

第一章 緒 論

1.1 研究動機

知識經濟時代，「人才」已成為企業最大的資產，使得鼓勵員工積極為公司效力的股票選擇權（stock option），成了留住人才的重要手段，在過去長達 10 年的多頭市場中，不僅多達 90% 的美國企業已經採用股票選擇權的制度，歐洲的企業也蔚然成風，而台灣則是以類似的股票分紅（restricted stock bonus）制度，也造就了數以萬計，身價以億計的高科技新貴。

自民國七十年代開始，在政府扶植下國內電子業成為眾所周知的明星產業，台灣電子產業讓台灣在世界經濟舞台上佔有舉足輕重的地位。在競爭激烈，產品生命週期隨著技術進步更加縮短的情形下，高科技電子業為了吸引人才，並激勵員工士氣，紛紛實行以員工分紅配股制度來留住人才。聯電董事長曹興誠在 1999 年談台灣 IC 工業之競爭力〔1〕一文中曾提到台灣 IC 工業競爭力的三大要素其中之一，就是台灣獨特的員工股票紅利制度；宏碁集團董事長施振榮亦表示，員工分紅入股制度能吸引許多優秀人才加入企業，也使員工產生極高的向心力，打造出今日台灣在高科技業的成就。

員工分紅入股制度設計之目的，在於希望員工持有公司之股份，成為企業之股東，使勞資結為一體，增進勞資合作關係，員工既為公司之股東，其努力的成果，亦可從公司盈餘之分配中獲得回饋，而員工為提高其獲得之盈餘股利，將會致力於提高生產力與工作績效，進而促進公司整體經營績效之提升。自國內外的研究報告（鄭邦瑋〔2〕；馬黛〔3〕；余國謀〔4〕；Kruse〔5〕；Klien〔6〕等）顯示，員工分紅制度確實能延攬、留住優秀人才，並激勵員工士氣，使公司整體經營績效提升，此即所謂的激勵效果。

2002 年 7 月 18 日，亞洲華爾街日報以頭版頭條的方式嚴厲指出，在美國企業爆發一連串會計醜聞引發的關切日增之際，擁有全球最大方員工股票分紅

系統的台灣，也成為會計實務嚴格把關的矛頭所指。該報導指出台灣高科技公司員工分紅所可能牽涉的問題，它指出「台灣高科技產業對員工大量配發紅利，是全世界對員工最慷慨的企業，此舉造成外國投資人的權益與日俱減，外資甚至至已經準備處罰這些企業」。

但隨著景氣不佳，財務醜聞頻傳，開始有許多異議呼聲出現，認為員工股票選擇權或所謂的員工分紅制度應列為勞動成本，提列在企業支出的費用中，而非由該分給股東的利潤中「揩油」支付，以確保股東權益。以聯發科技為例，2003年股東會上，聯發科以不願稀釋股本為理由，只寥寥發了4元股票股利和4元現金股利來犒賞股東，卻讓員工平均每人享有3000萬市值的股票，引起不小的爭議，批評聯發科是籠絡了員工，犧牲了大、小股東。

對於目前國內科技界行之有年的員工分紅制度，引起各界爭議，但台積電董事長張忠謀強調，雖然美國已針對分紅制度提出檢討，分紅制度是維持科技界成長的主要原因，相對於歐美地區的重新檢討，員工分紅制度是讓台積電成功的重要因素，基於競爭因素，員工分紅制度不宜廢除，張忠謀更在法人說明會上拿出數據表示，台積電近8年來，因員工分紅造成的股權稀釋度僅在2%，而相等規模且實施股票選擇權的美國企業，股本稀釋度卻是3.5%，台積電並沒有因此犧牲股東權益。2003年1月6日，聯電董事長曹興誠也在名為《為員工分紅配股說幾句話》〔7〕、長達4000多字的專文中說道，聯電員工分紅比例最早為25%，後經一路下調為12%、8%乃至目前的不低於5%。自1986年至2002年，17年來，聯電員工分紅配股全部加起來，只佔目前聯電總發行股數的5.1%，對股東而言，17年來承擔的總損失，還不到一個跌停板。

在一連串外資指責我國員工分紅配股的會計處理，不僅缺乏透明度，也可能影響股東的投資報酬，甚至質疑員工分紅配股制度對電子產業後勢的看法，而另一方面電子業龍頭的晶圓雙雄台積電與聯電董事長不約而同肯定員工分紅配股制度對台灣高科技業的貢獻，且皆認為不宜廢除，加上業界也強烈主張分紅制度應保留的聲浪下，對股東而言，因員工分紅配股享受到了企業競爭力

提昇的好處與股東權益稀釋的程度究竟孰輕孰重呢？

1.2 研究目的與問題

聯電董事長曹興誠在《為員工分紅配股說幾句話》〔7〕的專文中也坦然地表示：「由於員工配股的關係，股東在『除權』的時候會遭到損失，如果股價『填權』沒有超過這個比率，股東會遭到淨損。因此，股價下跌之際，員工分紅配股應有所節制，否則對股東是不公平的。」

員工分紅配股之所以會對股東造成不利，其原因為在公司市值沒有增加的狀況下，部份流通在外股數的增加卻由不具股東身份的員工無償取得公司的股票，無疑是直接削減了股東應有的權益。

因員工分紅配股的激勵效果，經國內外學者之研究，確實能顯著提升企業之經營績效；而員工分紅配股理論上亦對股東權益存有稀釋效果，故本研究之目的即在於了解此二種效果並存表現在實際的投資報酬率上的綜合效果為何（如圖 1），並透過研究下列三個問題來探討員工分紅配股對股東財富之短期影響是否可預期：

- (1) 探討我國上市電子公司宣告員工分紅配股之事件是否對原有股東財富產生異常報酬？
- (2) 若有異常報酬的產生，是否於景氣不佳、股市行情差股價無法填權時，股東才會遭到淨損，在股市行情好股價可以填權之狀況下就不致對股東財富產生損害？
- (3) 將樣本依發放員工配股金額占前一年度稅後盈餘之比率是否與累計平均異常報酬呈現負相關？

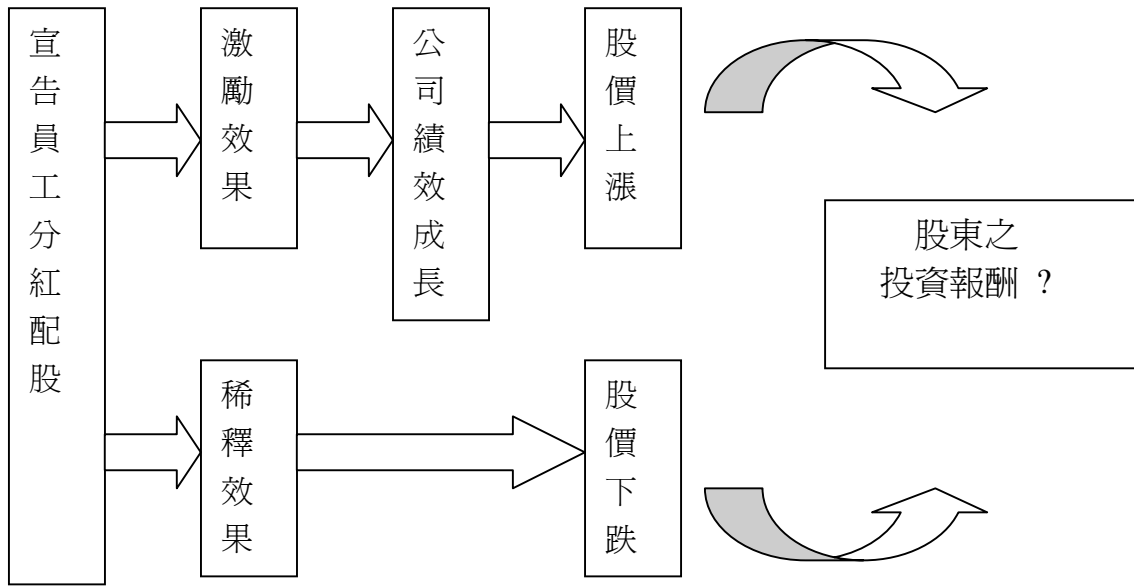


圖 1 宣告員工分紅配股對股東投資報酬之影響

資料來源：本研究整理



1.3 研究流程與內容

本研究擬定下列之研究流程並依序來進行後續之研究工作。研究流程圖如下：

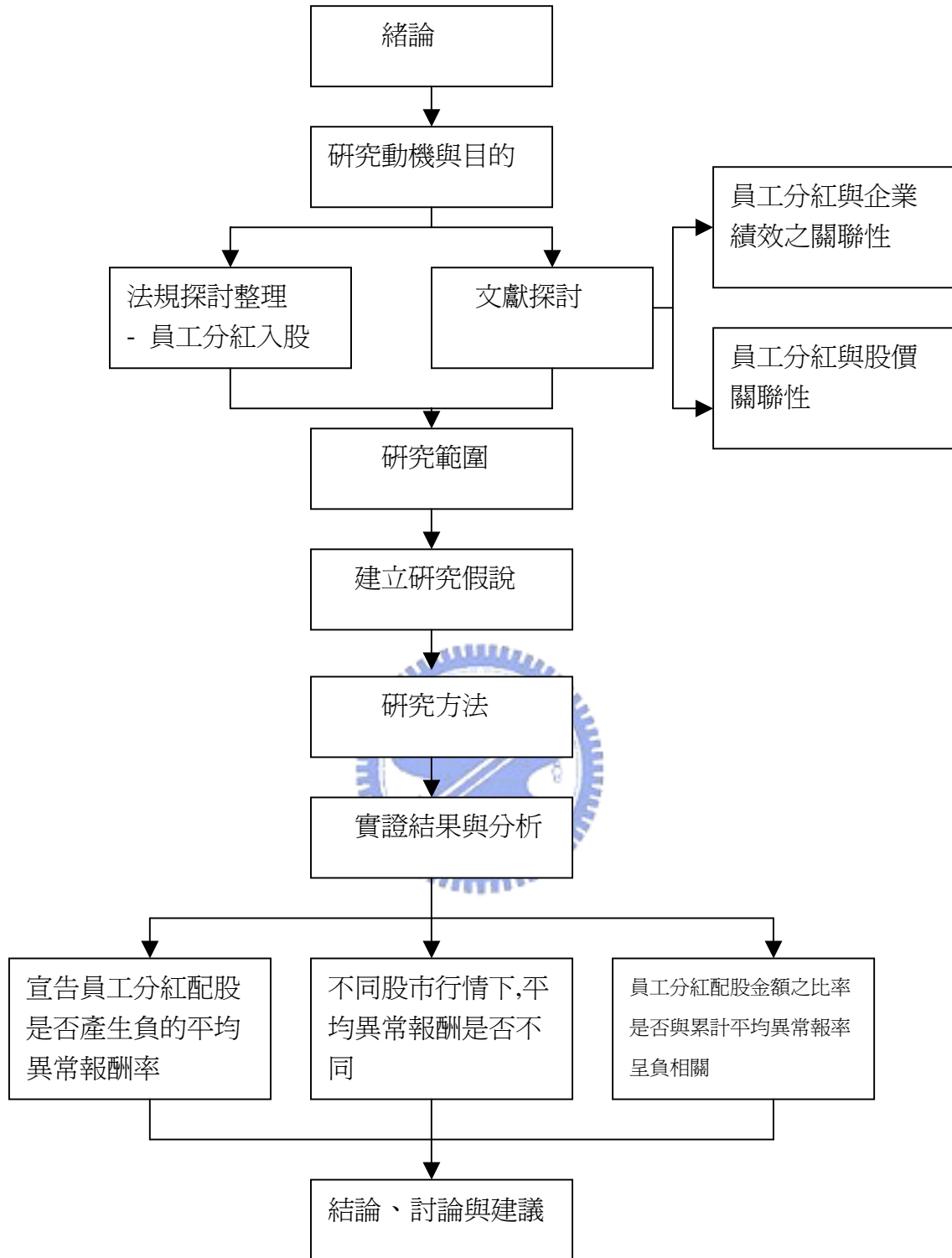


圖 2 研究流程圖

第二章 理論探討與文獻回顧

2.1 員工分紅入股的意義及相關法令之規定

分紅入股，實則應從「分紅」、「入股」及「分紅入股」三方面予以探討。

一. 分紅

為分配紅利之簡稱，所謂的「紅利」，係指企業於每年結算後所產生之利潤，扣除稅捐、公積提撥以及其他依法應分配之項目；而事業單位之僱主於紅利中提撥一定成數給所屬員工分享的部分，即為所謂的「分配紅利」，亦為利潤分享(Profit Sharing) (莊澄祥 [8])；1988 年國際分紅會議 (The International Congress of Profit Sharing) 亦對分紅定義為「所謂分紅乃指根據一項自由的合約，員工得依事前約定的比例分享利潤」(劉莉蘭 [9])。換言之，分紅也就是受僱員工在正常薪資外，獲得一部分企業利潤之分配 (Thonander [10])。

