

公司治理與放寬股價漲跌幅之關聯性研究

-以台灣電子產業為例

A study on the Relationship between Corporate Governance and Price Limits: the case of Taiwanese Electronics Industry

王金盈 Jin-Ying Wang¹

陳麗宇 Li-Yu Chen²

摘要

關於漲跌幅限制及公司治理一直是國內外學者研究的議題。有鑑於 104 年 6 月 1 日起實施放寬股市漲跌幅至 10%，是近年來台灣資本市場的重要變革，本研究欲探討放寬股市漲跌幅度至 10% 對個股的宣告效果，與放寬股市漲跌幅度對企業股價的影響。本研究以台灣證券交易所上市之電子業公司為研究對象，採事件研究法及迴歸分析之方式進行實證研究，探討 104 年 2 月 3 日實施放寬股市漲跌幅度至 10% 政策見報日對電子業之宣告效果，以及放寬股市漲跌幅度至 10% 後公司治理較佳的企業其股價是否有更多達到漲停板的次數，樣本期間自 104 年 6 月至 105 年 3 月底。研究結果顯示，放寬股市漲跌幅度至 10% 之政策，對公司治理較佳的企業有正向宣告效果。另實施放寬股市漲跌幅度至 10% 後，在投資風險的考量下，投資人傾向關注公司治理較佳的企業，此時若企業具有公司治理較佳的特性，則投資人的購買意願增加，甚至願意支付較高的價格，使其股價有更多達到漲停板的次數。

關鍵字：漲跌幅限制、公司治理、事件研究法

Abstract

Price limits and Corporate Governance are interesting issues for academics. From June 1, 2015, daily stock trading price fluctuation limits will be increased to 10%, and it was a major change in Taiwan's capital market. This study was to investigate the impact of the announcement effect and frequency of price limits stock price for Taiwan Electrical Industry. In this research, we used the samples of all listed companies in electronic industry on TSE (Taiwan Stock Exchange). The study adopted Event Study and regression analysis to analyze the relationship between Corporate Governance, announcement effect, and price limits. The result shows that the policy of daily stock trading price fluctuation limits increased to 10% had a

¹永豐金證券(股)公司投資銀行事業處副理(聯絡電話：091220402，E-mail:shirlengirl@hotmail.com)

²東吳大學企業管理學系教授(聯絡地址：100 台北市貴陽街一段 56 號，聯絡電話：02-23111531 轉 3609，E-mail:lychen@scu.edu.tw)。

positive announcement effect and more frequency of price limits for good corporate governance companies.

Keywords: Price limits, Corporate Governance, Event Study

壹、前言

臺灣證券交易所於 51 年 2 月 9 日正式交易後，為保護投資人免因股價劇烈波動而遭受鉅大損失，於臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第六十三條中訂定股價每日的漲跌幅度，當時漲跌幅限制為 5%，之後因應國內外突發事件或政經情勢變化而有多次調整。採行此制度的主要係為了保護理性投資人及抑制過度投機現象，防止非理性的波動藉以穩定市場。

我國股票漲跌幅 7% 限制自 78 年 10 月開始採行，在國內資本市場已實施多年。103 年底金管會為提升股市量能，開始檢討的就是股市漲跌幅的限制，有鑒於歐美主要市場多無漲跌幅度限制，甚至馬來西亞、泰國、上海等新興市場之漲跌幅度亦達 10% ~ 30%，並考量現今市場參與者越趨成熟，許多商品，例如權證已不限縮於 7% 漲跌幅，初次上市櫃普通股首五日亦無漲跌幅限制；此外投資人亦可自行赴國外投資或透過國內券商複委託買賣漲跌幅度較寬之外國證券，故金融監督管理委員會(以下簡稱「金管會」)於 104 年 2 月 3 日宣布推動證券市場揚升計畫，擬放寬股市漲跌幅限制至 10% 及訂定相關配套措施。後續，放寬股市漲跌幅度至 10% 乙案，並於 104 年 3 月 31 日核定臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心及臺灣期貨交易所所報相關規章修正案，並同意於 104 年 6 月 1 日實施。

在公司治理方面，近年來因國內外企業弊案頻傳，加以金融海嘯期間，雷曼兄弟、美林等企業發生倒閉或被併購的案例不斷增加，更促使學界、公司經營階層、股東及主管機構重新思索「公司治理」之重要性。過去已有許多的研究探討公司治理與公司績效間之關係，實證結果發現公司治理較佳的企業經營績效較好且公司風險較低(Chang, Yu, Hung, 2015)；成立審計委員會且其成員財務專業知識比重較高的公司，有較高的股價淨值比 (market-to-book ratios)，(Guo, Yeh, 2014)，顯示公司治理較佳的企業具有較高經營績效、較低的公司風險及股價表現較佳的特性；當經濟下滑時，公司治理機制較弱的公司易受到景氣影響，使發生財務困境的機率增加(Lee, Yeh, 2004)。綜上，由過去文獻可知，公司治理的好壞對公司經營績效及股價表現具有影響性，公司治理越完善的公司，愈能對投資人傳遞企業的正面訊息，這種訊息容易吸引投資人的注意，進而影響其股價表現。

根據證券交易所資料顯示，103 年底國內上市公司共 854 家，其中以電子業家數最多共 398 家，占總上市公司家數 46.60%，市值比重為 53.44%，由此可知電子產業對台灣資本市場及經濟均具有重大影響力。有鑑於放寬股市漲跌幅度至 10% 係我國資本市場近二十多年來的重大變革之一，故本研究以公司治理及產業的角度切入，欲探討 104 年放寬股市漲跌幅度至 10% 政策對台灣上市電子業的宣告效果，及放寬股市漲跌幅度至 10% 政策實

