

國立交通大學

管理科學系碩士班

碩士論文

資本市場對於通過公開公司治理認證公司之反應

Capital Market Reaction to the Public Corporation

Governance Certification

研究生：陳勇全

指導教授：謝國文 博士

鍾惠民 博士

中華民國九十九年六月

資本市場對於通過公開公司治理認證公司之反應
**Capital Market Reaction to the Public Corporation
Governance Certification**

研究生：陳勇全

Student : Chen, Yung-Chuan

指導教授：謝國文 博士

Advisor : Dr. Gwo-Wen Shieh

鍾惠民 博士

Dr. Hui-Min Chung



A Thesis
Submitted to Department of Management Science
College of Management
National Chiao Tung University
in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master
in
Management Science

June 2010
Hsinchu, Taiwan, Republic of China
中華民國 九十九 年 六 月

資本市場對於通過公開公司治理認證公司之反應

學生：陳勇全

指導教授：謝國文 博士

鍾惠民 博士

國立交通大學管理科學系碩士班

摘要

近年來有關於公司治理議題之研究多針對公司的營運績效、獲利能力之影響以及代理問題的解決提出解釋，較少有直接針對公司治理的公開認證效果與資本市場的反應提出研究；本論文係探討上櫃公司通過公司治理協會辦理之公司治理評量認證後，是否顯示通過認證的公司資本市場的表現以及獲利能力上皆有所提升。

本論文的實證結果指出，通過公司治理認證的公司事件日之前至之後五日有明顯的累積異常報酬，代表資本市場對於此認證所散發出來的訊息抱持著正面態度，且在累積異常報酬的迴歸分析與t檢定中，也發現資本市場對於有持續改善公司治理層面的公司，其反應更為良好。此外與未通過公司治理認證公司的成對樣本檢定和迴歸分析，在營運績效以及資本市場交易面上，都顯示通過公司治理認證的公司表現較未通過公司治理認證的公司優良；而在進一步的認證前與認證後的成對樣本檢定以及迴歸分析都顯示通過公司治理認證的公司通過認證之前在各變數的表現就已經優於未通過公司治理認證的公司，而且這些優勢會持續到公司治理認證之後。

關鍵字：公司治理評量認證、中華公司治理協會、累積異常報酬、事件研究法。

Capital Market Reaction to the Public Corporation Governance Certification

Student: Chen, Yung-Chuan

Advisor: Dr. Gwo-Wen Shieh

Dr. Hui-Min Chung

Graduate Institute of Management Science

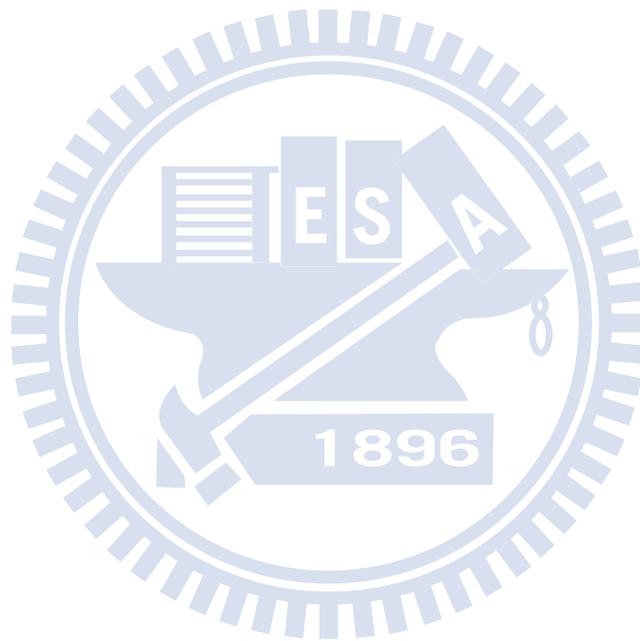
National Chiao Tung University

ABSTRACT

In recent years most researches on corporate governance issues have focused on the company's operating performance, profitability and agency problem. And fewer researches directly have focused on the capital market reaction to the public corporate governance certification. This research study the companies which passed the corporate governance certification had better profitability and performance in Taiwan capital market.

The empirical results of this paper indicate that the companies completed certification had significant cumulative abnormal returns in five days before and after the event day. The regression analysis and t test also found the better reaction to the companies which improved their corporate governance continually. In the operating performance and capital market reaction, certified companies had better performance than non-certified companies in paired t test and regression analysis. In addition, this research also found certified companies had the superior strength of different financial variables to non-certified companies before certification, and they possessed the strength even after certification.

Keywords: Corporate Governance Certification, Corporate Governance Association in Taiwan, Cumulative Abnormal Returns, Event Study.



誌謝

利用碩士論文口試結束後到畢業的期間內，順利地完成計畫已久的夢想—單車環台。雖然環台過程僅僅歷時十一天，但從入學交大一直到碩士論文結束並且能順利完成環台的期間中應當感謝的貴人、事、物，不計其數；這時心中的確浮現陳之藩「謝天」一文中的名句：「要感謝的人太多了，那麼就謝天吧！」，以下列出之貴人期能再聊表筆者誠摯感謝之意，如有遺漏，尚請海涵。

首先，要感謝我的父母、家人對我全心的支持，無論我做怎樣的決定他們總是尊重我的選擇，也感謝女朋友在這段期間對我的鼓勵。

感謝交大過去的學長姐努力讓交大變得更好，我在交大學習的期間裡感到相當的充實；我的指導老師：謝國文老師、鍾惠民老師，總是相當有耐心的指導我，也給我充分的時間探索學習，感謝您們教給我對自己負責任的態度。感謝交大校友會陳俊秀執行長和交大經管所劉志良學長在課外活動以及課業上對我的幫助跟指導，您們教給我一輩子都會受用的做事態度。感謝交大管科所的所有老師、王姐翠鴻跟林姐玉娟、畢業的校友學長姐們和我最親愛可貴的同學們，您們給我機會學習跟成長，您們對我的信任會是我現在以及未來都相當可貴的人生資產。

此外，在求學過程中結識的一輩子好友，是我比別人都更幸運的機緣，這群好友與我互相砥礪向上，我要藉此感謝大家；承儒、秀芬、政育、子豪、玉翎、哲民、家豪、駿翔、福蔭、逸文、郁珊、新嵐、欣穎、貞燕、力仁、佩君、偉珉、贊舜、惠雁、依婷、慧茹、姝瑤、信堯、宛靜、佩誼、俊延、金櫻、淑慧、宥文、冠廷、尉伶和榮維等，祝福您們未來的人生都能有屬於自己揮灑的空間跟天空。

陳勇全 謹誌

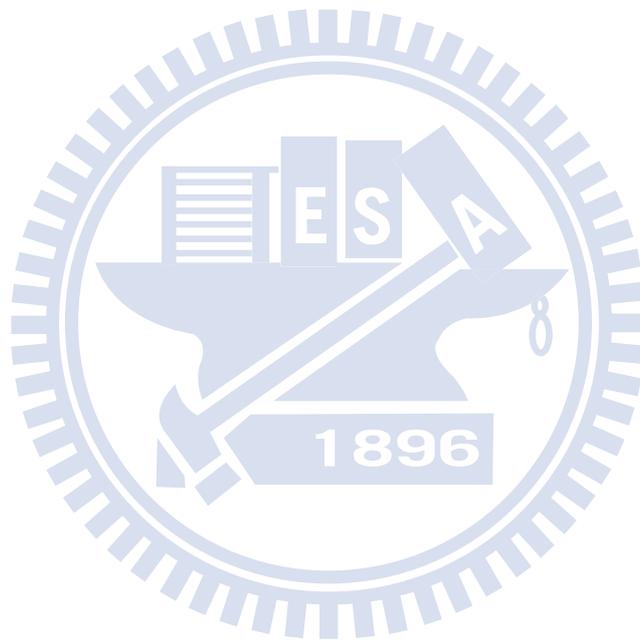
2010年六月 新竹

目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與背景.....	1
第二節 研究目的.....	2
第二章 文獻回顧.....	4
第一節 利用 Tobin' s Q 變數進行公司治理研究之相關文獻.....	4
第二節 利用 ROA 和法制上保護等變數進行公司治理研究之相關文獻.....	4
第三節 利用股權結構和持股比例之變數進行公司治理研究之相關文獻.....	5
第四節 利用週轉率、E/P Ratio 和有無大股東存在之變數進行公司治理研究之相關文獻.....	6
第五節 利用其他變數進行公司治理研究之相關文獻.....	7
第三章 研究設計.....	11
第一節 公司治理協會和公司治理認證之簡介.....	11
第二節 研究期間及資料來源.....	17
第三節 變數定義.....	18
第四節 研究過程.....	21
第四章 實證結果與分析.....	26
第一節 樣本配對結果及敘述統計.....	26
第二節 上櫃公司接受評量前後的差異分析.....	29
第三節 上櫃公司接受評量與否的差異分析.....	36
第四節 迴歸分析.....	40
第五章 結論.....	47
第一節 研究結論.....	47

第二節 研究限制與建議.....48

參考文獻.....49

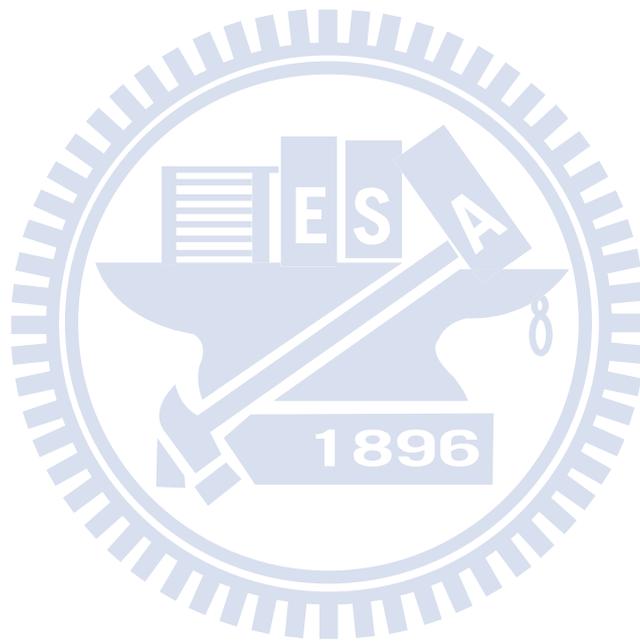


表目錄

【表一】相關變數研究之文獻及相關結果.....	10
【表二】公司治理評量評量流程.....	15
【表三】公司治理評量歷屆通過名單.....	17
【表四】公司治理評量梯次與授證日期.....	18
【表五】研究樣本與配對樣本整理表.....	26
【表六】研究樣本與配對樣本之敘述統計量.....	28
【表七】通過公司治理評量事件之累積異常報酬.....	30
【表八】認證前後第五日累積異常報酬之迴歸分析.....	34
【表九】通過公司治理認證前後兩年在資本市場的表現差異.....	35
【表十】通過公司治理評量認證與否在資本市場表現差異的檢定.....	37
【表十一】通過公司治理認證之前兩年表現差異的檢定.....	38
【表十二】通過公司治理認證之後兩年表現差異的檢定.....	39
【表十三】認證前兩年之迴歸分析實證結果.....	41
【表十四】認證後兩年之迴歸分析實證結果.....	44

圖目錄

【圖一】我國公司治理評量發展沿革.....	13
【圖二】公司治理制度評量體系圖.....	14
【圖三】樣本配對流程圖.....	24
【圖四】通過公司治理評量事件之平均每日異常報酬.....	31
【圖五】通過公司治理評量事件之累積異常報酬.....	32



第一章 緒論

第一節 研究動機與背景

自 2007 年開始影響全球金融甚鉅的次級房貸危機開始爆發，導致投資人對於抵押證券的價值失去信心且因而產生流動性危機。次貸危機在 2008 年後並無減緩的跡象，甚至引發多家跨國或大型金融機構倒閉的金融海嘯，各國政府以及中央銀行因應此情勢也採取許多「救市」的方案，包括美國財政部提出利用國庫資金買回不良資產的「問題資產解決方案」，還有之後歐洲央行、美國聯邦準備理事會、英國政府和俄羅斯政府等在面臨冰島政府破產時所做的降息以及紓困方案等。

這是一個資本市場極度動盪的時代，資本市場存在目的主要是提供有融資需求的企業家以及願意提供資金的投資人一個低交易成本且有效率的交易平台，也希望能夠提供投機者從中獲利的機會活絡資本市場的運作，但在社會大眾期待資本市場發揮它的效率性以增進各式各樣參與者的福祉時，卻又常聽聞許多投資人在資本市場蒙受巨大損失或是企業家感嘆股價低估籌資不易。

