014 年的股利宣告效果也十分明顯。

本研究發現在 2012 年，不論是臺灣 50、中型 100 或是臺灣高股息成份股，幾乎沒有明顯股利宣告效果，影響天數甚少，推測是受到證所稅議題的影響，投資人對股利宣告反應遲鈍，股價的損失可能會多於股利的獲得；但是 2012 年仍有資訊外溢現象，有人提前嗅出市場的變化而賣出股票。

依本研究選定的公司治理變數對臺灣 50、中型 100 還是臺灣高股息成份股作多元迴歸，發現臺灣 50 及中型 100 成份股的經理人持股比例和事件日後第 1 天的

AR(1)及事件日後的第 1 天到第 5 天的累積報酬率 CAR(5, 1)都存在正相關，但只有中型 100 成份股才達到顯著。而臺灣 50 及中型 100 成份股的董事長兼任總經理和事件日後第 1 天的異常報酬率 AR(1)及事件日後的第 1 天到第 5 天的累積異常報酬率 CAR(5, 1)都存在負相關，而臺灣 50 成份股於事件日後第 1 天的異常報酬率 AR(1)及事件日後的第 1 天到第 5 天的累積異常報酬率 CAR(5, 1)都達到顯著；中型 100 成份股只在事件日後第 1 天的異常報酬率 AR(1)達到顯著。

第二節 建議

根據以上結論，提出以下二點建議：

- 一、高股息成份股除非有重大利空因素，多數年度在股利宣告後多有超額報酬，投資人可以適時審慎進場。
- 二、公司治理變數甚多，日後的研究可以採不同的變數來研究，可以使公司治理變數對股價的影響有更完整的詮釋。

參考文獻

中文部份

- 丁秀儀(2009),「首度上市公司是否存在公司治理效果」,證券市場發展季刊,第二十卷第一期,191-228頁。
- 丁秀儀(2009),「公司治理是否受到機構投資人的青睞」,管理學報,第二十卷第三期,233-253頁。
- 王翔民(2003),「公司治理與公司績效之交互作用對股利政策之衝擊」,國立成功大學會計學系碩士論文。
- 呂素蓮、李國榮及謝聖涵(2014),「公司治理對企業信用評等之影響與預測」,東吳經濟商學學報,第八十七期,97-133頁。
- 李佳蓉(2007),「資訊揭露程度對股利資訊效果影響」,長榮大學碩士論文。
- 李樑堅、黃永成及趙文彬(2014),「內部人持股及重大財會政策與股價異常報酬關聯性之研究—兩岸上市公司之初探比較」,兩岸金融季刊,第二卷第三期。
- 沈中華、李建然,事件研究法(2000),財務與會計實證研究必備,台北華泰文化公司。
- 林家舜(2010),「董監事特性與公司經營績效之關聯性研究」,高雄第一科技大學碩士論文。
- 林穎芬、黃麗津及陳思源(2012),「經理人薪酬、公司治理與現金股利政策」,中山管理評論,第二十卷第四期,1213-1251頁。
- 倪衍森、黃寶玉及古曜嘉(2011),「台灣高額現金股利宣告效果之實證研究——以富時指數公司所編制的成份股為例」。
- 許溪南、吳依正及黃金生(2009),「臺灣股價指數的股利估計及其對台指期貨定價的影響」,經濟研究,第四十五卷第一期,103-141頁。
- 陳仕偉、沈中華及盧碧伶(2008),「股價現值模型長短期非線性行為的探討:跨國的

實證研究」，中國統計學報，第四十六卷第一期，61-80 頁。

黃偉新(2006)，「大股東所有權、董監事特性對公司績效與股利政策關係之研究」，
高雄第一科技大學碩士論文。

黃筱鈴(2012)，「股價超額報酬與內部公司治理機制之關連性—以台灣為例」，淡江
大學碩士論文。

楊馥如、顧廣平及黃珮禎(2007)，「台灣上市櫃公司流動性資產的管理意涵」，績效
與策略研究，第四卷第二期，123-129 頁。

楊麗玲、陳文進及郭保蘭(2008)，「跨期性資本資產訂價—台灣股市實證分析」，中
華技術學院學報，第三十二期，45-63 頁。

葉銀華、李存修及柯承恩(2002)，公司治理與評等系統，商智文化，219 頁。

劉坤億，蔡淑美編著，公司治理，2004 年 1 月。

西文部份

Asquith, P. and D.W. Mullins (1983), "The Impact of Initiating Dividend Payments on
Shareholders' Wealth." *Journal of Business*, Vol.56, No.1, pp.77-96.