員工分紅制度在經濟上的意義，一方面是所得的重分配，從企業的立場而言，分紅制度乃是將企業自消費者手中取得的利潤，重新在股東與員工間作一較為合理之所得分配；一方面則是有助於擴大消費者需求，員工在取得企業所分配之紅利後，或用於投資，或用於消費，有助於擴大內需，促進經濟體系之安定(吳家聲 [11])。

我國公司法第 235 條規定，公司章程中應訂明員工分配紅利之成數，並於盈餘分派時，按規定成數分配於員工。但對於如何分派，並無具體規範，通常由董事會作成盈餘分派案經股東會通過後，予以執行。員工紅利之發放，公司法之相關規定如下：(馬嘉應、薛明玲 [12, 13])

1. 員工紅利分派以未分配盈餘為限，至於以公積撥充資本時，則無員工紅利之適用。
2. 公司無盈餘時，不得分派股息及紅利，自無員工紅利之適用。

3. 公司年度決算盈餘，應先彌補虧損，並提出 10%法定盈餘公積後，始得分派；公司決議不分配盈餘時，自無紅利分配員工紅利。
4. 公司章程若訂明先分派股息，再分派紅利，則員工紅利之分派應以分派股息後之餘額為準。

二. 入股

係指僱主協助受僱者獲取事業單位發行之部分股權成為股東，縮短僱主與受僱者間對立的距離（陸光〔14〕）。員工入股制度（Employee Stock Ownership Plan, ESOP）為企業提供員工有利條件，使員工取得其所服務企業的股票成為股東，也使員工努力的成果可由企業發放股息與股利中分享，與企業一同承擔經營成敗之風險。

就員工入股制在經濟上的意義，代表著企業風險承擔者的增加，亦即風險分散。從企業經營的立場來說，風險分散可以降低非制度性風險（non-institutional risk），藉由參加經營管理者的增加，而減少人為疏失所造成的經營錯誤；亦即降低企業的監督成本。即便因企業經營失敗而導致破產或清算，入股制度的實行可減少企業停業時所產生的衝擊。（趙曉玲〔15〕）

就勞資關係而言，員工在參與入股制度後，成為企業的股東，其為了減輕風險，提高利潤，必然會更加積極地參與企業經營，故在入股制度之下，員工與企業的立場完全一致，而所謂的勞資關係也就僅存在於未入股員工與股東間，如此便能有效降低勞資衝突，增進勞資和諧。（趙曉玲〔15〕）

我國法令對於入股制度之規定如下：

1. 公司法第 272 條：公司公開發行新股時，應以現金為股款；但由原有股東認購或由特定人協議認購，而不公開發行者，得以公司事業所需之財產為出資。

所謂財產，早期多指企業所需之不動產或機器設備等，但隨著知識經濟時代來臨，「人才」已成為企業最大的資產，以專業技術作價入股之案件日益增加，依科學園區設置條例之規定，技術作股得在投資額的 25%內為之。故此規定使員工得以技術作股，成為股東，是為員工入股方式之一。

2. 公司法第 267 條：公司發行新股時，除經目的事業中央主管機關專案核定者外，應保留發行新股總額百分之十至十五之股份由公司員工承購。

但所定保留員工承購股份之規定，於以公積或資產增值抵充，核發新股予原有股東者，不適用之。此條提供員工入股方式之二，亦即參與公司之現金增資，以取得公司股權。

3. 證券交易法第 28-2 條：股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司，於有價證券集中交易市場或證券商營業處所或依第四十三條之一第二項規定買回其股份，以轉讓股份予員工。惟此項轉讓應於買回股份之日起三年內為之，逾期未轉讓者，視為公司未發行股份，並應辦理減資之變更登記。
4. 證券交易法第 28-3 條：上市上櫃公司得經董事會特別決議，向證期會申報發行員工認股權憑證，亦即上市上櫃公司經核准得與員工要約，員工得在將來一定期間內，以一定的價格認購公司股份。
5. 公司法第 235 條：章程應訂明員工分配紅利之成數。以便公司有盈餘時發放紅利給員工。
6. 公司法第 240 條：公司得由有代表已發行股份總數三分之二以上股東出席之股東會，以出席股東表決權過半數之決議，將應分派股息及紅利之全部或一部，以發行新股方式為之。且公司法第 240 條第 4 項規定，「公司決議以紅利轉作資本時，依章程員工應分配之紅利，得發給新股或以現金支付之。」員工分紅入股的法律依據，由此而來。

綜合上述法規，員工入股方式共分為：

1. 員工以技術作股
2. 員工參與公司現金增資
3. 買回庫藏股予員工
4. 發行員工認股權憑證
5. 分派員工股票紅利

三. 分紅入股

分紅入(配)股係指既分紅又入股的制度，為分紅與入股相連結的制度。企業將一部分紅利改以企業所將發行的股票分配給員工，使得員工在取得利潤的同時也獲得企業的部分所有權，一同承擔企業經營失敗的風險。換句話說，即事業單位不以現金的方式發放應給的紅利，而以股票代之(丁幼泉〔16〕)。若為無償則為配股，若為以面額或部分比率之股票市價認購，則為入股(張俊彥、游伯龍〔17〕)。此制度為一種同時具有分紅與入股特性的利潤分享，在我國高科技產業中普遍施行。

分紅入股的法律依據，依公司法第 240 條第 4 項規定：「公司決議以紅利轉作資本時，依章程員工應分配之紅利，得發給新股或以現金支付之。」至於發放員工現金紅利或新股之適用條件、程序等，散見於公司法其他條文，彙整相關規定如下：(馬嘉應、薛明玲〔12,13〕)

1. 發放員工股票股利僅限於股份有限公司：

公司於分派盈餘時應提列員工紅利，為公司法第 235 條規定，另公司法第 110 條第 3 項亦說明準用公司法第 235 條之規定，因此分派員工紅利之對象，包括股份有限公司及有限公司。但公司若擬依據公司法第 240 條規定，以發給新股方式支付員工紅利，則因公司法第三章(有限公司)並無準用公司法第 240 條之規定，因此發給員工股票紅利，應僅限於股份有限公司，有限公司則不適用。

2. 員工股票紅利應經股東會特別決議：

發放員工紅利屬於盈餘分派案之一項，依公司法規定屬普通決議，其表決僅需有代表已發行股份總數之半數以上同意即可，但公司若擬將股息及紅利以發行新股方式支付，依公司法第 240 條規定，應有已發行股份總數 2/3 以上股東出席，出席股東表決權過半數之決議行之，亦即員工紅利如果是現金發放，僅需股東會普通決議(1/2*1/2)為之；若是以股票之形式來發放員工紅利，則需股東會特別決議(2/3*1/2)。公司法第 240 條另規定，公開發行公司以股息及紅利發行新股，若出席股東之股份總額不足前項定額(2/3)者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權

2/3 以上同意行之。若公開發行公司之股息及紅利之分派，章程已訂明比率，並授權董事會決議辦理者，得以董事會 2/3 以上董事出席，及出席董事過半數之決議，將應分派之股息及紅利之全部或一部，以發行新股方式為之，並報告股東會。

3. 員工股票紅利按面額發行：

依據經濟部 77.11.29(77)商 36586 號函說明四之規定，員工股票紅利以面額發行。

4. 員工股票紅利與股東以股票轉增資之成數，不強求配合：

公司法第 240 條第 4 項規定：「公司決議以紅利轉作資本時，依章程員工應分配之紅利，得發給新股或以現金支付之。」亦即公司股東會得決議員工紅利以股票支付。至於員工紅利以股票支付之成數應為多少，是否應與股東股利轉增資之成數配合，公司法並無強制規定，視各公司之公司章程及股東會決議而定。



2.2 員工分紅稀釋率之定義

市場上多以稀釋率作為員工分紅對股東財富傷害程度之指標，目前市場對稀釋用語之分類如下（李冠皓、鍾俊文〔18〕）：

表 1 員工分紅稀釋率之定義

市場用詞	定義	公式
1. 獲利稀釋率	<ul style="list-style-type: none"> ● 員工紅利費用化後，對原來盈餘之影響程度 ● 將員工紅利費用化後，對 EPS 之影響程度 	$= \frac{\text{員工分紅股數} \times \text{市價}}{\text{稅後淨利}}$ $= \frac{\text{員工分紅股數} \times \text{市價}}{\text{加權平均股數}} \div \text{EPS}$

2. 股權稀釋率	<ul style="list-style-type: none"> ● 員工分紅股數占除權後公司總股數之比率 ● 員工分紅股數占除權後原股東總持股之比率 	$= \frac{\text{員工分紅股數}}{\text{除權後普通股股數}}$ $= \frac{\text{員工分紅股數}}{\text{除權前普通股股數} \times (1 + \text{無償配股率})}$
3. 股東權益稀釋率	<ul style="list-style-type: none"> ● 員工分紅價值占除權後股票總市值之比率 (當認購價為 0 時，結果與 2 同) 	$= \frac{\text{員工分紅股數} \times (\text{除權後參考價} - \text{認購價})}{\text{除權後普通股股數} \times \text{除權參考價}}$ <p style="text-align: center;">員工分紅價值 = 市價 - 認購價</p>

本研究係為探討員工分紅配股對股東財富之影響，故將對以市價衡量之股東權益稀釋率為關切焦點。

當企業發放員工紅利而無法填權時，則股東不僅權益被稀釋，股東拿到的盈餘分配比例不是公司章程之承諾，而且，還有可能由自己的口袋中拿權益來補貼員工的可能…股價越高，多發股票時，原始股東與員工股東間的分配比率，背離約定比例的程度越大；反之，若市價越低，則稀釋的效果愈小，影響亦愈小(馬秀如、黃虹霞 [19])。

2.3 員工分紅與企業績效關連性之相關文獻

國內外有許多學者就分紅入股和生產力之關連性進行研究，茲就近年的實證研究結果陳述如下：

1. Conte & Svejnar [20]

Conte & Svejnar 以美國製造業為例，以 OLS 和 IV 兩種模式分析管理參與、利潤分享和 ESOP 對生產力的影響。研究結果顯示，利潤分享制度與生產力為正向相關，但效果僅在公司同時提供其他類型的員工參與制度時顯著，比較有實施利潤分享（但無採行其他員工參與管理制度）和無採行利潤分享的公司，發現前者的生產力較後者約多 32%。

在 ESOP 對生產力的影響方面，發現入股的影響力須視入股數量多寡而定。研究結果顯示，少量的 ESOP 有助於生產力的提升，但是當非管理者擁 ESOP 的百分比增加時，ESOP 對生產力的效果會縮減。

2. Jones & Kato [21]

Jones & Kato 以在日本上市的 109 家製造業為研究對象，利用 1973 年至 1980 年的資料，以 OLS Cobb-Douglas 生產函數，研究利潤分享和生產力之間的關係。ESOP 和生產力之關係方面，發現 ESOP 的導入可以提昇生產力 4%-5%，同時在長期下有助於強化員工組織承諾及同儕監督，而 ESOP 對生產力的效果在引進後第 3 年及第 4 年最為明顯。

利潤分享制度與員工生產力亦有正向相關。在產業平均利潤分享額度不變的情況下，公司提高 10% 的員工利潤分享額度，下一年度的生產力會提高 1%，如果公司利潤分享額度不變，而產業平均額度下降 10% 時，下一年度的生產力亦提高 10%。

3. Chris Doucouliagos [22]

Doucouliagos 利用後設分析法(Meta-Analysis)，分析 43 篇有關員工參與制度對生產力效果的研究，發現勞資協同經營制度(codetermination)對生產力的效果為負，而利潤分享、員工持有(worker ownership)、員工決策參與等，對生產力則有正面的效果，且利潤分享的生產力效果大於員工持有。

4. Douglas L. Kruse [23]

Kruse 針對美國 500 家上市公司 1975 至 1991 年間的財務資料進行研究，結果發現採取分紅制度的第二年生產力會下降，第三年以後生產力才會提升；

不論是採行遞延式分紅或 ESOP，公司生產力均會小幅增加。相較之下，現金給付方式的效果較佳。此外，小公司實施分紅制度的效果較大公司明顯，且分紅的數量越多，對生產力的提升效果越顯著。