當然我們要清楚辨別蒙受損失的投資人並非投機者、感嘆股價低估的企業家專注本業發展不利用財報操弄窗飾的方式謀利並非相當容易的事情。這牽涉到資本市場的資訊透明度問題，唯有資本市場的透明度更加進步，才能對於投資人的保護以及企業家的正向激勵更加完整。而提升資本市場透明度的方法，可以從公司自我要求「公司治理」的程度窺探此公司是否致力於資訊的透明化藉以取得資本市場的信任並且保護投資人。

根據哈佛大學 Shleifer 教授和芝加哥大學 Vishny 教授的定義，公司治理就是「確保公司資金提供者權益的機制」，也就是說公司治理是透過制度的設計與執行，提升管理者的效能並且達到監督管理者的目的，藉以保護外在

投資人（如股東、債權人）和其他關係利害人的權益。國際經濟合作暨開發組織（OECD）在 1999 年 6 月也對公司治理做了類似的定義，「公司治理是公司管理階層、董事會、股東和其他利害關係人等相互間關係的組合，公司治理提供公司目標的制定，達成目標的方法以及經營績效衡量的架構。良好的公司治理需對董事會和管理者提供適當的激勵因子，以有效達成公司及股東利益的目標，並使得公司資源的運用更具效率。」

除了哈佛大學 Shleifer 教授和芝加哥大學 Vishny 教授提到對於股東、債權人和利害關係人的保護之外，國際經濟合作暨開發組織（OECD）對公司治理的定義中更明確提到「良好的公司治理需對董事會和管理者提供適當的激勵因子，以有效達成公司及股東利益的目標，並使得公司資源的運用更具效率。」，這讓筆者有強烈的動機去研究資本市場是否對於公司治理良好的公司有較優良的反應，而這個反應效果足以對董事會和管理者提供適當的激勵因子，也促使公司更願意從事公司治理的改善以增進資本市場透明度與保護外部投資人。

第二節 研究目的

近年來有關於公司治理議題之研究，例如董事會之結構、董監事薪酬和公司資訊揭露程度等多針對公司的營運績效、獲利能力之影響以及代理問題的解決提出解釋，較少有直接針對公司治理的公開認證效果與資本市場的反應提出研究，是故筆者在此研究動機之下，希望能研究台灣資本市場對通過中華公司治理協會（以下簡稱公司治理協會）公開公司治理認證後的上櫃公司反應為何？如果實證結果顯示其為正向的反應，那便可促使企業更積極投入公司治理進而取得公開認證，也可讓政府機關加強公司治理認證的機制並進而編制「台灣公司治理指數」，充分利用市場的正面激勵效果來健全市場的透明度，藉此吸引更多外來資金以及保護投資人。

本論文研究目的係探討上櫃公司通過公司治理協會辦理之公司治理評量認證後，是否有實質的提升成效。探討認證後的實質成效一方面可以端視該評量的直接貢獻，另外一方面亦可作為未來持續修正改進方向的依據。而在認證後實質成效的評鑑上，本計畫擬以 36 家通過公司治理評量認證之上櫃公司為研究對象，透過各種數據分析的調查，評鑑成效提昇的顯著標準，期能透過本論文，瞭解上櫃公司取得公司治理制度評量認證後的治理品質及效益，以作為未來建議主管機關與其它上市櫃公司的參考依據。

本文共分五章，第一章為緒論，第二章為相關文獻之回顧，其中整理歸納公司治理與公司價值之間關係的重要文獻。第三章為公司治理協會之公司治理認證簡介和變數定義與研究方法，其中主要描述研究資料、研究期間、變數的計算方式和配對樣本之選取方法與結果，並說明所採用之研究方法與分析方式。第四章為實證結果與分析。第五章為結論，主要針對結果提出結論與建議。

第二章 文獻回顧

本章節將分別探討整理在公司治理與公司價值之間關係的文獻中，利用資本市場相關的財務比率變數研究與其實證結果的相關文獻。

第一節 利用 Tobin's Q 變數進行公司治理研究之相關文獻

探討公司治理與公司價值之間關係的文獻中，以Tobin's Q作為應變數的研究，多認為公司治理對於Tobin's Q的影響為正向的。Yermack (1996) 指出他的研究和認為規模較小的董事會具有效率的理論是相一致的。根據過去學者如Morck, Shleifer and Vishny (1988)和Hermalin and Weisbach (1991)和Lang and Stulz (1994)所用的方法，利用Tobin's Q作為公司價值的估計變數，以及採用了1984到1991年美國452家大型企業為研究樣本，作者指出董事會規模和公司價值呈現反向的關係。當董事會規模越大，公司收益性和營運效率等的財務比率會有下降的趨勢。

第二節 利用 ROA 和法制上保護等變數進行公司治理研究之相關文獻

在實證研究中，除了Tobin's Q之外，作者以三種重要的財務比率來進行分析，包括了Sales over Assets、ROA (Return on Assets)和ROS (Return on Sales)。結果顯示，三個財務比率和Tobin's Q一樣，與董事會的規模呈反向關係。表示董事會規模較大的公司在使用資產上較無效率且賺取較少的利潤。而Tobin's Q和董事會規模間反向的關係乃呈現出一個凸向的關係，即當董事會規模從小型擴張成中型時，公司價值降低的幅度將會最大。此外，Yermack文中也提到Lipton and Lorsch (1992)和Jensen (1993)認為規模較大的董事會會有溝通不良和決策上的問題。最後，Yermack也提到投資者對於縮減董

事會規模和擴張董事會規模的消息會分別做出正面和負面的反應在股票異常報酬上。這表示投資者是偏好於董事會規模縮減的。

而La Porta等人（2002）對於法制上對少數股東的保護以及控制股東現金流量權兩者對公司價值的影響進行過實證研究，其以27個國家中的539家大型公司作為研究樣本。其發現公司在對於少數股東有較強保護的國家中，以及控制股東有較高現金流量權的公司這兩個情況下，會有較高的公司價值。作者認為，在法制上對於外部投資者的保護越強的話，外部投資者越有誘因去投資在證券和債券上，因為他們將會認為未來公司所賺取的利潤將會以股利或債息的方式回饋給投資者本身，而非被控制公司的管理者所奪取。另一方面，控制股東若有越高的現金流量權，則越不會產生傷害少數股東的行為。實證顯示，控制股東擁有越高的現金流量權則公司價值也將提高，尤其是在法制上對少數股東保護較弱的國家，結果更為顯著。

第三節 利用股權結構和持股比例之變數進行公司治理研究之相關文獻

Lemmon and Lins（2003）則以東亞地區在1997年起所發生的金融危機為研究期間，探討公司股權結構不同對於公司價值的影響效果。Johnson，Boone，Breach and Friedman（2000）曾提過，在東亞金融危機下，法制上對少數股東有較高保護的國家，相較於保護較弱的國家，在匯率下跌以及股市受挫的程度上要來得較低。而Lemmon and Lins（2003）認為金融危機的衝擊則將造成公司投資機會的減退，進而增加控制股東傷害其他少數股東權益的誘因。

另外，因為所謂的金字塔型股權結構以及交叉持股而形成的現金流量權和控制權的分離，造成了大量的現金流量權和股東控制權的背離。當現金流量權和控制股東的控制權背離程度越大，內部管理者將有更大的誘因去驅使他們做出傷害少數股東的行為。而造成該公司的公司價值將越低。Lemmon

and Lins 從 8 個東亞國家中，利用超過 800 家的公司作為研究樣本，而得到了上述的結果。實證結果指出，在金融危機時期，在 Tobin's Q 和股票報酬兩個指標上，少數股東最有可能遭到傷害的公司皆低於其他公司分別有 12 個百分點以及 9 個百分點。所以他們認為在金融危機下，內部管理者擁有高控制權卻有低現金流量權的公司，公司價值會下跌的最多。因此公司股權結構乃決定內部管理者在投資機會減退時是否會有傷害少數股東行為的一個重要決定因子。

Lins (2003) 另外透過研究 18 個新興國家的 1433 個公司樣本，探討管理者持股比例和非管理者的大股東持股比例兩者和公司價值之間的關係。同樣以 Tobin's Q 為代理變數，作者發現當管理者的控制權超過其現金流量權時，公司價值較低。表示投資者認為這種公司會有較嚴重的管理者代理問題存在。而非管理者的大股東持股和公司價值之間呈現正向關係，表示大股東的存在可以減弱管理者的代理問題。最後，作者探討公司管理者持股比例及大股東持股比例兩者和公司價值之間的關係是否與該公司之國家對投資者保護的法制健全與否是否也有關聯。結果顯示，在法制上對投資者保護較弱的國家中，管理者控制權過於不當會造成更加明顯的公司價值下跌之結果。而大股東存在的正面效果，也會在法制上保護較弱的國家裡而表現出更強的正向效果。這表示外部的法規保護在管制管理者代理問題的產生上扮演著重要的角色。同時也表示大股東的存在，或許在法規保護較弱的情形下，能夠作為一個替代的治理機制。

第四節 利用週轉率、E/P Ratio 和有無大股東存在之變數進行公司治理研究之相關文獻

Ferreira and Laux (2007) 則以週轉率作為應變數進行公司治理的研究。作者探討的是和反併購限制相關的公司治理機制與公司股票報酬的特性風險

(idiosyncratic risk) 之間的關係。其研究指出，較弱的公司治理機制將會伴隨著較高的特性風險和 private information flow 的出現。作者將週轉率視為測度 private information flow 的一種指標，並認為週轉率將和公司治理變數呈現負向的關係。

Zeckhauser and Pound (1990) 則以 E/P ratio 為應變數探討公司股權結構和公司績效的關係。作者將研究重點放在因為管理者和股東之間因為資訊不對稱所造成的 performance tilting 的問題上面。其認為公司管理者很可能會過分強調短時間易見的短期績效而忽略較難被觀察的長期績效，而造成 performance tilting 的現象。而大股東的存在，將具有介入管理層面和影響公司決策的能力。

大股東扮演著監督管理者行為和影響公司決策的角色，而如此的作為將有利於提昇公司績效和提高公司的股價。其研究在探討公司大股東的監督是否能影響公司的長期績效，減少 performance tilting 的產生。另外，也探討另外兩種作為公司訊息的手法（股利政策與資本結構）是否因為公司在具有大股東的情況下而有所改變。實證研究中，作者以 E/P ratio 作為預期盈餘成長的指標，並以 22 種產業中的公司作為研究樣本。實證結果指出有大股東的公司將會有較高的 E/P ratio。並且指出有大股東的公司不需要另外採取支付較高的股利，額外作為代表未來公司績效的訊號，以說明有大股東的公司，是可以當作公司有較高未來獲利性的一個訊號，因此在有大股東和沒有大股東存在的公司樣本下，股利支付和財務槓桿比率上兩種樣本並無明顯差異。

第五節 利用其他變數進行公司治理研究之相關文獻

Drobtetz、Schillhofer and Zimmermann (2004) 則是以德國的公司作為研究，探討公司本身所自願進行的公司治理對公司價值是否有正面的影響。作者認為，過去研究已指出制度化的公司治理機制和公司績效的關係已經被

探究確認過，但對於在同一個國家法制下，不同公司的公司治理機制和公司價值間的關係則尚未確立。因此作者以公司治理評量（Corporate Governance Rating；CGR）作為研究方法進行實證研究。他們指出公司自願的公司治理措施和公司價值的確存在著正向關係。另外作者也指出，公司股票預期報酬與公司的公司治理機制之間呈現明顯反向的關係。最後，如果採取買進有高CGR的公司同時賣出低CGR的公司的投資策略，將可得到約12%的異常報酬。

Beiner, Drobetz, Schmid and Zimmermann (2006) 則更擴大了公司治理研究變數的範圍。他們以瑞士的公司為研究樣本，除了公司治理指數外，更加入了公司股權結構、董事會的特性、以及財務槓桿等相關變數來進行公司本身所進行的公司治理的探討。同樣地，在控制了變數之間的內生性之後，研究結果顯示公司治理和 Tobin's Q 呈正向關係。

Morey、Gottesman、Baker 和 Godridge (2009) 則使用了不同的資料來驗證公司治理和公司價值的關係。他們採用 AllianceBernstein 的資料庫以獲得每月更新的公司治理評分資料，來對新興市場國家進行研究，實證結果同樣顯示公司治理方面的進步將獲得更高的公司價值。