施後，對公司治理較佳企業的股價影響為何。

貳、文獻探討

一、漲跌幅制度相關文獻探討

(一)執行漲跌幅限制對市場績效之研究，此領域的研究主要是探討漲跌幅制度的採行是否影響股票市場的波動性、效率性、流動性。

胡星陽、梁敏芳(1995)，利用Chiang & Wei (1995)所提出的一般動差法(GMM)探討台灣證券交易所在民國76至78年三次調整股票漲跌幅限制對台灣股票市場的波動的影響。研究結果發現，調整漲跌幅限制對股票市場的波動並無一致的影響力，且無一致的證據顯示漲跌幅限制與穩定股價之效果呈現正相關。

吳壽山、周賓凰(1995)，探討衡量漲跌幅限制對股票報酬與風險之影響，利用Gibbs sampler方法，估計台灣股市漲跌幅限制的影響與效果，其研究發現，漲跌幅限制在抑制繼續跌停上之冷卻效果較為明顯，漲停後由於股價波動變大因此效果較不明顯，且研究發現冷卻效果和磁鐵效果對跌停及漲停的效果不對稱。

劉舒惠(2001)，探討台灣股市波動之影響因子，其採用EGARCH模型配置不對稱的波動性，再分別利用VAR(向量自我迴歸)和複迴歸的方式探討不同漲跌幅對報酬率之影響、總體經濟變數及交易面因素與波動性的關係。實證結果發現，漲跌幅的改變確實會影響平均報酬，漲跌幅制度5%區間內，加權指數與八大類股指數的波動性均具有不對稱效果；漲跌幅制度7%區間內，除金融類股指數的波動性不具有不對稱效果外，其餘指數的波動性均具有不對稱效果。

洪淑華(2002)，選取1997年1月1日至1998年12月31日之交易日為研究期間，以在臺灣證券交易所(TSEC)上市之高科技類股為研究對象，探討漲跌幅限制對交易活動之影響，再依股價進一步比較全部電子股、低價電子股及高價電子股是否具有差異。實證結果發現，價格限制對低價電子股和高價電子股的影響不顯著，且價格限制的造成均衡價格發現及交易活動的遲緩；但是價格限制對於減少過度反應及降低波動性方面確是有效的。

謝松霖(2003)，探討漲跌幅限制對於市場交易活動之影響，以台灣股票市場為證實對象。實證結果發現台灣股市支持延遲價格發現假說，達到漲幅限制的股票價格發生連續的比率超過達到跌幅限制的股票，顯示漲幅限制對股票在價格發現過程上有較大的阻礙，且對基本面較差的公司而言，漲跌幅限制造成其股票價格產生較不具效率性的價格行為。

(二)漲跌幅限制之跨國性比較，主要為比較不同國家執行不同的漲跌幅制度對各國股票市場造成的影響。

李又剛、丁誌敏（1989），探討股價漲跌限制放寬對我國股市的影響，根據1987年度，研究中、美、日、港四國之股市表現，實證結果發現於1987年中，以平均與變異分析方法，得知日本股市所提供之投資環境優於美國，而美國又優於香港。實證結果發現，在漲跌幅限制下，我國股市波動較其餘國家高，若有重大利多或利空消息發佈，股市反應資訊的交易天數也較長。

林裴筠(2009)，探討投資者情緒與金融交易制度漲跌幅限制的關係。使用事件研究法，分析美國道瓊工業指數Dow Jones Industrial Average、日本NKY Nikkei Stock Average 225 Index(日經225指數,JP)、台灣TSEC weighted index (台灣加權股價指數)的日頻率資料，研究美、日、台三國之股市表現。實證結果顯示漲跌幅限制制度會抑止投資者情緒宣洩，由累積報酬率圖形可知股數之波動幅度及情緒能量醞釀的程度，次序亦為台灣大於日本，日本大於美國。實證結果發現，在漲跌幅限制下，當情緒訊號達中度以上之情緒會因無法宣洩，造成股市價格波動出現延續性的情形。

(三)不同漲跌幅的幅度對股票市場之影響，假設漲跌幅幅度可以調整的情況下，討論不同的漲跌幅幅度受限是否對股票市場造成不同的差異性。

鄧錯（1990），利用亂數來代表流入股市的新情報，模擬出不同漲跌幅限制下的股價變動率，以觀察漲跌幅限制對平均報酬率、報酬率變異數、股價一階、二階落差的序列相關程度之影響。然後再根據「市場模式」得出個股股票的模擬報酬，觀察股價在加入漲跌幅限制前後 β 值是否有顯著差異。最後並以不同時期的跌幅限制3%、5%、7%交易日之每日股價變動率來印證前述的模擬結果。研究結果顯示，漲跌幅限制對股票平均報酬無顯著影響，且漲跌幅限制能降低單日風險，漲跌幅限制使單日報酬一階自我相關顯著大於長期一階自我相關。漲跌幅限制使得高 β 值被低估，低 β 值被高估。

沈中華、黃河泉（1994），採用設定虛擬變數的方式利用統計檢定探討係數是否顯著，分別研究在3%、5%、7%的漲跌幅情形下，股價波動和漲跌幅限制的關係，探討不同股價漲跌幅限制對股價平均報酬率的影響。實證結果發現，漲跌幅由5%放寬到7%，報酬率會下降；但漲跌幅限制由5%縮小到3%，報酬率並不會上升而是維持不變。使用週資料漲跌幅限制的改變並不會使波動產生模型發生結構性的變化。而使用日資料所得到的結論和週資料則不相同；當漲跌幅由5%降到3%，條件變異的水準和斜率均有改變，但當漲跌幅由5%升到7%，則只有斜率有結構性的改變。