5. Shujie Yao [24]

Yao 以中國大陸 169 家國營製造企業 1980 年和 1983-1987 年的資料為例，利用 CES 方程式的 Kmenta approximation 和 nonlinear simultaneous system 研究利潤分享(國營企業所能保留的盈餘)和獎金(員工可獲得的分紅)對生產力的影響，前者僅衡量分紅入股對生產力的直接影響，而後者可同時衡量直接與間接的影響。結果發現，不論是利潤分享或獎金均有助於生產力的提升。

6. 鄭邦璋 [2]

作者以問卷調查的方式取得 56 家台灣製造業 1986 年至 1989 年之間的資料，利用 Cobb-Douglas 生產函數的設定，探討浮動分紅制度及固定期數分紅對生產力影響之差異。研究結果顯示浮動分紅制度的實施對營業額有正向且極為顯著的影響，而由係數的比較可以推算出，實施浮動分紅制度與固定期數分紅制度，營業額差異達到 1.812 倍；上期分紅水準對本期生產力的貢獻，在實施浮動分紅制度的廠商中，較實施固定基數分紅制度的廠商為大且顯著，其差異達 5 倍，突顯浮動分紅入股制度對生產力的影響。此外，研究發現入股制度可以降低員工流動率，但是入股制度的實施對營業額卻有負面的影響。

7. 古金英 [25]

針對民國 86 年台灣已實施入股計劃及員工入股信託計劃(執行方式類似美國的 ESOP)之 11 家上市公司，以 **Tobin's q** 和 **ROA** 為績效衡量的指標，觀察實施計劃前一年與其後三年(即民國 82 至民國 86 年間)之長期績效變動情形，並將兩種入股計劃實施前後的績效表現，利用無母數的單因子變異數分析與配對 t 檢定進行檢驗，以了解實施各該計劃對於公司績效之表現是否有所助益。

研究結果顯示，員工入股計劃無助於公司經濟績效的提昇，而在員工入股信託計劃方面則獲得了部分的支持，以 **Tobin's q** 的變化觀察之，實施 ESOP 有

助於公司經濟績效之穩定成長。此外，若員工入股計劃在持股不可出售的情形下，則此計畫對於公司績效之影響效果會優於可出售情況。

8. 張靜琪〔26〕

作者透過薪資、現金分紅、股票分紅、退休金提撥狀況等薪資福利變數組合探討其對組織績效之影響，並以上市公司為研究對象，以了解各產業其薪資福利對於組織績效之影響。結果發現：(一)當年度現金分紅及當年度股票分紅對各產業生產力之組織績效皆為正面之影響，且在大半之產業中為正面顯著之影響。(二)當年度薪資對於每人營收之組織績效最有影響力，且在超過一半之產業驗證出正向且顯著之影響。(三)前一年度的現金分紅，前一年度的股票分紅、前一年度退休金提撥狀況對於各產業組織績效之影響較不顯著。

9. 趙曉玲〔15〕

作者以國內上市上櫃之所有產業為研究對象，利用 1999 及 2000 年期的財務及會計資料，對於國內產業目前所採行的分紅入股制度，就其組織績效以生產力及獲利能力二類指標，進行一橫斷面之實證分析，以探討分紅入股對企業的影響。

其研究結果發現，企業在實施分紅入股制度後，不一定能提升員工生產力，然而對組織獲利能力卻有正面的助益。該研究亦指出，現金分紅對員工生產力的影響顯著大於股票分紅的影響效果；而在組織的獲利能力方面，則是股票分紅的影響大於現金分紅，且皆達顯著水準。

10. 蔡志瑋〔27〕

作者以台灣上市資訊電子業為研究對象，取 2000 年及 2001 年期之財務及會計資料，並以員工分紅費用化之會計績效(ROE)及市場績效(Tobin's q)為衡量標準以探討企業是否能透過員工分紅的激勵效果進而提高組織的績效。

研究結果指出，無論採用會計績效(ROE)及市場績效(Tobin's q)來衡量，無論每股員工分紅是按面值或是市價來計算，員工分紅與組織績效間皆呈現顯著的正相關。

茲將以上員工分紅與組織績效之相關實證研究彙整如下表 2：

表 2 員工分紅與組織績效之相關實證研究摘要

作者	研究目的	因變數	自變數	研究模型	研究發現
Conte & Svejnar [20]	探討管理參與、利潤分享及 ESOP 對生產力的影響	營業淨利/ 員工人數	管理參與 利潤分享 ESOP	OLS& IV 迴歸模型	利潤分享制度及 ESOP 有助生產力的提升
Jones&Kato [21]	研究利潤分享和生產力間之關係	營業淨利/ 員工人數	固定資產 員工人數 ESOP	Cobb- Douglas 生產函數	利潤分享有助生產力的提升
Chris Doucouliagos [22]		生產力	經營制度 利潤分享 員工持有 員工決策參與 公司型態	Mata- Analysis	利潤分享、員工持有、員工決策參與等對生產力有正面之效果
Douglas L. Kruse [23]	探討分紅制度與企業生產力之關係	營業收入/ 員工人數 營業淨利/ 員工人數	員工人數 資本額 ESOP	Cross- sectional regression	1. 採取分紅制度有助於生產力提升 2. 現金分紅的生產力提升效果較 ESOP 為佳 3. 小公司的實施效果較大公司為佳。
Shujie Yao [24]	研究利潤分享(國營	附加價值/ 員工人數	資本總額 員工人數	CES 方程式	利潤分享及獎金均有助於生產力提升

	企業所能保留的盈餘)和獎金(員工可獲得的分紅)對生產力的影響				
鄭邦璋 〔1〕	探討浮動分紅制度及固定期數分紅制度對生產力之影響	營業額	資本額 員工人數 稅前利潤 入股人數 員工離職率	問卷調查 迴歸模型	1. 浮動分紅制度的實施對營業額有正向且極為顯著影響 2. 入股制度的實行對營業額是負面影響。
古金英 〔25〕	探討入股計劃及員工持股信託計劃實施前後對組織績效的表現	Tobin's q ROA	員工入股計劃 員工持股信託計劃	迴歸模型 利用無母數的單因子變異數分析與配對 t 檢定進行檢驗	員工入股計劃無助於公司績效的提升
張靜琪 〔26〕	探討各產業之薪資福利對組織績效之影響	利潤/員工人數	前期現金分紅 前期股票分紅 前期退休金提撥狀況	迴歸模型	1. 當年度現金分紅, 當年度股票分紅對各產業生產力及組織績效皆為正面之影響 2. 前一年度的現金分紅, 前一年度的股票分紅對於各產業之組織績效影響不

					顯著。
趙曉玲 〔15〕	探討員工 分紅入股 制度對組 織績效的 影響	ROA Tobin's Q	分紅入股金 額 資本投入 勞動投入	迴歸模型	1. 實施分紅入股制 度對組織獲利能力 有正面的助益 2. 員工股票分紅對 組織獲利能力的影 響高於現金分紅
蔡志瑋 〔27〕	探討企業 是否能透 過員工分 紅的激勵 效果進而 提高組織 的績效	員工分紅費 用化後之會 計績效 (ROE) 市場績效 (Tobin's q)	員工股票分 紅面值 員工股票分 紅市價 營收成長率 負債比率	迴歸模型	員工分紅與組織績 效間皆呈現顯著的 正相關。

資料來源：本研究整理



2.4 員工分紅資訊與股價關聯性之相關文獻

1. Chang〔28〕

採用事件研究法檢視宣告採行 ESOP 後的股價反應，實證結果顯示，宣告採行 ESOP 的平均異常報酬顯著為正，異常報酬為正數的樣本比例高達 66%。若排除宣告買回庫藏股的資訊效果，樣本中有 27 家公司係以發行新股方式作為 ESOP，這些公司在宣告日時的異常報酬率更高。研究結論主張 ESOP 作為員工分紅配股計劃與股價(股東財富)存有正向關係。

2. 張仲岳〔29〕

作者的研究主要在探討我國未將董監酬勞及員工紅利列為薪資費用，而造成公司盈餘高估之程度。其次，由於董監酬勞及員工紅利之發放，會造成公

司股東個人權益之減少，故作者進一步探討公司發放董監酬勞及員工紅利金額之多寡，是否與公司股價有所關聯。

研究結論發現，由於我國一般公認會計原則並未要求將董監酬勞及員工紅利列為薪資費用，而使得我國上市公司之盈餘呈現高估之情況，而且此一高估之情況，隨著員工分紅之流行，有逐年遞增的趨勢，以民國 85 年為例，上市公司的平均盈餘約高估了 28%，而各行業之中又以電子業的盈餘虛增現象最為突出，在董監酬勞及員工紅利與股價之關連性上，實證結果指出(一)企業當年度未預期盈餘與當期累積異常報酬成正向關係 (二)企業當年度未預期董監酬勞及員工紅利與當期累積異常報酬成反向關係 (三)企業上一年度未預期董監酬勞及員工紅利與下期累積異常報酬成反向關係。

3. 張淑雯 [30]

以台灣上市電子公司為樣本，藉由探討證券市場投資人如何反應相關員工分紅入股資訊，進而了解此資訊應如何適切地揭露才能忠實表達公司獲利能力。據實證結果發現投資人反應於股價的是財務報表盈餘(未意識到分紅之成本)，推測其原因為員工紅利配股之隱密性，且員工紅利稀釋效果並非於宣告日就立即反應於股價上；另一原因則為投資人將員工分紅配股資訊視為一項激勵措施。另員工分紅配股價值與股價間存在著正向關係，此為市場投資人相信此制度帶來之激勵效果，並將其視為另一種投資。

4. 陳屬藤 [31]

作者以事件研究法驗證政府擬實施員工分紅入股按實價課稅之政策宣布，對證券市場之股票價格所造成之影響，根據實證檢定結果顯示：(一)政府宣布實價課稅政策對股票價格產生不利影響 (二)資訊電子業受政府宣布實價課稅影響較其它產業大。

5. 劉欣萍 [32]

作者採用事件研究法探討員工分紅配股租稅政策對上市資訊電子業股票報酬之影響，並建立迴歸模型以檢驗員工分紅配股比例是否與累積異常報酬有關，主要發現如下：

(一)員工分紅配股租稅政策對資訊電子業股價報酬的影響—實證結果顯示，員工分紅配股按實價課稅訊息之宣告對資訊電子類股證券報酬率具有不利之影響。

(二)員工分紅配股比例與累積異常報酬之關係—當員工分紅配股按實價課稅之訊息宣告時，員工分紅配股比例較高的公司，其股票累積異常報酬率與員工分紅配股比例較低的公司無顯著差異。如果以財政部正式宣佈民國八十九年至九十一年員工取得的股票紅利仍按該有價證券面值計算所得作為另一事件日，實證結果發現，員工分紅配股比例較高的公司，其股票累積異常報酬率顯著高於員工分紅配股比例較低的公司。

6. 蔡志瑋〔27〕

以台灣上市資訊電子業為研究對象，以實證研究方法探討員工分紅之激勵效果與稀釋效果的混合效果對投資人報酬的影響，其研究結果顯示員工分紅的激勵效果小於稀釋效果，亦即投資人的報酬與員工分紅呈現顯著負相關。

表 3 員工分紅與股價關聯性之相關實證研究摘要

作者	研究目的	因變數	自變數	研究方法	結論
Chang 〔28〕	檢視宣告 採行 ESOP 後的股價 反應	平均異常 報酬		事件研究 法 迴歸模型	1. 宣告採行 ESOP 日的平均 異常報酬顯著 為正 2. 主張 ESOP 與 股價(股東財 富)存有正向關 係。
張仲岳	發放董監	累積異常	未預期盈	關連性研	1. 當年度未預期

〔29〕	酬勞及員工紅利金額之多寡,是否與公司股價有所關連。	報酬	餘 未預期紅利	究 迴歸模型	董監酬勞及員工紅利與當期累積異常報酬成反向關係 2. 上一年度未預期董監酬勞及員工紅利與下期累積異常報酬成反向關係
張淑雯 〔30〕	探討證券市場投資人如何反應員工分紅入股資訊	累積異常報酬 市值/股東權益帳面值	分紅配股金額 盈餘	關連性研究 迴歸模型	員工紅利配股價值與股價間存在正向關係
陳屬藤 〔31〕	探討政府擬實施員工分紅入股按實價課稅之政策的宣布,對證券市場之股票價格所造成的影響	累積異常報酬	員工分紅配股比率	事件研究法	員工分紅配股按實價課稅訊息之宣告對證券報酬率具有不利影響。
劉欣萍 〔32〕	1. 探討員工分紅配股租稅政	累積異常報酬	員工分紅配股比率	事件研究法 迴歸模型	1. 員工分紅配股按實價課稅訊息之宣告對資訊電