除了 Tobin's Q 之外，過去的研究也對其他公司價值的代理變數和公司治理的關係做過研究。例如 Hutchinson and Gul (2004) 和 Boubakri、Cosset 和 Guedhami (2005) 就以 ROA 及 ROE 作為應變數進行分析。Hutchinson and Gul (2004) 並非直接就公司治理和公司績效兩者之間的關係作探討，而是就公司治理變數是否對公司成長機會及公司績效之間的負向關係具有正向的調節效果 (Moderating Effect) 進行研究，即當公司的公司治理較強，其公司成長機會及公司績效兩者之間的負向關係較弱。而這個較弱的負向關係，會在三種情況下發生，一為公司董事會具有較高比例的非執行董事，因可提供較高的監督；二為有較高的管理者持股；三為有較高的管理者薪酬，若管理

者薪酬與公司績效相關聯，則管理者將更有誘因提昇公司績效。作者採用的樣本乃是澳洲 1998 到 1999 年間 437 間的上市公司。其研究認為公司治理的效果在成長機會較高的公司會較明顯，原因乃是成長機會較高的公司通常是較難被監督的，所以公司治理將扮演一個更重要的角色。其實證研究顯示，公司治理的調節效果明顯為正。

Cheng (2008) 則就董事會規模和公司績效表現的波動性兩者之間的關係進行研究，其認為這兩者的關係可從團體決策的概念來探究。Sah and Stiglitz (1986, 1991) 指出，一個團體的最後決策通常是眾多不同意見的一個妥協。於是風險較高的計畫很有可能不會被團體所接受，因此團體的決策也將會具有較低的波動性 (Sah and Stiglitz, 1991)。

Moscovici and Zavalloni (1969) 也提及，一個團體的決策代表著許多個人意見的平衡和妥協。因此，作者認為，如果公司董事會的規模越大，則必須花更多的心力時間去協調決策，因此最後所做出的決策將不會是非常極端的。也因此，公司績效表現和公司價值的波動也將不會過於劇烈。作者使用了 1996 年到 2004 年共 1252 家公司的資料為研究樣本。其實證研究指出，當董事會規模越大，公司的股票報酬、ROA、以及 Tobin's Q 的變動程度都將減小。即指公司董事會極端決策的可能性將隨著公司董事會規模增加而減弱。作者指出，過去的研究著重於公司董事會如何影響到公司價值，而該研究進一步探討了董事會規模對於公司價值變動的影響，並強調在評估公司董事會時，應該將公司績效的波動性加入考量。

表一為相關變數研究之文獻及其相關實證結果之統整，第一欄變數為文獻中所使用之相關變數，第二欄實證結果為文獻中指出此變數與公司治理的關係為何，「？」代表未知、「+」代表正相關、「-」代表負相關，而第三欄文獻則列出其相關文獻。

表一 相關變數研究之文獻及相關結果

變數	實證結果	文獻
Tobin's Q	?	Morck, Shleifer and Vishny (1988)
	+	Yermack (1996)
	+	Chung and Jo (1996)
	+	La Porta et al. (2002)
	+	Lemmon and Lins (2003)
	+	Lins (2003)
	+	Drobetz, Schillhofer, and Zimmermann (2004)
	+	Beiner, Drobetz, Schmid, and Zimmermann (2006)
	+	Morey, Gottesman, Baker, and Godridge (2009)
Market-to-book ratio	+	Drobetz, Schillhofer, and Zimmermann (2004)
ROA	+	Yermack (1996)
	+	Boubakri, Cosset, and Guedhami (2005)
	+	Mersland (2009)
ROE	+	Hutchinson and Gul (2004)
	+	Boubakri, Cosset, and Guedhami (2005)
報酬率	+	Johnson, Boone, Breach, and Friedman (2000)
	+	Lemmon and Lins (2003)
週轉率	-	Ferreira and Laux (2007)
P/E ratio	+	Zeckhauser and Pound (1990)
公司表現標準差	-	Cheng (2008)

第三章 研究設計

本章節的主要目的在描述研究資料來源及所使用之研究方法，本章共分成四節。第一節為公司治理協會和公司治理評量認證之簡介，第二節說明研究期間及資料來源，第三節定義變數的衡量方式，第四節為研究設計。

第一節 公司治理協會和公司治理認證之簡介

一、 中華公司治理協會

中華公司治理協會（以下簡稱公司治理協會）是整合相關政府、產業、學術與民間研究機構之力量，邀請主管機關（證期會、金融局、商業司等）、學術及實務界人士，共同發起籌備公司治理協會，並於2002年3月正式成立「社團法人中華公司治理協會」。公司治理協會以「台灣公司治理機制之領航者及工程師」為使命，參照經濟合作發展組織（OECD）提出之公司治理架構，以「健全台灣公司治理之內外部機制（含法規範、專業標準、資金及市場機制、強化董監事功能等）」及「國際接軌」為願景。

公司治理協會主要具備以下四點功能：

- （一）基礎建設功能：陸續完成「健全台灣之公司治理機制—從台灣出發」、「建構一個創造股東價值的董事會」及「外部公司治理：資訊揭露與接管市場」、「德日美韓各國獨立董事、審計委員會及其他專門委員會法制規範及實務運作情況」等公司治理架構之研究。以及舉辦公司治理政策綱領暨行動方案、公司治理制度評量宣導等說明公聽會，提供公司治理之專業研究與推動成果供各界參考。
- （二）輔導功能：編製公司治理作業手冊、舉辦董監事聯誼會、發行公司治

理電子報、辦理公司治理張老師、加強國際組織之聯繫（東亞企業董事網絡、亞洲公司治理協會等）與國際接軌。

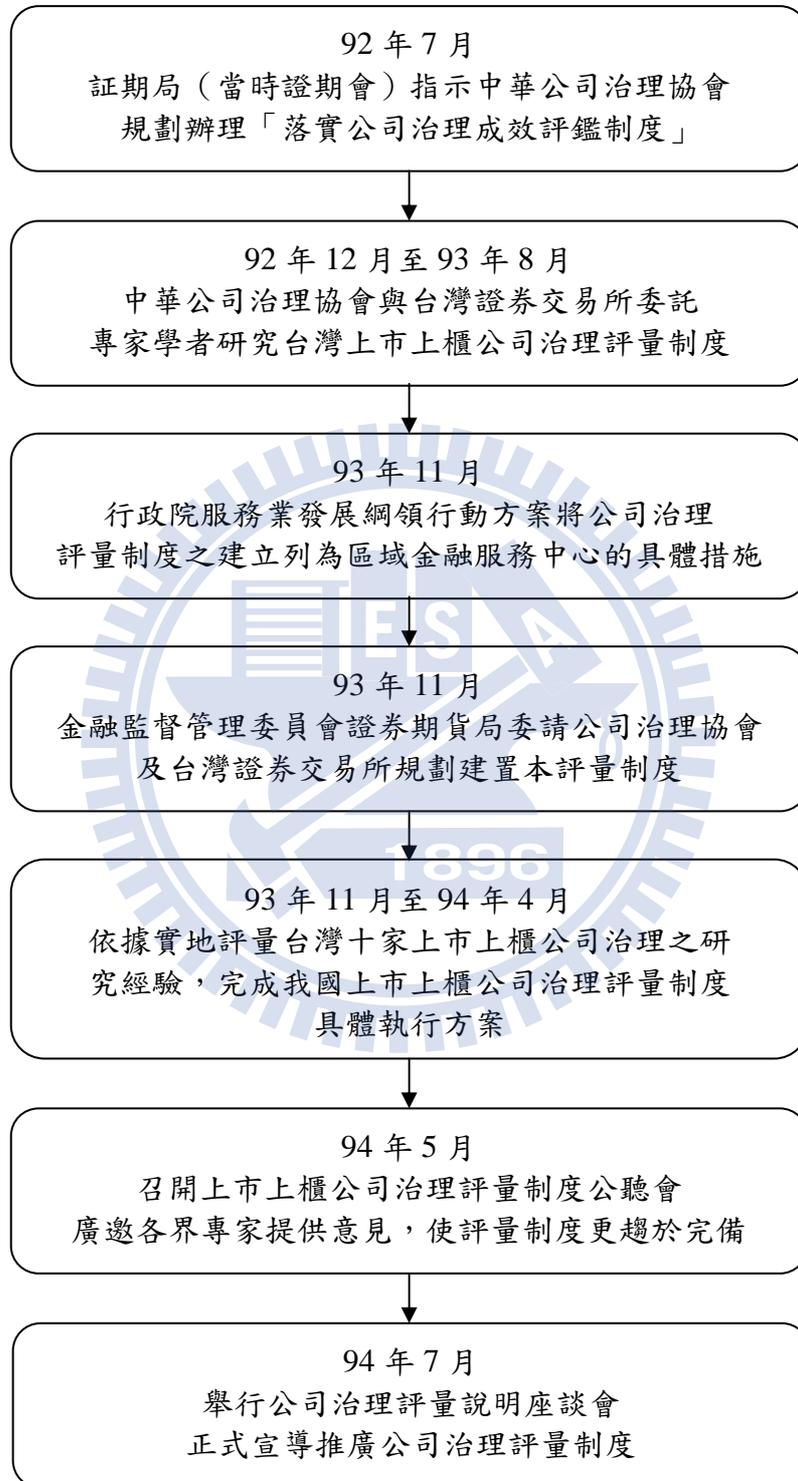
（三）監督功能：定期舉辦國內外專業論壇，促進一般投資人對公司治理之認知，以形成股東集體行動主義，加深對企業公司治理之監督與要求。

（四）評估功能：與臺灣證券交易所、櫃檯買賣中心共同執行台灣公司治理評量制度，於 2005 年底完成 CG6001 第一屆上市上櫃公司治理制度評量，並持續推動公司治理評量系統。目前最新的 CG6005 上市上櫃公司治理制度評量亦在 2009 年底完成評量。

由公司治理協會辦理的公司治理制度評量系統，自民國 92 年起開始規劃，民國 94 年開始正式運作至今，已有多達 13 家上市公司以及 36 家上櫃公司完成並通過該評量。從民國 94 年的第一屆上市上櫃公司治理評量（CG6001）發展至今，評量內容歷經多次的修正，目前已經設計開發至 CG6005 公司治理制度評量通用版和進階版，不但透過受評公司自評、書面審查與實地訪評，另外加上開放式調查，針對受評公司之簽證會計師、律師、主要往來銀行、證券承銷商以及負責上市上櫃監督管理之主管機關進行訪談，使得評量機制包含了各種質化、量化的評量機制。

目前國內外對於公司治理的評量機制皆處於持續開發修正的階段。韓國公司治理公司（Corporate Governance Service）編製韓國公司治理指數（Korea Corporate Governance Index；KCGI），南韓證券交易所於 2003 年推出該指數的交易（Black，Kim，Jang and Park，2005）；以中國大陸為例，天津南開大學公司治理研究中心開發了中國公司治理指數，上海證券交易所於 2007 年推出上證公司治理板（SSE Corporate Governance Sector），以上證公司治理指數（SSE Corporate Governance Index）為基礎，提供投資人作為選股的交易依據；美國投資人責任研究中心（Investor Responsibility Research Center；IRRC）以 24 個反併購條款為基礎，編製外部公司治理指