張維碩、馬黛(2012)，由股價跳躍觀點分析個股價格到達漲跌停限制之頻率，以ARCH-Jump 估計股價跳躍參數，模擬台灣股市漲跌幅由當時採行之7%放寬至10%、12%或15%下，股價跳躍至漲停或是跌停的頻率及次數。該研究以1996年

之前在台灣證券交易所上市的公司為研究樣本，資料含蓋期間為10年，共315家公司。實證結果發現，統計資料較支持「延遲價格發現假說」，因此，放寬漲跌幅限制將提升價格效率性，並進一步發現，具有公司規模小、風險大、交易熱絡及股價低等特性之個股，其股價達到停板限制的頻率較高。

(四)股票特性與漲跌幅制度關係之研究，採用一般動差法（GMM）及縱橫資料（Panel data）分析法，探討關於漲跌幅限制對股票市場和不同股票特性之影響效果。

Kim & Limpaphayom（2000），採用GMM方法和quintile 分析，自PACAP資料庫選取1990年到1993年間的日資料、月資料之價格和報酬，包含每日的開盤價，收盤價、最高價和最低價，實證研究台灣和泰國易受漲跌幅限制的股票特性研究。作者首先判斷資料是否具有日曆效果和產業效果，結果發現兩個市場在日資料部分都成uniform分配，但並沒有證據顯示有日曆效果的存在。再者，雖然有些許產業較常達到價格限制，但沒有顯著的證據顯示兩個市場在其各自的產業上具有產業效果。因此，此資料並不存在日曆效果和產業效果。實證結論為：第一，證實出Beta和殘差風險與達到漲跌停板的次數之間都是成正相關的（但在跌停板部分統計上並不顯著），結果顯示風險較高的股票較傾向達到價格限制。第二，交易量和達到價格限制的次數間成正相關（但在跌停板部分統計上並不顯著）。第三，公司規模和達到漲跌停板的次數成負相關且在統計上顯著。第四，探討漲跌停板間的母體係數是否相同，利用Wald統計檢驗發現在1%的信心水準下拒絕虛無假設，即漲跌停板的次數是具差異的。

吳佩紋(2003)，利用縱橫資料分析（Panel Data）探討在既有的漲跌幅制度實行之下，達到漲停板和跌停板次數較為頻繁的股票具有何種股票特性。實證結果顯示，系統風險、殘差風險、交易量、年報酬此些變數對漲跌停之總次數是有解釋能力的，而週轉率、規模、每股盈餘，在此對達到漲停板的總次數是無解釋能力的。

二、公司治理相關文獻探討

(一)公司治理的源起及架構

公司治理的源起可追溯自美國1930年代，關注於如何在公司所有者與經營者間建構一制衡機制，以調和兩者利益及防範衝突發生，並開始探討公司治理相關的議題；亞洲國家亦在1997年金融風暴後逐漸重視公司治理制度，由於學者及國際組織對經營者責任之公司治理紀律與效能的重視，加上國際知名投資機構將推行公司治理列為選股的重要評估指標，各國紛紛參考經濟合作與發展組織(下以簡稱OECD)、世界銀行(World Bank)及歐盟組織(簡稱EU)等發表之原則，推動公司治理。我國政府近年來陸續推動公司治理相關之管理機制。根據金管會證券期

貨局資料，國內上市(櫃)公司之公司治理主政單位為金管會，其他非政府機構如財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會、財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心等，亦辦理活動研討會、評量、評鑑，或以股東身分實際參與股東會或監督公司經營等，利用各種方式共同努力提升公司治理環境。

經比較OECD及我國對公司治理(Corporate Governance)之內容及架構，發現內容雖有差異，但主要架構均係透過法律的管控與設計、資訊即時及正確的揭露、董事會監督職能的發揮，達到保障股東權益及利害關係人權益、資訊透明度提升、強化董事會及審計委員會對管理階層的監督職能的目的以落實公司治理。

(二) 公司治理相關文獻

葉銀華、李存修及柯承恩(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」。

國內已有許多文獻探討公司治理與公司經營績效及公司風險之關係。在設置獨立董事方面，陳宜伶、林宛瑩(2013)探討設置獨立董監之決定因素及其對後續績效之影響，實證顯示電子業及產品市場競爭大之公司，設置獨立董監的席次較高，且設置前公司績效差者，設置獨立董監後有助於提升公司績效。汪青萍、沈佩儒(2014)探討台灣上市櫃高科技產業是否能夠透過公司治理機制提升研發及創新效率，實證結果指出，在創新活動方面，市場對於獨立董事參與公司經營及發揮監督功能較為信任，並給予正面評價。