	<p>策對上市 資訊電子 業股票報 酬之影響</p> <p>2. 員工分 紅配股比 例是否與 累積異常 報酬有關</p>				<p>子類股證券報酬 率具有不利影響</p> <p>2. 當員工分紅配 股按實價課稅之 訊息宣告時, 員 工分紅配股比例 較高的公司, 其 股票累積異常報 酬率與員工分紅 配股比例較低的 公司無顯著差 異.</p>
<p>蔡志瑋 〔27〕</p>	<p>1. 探討企 業是否能 透過員工 分紅的激 勵效果進 而提高組 織的績效</p> <p>2. 員工分 紅之激勵 效果與稀 釋效果的 混合效果 對投資人 報酬的影 響</p>	<p>累積異常 報酬</p>	<p>員工股票 分紅面值 員工股票 分紅市價</p>	<p>關連性研 究 迴歸模型</p>	<p>1. 員工分紅與組 織績效間皆呈現 顯著的正相關。</p> <p>2. 投資人的報酬 與員工分紅呈現 顯著負相關。</p>

從上述文獻探討及摘要表中可得知，除了針對民國 89 年財政部宣布員工分紅按實價課稅之事件研究如陳屬藤〔31〕；劉欣萍〔32〕之外，其餘員工分紅資訊與股價關聯性研究之實證結果相當分歧，如張仲岳〔29〕的研究說明了前一期和當期的員工紅利皆與當期累積異常報酬成反向關係，蔡志瑋〔27〕之研究亦指出投資人之報酬率與員工分紅呈顯著的負相關；但 Chang〔29〕，張淑雯〔30〕的研究卻說明了員工分紅入股制度和員工分紅配股價值與股價間存有正向關係。

本研究將延續蔡志瑋〔27〕對員工分紅配股對投資人報酬關聯性之探討，但因其以 2000 年及 2001 年之上市資訊電子業為樣本，且採用窗期較長的關聯性研究法(association study)，不易確定變數之間的因果關係。故本研究改以事件研究法(event study)，並擴大研究期間為 1998 年至 2003 年以探討員工分紅配股對股東財富的短期影響。



第三章 研究設計

本章旨在闡述本研究所採行之研究方法，共分為五節，第一節介紹研究範圍；第二節說明本研究之假設；第三節說明本研究之架構；第四節解釋研究方法；第五節說明迴歸分析。

3.1 研究範圍

由於員工分紅配股之宣告或股利宣告之研究大多使用事件研究法(Event Study)，因此須注意在事件期內不能有其他事件，如 Grinblatt、Masulis and Titman(33)，Asquith and Mullins(34)，Banker、Das and Datar(35)等皆使用純淨樣本，故本研究期經過選擇原則後能夠較強化樣本的純度。

一. 研究期間

為了解員工分紅配股在股市整體上漲行情及下跌行情走勢之時機對於股東財富之影響是否有異，故本研究之研究期間為自民國 87 年 1 月開始至 92 年 12 月底截止共計 6 年期間之電子產業上市公司為對象。

二. 選擇原則

本研究目的在於測定宣告員工分紅配股事件下股東投資報酬率變化之情形，故樣本為在臺灣證券交易所交易且於研究期間配發員工股票紅利之上市電子產業公司，然而為了使檢定結果更具效率性，樣本選取時須符合下列之限制，否則皆予以刪除。取樣係依據下列五項標準：

1. 宣告員工分紅配股之前一年度(即盈餘所屬年度)，每股盈餘為正數者。
2. 宣告員工分紅配股之前一年度(即盈餘所屬年度)結束日前，已在臺灣證券交易所掛牌交易者。
3. 為了比較員工分紅配股之效果，將樣本區分為股票分紅、現金分紅及股票及現金分紅三個類別，故亦保留宣告員工分紅配股與員工現

金紅利之樣本。

4. 選擇以在台灣證券交易所上市之股票，特別股因性質、義務不同，不列入本研究樣本。
5. 由於全額交割股性質與一般公司有所不同，故本研究樣本將之排除。

由資料分析結果得知，選取 210 家上市電子公司，於選樣年度合計 365 個樣本符合本研究選樣標準。再者，就員工分紅以股票形式發放者，以員工分紅配股金額占盈餘年度稅後盈餘之平均數作區分，發放大額員工配股分紅有 170 個樣本，發放小額員工配股有 195 個樣本。

三. 上市公司的資料來源

本研究有關各變數之資料來源，以具客觀性為主，可歸納如下：

1. 員工分紅配股宣告日期係指須於台灣證券交易所之公開資訊觀測站上揭露董事會之決議日和決議盈餘分配事項的公司。
2. 股票市場資料如發行量加權股價指數、電子類股價指數及個股調整後股價、價量走勢圖等資料，取自 Bloomberg 資料庫。
3. 財務性資料如各項資產負債金額、每股盈餘、營業收入、營業毛利、員工紅利金額及股東紅利金額等資料，係取自台灣證券交易所之公開資訊觀測站及各樣本公司所公布之年度財務報表。

3.2 研究假說

員工分紅配股之所以會對股東造成不利，其原因為在公司市值沒有增加的狀況下，部份流通在外股數的增加卻由非具股東身份的員工拿走，員工無償取得公司的股票，無疑是直接削減了股東應有的權益，此即所謂的稀釋效果。因此，本研究之假說一為：

假說一：員工分紅配股對股東財富具有負向的異常報酬

報章媒體經常報導，台股之上漲原因歸因於資金行情。據林志松〔36〕貨幣政策對股市報酬及波動性影響之研究－網狀因果及 GARCH 模型之應用，表示從活期性較高的 M1A 及 M1B 來看，的確有資金行情的說法。

鄧勝元〔37〕利用複迴歸模式探討以總體經濟因素指標，包括匯率、利率、貨幣供給、物價指數與領先指數是否可以正確預測股價指數的研究結果顯示，整體股價指數與貨幣供給、物價指數與領先指標呈正相關。整體股價指數與匯率、利率相關性並不顯著，電子類股價指數與貨幣供給、物價指數、領先指標呈正相關。

曹俊傑〔38〕的研究指出，央行可以透過貨幣政策來影響股票報酬率，故貨幣政策並非具有中立性，貨幣供給量對股市的影響為正向，且影響的速度皆較匯率與利率快。且貨幣供給額 M1A、M1B 及 M2 三者中，M1A、M1B 與股價間有因果關係，意指 M1A、M1B 會影響股價，而 M2 貨幣數量變動率與股價報酬率間沒有因果關係。由於 M1A、M1B 之變動會影響股價之變動，因此可以利用 M1A、M1B 作為預測未來股市變動的。

茲基於上述林志松〔36〕、鄧勝元〔37〕、曹俊傑〔38〕之實證結果，加上投資股票市場之交割資金多來自於活期儲蓄存款，即 M1B 與 M1A 之差額，整理如表 4。可知，活期儲蓄存款之年增率在 88、90 及 92 年度皆高達 18% 以上。再者，根據圖 3 發行量加權股價指數走勢圖（季 K 線）與圖 4 電子類股指數走勢（季 K 線），並參考證券業者一般對上漲行情年度及下跌行情年度的定義：（1）收盤指數高於前一年度收盤指數或指數高點出現在第三或第四季，而低點出現在第一或第二季時，該年度屬於上漲行情市場（2）收盤指數低於前一年度收盤指數或指數高點出現在第一或第二季，而低點出現在第三或第四季時，該年度屬於下跌行情市場。故本研究依貨幣供給中活期儲蓄存款之年增率及股價指數

成長情形等準則將研究期間 88-93 年度(註：員工分紅配股宣告之年度)整理如表 5 與表 6，並可得知 88、90 及 92 年度屬於漲勢市場，而 89、91、93 年度屬於跌勢市場。

表 4 貨幣供給額成長率

民國 年月	M1A(日平均)		M1B(日平均)		活期儲蓄存款金額	
	金額	年增率	金額	年增率	金額	年增率
87	17,395	1.67	38,548	3.76	21,153	
88	19,694	13.22	45,072	16.92	25,378	19.97%
89	19,026	-3.39	44,921	-0.34	25,895	2.04%
90	19,187	0.84	50,259	11.88	31,072	19.99%
91	20,905	8.96	54,916	9.27	34,011	9.46%
92	25,247	20.77	65,528	19.32	40,281	18.44%

資料來源：中央銀行，並經本研究整理



TWSE ↓5979.56 -109.72
 At 13:46 Op 6073.47 Hi 6077.97 Lo 5979.56

Message

Candle Chart TWSE Index 1/4
 Range 1/ 1/96 - 9/30/04 Period Q Quarterly Base Currency: TWD
 Upper Chart: 2 Candle Chart Moving Averages 5 15
 Lower Chart: V Volume Histogram Moving Average 1) News

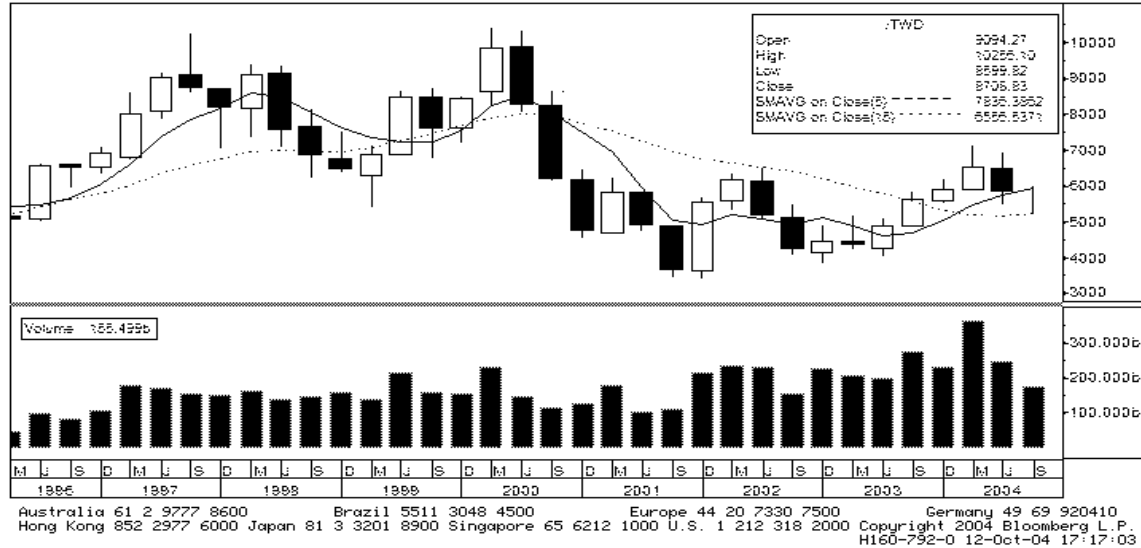


圖 3 發行量加權股價指數走勢 (季 K 線)

資料來源：彭博資訊 Bloomberg 資料庫

TWSEELEC ↓217.05 -3.61
 At 13:46 Op 219.49 Hi 220.24 Lo 217.05

Message

Candle Chart TWSEELEC Index 1/4
 Range 1/ 1/96 - 9/30/04 Period Q Quarterly Base Currency: TWD
 Upper Chart: 2 Candle Chart Moving Averages 5 15
 Lower Chart: V Volume Histogram Moving Average No News