數（G Index），目前已成為公司治理學術研究的主流方向之一。我國公司治理評量的發展沿革如圖一所示。

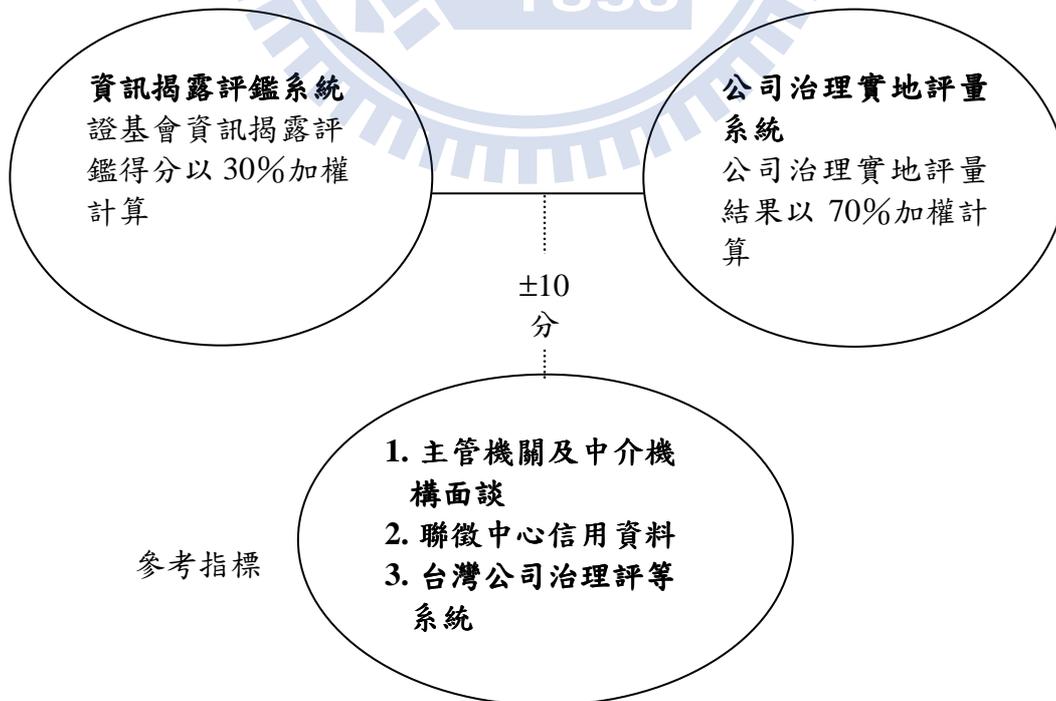


圖一 我國公司治理評量發展沿革

在相關的理論文獻中（Gompers、Ishii、and Metrick，2003 and 2009；Lehn、Patro and Zhao，2007；Bhagat and Bolton，2008）皆指出，公司治理指數評分較佳的公司通常會有較大的市場價值與較高的股價報酬，並且在財務與營運的績效與資金成本皆有較佳的表現。基於此一概念，在臺灣通過公司治理評量的上櫃公司，在評量後的階段，是否仍有較佳或持續改進的公司治理機制？與其他尚未通過評量的上櫃公司比較，是否有較佳的營運績效與市場報酬？上櫃公司通過評量之後的治理機制效益為何？這些都是主管機關與產業界亟欲深入瞭解的課題，也是本論文企圖提出解釋的議題。

二、 公司治理制度評量體系

上市上櫃公司治理制度評量體系可以根據二大系統（或制度）做為基礎架構，包括：（一）公司治理實地評量系統（分為公司治理機制實地評量表、開放式問卷兩部分）；（二）公司治理資訊揭露評鑑系統，完整的公司治理制度評量系統還加上其他參考指標。圖二為公司治理制度評量體系圖。



圖二 公司治理制度評量體系圖

表二為公司治理評量的評量流程。

表二 公司治理評量評量流程

流程次序	流程內容
一	開放申請接受上市上櫃公司正式報名。
二	寄發受評公司適用之評量表。
三	整理受評公司繳交之自評表及相關資料
四	編制訪視小組，進行書面資料審閱
五	實地訪評
六	取得資訊揭露評鑑評分
七	中介機構訪談及覓集其它相關資料
八	彙整公司治理制度評量資料，撰寫評量報告
九	與受評公司溝通
十	召開執行委員會議，出具評量報告
十一	召開評量委員會，審核頒發認證之受評公司書面文件
十二	取得受評公司確認
十三	年度公司治理制度評量結果表揚，舉行授證大會

三、 評量配分及標準

在上市上櫃公司治理制度評量體系的二大系統中，公司治理實地評量系統之總分為 100 分，其中公司治理機制實地評量表佔 80 分，此外受評公司開放式問卷佔 20 分，係為兼顧亞洲公司治理潮流及台灣公司治理特性，並在理論與實務中尋求平衡，給予受評公司一個最佳治理的容許典範。證券發展基金會資訊揭露評鑑系統總分亦為 100 分。公司治理制度認證之得分計算方式，必須就公司治理制度評量體系兩大系統的指標，將其各自得分依下述方式加權：（一）公司治理實地評量結果以 70%加權計算；（二）證基會資訊揭露

評鑑得分以 30%加權計算。(金控子公司若無本項得分，以母公司之得分計算)

除此之外，為強化公司治理制度評量的客觀性與公正性，於上述加權總得分數外，另加上根據各類開放式問卷所記錄與中介機構的面談結果以及聯徵中心信用資料、公司治理評等系統等參考指標，由執行委員在 10 分的範圍予以加減調整 (+10~-10 分)，調整後總分仍達到 75 分者，(金融控股公司母公司及各重要子公司(「銀行」、「證券期貨」、「保險」) 以上述方式計算得分都達到 75 分以上，)即建議評量委員會頒發「公司治理制度認證」。並於授證前再去函各主管機關(金管會、證期局、檢查局等)、證交所或櫃買中心，或藉召開會議向其報告，如上述單位告知本會，受評公司有重大違規案件正在調查中，本會將保留授證之權利，待調查完畢該受評公司確未受到處分始授予認證，否則將撤銷認證之授予。

公司治理制度評量指標六大構面包括：(一)股東權益的保障(鼓勵股東參與公司治理、公司與關係企業間之公司治理關係)；(二)資訊透明度的強化(本構面不建指標，仍以證基會之資訊揭露評鑑分數加權於最後計算總分時加入，本構面佔最後總分之 30%)；(三)董事會職能的強化(董事會結構、獨立董事制度、審計委員會及其他專門委員會、董事會議事規則及決策程序、董事之忠實注意義務與責任)；(四)審計委員會監督功能的發揮(仍設有監察人者，本構面為「監察人功能的發揮」)(審計委員會之職能、審計委員會之功能與運作)；(五)管理階層的紀律與溝通(高階管理者的績效評估與薪酬制度、公司的核心事業與資金成本、重大轉投資案的評估程序、完備的內部控制制度、與董事會的垂直溝通及跨部門的水平溝通管道)；(六)利害關係人權益的尊重(員工權益的保障、債權人的權益保障、公司的社會責任、投資人關係)。表三為歷屆通過公司治理評量認證之上市上櫃公司名單。

表三 公司治理評量歷屆通過名單

治理評量版本	通過名單
CG6005 第一梯次	伸興工業、精剛精密科技、進階生物科技、欣銓科技、鈹象電子、幸康電子、單井工業、振維電子、凡甲科技、聚積科技、泰林科技、驛訊電子企業、普萊德科技、倍微科技、翔名科技、高力熱處理工業
CG6004 第三梯次	富邦金控、曜越科技、詮欣
CG6004 進階版	玉山金控、中鋼、信義房屋
CG6004 第二梯次	英濟、聚積、宏森、迎輝、熱映光電、訊聯生科、加百裕、光菱、鴻翊、寶來曼氏、雷科、高力、新麥、欣銓、鈹象、融程、鑫創、九豪
CG6004	台灣類比、漢科系統、凡甲科技、普萊德科技、瀚荃、伍豐科技、蒙恬科技、驛訊電子、翔名科技、世界先進、泰林科技
CG6003	中鋼、中國砂輪、玉山金控、元大金控、信義房屋
CG6002	中鋼、國巨、旺宏電子、台積電、中華電信、台灣大哥大
CG6001	台積電、中華電信、台灣大哥大

第二節 研究期間及資料來源

本論文選取公司治理協會歷屆通過公司治理評量認證的 36 家上櫃公司為研究樣本，研究資料來源來自中華公司治理協會網站以及台灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal)，研究期間係自 2008 年 1 月 1 日起至 2009

年 12 月 31 日止，而事件日係以評量委員會的授證且對外公布日期為分界，如表四所示：

表四 公司治理評量梯次與授證日期

接受評量通過梯次	授證日期
CG6004 第一梯次	2008 年 10 月 16 日
CG6004 第二梯次	2008 年 12 月 17 日
CG6004 第三梯次	2009 年 07 月 02 日
CG6005 第一梯次	2009 年 12 月 17 日

第三節 變數定義

變數的選取主要分成以下幾個構面：市場價值、營運效率與獲利力、長期年報酬率、流動性、交易量、週轉率、市場情緒影響、持股狀況等。

一、 市場價值

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{普通股市價} + \text{特別股市價} + \text{營運資金} + \text{長期負債帳面價值}}{\text{總資產帳面價值}}$$

$$\text{P/B Ratio} = \frac{\text{權益市場價值}}{\text{權益帳面價值}}$$

參考前述文獻的歸納，公司治理對公司價值有提升的作用，故預期 Tobin's Q 和 P/B Ratio 在本論文中具有正向效果。

二、 營運效率與獲利力

$$ROA = \frac{\text{稅前息前折舊前之常續性淨利}}{\text{平均資產總額}} \times 100\%$$

$$ROE = \frac{\text{經常淨利}}{\text{平均淨值}} \times 100\%$$

$$EPS = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{流通在外的普通股股數}}$$

參考前述文獻的歸納，公司治理對公司價值有提升的作用，故預期ROA、ROE和EPS在本論文中具有正向效果。

三、 長期年報酬率

參考前述文獻的歸納，公司治理對公司價值有提升的作用，故預期報酬率在本論文中具有正向效果。

四、 流動性

買賣價差 =

$$\frac{\text{自營商願意為某證券付出的賣價} - \text{自營商願意為某證券付出的買價}}{\text{自營商願意為某證券付出的賣價} + \text{自營商願意為某證券付出的買價}} \times 100\%$$

買賣價差較高的樣本表示其交易成本較大，我們預期研究樣本的買賣價差應與公司治理呈負向效果反應，代表公司治理越好的公司有較好的流動性。

五、 交易量

$$\text{成交值比重} = \frac{\text{成交金額}}{\text{加權指數有效成分股總成交值}} \times 100\%$$

成交值比重較高的樣本表示資本市場對於其公司的未來預期發展抱

持較樂觀的看法，也代表公司治理評量認證所帶給資本市場的訊息效果是正面的，所以我們預期研究樣本的成交值比重應與公司治理呈正向效果反應。

六、 週轉率

$$\text{週轉率} = \frac{\text{成交量}}{\text{流通在外股數}} \times 100\%$$

參考前述文獻的歸納，公司治理較好的公司有較低的特性風險以及較少的內部訊息，週轉率代表測度內部訊息的指標，故預期週轉率在本論文中有負向效果。

七、 市場情緒影響


$$\text{P/E Ratio} = \frac{\text{股票價格}}{\text{每股盈餘}}$$

參考前述文獻的歸納，公司治理對公司價值有提升的作用，故預期P/E Ratio在本論文中有正向效果。

八、 持股狀況

持股狀況分別觀察法人持股率、本國金融機構持股率、外國金融機構持股率、本國政府機構持股率和大股東持股率等變數。

參考前述有關股權結構和持股比例的文獻歸納，公司治理越好的公司，在以上的持股率會較高，故預期法人持股率、本國金融機構持股率、外國金融機構持股率、本國政府持股率和大股

東持股率在本論文中具有正向效果。

第四節 研究過程

本論文最主要的分析模式為探討公司接受治理評量的市場面分析，研究設計針對兩大範疇進行探討：一是時間軸的縱斷面分析，探討上櫃公司接受評量前後是否有顯著的差異；二是公司別的橫斷面分析，探討接受評量與否的上櫃公司對營運績效、金融及資本市場的效應。

一、縱斷面分析

關於接受評量前後的差異分析，本論文採用事件研究法（Event Study）以及評量前後的獨立 t 檢定，探討公司接受治理評量並通過之後，資本市場的相關變數和股價報酬率是否會因為通過評量事件之發生的訊息，而產生正向的反應和較高的累積異常報酬（Cumulative Abnormal Returns；以下簡稱 CAR）。

（一）收集研究樣本於 2008 年 01 月 01 日起至 2009 年 12 月 31 日止的日報酬資料。

（二）利用此段時間內的日報酬資料求出其資本資產定價模型（CAPM）

迴歸方程式： $\widehat{R}_{it} = R_f + \hat{\beta} [R_m - R_f]$ ，其中 R_f 為無風險日報酬率，本論文利用 2009 年公布之中央國庫局國庫機關專戶存款牌告利率求出台灣市場無風險日報酬率； R_m 為市場日報酬率，本論文利用台灣證券交易所每日集中市場大盤指數報酬率作為台灣市場日報酬率； $\hat{\beta}$ 係數為系統性風險，用來衡量投資組合或證券對於市場的波動性；而 \widehat{R}_{it} 為此模型下之理論報酬。

(三) 事件日期間的每日異常報酬 (Abnormal Return；以下簡稱 AR)

的計算，乃以實際報酬率 R_t 減去理論報酬率 \widehat{R}_{it} ，即為異常報酬率；即 $AR_t = R_t - \widehat{R}_{it}$ 。