在股權結構的探討方面，葉銀華、柯承恩、蘇裕惠(2003)，以最終控制者的股權與財富剝奪傾向為研究方面，實證結果指出，股東投票權偏離現金流量權的幅度與質押比率愈高，則控制股東財富剝奪傾向愈高，對公司價值有負向影響，具有負的侵佔效果。反之，控制股東擁有愈多的現金流量權，對公司價值有正向影響。在董監持股方面，李嫻柔、余惠芳、陳梅君(2015)之研究結果發現實施公司治理對高行銷能力與高董監持股之公司可提升公司績效。在國內電子業之公司治理探討方面，余惠芳、李嫻柔、蔡奇儉(2013)以上市電子股為樣本，包含2001年至2012年發生信用風險公司與財務正常公司合計208家。實證結果發現，外部監控與公司治理能力增強，可降低信用風險發生率，並可增強公司績效；倪衍森、黃寶玉、陳文章(2010)以國內上市櫃電子股為對象，實證發現公司舉債程度與經營績效成反比，董監事持股質押比率與經營風險成正比，說明公司治理會影響經營績效與經營風險。

為使研究構面更完整，有學者以公司治理綜合指標進行研究。林楚雄、陳賢名、王立勳(2010)，以所有權結構、董事會組成、經理人激勵機制、資訊透明度、法律制度規範與產品市場競爭等六項公司治理機制，探討台灣上市公司之公司治

理機制對獨特性風險之影響，實證結果發現，較佳的公司治理機制，可以降低公司的非系統風險。陳賢名、馮鴻璣、林楚雄、王立勳(2015)探討公司治理與實質選擇權對報酬分配的影響，該研究以較高的最大股東與經理人持股比例、獨立性愈高的董事會、較佳的資訊透明度與較低的代理成本作為公司治理指標，發現公司治理品質愈好，使公司報酬愈呈現正偏分配。

三、訊息傳遞理論 (Signaling theory)

Akerlof (1970)在《檸檬市場：品質的不確定性與市場機制》(The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism)中，以二手車市場為對象，探討資訊不對稱所引起的逆選擇現象。為了避免資訊不對稱造成交易無法成立、公司真實價值被低估，甚至使市場陷入逆選擇的惡性循環，公司的管理階層會主動釋放訊息給投資人，以顯示公司的價值，並降低資訊不對稱的影響。由過去文獻可知，公司治理的好壞對公司經營績效及股價表現具有影響性，根據 Akerlof (1970)的觀點，公司治理越完善的公司會自願揭露資訊，向市場傳遞公司治理佳、績效良好的及具有較低的公司風險等正面訊息，這種訊息容易吸引投資人的注意；反之，公司治理機制較弱的公司向市場傳遞投資風險較高、監督管理制度較弱及獲利能力較差等負面訊息，且透過對市場傳遞訊息，會影響投資人購買意願，進一步影響公司的股價表現。

參、研究方法

一、資料來源及期間

選取 103 年度之台灣上市電子業公司為研究樣本，資料來源為台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ)，以 103 年度為公司治理指數變數及財務資料之篩選基準期，研究樣本扣除資料不足者，計有 392 家上市電子公司。在應變數部分，本研究第一階段以 104 年 2 月 3 日實施放寬漲跌幅限制至 10% 政策見報日，對國內上市電子業股價之宣告效果為應變數；第二階段應變數則係以國內上市電子業 104 年 6 月 1 日至 105 年 3 月 31 日之每營業日資料，計算個股股價達到漲停板次數。

二、變數操作型定義

在自變數的選取上承襲 Yeh, Shu, Chi (2013)的研究為依據，定義詳表 1，且為排除其他變數對應變數的影響參考 Kim & Limpaphayom (2000) 等過去研究，選取四個控制變數，其相關定義如表 2 所示。

表 1 自變數定義之一覽表

| 名稱 | 符號 | 操作性定義 | |
|---|------|-----------------|---------------------|
| 公司治 理指數 (CGI) | CG1 | 董事由控制股東控制比率(%) | 小於或等於樣本中位數為 1；反之為 0 |
| | CG2 | 監察人由控制股東控制比率(%) | 小於或等於樣本中位數為 1；反之為 0 |
| | CG3 | 董監持股質押比率(%) | 小於或等於樣本中位數為 1；反之為 0 |
| | CG4 | 關係人融資比率(%) | 小於或等於樣本中位數為 1；反之為 0 |
| | CG5 | 關係人銷貨比率(%) | 小於或等於樣本中位數為 1；反之為 0 |
| | CG6 | 關係人進貨比率(%) | 小於或等於樣本中位數為 1；反之為 0 |
| | CG7 | 關係人保證比率(%) | 小於或等於樣本中位數為 1；反之為 0 |
| | CG8 | 控制權及現金偏差 | 小於或等於樣本中位數為 1；反之為 0 |
| | CG9 | 控制股東現金流量權 | 大於樣本中位數為 1；反之為 0 |
| | CG10 | 現金流量與控制權比率(%) | 大於樣本中位數為 1；反之為 0 |
| 透過 CG1~ CG10 將 103 年底國內上市電子業公司建構一個綜合的公司治理指數 CGI (CGI = CG1+...+ CG10)，CGI 範圍為 0~10，值越高代表公司治理越佳。 | | | |

表 2 控制變數定義之一覽表

| 名稱 | 符號 | 操作性定義 |
|-----------------|------|--------------------|
| 系統風險 Beta | Beta | 為資本資產定價模型中的 Beta 值 |
| 交易量 Volume rate | VOL | 為各公司之年交易量，以仟股為單位 |
| 週轉率 Turnover | TUR | 成交量/流通股數*100(%) |

| 名稱 | 符號 | 操作性定義 |
|-----------|------|--------------------------|
| 公司規模 Size | Size | 以總資產代表，在此本研究以股東權益總額加負債表示 |

在應變數方面，本研究第一階段以金管會實施放寬股市漲跌幅度政策見報日為宣告日 ($t = 0$)，探討對樣本公司股價是否產生異常報酬率，以該事件之宣告效果為應變數；第二階段係以國內上市電子業 104 年 6 月 1 日至 105 年 3 月 31 日之每營業日資料，計算個股股價達到漲停板次數作為應變數。