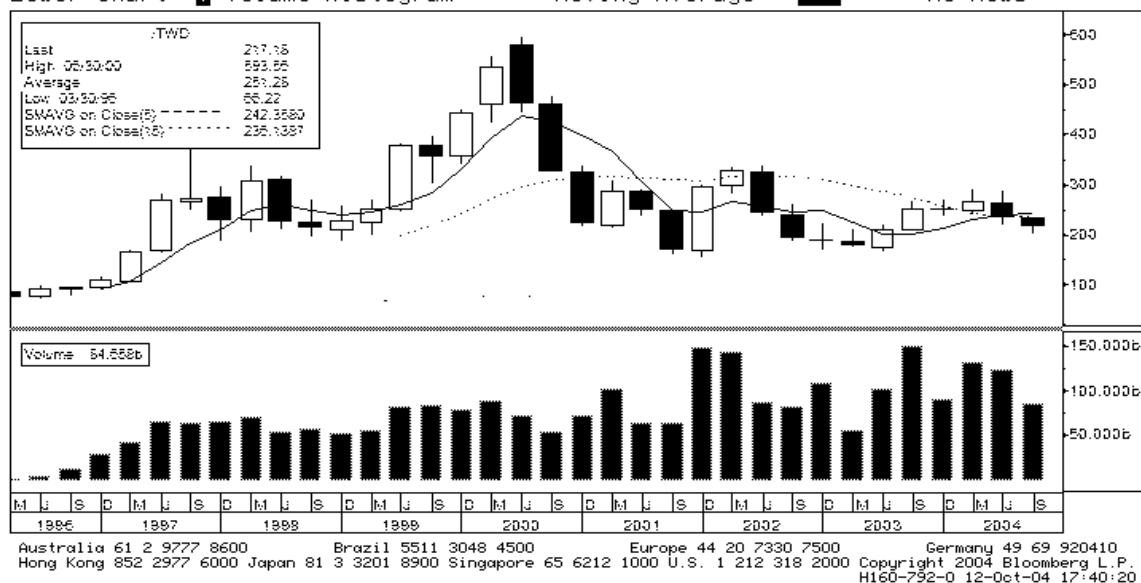


圖 4 電子類股指數走勢 (季 K 線)

資料來源：彭博資訊 Bloomberg 資料庫

表 5 加權股價指數各年度高低點彙總表^{註1}

大盤指數	1999	2000	2001	2002	2003	2004
高點	7/03 (8710.71)	2/9 (10393.59)	2/17 (6198.22)	4/27 (6484.93)	11/8 (6182.20)	3/6 (7135)
低點	2/06 (5422.66)	12/30 (4555.91)	9/29 (3411.68)	10/12 (3845.76)	5/3 (4044.73)	8/7 (5255.06)
收盤	8219.45	4739.09	5398.28	4747.32	5857.21	
漲/跌	漲	跌	漲 ^(註1)	跌	漲	跌

資料來源：本研究整理

表 6 電子指數各年度高低點彙總表^{註1}

電子指數	1999	2000	2001	2002	2003	2004
高點	12/28 (448.64)	04/01 (593.56)	2/16 (306.23)	4/2 (335.86)	10/29 (268.16)	5/5 (288.97)
低點	2/3 (202.42)	12/28 (215.34)	10/3 (156.94)	10/11 (169.53)	4/28 (168.32)	7/22 (201.43)
收盤	444.79	228.17	297.82	184.3	246.17	
漲/跌	漲	跌	漲 ^(註1)	跌	漲	跌

資料來源：本研究整理

據此，本研究提出之假說二為：

假說二：員工分紅配股之宣告對股東投資報酬率的影響在股市漲勢行情市場及股市跌勢行情市場表現不同。

註 1：2001 年(90 年)的樣本中，75%員工分紅配股之宣告日(事件日)落於仍屬上漲格局的第一季，為簡化目的，本研究將該年度列為漲勢市場。

依據員工分紅配股稀釋率之定義中(李冠皓、鍾俊文〔18〕)，

<p>股東權益 稀釋率</p>	<p>● 員工分紅價值占除權後股票總市值之比率 (當認購價為 0 時, 結果與 2 同)</p>	<p>= $\frac{\text{員工分紅股數} * (\text{除權後參考價} - \text{認購價})}{\text{除權後普通股股數} * \text{除權參考價}}$ 員工分紅價值=市價-認購價</p>
---------------------	------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

財政部於民國八十六年大幅度修改所得稅法，實施兩稅(營利事業所得稅與個人綜合所得稅)合一後，規定自八十七年度起，營利事業當年度之盈餘未作分配者，應就該未分配盈餘加徵百分之十營利事業所得稅(所得稅法第六十六條之九)。按此規定，若無特殊原因，一般公司應於次一年度董事會決議時討論當年度盈餘(含股東、員工紅利及董監事酬勞)之分配，並提出於股東會表決，否則，於未分配之決議後，將被加徵百分之十營利事業所得稅，直接損及股東之權益，故本研究嘗試以宣告年度員工分紅配股金額占前一年度稅後盈餘之比率為觀察對象。

而員工分紅配股係員工無償取得，即認購價為 0，則員工分紅股數占除權後普通股股數之比率越大，則稀釋效果越大。故當年度稅後盈餘分配予員工分紅之比率愈大，表示盈餘轉增資除權後股本中屬員工分紅股數比率增加。故本研究提出之假說三為：

假說三：依面額計算之員工分紅配股金額占前一年度稅後盈餘之比率與異常報酬率呈負相關。

3.3 研究架構

首先，將全體樣本以事件研究法實證員工分紅配股之宣告是否具有顯著之異常報酬率，其次，依全體樣本所處的股市行情狀況區分為漲勢行情及跌勢行情樣本二類，亦以事件研究法觀察橫向的事件期間平均異常報酬與縱向的樣本別累計平均異常報酬情形。

接著，將全體樣本依員工分紅配股比率之大小區分為大額員工分紅配股樣本及小額員工分紅配股樣本，分別在漲勢及跌勢行情下，以迴歸模式實證縱向樣本別累計平均異常報酬與員工分紅配股率的相關性。

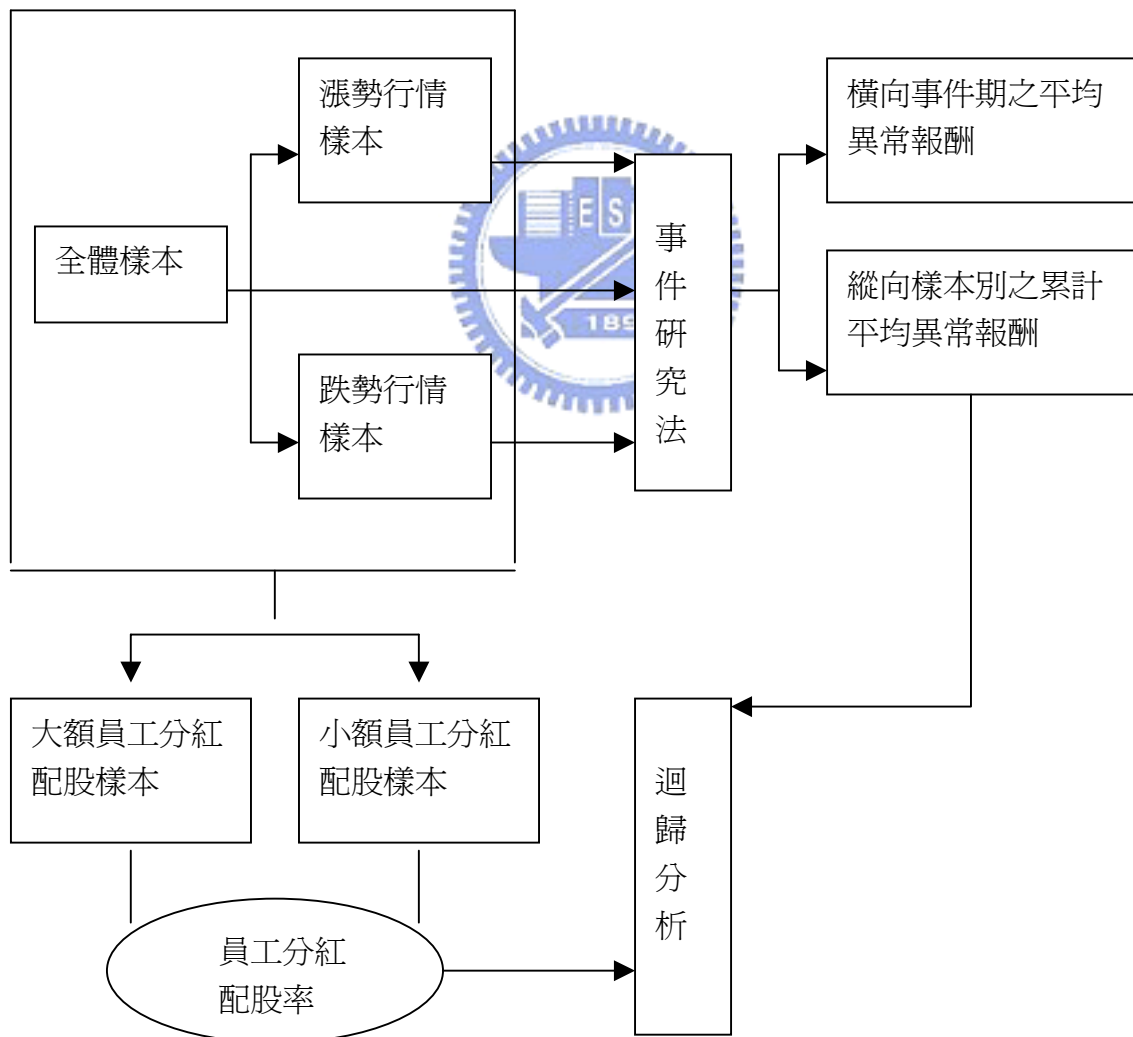


圖 5 研究架構

3.4 研究方法

(一) 事件研究法

事件研究法之主要目的，在探討當某一市場資訊或事件發生時，是否會引起股價的異常變動，亦即股價是否會產生異常報酬率(Abnormal Returns)。因此本研究採用源於 Ball and Brown [39] 及 Fama、Fisher、Jensen and Roll [40] 所提出的「事件研究法」，來探討員工分紅配股之效果。

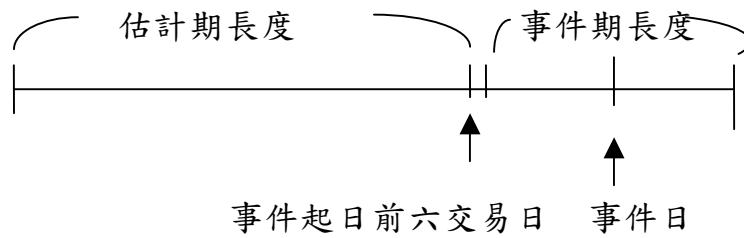
在研究過程中，首先須確定事件的種類及事件發生日，設定估計期間及事件期間，並以股價日報酬率估算其預期報酬率，再透過實際報酬率與預期報酬率之差額來觀察整體員工分紅配股事件於宣告日前後的事件期間是否具有異常報酬的產生，最後在母體為常態分配的假設下，進行統計檢定來檢視其統計值是否具有顯著性。



(二) 相關名詞定義

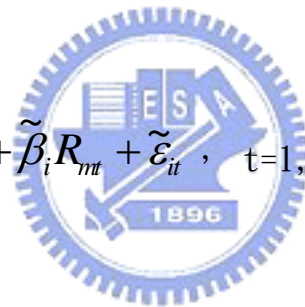
1. 宣告日：為了排除市場人士的預期心理，使得研究結果更為有效，本研究所指之宣告日，是以公司的董事會決議日為準，若當日適逢股票市場休市，則以休市後之第一個交易日為宣告日。
2. 事件日：即為宣告日。
3. 事件期間：為宣告日之前的第 5 個交易日起，至宣告日之後的第 5 個交易日止，共計 11 個交易日。
4. 估計期間：為事件期間之前的第 6 至 155 個交易日，共計 150 天。
5. 觀察期間：為宣告日前的第 160 個交易日起，至宣告日後的第 10 個交易日止，共計 171 個交易日。

估計期及事件期之關係如下：



(三) 異常報酬率之估計

本研究以日報酬為分析的基礎，並採用市場模式(Market Model)來建構股價報酬率預測模式。市場模式假定個別股票報酬率與市場報酬率間存有線性關係，因此本研究使用台灣證券交易所加權量發行股價指數^{註2}之日報酬作為自變數，而以個別上市公司之日報酬為因變數，進行迴歸分析後，估計出系統風險係數 β_i 與截距項 α_i 。



$$R_{it} = \tilde{\alpha}_i + \tilde{\beta}_i R_{mt} + \tilde{\varepsilon}_{it}, \quad t=1, \dots, T_i。$$

其中，

R_{it} ：表示 i 公司在估計期第 t 日的報酬率

R_{mt} ：表示估計期市場加權指數在第 t 日的報酬率

ε_{it} ：表示 i 公司於估計期第 t 日之殘差項。

在個別證券沒有受到所要研究之事件影響下，一般而言，事件期某一期之預期報酬率為：

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

註2: 由於許多股市觀察者認為，台灣股市有「產業輪漲」的現象，即屬同產業的股票有明顯同時上漲或下跌的現象，因此認為台灣的資料如果考慮了產業因素，或許能提高事件研究法的檢定力（沈中華、李建然〔41〕），且 Langetieg〔42〕及 Han, Wild