(四) 根據公司治理協會公開授證日期當作事件日，並把通過兩次認證的公司視為兩個不同事件。以事件日為中心 ($t=0$)，向之前選取 5 天 ($t=-5$) 以及向之後選取 5 天 ($t=+5$) 作為觀察事件發生之前以及之後累積異常報酬 (CAR) 的變化狀況。並求出所有研究樣本同一事件發生日的 AR 平均 (AAR)，即所有研究樣本在事件發生之前 5 天起至後 5 天止的每日 AR 平均。

(五) 由以上步驟我們可以求得事件日前 5 天一直到事件日後 5 天每日的 AR 平均，便可由此資訊求得累積異常報酬 (CAR)，即以事件日之前 5 天為第一天，不斷累積先前的異常報酬 (AR) 直至事件日之後 5 天，並畫出其 CAR 的圖形。即 $CAR_i = \sum_{t=-5}^i \overline{AR}_t$ ， $i = -5, -4, -3, -2, -1, 0, 1, 2, 3, 4, 5$ 。

二、橫斷面分析

接下來為探討接受公司治理評量與否之上櫃公司之間的差異，本論文採取橫斷面的分析，第一部分係以成對樣本比較為主，找出 45 家接受並通過公司治理評量認證的配對樣本，以探討在相同產業且規模相似的公司中，有選擇參加且通過公司治理評量認證的研究樣本公司與未參加公司治理評量認證的配對樣本公司，資本市場對於這兩家公司的反應有何差異；因為研究樣本中有 9 家公司分別在不同年度通過公司治理評量認證，故需在不同年份之下分別找不同的對照樣本；並以成對樣本檢定兩群組（接受並通過公司治理認證的 36 家上櫃公司實驗組以及配對樣本之 45 家相近上櫃公司的對照組）之

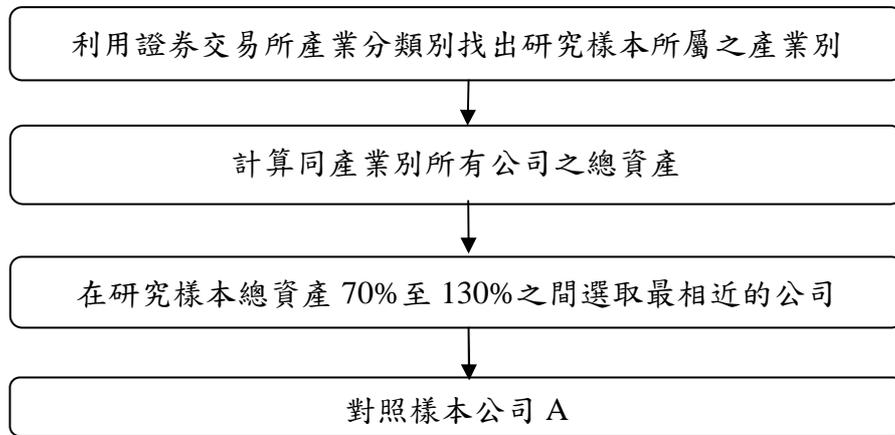
間是否在資本市場的表現上有所差異；第二部分係以迴歸分析為主，以所有研究樣本以及配對樣本公司之年資料變數，探討接受並通過公司治理評量認證之公司，相對於其他一般的上櫃公司，在資本市場是否會帶來顯著較佳的表現。

(一) 配對樣本選取

時間以年為單位，我們主要依據 Beaver (1966) 所提出的樣本配對方法來尋找我們的對照樣本公司，主要是符合位於「相同產業」內並且擁有「相近規模」的條件才會成為我們研究的對照樣本公司。Beaver (1966) 在文中提到為何選擇「相同產業」和「相近規模」做為選擇配對樣本的條件；首先，不同產業之間其實存在著差異，因此若不同產業之間的公司即使擁有相同的財務比率，其破產的機率其實是不相同的。再者，在實證結果中也指出，報酬率的變動性會隨著資產的增加而下降，這隱含著在財務比率相同之下公司規模較大的公司擁有較好的償付能力，簡單來說，資產規模不相同的公司並不適合拿來直接比較。

Fosberg (1989) 的文章中也使用類似的樣本配對方法，同樣強調必須符合在相同產業之中有相似的總資產規模以及資本結構做為選擇對照樣本公司的條件。Lyon, Barber and Tsai (1999) 則利用公司規模以及淨值股價比 (Book to Market ratio) 來尋找配對樣本，關於公司規模的定義 Lyon, Barber and Tsai (1999) 不同於 Beaver (1966) 和 Fosberg (1989) 使用公司的總資產，而是利用權益市場價值的方法來決定公司規模大小，即權益市場價值等於股價乘以外流通股數。綜合以上文獻探討以及考量本研究之研究目的，我們決定使用以下方法尋找符合位於「相同產業」內並且擁有「相近規模」條件之配對樣本成為本研究中的對照樣

本公司；相近規模以「總資產」相近為其定義。圖三為配對流程圖：



圖三 樣本配對流程圖

根據圖三的配對方法所挑選出來的配對樣本，必須符合同為上櫃公司且不得為研究樣本亦不得被重複挑選為配對樣本、不得為公開資訊觀測站之中列為觀察名單之公司的限制條件，以維持配對樣本公司擁有良好的公司品質和體質。

(二) 迴歸分析

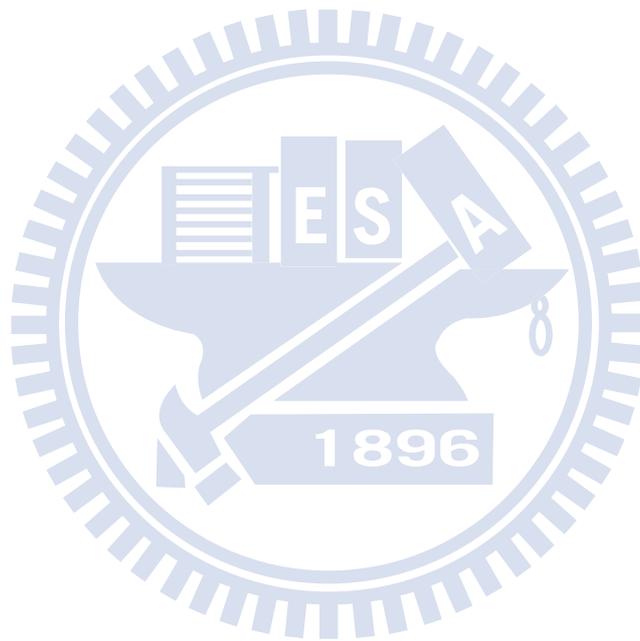
迴歸分析係以所有研究樣本以及配對樣本公司之年資料為樣本，以年為單位，探討接受並通過公司治理評量認證之公司，相對於其他的配對樣本公司，在資本市場是否會帶來顯著較佳的表現。首先我們將接受與通過公司治理認證與否的事件設定為虛擬變數，亦即如果研究樣本通過公司治理認證，則 $G=1$ ；如果研究樣本未通過公司治理認證，則 $G=0$ 。

在控制變數的選取部份包括：1. 成立時間長短：計算公司成立至資料使用時間歷經幾年，做為 Age 變數的變數；2. 流動比率

$$= \frac{\text{流動資產}}{\text{流動負債}} \times 100\% ; 3. \text{負債比率} = \frac{\text{負債總額}}{\text{資產總額}} \times 100\% 。$$

利用相同的研究樣本和配對樣本以及上述依變數、虛擬變數、以及控制變數，透過迴歸分析，期望在相同的控制變數之下，

經由虛擬變數的差別能夠觀察出有通過公司治理認證的公司以及無通過公司治理認證的公司對於依變數的反應。



第四章 實證結果與分析

第一節 樣本配對結果及敘述統計

表五為根據上述挑選方法決定之研究樣本以及配對樣本的股票代號和名單；而研究樣本中在公司名稱後加註數字一的公司（例如：欣銓一、鈦象一等），表示同一家研究樣本第二次通過公司治理評量認證，由於在不同年份通過所以會挑選不同之配對樣本。

表五 研究樣本與配對樣本整理表

研究樣本	配對樣本
1558 伸興	4533 協易機械
1580 新麥	4534 慶騰精密
1584 精鋼	8942 森鉅
1784 訊聯	4121 優盛
3118 進階	4109 加捷科技
3259 鑫創	5314 世紀民生
3264 欣銓	3260 威剛
3264 欣銓一	5351 鈺創
3293 鈦象	6183 關貿
3293 鈦象一	6180 遊戲橘子
3294 英濟	6194 育富電子
3323 加百裕	6298 歲強科技
3332 幸康	5309 系統電子
3373 熱映	3067 全域
3402 漢科	5489 彩富電子
3416 融程	3489 筌寶
3438 類比	8024 佑華
3490 單井	3434 哲固
3520 振維	3128 昇銳電子
3521 鴻翊	5450 寶聯
3522 宏森	3297 杭特
3523 迎輝	8064 東捷
3526 凡甲	8289 泰藝電子
3526 凡甲一	6185 幃翔精密

研究樣本		配對樣本	
3527	聚積	6233	旺玖科技
3527	聚積一	6104	創惟科技
3540	曜越	8234	新漢電腦
5211	蒙恬	5202	力新國際
5347	世界	6147	頤邦科技
5466	泰林	3372	典範
5466	泰林一	3265	台星科
6023	寶來曼	6016	康和證券
6127	九豪	5464	霖宏科技
6207	雷科	6266	泰詠電子
6237	驊訊	8040	九暘電子
6237	驊訊一	3317	尼克森微
6263	普萊德	3290	東浦精密
6263	普萊德一	4905	台聯電訊
6270	倍微	6177	達麗
8032	光菱	3360	尚麗
8076	伍豐	6161	捷波
8091	翔名	3206	志豐電子
8091	翔名一	6204	艾華電子
8996	高力	4513	福裕事業
8996	高力一	9951	皇田工業

表六為研究樣本和配對樣本之敘述統計量。由以下比較可以看出，研究樣本在大部份的變數表現上都較配對樣本有更佳的表現，例如在 Tobin' s Q、P/B Ratio、ROA、ROE、EPS、法人持股率、本國金融機構持股率和外國金融機構持股率等變數，都可以看出研究樣本的平均值大於配對樣本的平均值。以下章節則會做進一步的檢定。

表六 研究樣本與配對樣本之敘述統計量

Panel A

研究樣本之敘述統計量					
變數	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值
Tobin's Q	1.1368	1.1292	0.8025	6.1591	-0.1459
P/B Ratio (%)	2.4432	2.4579	1.8300	16.6600	0.3600
ROA (%)	4.4493	4.5592	3.7900	31.6500	-4.1100
ROE (%)	4.5816	5.9811	3.9400	44.9200	-5.6000
EPS(元)	1.1288	1.7340	0.6600	11.8900	-1.0000
年報酬率(%)	31.1134	91.4377	4.2504	345.8383	-79.8616
買賣價差(%)	0.00400	0.0054	0.0018	0.0295	0.0005
成交值比重					
(%)	0.2484	0.4503	0.0620	3.0440	0.0020
週轉率(%)	236.7	201.2208	164.6050	868.2444	14.0801
P/E Ratio (%)	17.6828	20.2952	12.8100	133.7800	4.5700
法人持股率					
(%)	31.8312	19.1632	28.4000	88.9500	0.2400
本國金融機					
構持股率(%)	2.5588	4.0770	0.4500	18.9500	0
外國金融機					
構持股率(%)	0.1295	0.4989	0	3.6300	0
本國政府機					
構持股率(%)	0.9194	4.4396	0	26.8700	0
大股東持股					
率(%)	14.8495	8.1463	14.3200	61.6000	0
樣本總個數			102		

Panel B

配對樣本之敘述統計量					
變數	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值
Tobin's Q	0.6438	0.4857	0.5892	2.7668	-0.2332
P/B Ratio					
(元)	1.4734	0.7974	1.3100	4.1400	0.2900
ROA (%)	2.7683	2.3853	2.4800	14.9500	-2.2900
ROE (%)	2.6023	3.5723	2.3350	17.9900	-6.8100
EPS(元)	0.4484	0.6908	0.3700	3.6000	-2.1200
年報酬率(%)	36.7651	109.5436	4.0858	635.9117	-78.9723
買賣價差(%)	0.00387	0.0047	0.0021	0.0256	0.000567
成交值比重					
(%)	0.1613	0.4114	0.0410	3.2640	0
週轉率(%)	223.0	185.5010	177.4046	851.1631	15.2455
P/E Ratio					
(元)	23.2750	29.8006	13.7350	177.3800	3.8700
法人持股率					
(%)	29.8802	18.9865	25.9400	77.5800	2.0000
本國金融機構持股率(%)	2.1116	3.9970	0.0150	18.3700	0
外國金融機構持股率(%)	0.1003	0.6836	0	5.5000	0
本國政府機構持股率(%)	1.2434	6.5040	0	36.1100	0
大股東持股率(%)	18.1488	7.9945	16.3450	36.8800	0
樣本總個數	119				