三、研究假說

根據過去研究指出(葉銀華、柯承恩、蘇裕惠(2003)、倪衍森、黃寶玉、陳文章(2010)、林楚雄、陳賢名、王立勳(2010)、余惠芳、李嫻柔、蔡奇儉(2013))，好的公司治理伴隨較高的經營績效和較低的公司風險，在我國 104 年 6 月 1 日實施放寬股市漲跌幅度限制後，每日跌幅由原先 7% 增加至 10%，代表投資的風險與報酬較政策實施前增加。因此，在投資風險的考量下，投資人傾向關注公司治理較完善的企業，此時若企業具有公司治理佳的特性，以訊息傳遞的觀點而言，公司治理佳(體質好)係企業向市場傳遞其監督管理制度較健全、企業營運管理之效用佳、績效良好及具有較低的公司風險等正面訊息；而公司治理機制較弱的公司，則是向市場傳遞投資風險較高、監督管理制度較弱及獲利能力較差等負面訊息，故放寬股市漲跌幅度政策對公司治理較佳的企業而言，係傳遞好的訊息給市場，宣告效果的影響應為正向；反之，對公司治理較差的企業則有負向的宣告效果。基於前述觀點，建立本研究之假說一及假說二：

假說一、實施放寬股市漲跌幅度至 10% 之政策，對公司治理較佳的企業而言，係傳遞好的訊息給市場，有正向宣告效果。

假說二、實施放寬股市漲跌幅度至 10% 之政策，對公司治理較差的企業而言，係傳遞負面訊息給市場，有負向宣告效果。

在放寬股市漲跌幅度至 10% 政策實施後，投資的風險與報酬較政策實施前增加，且根據過去的實證研究(葉銀華、柯承恩、蘇裕惠(2003)、倪衍森、黃寶玉、陳文章(2010)、林楚雄、陳賢名、王立勳(2010)、余惠芳、李嫻柔、蔡奇儉(2013))，好的公司治理伴隨較高的經營績效和較低的公司風險，因此，在投資風險的考量下，投資人會青睞公司治理較好的企業，此時若企業具有公司治理佳的特性，會使投資人購買意願增加，甚至願意支付較高的價格，使其股價有更多達到漲停板的次數；反之，投資人對公司治理較弱企業的投資意願下降，會減少購買其股票或出售原有持股，使其股價達到漲停板的次數較少，故在此建立本研究之假說三：

假說三、放寬股市漲跌幅度至 10% 政策實施後，投資人傾向關注公司治理較佳的企業且

購買股票意願增加，使其股價有更多達到漲停板的次數。

四、統計方法

以最小平方迴歸分析估計放寬股市漲跌幅度至 10% 政策與上市電子業公司股價間的關聯性。第一階段以 104 年 2 月 3 日放寬股市漲跌幅度至 10% 政策見報日為宣告日，計算股價異常報酬率，並以累計異常報酬率 (Cumulative abnormal return, CAR) 為應變數，自變數為公司治理指數 (CGI)，分析流程係先以自變數與應變數進行簡單迴歸分析，再加入控制變數進行複迴歸分析。第二階段以 104 年 6 月 1 日至 105 年 3 月 31 日上市電子業每日達到漲停板次數加總為應變數，自變數為公司治理指數 (CGI)，分析流程係先以自變數與應變數進行簡單迴歸分析，再加入控制變數進行複迴歸分析。

肆、實證結果

一、敘述性統計與相關性分析

相關係數係衡量變數之間關係密切程度的指標，由表 3 可知資產總額與交易量的相關係數 0.464 為最高，其次為週轉率與交易量的相關係數 0.310。為避免共線性問題，利用變異數膨脹因素 (Variance inflation factor, VIF) 檢驗，VIF 的值愈小代表愈沒有共線性問題，檢測發現 VIF 值均小於 2，故無嚴重共線性問題。

表3 敘述性統計與相關係數矩陣

| 研究變數 | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
|---------------|-----------|------------|----------|-----------|----------|----------|----------|---|
| 1.CAR | -0.168*** | -0.2738*** | 1.135 | | | | | |
| 2.達漲停板次數 | 2.222 | 1 | 2.716 | | | | | |
| 3.公司治理指數 | 5.620 | 6 | 1.989 | 1 | | | | |
| 4.LN 資產總額(仟元) | 15.997 | 15.7312 | 1.441 | -0.291*** | 1 | | | |
| 5.交易量(千股) | 2295.283 | 526 | 5914.582 | -0.168*** | 0.464*** | 1 | | |
| 6.週轉率(%) | 0.545 | 0.2463 | 0.982 | 0.061 | -0.064 | 0.310*** | 1 | |
| 7.系統風險 | 0.937 | 0.9671 | 0.361 | -0.081 | 0.275*** | 0.279*** | 0.140*** | 1 |

註：CAR 為 1040203 見報日之累積異常報酬率

*0.05<P≤0.1，**0.01<P≤0.05，*** P≤0.01

二、分群檢定

表 4 係將上市電子業依公司治理健全程度分為「公司治理佳」及「公司治理差」二群，並以 104 年 2 月 3 日宣告日當天之累積異常報酬檢視市場的反應。表 5 亦將上市電子業依公司治理健全程度分為「公司治理佳」及「公司治理差」二群，並檢視前述公司於 104 年 6 月 1 日(放寬股市漲跌幅限制至 10% 政策實施日)至 105 年 3 月 31 日間個股達漲停次數。