Bacon, J.(1973), "Corporate directorship practices: membership and committees of the
board". *The Conference Board and American Society of Corporate Secretaries*. NEW
YORK.

Banker, R. E., S. Das, and S. M. Datar (1993), "Complementarities of Prior Accounting
Information: The Case of Stock Dividend Announcements." *Accounting Review*,
Vol.68, No.1 pp.28-47.

Brennan, M.(1970), "Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy." *National
Tax Journal*, Vol. 23, No.4, pp.417-429.

Chaganti, R. S., V. Mahajan, S. Sharma.(1985), "Corporate board size, composition and
corporate failures in retailing industry." *Journal of Management*. Vol.22. No.4,

pp.400-417.

- Easterbrook, F. H. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends." *American Economic Review*, Vol.74. No.4. pp.650-659.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. Wells(1998), "Larger board size and decreasing firm value in small firms." *Journal of Financial Economics*, Vol.48, pp.35-54.
- Fama, E. F. and Jensen, LM. C. (1983), "Agency problems and residual claims." *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No. 2, pp.327-349.
- Farinha, J. (2003), "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis." *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.30, No.9-10, pp.1173-1209.
- Farrar, D. E. and Selwyn, L. L. (1967), "Taxes, corporate financial policy and return to investors." *National Tax Journal*, Vol.20, No.3, PP.444-455.
- Gorden, M. j. (1963), "Optimal investment and financing policy." *Journal of Finance*, Vol.18, No.2, pp.264-272.
- Gugler. K. and Yourtoglu, B. B. (2003), "Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany." *European Economic Review*, Vol.47, No.4, pp.731-758.
- Healy, P. M. and K. G.. Palepu(1988), "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omission." *Journal of Financial Economics*, Vol.21, No.2, pp.149-175.
- Jensen, M.C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review*, Vol.76. No.2. pp.323-329.
- Jensen, M. C. and Merklng, W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure." *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, pp.305-360.
- Kalay, A. and U. Lowenstein, (1986), "The Informational Content of The Timing of Dividend Announcements." *Journal of Financial Economics*, Vol.16, pp.373-388.

- McNichols M. and A. Dravid (1990), "Stock Dividends, Stock Splits and Signaling," *Journal of Finance*, Vol.45, No.3, pp. 857-879.
- Michaely, R. and W. Shaw (1995), "Does the Choice of Auditor Convey Quality in an Initial Public Offering?" *Financial Management*, Vol.24, No.4, pp.15-30.
- Miller, M. H. and F. Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares." *Journal of Business*, Vol.34, No.4, pp.411-433.
- Mitton, T. (2002), "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis?" *Journal of Financial Economics*, Vol.64, No.2, pp.214-241.
- Neelam Rani, Surendra S. Yadav and P. K. Jain (2013), "Impact of Corporate governance Score on Abnormal Returns of Mergers Acquisition." *Procedia Economics and Finance*, 5, pp.637-646.
- Officer, M. S. (2006), "Dividend policy, dividend initiations, and governance." *Working paper*, University of Southern California.
- Pettit, R. R. (1972), "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency." *Journal of Finance*, Vol.27, No.5, pp.993-1007.
- Reed, B., M. Trombley and D. Dhaliwal (2002), "Demand for Audit Quality: the Case of Laventhol and Horwath's Auditees." *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, Vol.15, No.2, pp.183-198.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1986), "Large shareholders and corporate control." *Journal Political Economic*, Vol. 94, No.3, pp.461-488.
- Timan, S. and B. Trueman (1986), "Information Quality and the Valuation of New Issues." *Journal of Accounting and Economics*, Vol.8, pp.159-172.
- Weir, C., D. Laing and P. J. McKnight (2002), "Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies." *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.29, pp.579-611.

Drobetz, Wolfgang and Schillhofer, Andreas and Zimmermann, Heinz,(2003), “Corporate governance and Expected Stock Return Evidence from Germany.” *China Economic Review*, Vol.19, No.3, pp.437-459.

Yermck, D. (1996), “Higher market valuation of companies with a small board of directors.” *Journal of Financial Economics*, Vol.40, No.24, pp.185-212.

Zhang, H.,(2008), “Corporate governance and dividend policy: A comparison of Chinese firm listed in Hong Kong and in the Mainland.” *China Economic Review*, Vol.19, No.3, pp.437-459.