資料來源：本研究整理

第二節 研究樣本接受評量前後的差異分析

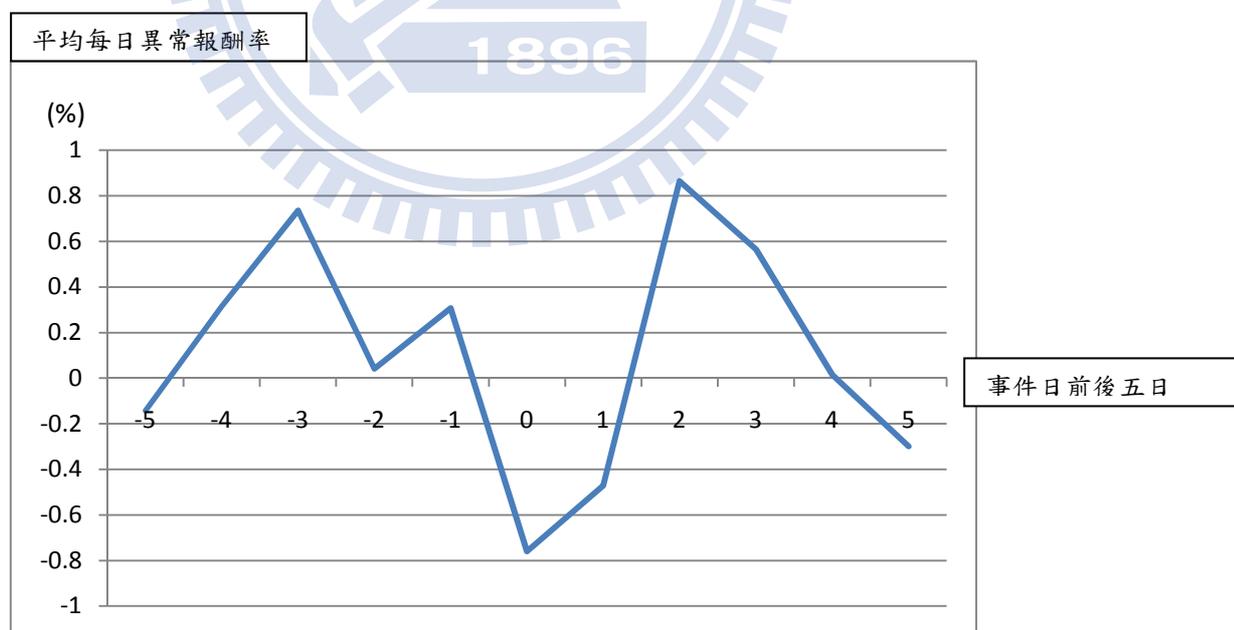
表七為利用上述縱斷面分析之研究方法所計算而得的累積異常報酬。透過事件研究法，我們可以發現接受公司治理評量的上櫃公司，在通過評量的事件發生後，會有正的累積異常報酬，而且通過治理評量的訊號，會持續反應在資本市場中，產生持續累計的正向異常報酬。由此驗證結果可以推論以

下重要的財務意涵：（一）投資人的確會關心公司治理機制，尤其是在交易量相對著重在法人交易的櫃檯買賣市場，機構投資人會較著重公司治理機制的改善與否；（二）接受公司治理評量且在通過認證之後，此一通過的事件會對公司的形象與商譽產生正向的強化效果，而且通過評量此一公開資訊，的確會讓機構投資人觀察到，並且加碼投資買進該公司的持股，進而產生較高的異常報酬；（三）即使面對 2007 至 2009 年股票市場跌幅至深的金融海嘯，台灣的上櫃公司在接受公司治理評量後，會因為通過治理評量的認證，反而逆向產生正的異常報酬；（四）上櫃公司接受評量後，在審查的期間市場便會開始預測該公司是否會被認證通過，並且將投資決策提前反應在資本市場中，產生認證前提前反應的正累積異常報酬。

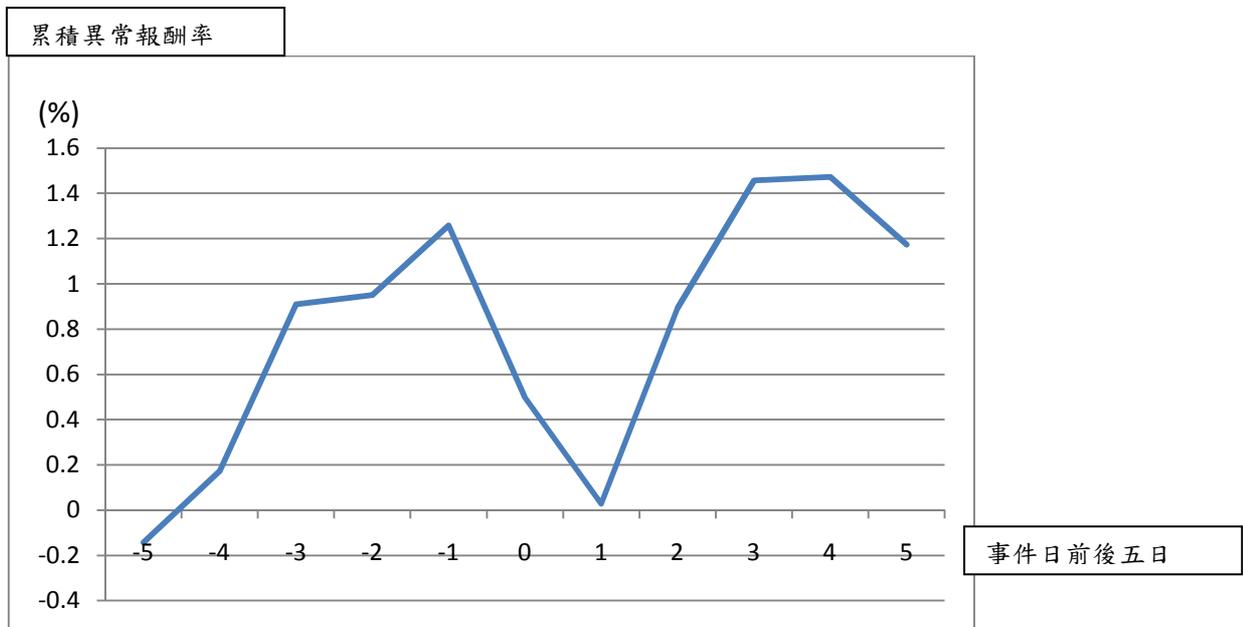
表七 通過公司治理評量事件之累積異常報酬

事件發生日	事件總數	平均每日異常報酬	累積異常報酬
-5	45	-0.1421%	-0.1421%
-4	45	0.3161%	0.1739%
-3	45	0.7353%	0.9093%
-2	45	0.0414%	0.9507%
-1	45	0.3076%	1.2584%
0	45	-0.7600%	0.4983%
1	45	-0.4708%	0.0275%
2	45	0.8647%	0.8922%
3	45	0.5646%	1.4569%
4	45	0.0151%	1.4721%
5	45	-0.2985%	1.1735%

透過累積異常報酬的分析，本論文發現在接受並通過治理評量的事件後，該上櫃公司會有顯著為正的累積異常報酬，然而這樣的事件資訊，會在資本市場上提前反應。在事件日發生前第 5 日，研究樣本公司的累積異常報酬為負，此歸因於資本市場的整體市場因素所致，然而在事件發生前第 4 日至事件發生後的第 1 日，有顯著為正的累積異常報酬，由事件日前第 5 天的 -0.1421% 上漲至事件日後 1 日的 1.2584%，共計約有 1.4005% 的正向累積異常報酬。顯見通過治理評量的資訊不但會提前反應到資本市場中，並且會持續反應在這些通過治理評量的公司股價表現上，這樣的持續效果，在事件發生前後共有 11 個交易日，因此，通過治理評量的事件反應可累積持續約為 2 週的時間，而在通過治理評量的資訊提前反應完畢後，在事件日後第 1 日會發現累積異常報酬並沒有特別的明顯，但在隨後的事件日後第 2 日至後第 5 日會發現累積異常報酬又有明顯的增加，顯示資本市場的確對於有通過公司治理評量認證的公司給予較高的評價。圖四為通過公司治理評量事件之平均每日異常報酬，圖五為通過公司治理評量事件之累積異常報酬。



圖四 通過公司治理評量事件之平均每日異常報酬



圖五 通過公司治理評量事件之累積異常報酬

由上表七、上圖四和圖五的確可以看出資本市場對於通過公司治理評量認證的研究樣本有較好的反應，而這個反應可以從持續累積的異常報酬中得知。我們也在上述的實證結果中看到事件日發生前第5日至事件日發生後第5日，約有1.4005%累積異常報酬的差異，於是筆者便想繼續延伸探討影響這樣實證結果的變數為何？

本論文嘗試利用迴歸分析來探討可能影響累積異常報酬的變數為何，首先我們將有無「持續」接受與通過公司治理認證與否的事件設定為虛擬變數，亦即如果研究樣本「持續」接受與通過公司治理認證，則 $CP=1$ ；如果研究樣本未「持續」接受與通過公司治理認證，則 $CP=0$ 。持續的定義將視研究樣本是否有通過兩次以上公司治理認證，如果有通過兩次以上之研究樣本則 $CP=1$ ，反之則 $CP=0$ 。

控制變數的選取則考慮三大範疇，分別是一、公司治理面，二、股權結構面和三、資本市場反應面。在公司治理面方面，本論文選取由證基會建置的「資訊揭露評鑑系統」作為變數，並將研究樣本所獲得之等級轉化為分數代入迴歸方程式中，如 $A^+=5$ 分、 $A=4$ 分、 $B=3$ 分、 $C=2$ 分、 $C^-=1$ 分；在股權結構面方面，則選取各研究樣本的董監事持股率作為變數；在資本市場反

應面方面，則選取各研究樣本的週轉率作為變數。由於本論文想探究事件日後第 5 日之累積異常報酬之間差異的變數，故利用迴歸方程式來觀察影響累積異常報酬的變數有無改變，並希望在相同的控制變數之下，經由虛擬變數的差別能觀察出持續通過認證事件對資本市場所釋放出的訊息對於累積異常報酬之影響。表八為認證事件日之後第五日累積異常報酬的迴歸分析。其公式如下：

$$CAR_{-5\sim+5} = \alpha + \beta CP + \gamma \text{ 資訊揭露評等} + \delta \text{ 董監事持股率} + \rho \text{ 週轉率}$$

由表八之比較可以看出，在事件日之後第五日的累積異常報酬迴歸分析結果中，分析結果顯示研究樣本中有持續參加且通過公司治理評量認證的公司，此變數與其累積異常報酬有正向的顯著關係。這也符合我們的一般直覺，代表資本市場的確對於願意持續去加強改善自己公司治理的公司有更好的回饋。

此外，表九為研究樣本在通過公司治理評量認證之前兩年和之後兩年的獨立 t 檢定。目的是要瞭解研究樣本在通過了公司治理評量認證後資本市場對其的反應是否有明顯改變，亦或是在資本市場表現原本就不錯的公司才會傾向於參加公司治理認證評量。由表九的結果可觀察到僅有年報酬率以及本益比符合本論文預期的正向變化且有顯著性，其他變數都不顯著且在 P/B Ratio 和 ROA 變數的反應更是與預期的方向相反。雖然研究樣本的認證之前後兩年 t 檢定並沒有看出非常顯著的改變，但也不需要對此實證結果感到灰心，筆者認為由於 CG6004 和 CG6005 的認證期間皆在 2008 與 2009 年，故研究樣本認證之後的兩年亦全位於 2008 與 2009 年金融海嘯的期間，受到總體經濟的影響，資本市場的表現自然無法完全反應市場對於個別公司的評價，但由先前所看到的累積異常報酬，我們依然可以看出資本市場對於通過公司治理認證公司有著相當正向的反應。

表八 認證前後第五日累積異常報酬之迴歸分析

依變數	認證後第五日累積異常報酬 (t=-5~+5)	
	係數	t 統計量
截距	-8.00082	-1.21
CP	6.55959	2.12 **
資訊揭露評等	1.67076	0.98
董監事持股率	0.01878	0.17
週轉率	-0.00657	-0.74
N	45	
Adj-R ²	0.0355	
Root MSE	9.69344	