表 4 累積異常報酬依公司治理健全程度分群檢定

| 公司治理佳 | 公司治理差 | 分群差異性檢定 |
|---------------------|------------------------|---------|
| 平均數=-0.80 | 平均數=-2.17 | 0.137 |
| 中位數=-0.2131 | 中位數=-0.2975 | (-1.14) |
| (-0.715, <0.01,139) | (-3.396***, <0.01,253) | [0.714] |

表 5 達漲停次數依公司治理健全程度分群檢定

| 公司治理佳 | 公司治理差 | 分群差異性檢定 |
|------------------------|------------------------|------------|
| 平均數=2.72 | 平均數=1.95 | 0.77 |
| 中位數=2 | 中位數=1 | (-2.71)*** |
| (10.627***, <0.01,139) | (12.400***, <0.01,253) | [0.003]*** |

註：

- 1.子群中的括弧數值代表(t 值,Wilcoxon 的 P 值,樣本數)
- 2.分群差異性檢定之數值由上到下分別為子群間的平均數差額、(t 值)及[無母數 Kruskal-Wallis 的 P 值]
- 3.*0.05<P≤0.1，**0.01<P≤0.05，*** P≤0.01

由表 4 可知，檢定後發現公司治理差的 t 值顯著為負，說明市場對公司治理較差公司有負向的宣告效果，支持假設二。由表 5 可知，檢定後發現公司治理佳及公司治理差的 t 值均顯著為正，且公司治理佳的平均達漲停次數為 2.72 次，高於公司治理差的平均達漲停次數 1.95 次，代表投資人青睞公司治理較佳的公司且購買其股票的意願增加，故有較多達到漲停板的次數，支持假設三的推論。

三、迴歸分析

表 6 係以 104 年 2 月 3 日放寬股市漲跌幅政策見報日為宣告期之累積異常報酬率迴歸分析。其中，模型二及模型三的 F 值達顯著水準，具有解釋能力。

表 6 宣告期間累積異常報酬率之迴歸分析(放寬漲跌幅政策見報日)

| 變數/模型 | 模型一 | 模型二 | 模型三 |
|-------------------|------------------|----------------------|----------------------|
| 公司治理指數(CGI)-dummy | 0.136 (1.138) | 0.186 (1.516) | |
| 公司治理指數(CGI) | | | 0.077 (2.592)*** |
| LN 資產總額(仟元) | | -0.009 (-0.185) | 0.007 (0.137) |
| 交易量(千股) | | 0.0003 (2.768)*** | 0.0003 (2.838)*** |

| 變數/模型 | 模型一 | 模型二 | 模型三 |
|-----------|-------|--------------------|--------------------|
| 週轉率(%) | | -0.062 (-0.972) | -0.065 (-1.036) |
| 系統風險 | | -0.262 (-1.563) | -0.258 (-1.551) |
| F 值 | 1.29 | 2.26** | 3.17*** |
| 調整後的 R 平方 | 0.001 | 0.016 | 0.027 |
| 總樣本數 | 392 | 392 | 392 |

註：*0.05<P≤0.1，**0.01<P≤0.05，*** P≤0.01，括弧內的值為該係數之 t 值

模型二係除了模型一的公司治理虛擬變數，再將資產總額、交易量、週轉率及系統風險四個控制變數納入模型中，以檢測考量公司治理與控制變數後，市場反應是否產生異常報酬。迴歸結果顯示交易量越大的個股，在放寬股市漲跌幅政策宣告時，市場有顯著正向反應，而公司治理指數之係數為正，但未達顯著水準，故此模型不支持本研究的假說一及假說二。

模型三將公司治理指數及前述四項控制變數納入模型中，檢測市場反應為正向或負向。迴歸結果顯示，公司治理指數達正向顯著水準，代表實施放寬股市漲跌幅政策宣告，對公司治理較佳的企業而言，係傳遞好的訊息給市場，因此市場對公司治理佳之公司有顯著正向反應，即具有正向宣告效果，故支持本研究假說一及假說二；此外，交易量在此模型為顯著且正向之關係，代表交易量大之個股在放寬股市漲跌幅政策宣告時，市場有正向反應。

表 7 係以 104 年 6 月 1 日(放寬股市漲跌幅限制至 10%政策實施日)至 105 年 3 月 31 日期間之上市電子業個股達漲停次數進行的迴歸分析，且模型的 F 值均達顯著水準，代表三個模型均具有解釋能力。

表 7 達漲停次數之迴歸分析

| 變數/模型 | 模型一 | 模型二 | 模型三 |
|-------------------|--------------------|------------------------|-----------------------|
| 公司治理指數(CGI)-dummy | 0.771 (2.71)*** | 0.485 (1.697)* | |
| 公司治理指數(CGI) | | | 0.075 (1.070) |
| LN 資產總額(仟元) | | -0.471 (- 4.248)*** | -0.476 (-4.231)*** |
| 交易量(千股) | | 0.00002 (0.667) | 0.00002 (0.616) |
| 週轉率(%) | | 0.145 (0.982) | 0.153 (1.032) |

| | | | |
|-----------|---------|-------------------|-------------------|
| 系統風險 | | 0.655 (1.673)* | 0.663 (1.691)* |
| F 值 | 7.34*** | 6.29*** | 5.92*** |
| 調整後的 R 平方 | 0.016 | 0.063 | 0.059 |
| 總樣本數 | 392 | 392 | 392 |