(四) 異常報酬率 (Abnormal Return)

在事件研究法中，異常報酬(Abnormal Return, AR_{it})指以事件期的實際報酬減去事件期的預期報酬。

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

其中,

AR_{it} : 表示 i 公司在事件期第 t 日之異常報酬率

R_{it} : 表示 i 公司在事件期第 t 日之實際報酬率

$E(R_{it})$: 表示 i 公司在事件期第 t 日之預期報酬率

若考慮平均異常報酬率，則將 n 家公司異常報酬率加總後除以 n ，計算如下：

$$\overline{AR}_t = 1/n \sum AR_{it}$$

(五) 累計平均異常報酬率 (Cumulative average abnormal returns)

累計異常報酬率 (CAR)，為特定期間內每日異常報酬率的累加值，本研究之事件期為宣告日前後 t 日，以 $(t1, t2)$ 表示之，故累計異常報酬率之計算方式如下所示：

$$CAR_i(t1, t2) = \sum AR_{it}$$

累計平均異常報酬(\overline{CAR})用以表示所選取的樣本，在事件期從第 $t1$ 日累計至第 $t2$ 日時，所累計之平均異常報酬率，除以研究樣本數：

$$\overline{CAR}(t1, t2) = \sum AR_t = 1/n \sum \sum AR_{it}$$

and Ramesh [43] 發現「同產業」之產業報酬率變數具有顯著影響力。由於本研究觀察之樣本皆屬上市電子產業，故以上市電子類股指數之日報酬代替台灣發行量加權股價指數之日報酬作為自變數的實證結果，亦表列於附錄一，以供參考。

(六) 負異常報酬之檢定

為檢定員工分紅配股之宣告是否明顯影響股價報酬率，故利用統計檢定方法來檢測事件期間之股價異常報酬率，是否達統計上之顯著水準。本研究採用普通橫剖面法(Ordinary Cross-Sectional Method) t 值來檢定其假設，假設檢定設計如下：

1. 平均異常報酬率之普通橫剖面法 t 檢定

依統計檢定方法，界定虛無假設為某事件期間股票之平均異常報酬率大於等於 0，即 $H_0: \overline{AR}_t \geq 0$ ，及對立假設為某事件期間股票之平均異常報酬率小於 0，也就是 $H_1: \overline{AR}_t < 0$ 。可運用統計檢定量加以檢測，在統計檢定之顯著水準 $\alpha < 5\%$ 以下，以 t 檢定統計量來檢測假設是否成立。

決策法則：若顯著水準為 α

- (1) 當 $t \leq -t(1-\alpha/2, n-1)$ 時，則拒絕 H_0 ，表示負異常報酬顯著，即 $\overline{AR}_t < 0$ 。
- (2) 當 $t > t(1-\alpha/2, n-1)$ 時，則接受 H_0 ，表示負異常報酬不顯著，即 $\overline{AR}_t \geq 0$ 。

2. 累計平均異常報酬率之普通橫剖面法 t 檢定

同理，界定虛無假設 $H_0: \overline{CAR}(t1, t2) \geq 0$ ，及對立假設 $H_1: \overline{CAR}(t1, t2) < 0$ 。在統計檢定之顯著水準 $\alpha < 5\%$ 以下，以 t 檢定統計量來檢測假設是否成立。

其中， t1：為計算累計平均異常報酬之起始值

t2：為計算累計平均異常報酬之終止值

決策法則：若顯著水準為 α

(1) 當 $t < -t(1-\alpha/2, n-1)$ 時，則拒絕 H_0 ，表示負異常報酬顯著，即 $\overline{CAR}(t1,t2) < 0$ 。

(2) 當 $t \geq t(1-\alpha/2, n-1)$ 時，則接受 H_0 ，表示負異常報酬不顯著，即 $\overline{CAR}(t1,t2) \geq 0$ 。

3.5 迴歸分析

(一) 迴歸模式

為了瞭解員工分紅配股宣告所引起股價反應的潛在原因，所以進一步研究員工分紅配股比率（以面額計算之員工分紅配股金額占所屬盈餘年度之稅後盈餘之比率表示）與累計平均異常報酬之間的關係。因此，本研究以事件期間 $(-5, 5)$ 共 11 日的累計平均異常報酬 (\overline{CAR}) 為因變數，以員工分紅配股比率為自變數，所建立的迴歸模式^{註 3}如下：

$$\overline{CAR} = \alpha + \beta \cdot X$$

其中，

\overline{CAR} ：宣告員工分紅配股之事件期間的累計平均異常報酬

X ：以面額計算之員工分紅配股金額 / 稅後盈餘

α ：迴歸模式之常數項

β ：迴歸模式之迴歸係數項

註 3: 本研究為探討員工分紅配股宣告時對股價異常報酬反應是否存有其他之原因，亦嘗試建立複迴歸模式，以了解各項自變數對因變數(累計平均異常報酬(\overline{CAR}))的相關性，茲將此複迴歸模式及其檢定結果陳於附錄二中，以供參考。

變數之操作性定義如下：

1. 因變數(Dependent Variable)：因變數為各樣本累計平均異常報酬 (\overline{CAR})，其定義為各公司在事件期間(-5, 5)內之累計平均異常報酬數。
2. 自變數(Independent Variable)：自變數為各樣本以面額計算之員工分紅配股金額/稅後盈餘

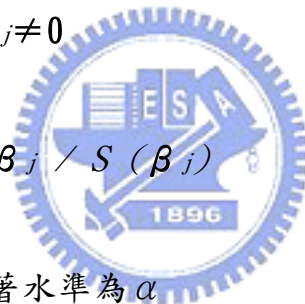
(二)迴歸係數及模式之檢定

1. **t 檢定**：係檢定迴歸係數是否具有統計上的顯著意義，即決定因變數 Y 與自變數 X_j 之間是否具有顯著的線性關係存在。

$$H_0: \beta_j = 0$$

$$H_1: \beta_j \neq 0$$

$$t = \beta_j / S(\beta_j)$$



決策法則：若顯著水準為 α

(1) 當 $-t(1-\alpha/2, n-1) \leq t \leq t(1-\alpha/2, n-1)$ 時，

則接受 H_0 ，表示影響不顯著，即 $\beta_j = 0$ 。

(2) 當 $t < -t(1-\alpha/2, n-1)$ 或 $t > t(1-\alpha/2, n-1)$ 時，

則拒絕 H_0 ，表示自變數對因變數有顯著影響，即 $\beta_j \neq 0$ 。

2. **F 檢定**：係檢定整個迴歸模式是否具有統計上之顯著意義，即將所有自變數 X_j 視為一個整體，測定因變數 Y 與所有自變數 X_j 之間是否具有顯著統計關係。

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = 0$$

$$H_1: \beta_j \text{ 不全為 } 0$$

$$F = \frac{MSR}{MSE} = \frac{SSR / K - 1}{SSE / N - K - 1}$$

其中，

MSR：表示迴歸均方和

MSE：表示誤差均方和

K：表示迴歸參數之個數

SSR：表示迴歸平方和

SSE：表示誤差平方和

決策法則：若顯著水準為 α

- (1) 當 $F(1-\alpha, K, n-K-1) \geq F$ 時，則接受 H_0 。表示因變數 Y 與所有自變數 X_j 間統計關係不顯著，即 $H_0: \beta_1 = \beta_2 = 0$ 。
- (2) 當 $F(1-\alpha, K, n-K-1) < F$ 時，則拒絕 H_0 ，表示自變數 X_j 對因變數 Y 有顯著影響，即 β_j 不全為 0。

3. 樣本判定係數 R^2

在討論自變數與因變數之間關係程度時，一般以判定係數 R^2 為判斷標準， R^2 值愈大，代表模式解釋能力愈強。

$$R^2 = \frac{SST - SSE}{SST} = \frac{SSR}{SST}$$

其中，

SST : 表示總平方和

SSE : 表示誤差平方和

SSR : 表示迴歸平方和

且 $SST = SSR + SSE$



第四章 實證結果與分析

4.1 異常報酬之相關敘述性統計分析

(一)各年度樣本公司之員工紅利發放情形^{註4}

表 7 研究期間上市電子產業各年度員工紅利發放統計^{註5}

員工紅利發放情形	總樣本		僅配發股票			僅配發現金紅利			同時配發員工股票及現金紅利			
	樣本數	發放比率	樣本數	占總樣本 %	發放比率 %	樣本數	占總樣本 %	發放比率 %	樣本數	占總樣本 %	股票比率 %	現金比率 %
87	47	6.41	28	59.6	6.05	4	8.5	3.58	15	31.9	6.06	1.77
88	60	6.08	41	68.3	5.96	3	5.0	1.09	16	26.7	5.17	1.40
89	98	6.91	63	64.3	7.09	5	5.1	2.87	30	30.6	5.45	2.00
90	118	7.92	78	66.1	7.39	6	5.1	5.41	34	28.8	6.05	2.21
91	165	8.45	72	43.6	8.08	15	9.1	6.37	78	47.3	5.93	3.27
92	210	8.27	83	39.5	8.79	24	11.4	7.11	100	47.6	5.60	2.94
合計	698		365	52.3		57	8.2		276	39.5		

註 4:本研究僅對於員工分紅配股中僅發放股票之樣本進行各項統計及其檢定。至於研究期間，員工分紅以不同發放形式所做之異常報酬率檢定結果，臚列於附錄三，以供比較參考。

註 5:表 7 中之發放比率=(員工分紅配股金額(以面額計)+現金分紅金額)/盈餘年度之稅後盈餘

如上表 7 所示，本研究期間 87 年至 92 年 12 月底為止，隨著國內上市電子公司之家數不斷成長，樣本量由 87 年之 47 家擴充至 92 年之 210 家。平均員工紅利(包括股票及現金)發放之金額占盈餘年度稅後盈餘之比率亦自 87 年之 6.41% 成長至 8.27%。

再由員工紅利發放之形式觀察，僅配發股票之家數百分比，自 87 年度的 59.6% 減少至 92 年的 39.5%，減少幅度約 33.7%，而同時配發員工股票及現金紅利之家數百分比，則自 87 年度的 31.9% 增加至 92 年度的 47.6%，增加幅度達 49.2%。

比較同時發放員工股票及現金紅利之各年度樣本，發放股票之比率呈下降之趨勢，而發放現金之比率則明顯增加。我國員工分紅配股未列入企業營業費用或營業成本而使每股盈餘虛增，實則稀釋股東權益而於近年來招致市場嚴重質疑，而表 7 所示員工紅利發放形式之消長似乎多少反應了企業因受市場壓力而在員工紅利政策上所做之調整。

(二)事件期間全體樣本、漲勢行情及跌勢行情樣本之敘述統計

自表 8 分析，研究期間全體員工分紅配股樣本總計為 365 個，其平均異常報酬率最大值為 18.18%，出現在 $t=5$ 時，而最小值為 -43.82%，出現在 $t=2$ 時，平均數範圍自 $t=4$ 時的 -0.15% 至 $t=-4$ 時的 0.29%，在 11 天的事件期內，計有 6 天之平均異常報酬平均數為負，5 天為正。

自表 9 分析，漲勢行情市場之樣本計有 163 個，其平均異常報酬率最大值為 8.97%，出現在 $t=-4$ 時，而最小值為 -8.62%，出現在 $t=3$ 時，平均數範圍自 $t=4$ 時的 -0.25% 至 $t=-4$ 時的 0.71%，在 11 天的事件期內，計有 2 天之平均異常報酬平均數為負，9 天為正。

自表 10 分析，跌勢行情市場之樣本計有 202 個，其平均異常報酬率最大值為 18.18%，出現在 $t=5$ 時，而最小值為 -43.82%，出現在 $t=2$ 時，平均數範圍自 $t=-3$ 時的 -0.40% 至 $t=5$ 時的 0.03%，在 11 天的事件期內，計有 10 天之平均異常報酬平均數為負，1 天為正。