附註：***代表 p-value<0.01；**代表 p-value<0.05；*代表 p-value<0.1。CP 為有持續通過認證之虛擬變數。

表九 通過公司治理認證前後兩年在資本市場表現的差異

變數	t 統計量	認證後兩年 平均值	認證前兩年 平均值	認證前後兩年 平均差	認證後兩年 樣本數(個)	認證前兩年 樣本數(個)
Tobin's Q	-0.78	1.0950	1.2655	-0.1705	45	45
P/B ratio (元)	-1.93 *	2.0071	2.8645	-0.8573	45	45
ROA (%)	-1.66 *	4.0190	5.4314	-1.4124	45	45
ROE (%)	-0.97	4.1488	5.2243	-1.0755	45	45
EPS (元)	-0.73	1.0749	1.3219	-0.2470	45	45
年報酬率 (%)	2.31 **	51.4481	10.8246	40.6234	45	45
買賣價差 (%)	-0.46	0.00375	0.00423	-0.000480	45	45
成交值比重 (%)	-0.57	0.2350	0.2837	-0.0487	45	45
周轉率 (%)	0.23	253.0	243.6	9.3681	45	45
本益比 (元)	1.84 *	20.0827	13.5929	6.4897	45	45
法人持股率 (%)	-0.20	31.2776	32.0005	-0.7230	45	45
本國金融機構 持股率 (%)	-0.40	2.4363	2.7460	-0.3097	45	45
外國金融機構 持股率 (%)	-0.43	0.1045	0.1436	-0.0391	45	45
本國政府機構 持股率 (%)	-0.77	0.4404	1.0367	-0.5963	45	45
大股東持股率 (%)	1.22	15.3390	13.5171	1.8219	45	45

附註：***代表 p-value<0.01，**代表 p-value<0.05，*代表 p-value<0.1。

第三節 上櫃公司接受評量與否的差異分析

表十為研究樣本以及配對樣本接受並通過公司治理評量認證與否在資本市場表現差異的檢定。由表十可發現在 Tobin'Q、P/B Ratio、ROA、ROE、EPS、大股東持股率等變數中，有通過公司治理評量認證的公司都有較顯著的表現。透過是否有通過公司治理認證的公司在上述各依變數的表現有無顯著差異比較，我們可以發現，有通過公司治理評量認證的公司有相對較好的營運績效表現，像是有顯著較高的 ROA、ROE 以及 EPS 等；另外，在資本市場的交易面範疇，有通過治理認證的上櫃公司，有相對較好的 Tobin's Q、P/B Ratio，顯示有通過公司治理評量認證的公司擁有較高的市場價值。因此，由此部分驗證結果可以確信，有接受並通過公司治理認證的上櫃公司，比起沒有通過的公司在資本市場中有相對較佳的表現。

如同上一節所提到，在看到表十的實證結果之後，本論文依然會繼續探討這些變數在研究樣本通過公司治理認證前後時，是否就已然表現較優於配對樣本，或是這些相較於配對樣本的優勢在通過認證之後有無較通過前強烈。表十一為研究樣本在通過公司治理認證之前兩年與配對樣本的 t 檢定；表十二為研究樣本在通過公司治理認證之後兩年與配對樣本的 t 檢定。表十一和表十二的結果與表十的實證結果相似，研究樣本在營運績效表現以及市場價值範疇方面都較配對樣本表現要好，顯示研究樣本在通過公司治理認證之前和之後表現都較配對樣本更優良。我們可以推論唯有本身表現較為良好的公司才會願意去參加公司治理評量認證，而通過認證之後資本市場對通過公司治理認證的上櫃公司又擁有較正面的反應，代表公司治理評量認證的確是向資本市場釋放出正面且正確的訊息。

表十 通過公司治理評量認證與否在資本市場表現差異的檢定

變數	t 統計量		研究樣本公司 平均值	配對樣本公司 平均值	研究與配對樣 本平均差	研究樣本 公司個數	配對樣本 公司個數
Tobin's Q	4.26	***	1.1368	0.6438	0.4930	45	45
P/B Ratio (元)	4.04	***	2.4432	1.4734	0.9698	45	45
ROA (%)	3.43	***	4.4493	2.7683	1.6810	45	45
ROE (%)	2.96	***	4.5816	2.6023	1.9793	45	45
EPS (元)	3.89	***	1.1288	0.4484	0.6804	45	45
年報酬率 (%)	-0.39		31.1134	36.7651	-5.6517	45	45
買賣價差 (%)	0.17		0.00400	0.00387	0.00012	45	45
成交值比重 (%)	1.41		0.2484	0.1613	0.0871	45	45
週轉率 (%)	0.49		236.7	223.0	13.6150	45	45
P/E Ratio (元)	-1.50		17.6828	23.2750	-5.5922	45	45
法人持股率 (%)	0.72		31.8312	29.8802	1.9509	45	45
本國金融機構 持股率 (%)	0.78		2.5588	2.1116	0.4472	45	45
外國金融機構 持股率 (%)	0.34		0.1295	0.1003	0.0293	45	45
本國政府機構 持股率 (%)	-0.40		0.9194	1.2434	-0.3240	45	45
大股東持股率 (%)	-2.88	***	14.8495	18.1488	-3.2992	45	45

附註：***代表 p-value<0.01，**代表 p-value<0.05，*代表 p-value<0.1。

表十一 通過公司治理認證之前兩年表現差異的檢定

變數	t 統計量		研究樣本公司 平均值	配對樣本公司 平均值	研究與配對樣 本平均差	研究樣本 公司個數	配對樣本 公司個數
Tobin's Q	4.22	***	1.3534	0.6402	0.7132	45	45
P/B Ratio (元)	3.87	***	3.0654	1.5857	1.4797	45	45
ROA (%)	3.49	***	5.5686	3.0587	2.5099	45	45
ROE (%)	2.56	**	5.5390	3.0441	2.4949	45	45
EPS (元)	3.25	***	1.3782	0.5249	0.8533	45	45
年報酬率 (%)	1.81	*	20.0469	1.7293	18.3176	45	45
買賣價差 (%)	-0.20		0.00391	0.00411	-0.000199	45	45
成交值比重 (%)	1.59		0.2857	0.1592	0.1266	45	45
週轉率 (%)	0.24		253.9	245.2	8.6626	45	45
P/E Ratio (元)	-1.14		14.4892	18.5678	-4.0786	45	45
法人持股率 (%)	0.32		32.7692	31.5875	1.1817	45	45
本國金融機構 持股率 (%)	0.88		2.8014	2.1603	0.6411	45	45
外國金融機構 持股率 (%)	0.14		0.1400	0.1597	-0.0197	45	45
本國政府機構 持股率 (%)	0.10		1.2026	1.1000	0.1026	45	45
大股東持股率 (%)	-3.24	***	13.8060	18.3359	-4.5299	45	45

附註：***代表 p-value<0.01，**代表 p-value<0.05，*代表 p-value<0.1。

表十二 通過公司治理認證之後兩年表現差異的檢定

變數	t 統計量		研究樣本公司 平均值	配對樣本公司 平均值	研究與配對樣 本平均差	研究樣本 公司個數	配對樣本 公司個數
Tobin's Q	2.63	***	1.0637	0.6595	0.4042	45	45
P/B Ratio (元)	2.98	***	1.9612	1.3386	0.6226	45	45
ROA (%)	2.43	**	3.8223	2.4108	1.4115	45	45
ROE (%)	2.36	**	3.8721	2.0374	1.8347	45	45
EPS (元)	2.94	***	1.0058	0.3504	0.6554	45	45
年報酬率 (%)	-1.58		45.9881	86.8745	-40.8864	45	45
買賣價差 (%)	0.15		0.00372	0.00359	0.00013	45	45
成交值比重 (%)	0.81		0.2370	0.1673	0.0697	45	45
週轉率 (%)	1.29		247.5	196.3	51.2874	45	45
P/E Ratio (元)	-1.76	*	19.5088	30.1020	-10.5932	45	45
法人持股率 (%)	0.95		30.6850	27.4330	-3.2520	45	45
本國金融機構 持股率 (%)	0.45		2.3802	2.0134	0.3668	45	45
外國金融機構 持股率 (%)	1.70	*	0.0985	0.0202	0.0783	45	45
本國政府機構 持股率 (%)	1.00		0.4150	1.4662	-1.0512	45	45
大股東持股率 (%)	1.43		15.3160	17.6958	-2.3798	45	45

附註：***代表 p-value<0.01，**代表 p-value<0.05，*代表 p-value<0.1。

第四節 迴歸分析

迴歸分析的實證結果發現，接受並通過公司治理評量認證的上櫃公司，相較於其他未接受評量的公司，有顯著且相對較大的公司價值（Tobin's Q 和 P/B Ratio）。由此可見，資本市場的投資人會將接受並通過評量治理認證的此一資訊，反應在投資決策上，以致產生較高的權益市場價值。此外，接受並通過治理評量認證的公司亦反應出顯著較大的營運績效（ROA、ROE 和 EPS），顯見接受並通過公司治理評量後，這些公司會持續改善該公司的治理機制與企業文化，產生相對較高的營運效率結果。而在持股狀況方面也有與上一節有類似的結論，大股東持股率方面對於有通過公司治理評量認證的公司有較高的持股。由於整體的迴歸分析與認證之前、認證之後的迴歸分析結果相似，即有通過公司治理評量認證的公司，對於營運績效和市場價值方面的變數有顯著正向相關性，故本論文僅列出通過公司治理認證前兩年之迴歸分析和通過公司治理認證後兩年之迴歸分析。表十三為認證前兩年之迴歸分析，表十四為認證後兩年之迴歸分析。

表十三 認證前兩年之迴歸分析實證結果

Panel A

依變數	Tobin's Q		P/B ratio		ROA		ROE		EPS	
	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量
截距	1.09298	3.25 ***	1.64834	2.14 **	7.45040	5.22 ***	7.06293	3.53 ***	1.28531	2.37 **
G	0.64929	3.96 ***	1.41458	3.78 ***	2.25794	3.25 ***	2.33706	2.40 **	0.79741	3.03 ***
Age	-0.02151	-1.93 *	-0.05629	-2.21 **	-0.10734	-2.27 **	-0.10779	-1.62	-0.02610	-1.45
CUr	0.00046423	1.23	0.00171	1.99 **	-0.00189	-1.18	-0.00246	-1.10	-0.00004092	-0.07
LAr	-0.00754	-1.20	0.01072	0.75	-0.06289	-2.37 **	-0.04512	-1.21	-0.00976	-0.97
N	119		119		119		119		119	
Adj-R ²	0.1916		0.1564		0.1608		0.0613		0.0848	
Root MSE	0.87481		1.99811		3.70705		5.19753		1.40734	

附註：***代表 p-value<0.01；**代表 p-value<0.05；*代表 p-value<0.1。G 為有無通過公司治理認證的虛擬變數；Age 為成立時間長短；CUr 為流動比率；LAr 為負債比率；N 為樣本數；Adj-R² 為調整後判定係數。由於部份數值有極端值的情況，故本研究在此差異分析過程中，刪除了本益比大於 200 以上的觀察值。

Panel B

依變數	年報酬率		買賣價差		成交值比重		周轉率		本益比	
	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量
截距	2.81981	0.13	0.00128	0.67	0.33553	2.14 **	303.02492	4.19 ***	9.68714	1.31
G	18.90524	1.84 *	0.00000612	0.01	0.12703	1.66 *	6.28147	0.18	-3.88848	-1.08
Age	-0.78570	-1.12	0.00031426	5.00 ***	-0.01982	-3.81 ***	-7.32647	-3.06 ***	-0.09599	-0.39
CUr	0.00488	0.21	-0.00000366	-1.73 *	0.00006722	0.38	0.06834	0.84	0.01335	1.61
LAr	0.33299	0.85	-0.00004042	-1.15	0.00426	1.46	1.37284	1.02	0.19768	1.43
N	119		119		119		119		119	
Adj-R ²	0.0078		0.1783		0.1057		0.0509		0.0039	
Root MSE	54.89557		0.00492		0.40768		187.78092		19.23910	

附註：***代表 p-value<0.01；**代表 p-value<0.05；*代表 p-value<0.1。G 為有無通過公司治理認證的虛擬變數；Age 為成立時間長短；CUr 為流動比率；LAr 為負債比率；N 為樣本數；Adj-R² 為調整後判定係數。由於部份數值有極端值的情況，故本研究在此差異分析過程中，刪除了本益比大於 200 以上的觀察值。