註：* $0.05 < P \leq 0.1$ ，** $0.01 < P \leq 0.05$ ，*** $P \leq 0.01$ ，括弧內的值為該係數之 t 值

模型一以公司治理指數(CGI)將上市電子公司分為公司治理佳及公司治理差，並分別設虛擬變數，以檢測對個股達到漲停板次數的影響，尚未考量控制變數。迴歸結果顯示，公司治理指數與達漲停次數具解釋能力且為正向關係，代表放寬股市漲跌幅至 10% 政策實施後，投資人關注公司治理佳的個股，使公司治理健全的公司較公司治理弱的公司有較多達到漲停板的次數，支持本研究假說三。

模型二係除了模型一的公司治理虛擬變數，再將資產總額、交易量、週轉率及系統風險四個控制變數納入模型中，以檢測考量公司治理與控制變數後，對上市電子業個股達到漲停板次數的影響。迴歸結果顯示，公司治理指數與達到漲停板次數成正向顯著關係，代表放寬股市漲跌幅至 10% 政策實施後，公司治理佳的公司有較多達到漲停板的次數，支持本研究假說三。系統風險在此模型對漲停板次數亦具解釋能力，且為正向關係，表示系統風險高的公司有較多達到漲停板的次數，符合投資學中高風險高報酬的觀念。

模型三將公司治理指數及前述四項控制變數納入模型中，以檢測對個股達到漲停板次數的影響。迴歸結果顯示，公司治理指數未達顯著水準，故不支持本研究假說三。此模型中，系統風險與達漲停板次數成正向關係，表示系統風險高的個股達到漲停板的次數較多。

伍、研究結論與建議

在研究結論方面，分為二項說明。一、利用標準事件研究法之標準市場模型 (Market Model) 估計放寬漲跌幅政策對國內上市電子業之宣告效果。實證結果發現，公司治理完善的公司向市場傳遞公司治理佳、績效良好的及具有較低的公司風險等正面訊息，故有正面宣告效果。在分群檢定方面，發現公司治理差的公司其異常報酬率為負，且具有顯著性，表示市場對公司治理較差公司就實證結果有負向的宣告效果。因此，放寬股市漲跌幅政策對公司治理較佳的公司有正向宣告效果，而市場對公司治理較差公司則有負向反應。二、以迴歸分析檢測後，發現公司治理指數對達漲停次數具解釋能力，表示放寬股市漲跌幅度至 10% 之政策實施後投資風險增加，此時若企業具有公司治理佳的特性向市場傳遞績效良好、資訊透明度高正面訊息，使投資人購買意願增加，甚至願意支付較高的價格，致其股價有更多達到漲停板的次數。在分群檢定方面，公司治理佳的公司平均達漲停次數較公司治理差的公司多，亦支持公司治理佳的公司有較多達漲停板次數。

另就實證結果對企業提出建議為，企業應積極建立良好的公司治理機制，且長期而言

對公司股價應有正面影響。

參考文獻

- 中華公司治理協會 (Taiwan Corporate Governance Association) 網站：
http://www.cga.org.tw/f_1_01_company_govern.aspx
- 汪青萍；沈佩儒；(2014)在「董事會特性對創新績效與市場評價之影響－台灣電子業之實證」，國立高雄應用科技大學財富與稅務管理系碩士論文。
- 李又剛 (1989)，「股價漲跌限幅措施下的我國股市與美、日、港三國股市之比較」，台北市銀行月刊，第 20 卷第 1 期，P14-26。
- 李又剛、丁誌紋 (1989)，「透視我國股市在漲跌限幅措施下的運作」，台北市銀行月刊，第 20 卷第 5 期，P1-15。
- 沈中華、黃河泉 (1994)，「股價波動性與結構性轉變之探討－不同漲跌幅限制下的分析」，台大管理叢書，第 5 卷第 2 期，P23-44。
- 金融監督管理委員會證券期貨局網站：公司治理專區
<http://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=648&parentpath=0>。
- 吳壽山、周賓鳳 (1996)，「衡量漲跌限制對股票報酬與風險之影響」，證券市場發展季刊，第 8 卷第 1 期，P1-25。
- 吳佩紋 (2003) 「股票特性與漲跌幅制度關係之研究」，國立雲林科技大學財務金融系碩士論文。
- 余惠芳；李嫻柔 (2013)；蔡奇儉 (Chi-Pin Tsai) 「負債比率與財務預警－台灣電子業之實證研究」，會計與財金研究；6 卷 1 期 (2013 / 05 / 01)，P59 – 80。
- 李嫻柔 (Shian-Rou Lee)；余惠芳 (Hui-Fun Yu)；陳梅君 (Mei-Chun Chen) (2015)，「公司治理觀點分析公司專屬性資產與績效之實證研究 (Empirical Study of the Firm-Specific Assets and Performance on Corporate Governance Viewpoint)」，全球管理與經濟；11 卷 1 期 (2015/06/01)，P1-14。
- 林裴筠 (2009)，「投資者情緒與股價漲跌幅限制之關係——以美國、日本、台灣股市為例」，南華大學財務金融學系財務管理碩士論文。
- 林楚雄 (Chu-Hsiung Lin)；陳賢名 (Hsien-Ming Chen)；王立勳 (Li-Hsun Wang) 「公司治理機制對獨特性風險之影響」，管理學報；27 卷 5 期 (2010 / 10 / 01)，P409 – 435。
- 洪淑華 (2002) 「從股價差異探討漲跌幅限制對高科技類股交易活動之影響」，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。
- 胡星陽、梁敏芳 (1995)，「漲跌幅限制與台灣股票市場波動」，證券市場發展季刊，第 7 卷第 1 期，P1-24。
- 倪衍森、黃寶玉、陳文章；(2010) 「考量公司治理變數與市場機制變數下之杜邦恆等式與股價評價模式之實證研究－以台灣上市櫃的電子股為例」，東海管理評論，第 11 卷，第 1 期，167-199 頁。
- 張振山 (2014) 「公司治理在公司經營績效及風險間所扮演的角色」，台科大博士論文。
- 陳宜伶，林宛瑩 (2013) 「獨立董監之設置決策與績效 (The Decision of Having Independent Members on the Board and Its Relation to Performance)」，管理與系統，第二十卷，第