同時，自以上之敘述及表 9 及表 10 的觀察可知，在跌勢行情市場下異常

報酬之變異數較在漲勢行情市場下為大。

表 8 全體員工分紅配股樣本事件期異常報酬之敘述統計量

事件期	個數	最小值	最大值	平均數	標準差	變異數
t=-5	365	-0.3780	0.0782	-0.0007	0.0346	0.0012
t=-4	365	-0.2262	0.1712	0.0029	0.0311	0.0010
t=-3	365	-0.2336	0.0772	-0.0010	0.0307	0.0009
t=-2	365	-0.3910	0.1132	0.0001	0.0365	0.0013
t=-1	365	-0.2282	0.0809	-0.0013	0.0314	0.0010
t=0	365	-0.2357	0.0847	0.0009	0.0317	0.0010
t=1	365	-0.2176	0.0890	0.0006	0.0333	0.0011
t=2	365	-0.4382	0.0823	-0.0005	0.0391	0.0015
t=3	365	-0.3548	0.0860	-0.0005	0.0337	0.0011
t=4	365	-0.2301	0.0799	-0.0015	0.0283	0.0008
t=5	365	-0.2042	0.1818	0.0019	0.0312	0.0010
CAR(-5,5)	365	-0.2021	0.0485	0.0001	0.0176	0.0003

表 9 漲勢行情市場員工分紅配股樣本事件期異常報酬之敘述統計量

事件期	個數	最小值	最大值	平均數	標準差	變異數
t=-5	163	-0.0706	0.0782	0.0014	0.0277	0.0008
t=-4	163	-0.0720	0.0897	0.0071	0.0283	0.0008
t=-3	163	-0.0472	0.0687	0.0028	0.0244	0.0006
t=-2	163	-0.0688	0.0736	0.0012	0.0286	0.0008
t=-1	163	-0.0689	0.0809	0.0010	0.0279	0.0008
t=0	163	-0.0672	0.0781	0.0024	0.0245	0.0006
t=1	163	-0.0665	0.0770	0.0022	0.0294	0.0009
t=2	163	-0.0619	0.0823	0.0034	0.0283	0.0008
t=3	163	-0.0862	0.0749	-0.0006	0.0270	0.0007
t=4	163	-0.0664	0.0702	-0.0021	0.0241	0.0006
t=5	163	-0.0650	0.0840	0.0040	0.0274	0.0008
CAR(-5,5)	163	-0.0213	0.0485	0.0021	0.0103	0.0001

表 10 跌勢行情市場員工分紅配股樣本事件期異常報酬之敘述統計量

事件期	個數	最小值	最大值	平均數	標準差	變異數
t=-5	202	-0.3780	0.0746	-0.0023	0.0393	0.0015
t=-4	202	-0.2262	0.1712	-0.0006	0.0329	0.0011
t=-3	202	-0.2336	0.0772	-0.0040	0.0348	0.0012
t=-2	202	-0.3910	0.1132	-0.0007	0.0419	0.0018
t=-1	202	-0.2282	0.0764	-0.0031	0.0339	0.0012
t=0	202	-0.2357	0.0847	-0.0003	0.0366	0.0013
t=1	202	-0.2176	0.0890	-0.0007	0.0362	0.0013
t=2	202	-0.4382	0.0736	-0.0036	0.0459	0.0021
t=3	202	-0.3548	0.0860	-0.0005	0.0384	0.0015
t=4	202	-0.2301	0.0799	-0.0011	0.0313	0.0010
t=5	202	-0.2042	0.1818	0.0003	0.0338	0.0011
CAR(-5,5)	202	-0.2021	0.0343	-0.0015	0.0217	0.0005

(三) 縱向個別樣本公司累計平均異常報酬敘述統計

請詳見表 18 全體員工分紅配股樣本與投資人報酬研究相關變數之敘述統計量表及其說明。

4.2 事件期平均異常報酬率之實證結果

(一) 市場模式迴歸模式檢定

本研究以日報酬為分析的基礎，採用市場模式(Market Model)來建構股價報酬率預測模式，表 11 為估計期間以加權股價指數為因變數以預測事件期預期報酬率之迴歸模型檢定之彙總，可自判定係數 R^2 知道，本迴歸模型的平均解釋能力自 16.96%至 46.11%，而以F檢定結果，就各年度F值區間而言，皆達統計的顯著性。因此以加權股價指數來預測事件期間各樣本之預期報酬率，應屬適當。

表 11 事件期股價預測模式之檢定

樣本量		F test	R square			
年度	個數	F 值區間	平均數	最大值	最小值	中位數
87	47	3.757*~221.374 ***	0.3986	0.6049	0.01024	0.4212
88	60	25.454***~149.067 ***	0.2660	0.6391	0.0001	0.2528
89	99	3.609*~288.290 ***	0.4611	0.7845	0.0238	0.4640
90	118	2.932*~168.015 ***	0.4166	0.5931	0.0152	0.4197
91	165	4.41**~182.412 ***	0.3760	0.6745	0.0010	0.4107
92	210	6.549**~54.462 ***	0.1696	0.5789	0.0002	0.1547

* 表示達 10% 顯著水準(雙尾檢定)

** 表示達 5% 顯著水準(雙尾檢定)

*** 表示達 1% 顯著水準(雙尾檢定)

(二) 根據事件研究法，計算事件期間員工分紅配股樣本之平均異常報酬，並進行檢定，結果如表 12 顯示：

所有年度下全體 365 個樣本在宣告日前後 5 個交易日($t=-5$ to $t=5$)的事

件期 11 天內，有 6 個交易日呈現負的平均異常報酬，整體而言，該期間之累計平均異常報酬(\overline{CAR})為 0.01%，但未達顯著水準，而宣告日($t=0$)當天，卻呈現 0.09%的正平均異常報酬，也未達顯著水準。

將研究期間依股票市場交易投資狀況區分為股市上漲行情市場及股市下跌行情市場，則在上漲行情下，員工分紅配股之宣告在事件期內對股東財富具有顯著的正累計平均異常報酬 ($\overline{CAR}=0.21\%$)，達 1%顯著水準。在下跌行情下，除 $t=5$ 外，皆為負平均異常報酬，僅於 $t=-3$ 與 $t=-1$ 時分別達 5%及 10%顯著水準，整體的累計平均異常報酬為-0.15%，但未達統計顯著性。

表 12 全體員工分紅樣本在不同股市行情下之平均異常報酬檢定

市場別	所有年度		漲勢年度		跌勢年度	
樣本數	365		163		202	
事件期	\overline{AR}_t	$T(\overline{AR}_t)$	\overline{AR}_t	$T(\overline{AR}_t)$	\overline{AR}_t	$T(\overline{AR}_t)$
t=-5	-0.0007	-0.3599	0.0014	0.6348	-0.0023	-0.8277
t=-4	0.0029	1.7509**	0.0071	3.2027**	-0.0006	-0.2457
t=-3	-0.0010	-0.6201	0.0028	1.4592*	-0.0040	-1.6542**
t=-2	0.0001	0.0784	0.0012	0.5205	-0.0007	-0.2277
t=-1	-0.0013	-0.7932	0.0010	0.4475	-0.0031	-1.3168*
t= 0	0.0009	0.5589	0.0024	1.2612	-0.0003	-0.1064
t= 1	0.0006	0.3422	0.0022	0.9489	-0.0007	-0.2672
t= 2	-0.0005	-0.2373	0.0034	1.5225*	-0.0036	-1.1169
t= 3	-0.0005	-0.3115	-0.0006	-0.2730	-0.0005	-0.1955
t= 4	-0.0015	-1.0257	-0.0021	-1.1102	-0.0011	-0.4787
t= 5	0.0019	1.1900	0.0040	1.8628**	0.0003	0.1164
事件期	\overline{CAR}	$T(\overline{CAR})$	\overline{CAR}	$T(\overline{CAR})$	\overline{CAR}	$T(\overline{CAR})$
(-5, 5)	0.0001	0.0950	0.0021	2.5687***	-0.0015	-0.9870

* 表示達 10% 顯著水準(單尾檢定)

** 表示達 5% 顯著水準(單尾檢定)

*** 表示達 1% 顯著水準(單尾檢定)

茲將全體樣本再依據員工分紅配股占盈餘年度稅後盈餘之比率分為小額及大額員工分紅配股樣二類來觀察，自表 13 可知小額員工分紅配股樣本無論在上漲行情或下跌行情市場下，大多呈現正的平均異常報酬，且在宣告日當天(t=0)，平均異常報酬分別為 0.39% 及 0.52%，分別達 10%及 5%顯著水準；宣告日後二天(t=2)平均異常報酬分別為 0.48% 及 0.43%，且亦皆達 10%顯著水準。就事件期間累計平均異常報酬來看，無論所有年度、漲勢年度及跌勢年度均呈現正面影響，且均達顯著水準。

表 13 小額員工分紅配股樣本在不同股市行情下之平均異常報酬檢定

市場別	所有年度		漲勢年度		跌勢年度	
樣本數	195		91		104	
事件期	\overline{AR}_t	$T(\overline{AR}_t)$	\overline{AR}_t	$T(\overline{AR}_t)$	\overline{AR}_t	$T(\overline{AR}_t)$
t=-5	0.0000	-0.0004	0.0004	0.1496	-0.0004	-0.1438
t=-4	0.0036	1.8974**	0.0060	2.0737**	0.0016	0.6236
t=-3	0.0031	1.7402**	0.0065	2.4378***	0.0001	0.0479
t=-2	0.0005	0.2481	-0.0013	-0.4002	0.0021	0.7689
t=-1	0.0013	0.6404	-0.0004	-0.1403	0.0027	1.0206
t= 0	0.0046	2.2941**	0.0039	1.6057*	0.0052	1.6734**
t= 1	0.0023	1.0513	0.0021	0.6624	0.0025	0.8157
t= 2	0.0045	2.1392**	0.0048	1.5945*	0.0043	1.4376*
t= 3	0.0030	1.5790*	-0.0013	-0.4782	0.0067	2.6691***
t= 4	-0.0023	-1.1994	-0.0016	-0.5978	-0.0029	-1.0619
t= 5	0.0023	1.1802	0.0040	1.4002*	0.0009	0.3180
事件期	\overline{CAR}	$T(\overline{CAR})$	\overline{CAR}	$T(\overline{CAR})$	\overline{CAR}	$T(\overline{CAR})$
(-5, 5)	0.0021	2.8928***	0.0021	1.8345**	0.0021	2.2727**

* 表示達 10% 顯著水準(單尾)

** 表示達 5% 顯著水準(單尾)

*** 表示達 1% 顯著水準(單尾)

自表 14 觀察可知，大額員工分紅配股在所有年度樣本下多呈現負平均異常報酬及負累計平均異常報酬(-0.22%)，但未達顯著水準；在股市上漲行情下仍是受歡迎的，因其對股東財富的影響仍多為正向的累計平均異常報酬^{註 6} ($\overline{CAR}=0.2\%$)，且達 5%顯著水準；但在股市行情走跌時，則大額員工分紅配股的宣告，可被視為利空消息，對股東財富造成顯著的負累計平均異常報酬^{註 6} ($\overline{CAR}=-0.53\%$)，且在事件期間多日 ($t=-3, -1, 0, 2, 3$) 的負向平均異常報酬具有統計顯著性。

表 14 大額員工分紅配股樣本在不同股市行情下之平均異常報酬檢定

市場別	所有年度		漲勢年度		跌勢年度	
樣本數	170		72		98	
事件期	\overline{AR}_t	$T(\overline{AR}_t)$	\overline{AR}_t	$T(\overline{AR}_t)$	\overline{AR}_t	$T(\overline{AR}_t)$
t=-5	-0.0014	-0.4461	0.0026	0.8094	-0.0043	-0.8748
t=-4	0.0019	0.7141	0.0085	2.4577***	-0.0029	-0.7318
t=-3	-0.0057	-2.0649**	-0.0019	-0.7205	-0.0085	-1.9431**
t=-2	-0.0003	-0.0807	0.0043	1.3967*	-0.0036	-0.6731
t=-1	-0.0043	-1.5858*	0.0027	0.8380	-0.0094	-2.3927***
t= 0	-0.0032	-1.1966	0.0006	0.1795	-0.0060	-1.4665*
t= 1	-0.0014	-0.4999	0.0022	0.6861	-0.0040	-0.9765
t= 2	-0.0063	-1.7283**	0.0015	0.4730	-0.0120	-2.0844**
t= 3	-0.0046	-1.4789*	0.0004	0.1103	-0.0082	-1.7179**
t= 4	-0.0006	-0.2767	-0.0027	-1.0248	0.0009	0.2579
t= 5	0.0015	0.5537	0.0040	1.2200	-0.0004	-0.0907
事件期	\overline{CAR}	$T(\overline{CAR})$	\overline{CAR}	$T(\overline{CAR})$	\overline{CAR}	$T(\overline{CAR})$
(-5, 5)	-0.0022	-1.2364	0.0020	1.8190**	-0.0053	-1.7935**