Panel C

依變數	法人持股率		本國金融機構持股率		外國金融機構持股率		本國政府機構持股率		大股東持股率	
	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量
截距	47.80616	6.59 ***	3.84507	2.59 **	0.71426	2.40 **	2.32490	1.07	12.51698	4.57 ***
G	0.67991	0.19	0.62565	0.87	-0.05411	-0.37	-0.24921	-0.24	-3.88368	-2.91 ***
Age	-1.01442	-4.21 ***	-0.12391	-2.51 **	-0.01256	-1.27	-0.06661	-0.93	0.17421	1.91 *
CUr	-0.00136	-0.17	-0.00026964	-0.16	-0.00022376	-0.67	0.00363	1.50	-0.00196	-0.64
LAr	0.03903	0.29	0.01516	0.55	-0.00861	-1.55	-0.03973	-0.99	0.11102	2.17 **
N	119		119		119		119		119	
Adj-R ²	0.1071		0.0260		0.0091		0.0394		0.1694	
Root MSE	18.86225		3.85961		0.77348		5.62639		7.12459	

附註：***代表 p-value<0.01；**代表 p-value<0.05；*代表 p-value<0.1。G 為有無通過公司治理認證的虛擬變數；Age 為成立時間長短；CUr 為流動比率；LAr 為負債比率；N 為樣本數；Adj-R² 為調整後判定係數。由於部份數值有極端值的情況，故本研究在此差異分析過程中，刪除了本益比大於 200 以上的觀察值。

表十四 認證後兩年之迴歸分析實證結果

Panel A

依變數	Tobin's Q		P/B ratio		ROA		ROE		EPS	
	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量
截距	1.12894	3.78 ***	1.45774	3.45 ***	3.15901	2.79 ***	1.44956	0.95	0.33322	0.75
G	0.44766	2.93 ***	0.63244	2.93 ***	1.63555	2.83 ***	2.21281	2.83 ***	0.74645	3.29 ***
Age	0.00898	0.85	0.00276	0.19	0.06093	1.53	-0.10672	1.98 *	0.02557	1.64
CUr	-0.00040252	-1.30	0.00010528	0.24	-0.00057842	-0.49	-0.00241	-1.52	-0.00045315	-0.98
LAr	-0.01690	-3.09 ***	-0.00684	-0.89	-0.05647	-2.73 ***	-0.02023	-0.72	-0.01033	-1.27
N	102		102		102		102		102	
Adj-R ²	0.1140		0.0574		0.1018		0.0762		0.0793	
Root MSE	0.75232		1.06227		2.84473		3.85332		1.11848	

附註：***代表 p-value<0.01；**代表 p-value<0.05；*代表 p-value<0.1。G 為有無通過公司治理認證的虛擬變數；Age 為成立時間長短；CUr 為流動比率；LAr

為負債比率；N 為樣本數；Adj-R² 為調整後判定係數。由於部份數值有極端值的情況，故本研究在此差異分析過程中，刪除了本益比大於 200 以上的觀察值。

Panel B

依變數	年報酬率		買賣價差		成交值比重		周轉率		本益比	
	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量
截距	68.86919	1.32	0.00145	0.84	0.19844	1.16	305.99446	4.04 ***	43.71656	3.58 ***
G	-36.26068	-1.36	0.00041557	0.47	0.03105	0.36	22.91287	0.59	-11.27085	-1.81 *
Age	1.30326	0.71	0.00009609	1.59	-0.01113	-1.85 *	-8.68587	-3.26 ***	-0.31299	-0.73
CUr	-0.04417	-0.82	6.38183E-9	0.00	0.00015346	0.87	0.09577	1.22	-0.00996	-0.79
LAr	0.27557	0.29	0.00001214	0.39	0.00418	1.34	0.66426	0.48	-0.15361	-0.69
N	102		102		102		102		102	
Adj-R ²	0.0061		-0.0073		0.0122		0.0976		0.0046	
Root MSE	131.58736		0.00432		0.43043		190.66098		30.70716	

附註：***代表 p-value<0.01；**代表 p-value<0.05；*代表 p-value<0.1。G 為有無通過公司治理認證的虛擬變數；Age 為成立時間長短；CUr 為流動比率；LAr 為負債比率；N 為樣本數；Adj-R² 為調整後判定係數。由於部份數值有極端值的情況，故本研究在此差異分析過程中，刪除了本益比大於 200 以上的觀察值。

Panel C

依變數	法人持股率		本國金融機構持股率		外國金融機構持股率		本國政府機構持股率		大股東持股率	
	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量	係數	t 統計量
截距	38.67011	5.68 ***	7.20114	4.60 ***	0.15184	1.64	3.92632	1.88 *	20.09731	6.11 ***
G	1.63184	0.47	0.05061	0.06	0.06456	1.37	-1.22522	-1.15	-2.08392	-1.24
Age	-0.55792	-2.33 **	-0.13427	-2.44 **	-0.00504	-1.55	-0.06334	-0.86	0.04558	0.39
CUr	-0.00366	-0.52	-0.00320	-1.97 *	-0.0000649	-0.68	0.00038106	0.18	-0.00771	-2.26 **
LAr	0.00912	0.07	-0.05566	-1.94 *	-0.0005775	-0.34	-0.04725	-1.24	-0.02478	-0.41
N	102		102		102		102		102	
Adj-R ²	0.0255		0.0822		0.0184		0.0093		0.0406	
Root MSE	17.13550		3.94275		0.23269		5.25868		8.27481	

附註：***代表 p-value<0.01；**代表 p-value<0.05；*代表 p-value<0.1。G 為有無通過公司治理認證的虛擬變數；Age 為成立時間長短；CUr 為流動比率；LAr 為負債比率；N 為樣本數；Adj-R² 為調整後判定係數。由於部份數值有極端值的情況，故本研究在此差異分析過程中，刪除了本益比大於 200 以上的觀察值。

第五章 結論

第一節 研究結論

本論文選取台灣經濟新報資料庫裡 2008 年 1 月 1 日至 2009 年 12 月 31 日的變數相關資料，以通過中華公司治理協會的公司治理評量認證之上櫃公司為研究樣本，並以同產業資產規模相近之公司為對照公司，經篩選具有完整財務資訊的資料共 221 筆。研究方法則分別採用縱斷面分析以及橫斷面分析，企圖了解通過公司治理評量認證的研究樣本公司本身在通過認證前後資本市場對於此研究樣本的反應是否有正面效果的提升，再者，有參加並通過公司治理認證的研究樣本公司與其對照樣本比較起來是否對市場散發一種訊息效果，使得資本市場對於這些經由一公正機關授與認證的公司抱持著較正面且願意較長期持有其股票的態度。

本論文的實證結果指出，在縱斷面分析方面，研究樣本在公司治理認證授證日之前和之後五日內有明顯的累積異常報酬，即使有累積異常報酬率提前反應再修正的問題，但是在研究期間內累積異常報酬幾乎均大於零，且在事件日過後一天累積異常報酬持續增加。代表資本市場對於此認證所散發出來的訊息抱持著正面態度，且在進一步的迴歸分析與 t 檢定中，也發現資本市場對於有持續改善公司治理層面的公司，其反應更為良好。在橫斷面分析方面，無論是成對樣本檢定還是迴歸分析，在營運績效以及資本市場交易面上，都顯示通過公司治理評量認證的研究樣本公司表現較優良，而在進一步的認證前與認證後的成對樣本檢定以及迴歸分析都顯示研究樣本在通過公司治理認證之前在各變數的表現就優於配對樣本，而且這些優勢會持續反應到公司治理認證通過之後，代表公司治理評量認證的確是向資本市場釋放出正面且正確的訊息。

第二節 研究限制與建議

以下列出本論文在研究過程中遭遇之研究限制以及筆者提出之建議，供後續改進者參考：

- 一、 本論文研究期間適逢全球金融海嘯，資本市場受到總體經濟面的影響，容易造成研究中部分變數不顯著（報酬率、買賣價差、成交值比重、周轉率、本益比、法人持股率、本國金融機構持股率、外國金融機構持股率和本國政府持股率）或是與預期方向相反（大股東持股率）等情況，此一問題亦可能歸因於變數萃取與配對樣本的選取的過程仍可進一步提升其品質。
- 二、 公開的公司治理認證擁有比資訊揭露評鑑更深入的公司治理評量制度，包含評鑑委員實地評訪評分以及兼顧六大構面的考量，但是公司治理認證並不如資訊揭露評鑑普及，雖法令有規定公司上櫃兩年內必須通過認證，但自願參與認證的公司在此階段還是可以有很大的成長空間。不過若公司治理評鑑成為強迫性質，那麼資本市場對於持續通過公司治理認證的公司是否還有更顯著的累積異常報酬則必須進一步驗證。
- 三、 建議政府相關單位應充分利用市場的正面激勵效果來健全市場的透明度，藉此吸引更多外來資金以及保護投資人。如鼓勵四大基金或是投信投顧持有公司治理較好的公司股份，甚至編制「台灣公司治理指數」以鼓勵各上市櫃公司取得較優質的資金投資，都可達到改善資本市場效率的目的。

參考文獻

中文部份

1. 社團法人中華公司治理協會，CG6004 公司治理制度評量通用版簡介說明，中華民國九十七年。

英文部份

1. Bhagat, S. and B. Bolton, (2008), "Corporate Governance and Firm Performance," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 257-273.
2. Beaver, W. H., (1966), "Financial ratios as predictors of failure," *Journal of Accounting Research*, Vol.4, pp. 71.
3. Beiner, S., W. Drobetz, Markus M. Schmid, and H. Zimmermann, (2006), "An Integrated Framework of Coporate Governance and Firm Valuation – Evidence from Switzerland," *European Financial Management*, Vol. 12, pp. 249-283.
4. Black, B.S., Kim W., Jang H., and Park, K.S., (2005), "How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea," Working paper.
5. Boubakri, N., Jean-Claude Cosset, and O. Guedhami, (2005), "Liberalization, Corporate Governance, and the Performance of Newly Privatized Firms," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, pp. 767-790.
6. Cheng, S., (2008), "Board Size and the Variability of Corporate Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, pp. 157-176.
7. Chung, K. H., and Hoje Jo, (1996), "The Impact of Security Analysts'

- Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, pp. 493-512.
8. Drobetz, W., A. Schillhofer, and H. Zimmermann, (2004), “Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany,” *European Financial Management*.
 9. Durnev, A., and E. Kim, (2005), “To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation,” *Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 1461-1493.
 10. Ferreira, M. A., and P. A., Laux, (2007), “Corporate Governance, Idiosyncratic Risk, and Information Flow,” *Journal of Finance*, Vol. 62, pp. 951-990.
 11. Fosberg, R., (1989), “Outside Directors and Managerial Monitoring,” *Akron Business and Economic Review*, Vol. 20, pp. 24-32.
 12. Gompers, P.A., J.L. Ishii, and A. Metrick, (2003), “Corporate Governance and Equity Prices,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, pp. 107-155.
 13. Gompers, P.A., J.L. Ishii, and A. Metrick, (2009), “Extreme Governance: An Analysis of dual-class firms in the United States,” *Review of Financial Studies*, Forthcoming.
 14. Hutchinson, M., and F. A., Gul, (2004), “Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practices and Firm Performance,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, pp. 595-614.
 15. Investor Responsibility Research Center Institute, *Takeover Defenses Database*, 2009.
 16. Johnson, Simon, P. Boone, A. Breach, and E. Friedman, (2000), “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics*,

- Vol. 58, pp. 141-186.
17. Klapper, L., I. Love, (2004), "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, pp. 703-728.
 18. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1147-1170.
 19. Lehn, K., S. Patro, and M. Zhao, (2007), "Governance Indexes and Valuation: Which Causes Which," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, pp. 907-928.
 20. Lemmon, M., and K. Lins, (2003), "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 1445-1468.
 21. Lins, K., (2003), "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, pp. 159-184.
 22. Lyon, John D., Brad M. Barber, and Chih-ling Tsai, (1999), "Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns," *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 165-201.
 23. Morck, Randall, A. Shleifer, and R. W. Vishny, (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
 24. Morey, M., A. Gottesman, E. Baker, and B. Godridge, (2009), "Does Better Corporate Governance Result in Higher Valuations in Emerging Markets? Another Examination Using a New Data Set," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, pp. 254-262.
 25. Shanghai Stock Exchange (2009), *SSE Corporate Governance Index to Adjust Constituents*.

26. Yermack, D., (1996), “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors,” *Journal of Financial Economics*, pp. 185-211.
27. Zeckhauser, R. J., and J. Pound, (1990), “Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance,” *National Bureau of Economic Research*, pp 149-180.