四期(2013/10/01), pp.697-725。

- 陳賢名(Hsien-Ming Chen)；馮鴻璣(Hung-Gay Fung)；林楚雄(Chu-Hsiung Lin)；王立勳(Li-Hsun Wang)(2015)「報酬偏態、實質選擇權與公司治理(Return Skewness, Real Options, and Corporate Governance)」，財務金融學刊；P1-48。
- 張維碩(Wei-Shuo Chang)；馬黛(Tai Ma)(2012)「由個股價格跳躍觀點分析台股漲跌幅限制放寬措施」，管理與系統；19卷4期(2012/10/01)，P701-727。
- 葉銀華、李存修、柯承恩著：公司治理與信用評等。商智文化，2002年11月出版。
- 葉銀華(Yin-Hua Yeh)；柯承恩(Chen-en Ko)；蘇裕惠(Yu-Hui Su)(2003)「最終控制者的股權與財富剝奪傾向之研究(Ultimate Control and Expropriation of Minority Shareholders: New Evidence from Taiwan)」，經濟論文；31卷3期(2003/09)，P263-299。
- 鄧鏞(1990)，「漲跌幅設限對股價變動率影響之研究」，輔仁大學管理學研究所碩士論文。
- 謝松霖(2003)，「漲跌幅限制、基本面價值與股票市場效率性」，朝陽科技大學財務金融學系碩士論文。
- 劉舒惠(2001)，「台灣股市波動影響因子之探討」，朝陽科技大學財務金融碩士班碩士論文。
- 蕭慧玲、李存修、胡星陽(1997)，「漲跌幅限制措施對股票報酬率影響之研究」，1997中國財務學會論文集，P319-343。
- Akerlof, G.A.(1970).The market for “Lemons” :Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*84 (3) :488-500.
- Chou, P.H.(2000), “Modeling daily price limits,” *International review of financial analysis*, Vol. 8 Issue3, pp283-301.
- Chang, Chen-shan; Yu, Shang-wu; Hung, Cheng-huang, (2015) “Firm risk and performance: the role of corporate governance” *Review of Managerial Science*, pp 141-173.
- Guo, Re-Jin; Yeh, Yin-Hua (2014)“The Composition and Effectiveness of Audit Committees in the Presence of Large Controlling Shareholders” *Journal of Applied Corporate Finance*, pp 96.
- Hausman, J. A.(1978), “Specification Tests in Econometrics,” *Econometrica*, Vol. 45, pp1251-1271.
- Hong Z.& Adams, M.B.& Buckle, M. J. (2003), “Corporate risks and property insurance : evidence from the People’s Republic of China,” *Journal of Risk & Insurance*, Vol.70, pp289-314.
- Huang, Y.S. & Fu, T.W. & Ke, M.C. (2001), “Daily Price limits and stock price behavior : evidence from the Taiwan stock exchange,” *International Review of Economics & Finance*, Vol.10, pp263-288.
- Kim, K.A. & Limpaphayom, P.(2000), “Characteristics of stocks that frequently hit price limits : Empirical evidence from Taiwan and Thailand,” *Journal of Financial Markets*, Vol.3 ,pp315-332.
- Lee, S.B. & Kim, K.J.(1996), “The effect of price limits on stock price volatility : empirical evidence in Korea ,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.22, pp257-267.
- Lee, S.B. & Chung, J.S.(1996), “Price limits and stock market efficiency ,” *Journal of Business Finance*.
- Lee, Tsun-Siou; Yin-Hua Yeh (2004) “Corporate Governance and Financial Distress: evidence

- from Taiwan” Corporate Governance : An International Review, pp 378-388.
- Maddala, G. S.(2001), “Introduction to Econometrics,” John Wiley & Sons Ltd , Third edition ,Ch15 , pp574 -583.
- Sharp, W.F.(1964), “Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk,” Journal of finance, pp425-442.
- Thomas, G. J. & Hwang, C.Y.(1995), “ Transitory price changes and price-limit rules : evidence from the Tokyo stock exchange ,” Journal of Financial Quantitative Analysis, Vol.30 Issue2, pp313-327.
- White, H.(1980), “A heteroskedasticity consistent covariance matrix estimator and a direct test of heteroskedasticity,” Econometrica, Vol. 48, pp817-838.
- Wooldridge ,J. M.(2000) “Introductory Econometrics,” South-Western College, Ch13 ~ Ch14 , pp408 - 460.
- Yang, L.(2003), “The Asian financial crisis and non-performance loans : evidence from commercial banks in Taiwan,” Journal of Management , Vol. 20 , Issue1, pp69 -74.
- Yin-Hua Yeh, Pei-GiShu, Shean-Bii Chiu (2013)“Political connections, corporate governance and preferential bank loans, ”Pacific-Basin Finance Journal 21 (2013) 1079–1101.