註 6: 由於事件在宣告日前可能即已事先反應，或市場效率性不高而僅產生逐漸累積效果，因此進行累計平均異常報酬的檢定，請參照附錄四。並可自附錄二不同時間窗口之累計平均異常報酬之檢定結果，以驗證支持本研究的假說二。

* 表示達 10% 顯著水準(單尾)

** 表示達 5 %顯著水準(單尾)

*** 表示達 1% 顯著水準(單尾)

表 15 各類樣本事件期間不同股市行情下正負平均異常報酬發生百分比

事件期內 出現次數	所有年度		漲勢年度		跌勢年度	
	正異常 報酬	負異常 報酬	正異常 報酬	負異常 報酬	正異常 報酬	負異常報 酬
全體樣本	45.5	54.5	90.9	9.1	9.1	90.9
小額樣本	81.8	18.2	63.6	36.4	81.8	18.2
大額樣本	22.2	77.8	81.8	18.2	9.1	90.9

依據表 12 茲將所有年度、漲勢年度及跌勢年度之樣本在事件期之異常報酬繪如圖 6 之走勢圖。另依表 13 及表 14，將小額及大額員工分紅配股樣本在不同市場行情中平均異常報酬率走勢，繪如圖 7，並參考表 15 所顯示，正負平均異常報酬率在不同市場行情下於事件期內出現的百分比，因此更清楚發現：

- (1) 就全體樣本的檢定而言，員工分紅配股對股東財富造成正的累計平均異常報酬 (\overline{CAR}) 為 0.01%，但未達顯著水準。整體論之，本節以橫剖面檢定事件期平均異常報酬之結果，不支持本研究的假說一：員工分紅配股對股東財富具有負的異常報酬，亦即員工分紅配股之對股東財富之稀釋效果未獲得實證之支持。
- (2) 無論是全體樣本，小額樣本及大額樣本，在股市上漲行情下，宣告員工分紅配股，都會造成股東財富正的異常報酬，此在表 12、表 13 及表 14 的累計平均異常報酬(\overline{CAR})分別為 0.21%、0.21%及 0.20%，且均達顯著水準，得以印證。而在股市下跌行情下，則造成分別為-0.15%、0.21%及-0.53%的累計平均異常報酬(\overline{CAR})，且區分為小額及大額員工分紅配股樣本來觀察，均達顯著水準。此項結果，支持本研究的假說二：員工分紅配股之宣

告對股東投資報酬率的影響在股市上漲行情市場及股市下跌行情市場表現不同。

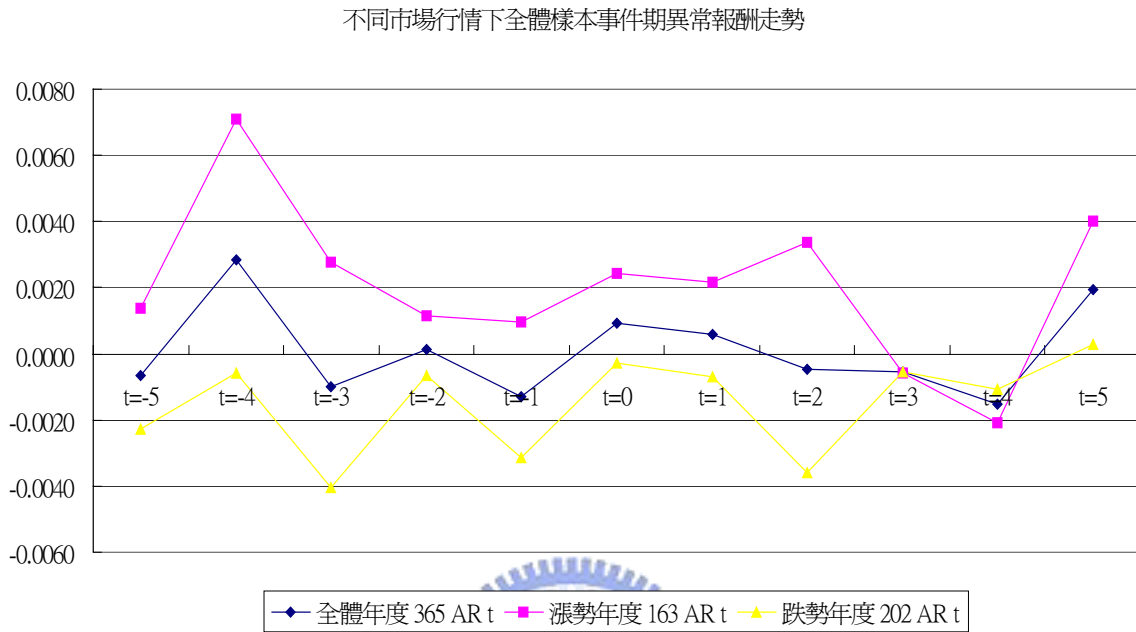


圖 6 不同市場行情全體樣本事件期異常報酬走勢

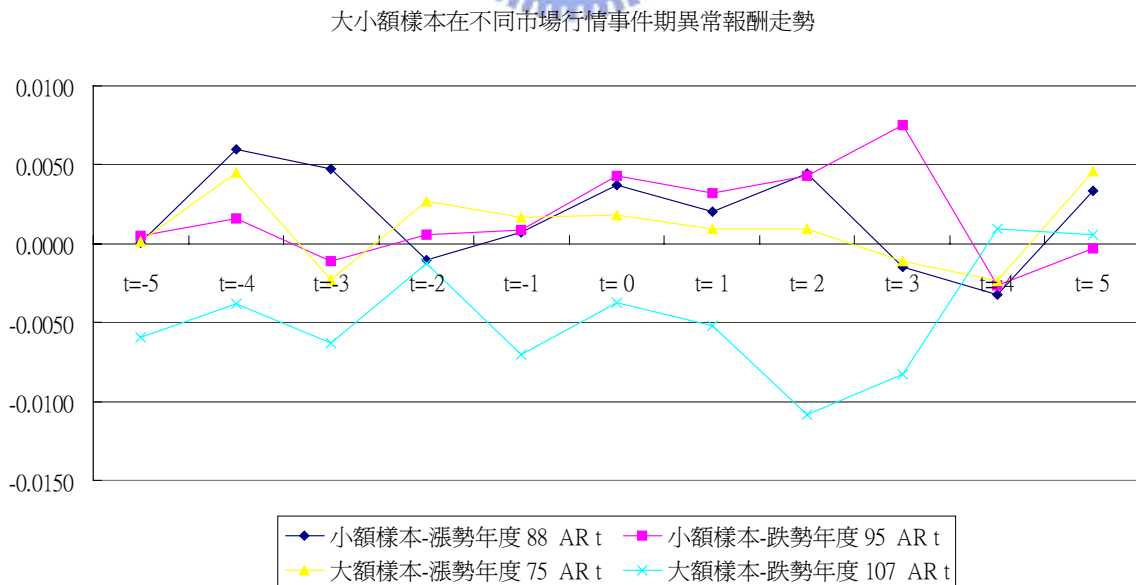


圖 7 不同市場行情下大小額樣本事件期異常報酬走勢

4.3 個別樣本公司累計平均異常報酬率之實證結果

(一) 研究期間 87 年至 92 年度所有樣本在事件窗口期(-5, 5)之累計平均異常報酬率及其統計顯著性 T 檢定結果

表 16 研究期間全體樣本累計平均異常報酬率統計檢定結果

累計異常報酬	個數	平均數	標準差	t
所有年度	365	0.0001	0.0176	0.0950
漲勢年度	163	0.0021	0.0103	2.5687***
跌勢年度	202	-0.0015	0.0217	-0.9870

* 表示達 1%顯著水準(單尾檢定)

員工分紅配股之宣告，整體而言，對樣本公司在事件期間造成平均為 0.01% 的正累計平均異常報酬，但未達顯著水準。

在漲勢行情之股票市場下，累計平均異常報酬為 0.21%，且達顯著水準；相反的，在跌勢行情的股票市場下，對股東財富影響之表現卻大異其趣，具有負的累計平均異常報酬，平均數為-0.15%，但未達顯著水準。

此結果與本章第二節以普通橫剖面法所做之檢定結果一致，以所有年度樣本而言，無法拒絕虛無假設，亦即表示本研究之假說一：員工分紅配股對股東財富具有負的異常報酬，無法獲得實證之支持；但可以支持本研究之假說二：員工分紅配股之宣告對股東投資報酬率的影響在股市漲勢行情市場及跌勢行情市場表現不同。

(二) 研究期間發放員工分紅配股占稅後盈餘比率大於 7.706% (研究期間樣本之平均數)之樣本在事件窗口期(-5, 5)之累計平均異常報酬率及其統計顯著性 T 檢定結果

自下表 17，可知員工分紅配股占稅後盈餘比率超過 7.706%的樣本，即表列之大額樣本，在漲勢行情市場下具有正累計平均異常報酬

0.20%，且達統計顯著性，而在跌勢行情市場則有負的累計平均異常報酬-0.53%，且達5%顯著水準。員工分紅配股占稅後盈餘比率不超過7.706%的小額樣本，在上漲及下跌行情市場皆具有正累計平均異常報酬(均為0.21%)，且均達統計顯著性。因此，即使以所有年度的樣本而言，小額樣本之累計平均異常報酬為達顯著水準的正向異常報酬，而大額樣本為不顯著的負向異常報酬，本研究仍嘗試以員工分紅配股比率占稅後盈餘比率為自變數，進一步了解分紅配股比率與累計平均異常報酬之相關性，請詳見4.4及4.5。

表 17 不同市場行情下大額及小額樣本之異常報酬檢定

市場行情	樣本類別	個數	平均數	標準差	t
所有年度	小額樣本	195	0.0021	0.0101	2.8928***
	大額樣本	170	-0.0022	0.0233	-1.2364
漲勢年度	小額樣本	91	0.0021	0.0110	1.8345**
	大額樣本	72	0.0020	0.0094	1.8190**
跌勢年度	小額樣本	104	0.0021	0.0093	2.2727**
	大額樣本	98	-0.0053	0.0293	-1.7935**

** 表示達5%顯著水準(單尾檢定)

*** 表示達1%顯著水準(單尾檢定)

4.4 迴歸模式之相關敘述性統計分析

(一) 員工分紅與投資人報酬研究相關變數的敘述統計量

表 18 員工分紅配股樣本與投資人報酬研究相關變數之敘述統計量表

市場行情	全體樣本		漲勢年度樣本		跌勢年度樣本	
	\overline{CAR}	Stock %	\overline{CAR}	Stock %	\overline{CAR}	Stock %
個數	365	365	163	163	202	202
平均數	0.0001	0.0771	0.0021	0.0735	-0.0015	0.0800
中位數	-0.0004	0.0732	0.0001	0.0718	-0.0005	0.0757
標準差	0.0176	0.0582	0.0103	0.0434	0.0217	0.0678
變異數	0.0003	0.0034	0.0001	0.0019	0.0005	0.0046
最小值	-0.2021	0.0053	-0.0213	0.0053	-0.2021	0.0080
最大值	0.0485	0.8982	0.0485	0.4286	0.0343	0.8982

變數定義：

1. \overline{CAR} ：股價累計平均異常報酬
2. Stock%：按面值計算之員工股票分紅占盈餘(即前一)年度稅後盈餘比率

本研究之所有 365 家樣本中，累計平均異常報酬最大值為 0.0485，最小值為 -0.2021，平均數為 0.0001；分紅配股比率之最大值為 89.82%，最小值為 0.53%，平均數為 7.71%，中位數為 7.32%。將樣本依股票市場行情分類，則在漲勢年度 163 樣本中，累計平均異常報酬最大值為 0.0485，最小值為 -0.0213，平均數為 0.0021；分紅配股比率之最大值為 42.86%，最小值為 0.53%，平均數為 7.35%，中位數為 7.18%；在跌勢年度 202 樣本中，累計平均異常報酬最大值為 0.0343，最小值為 -0.2021，平均數為 -0.0015；分紅配股比率之最大值為 89.82%，最小值為 0.80%，平均數為 8.00%，中位數為 7.57%。

(二) Pearson 相關分析

自表 19 可看出，全體樣本員工分紅配股率(Stock%)與累計平均異常報酬(\overline{CAR})係呈負相關，但未達顯著水準。在漲勢年度呈正相關，在跌勢年度呈負相關。而如表 20 所示，小額員工分紅配股樣本，在漲勢年度 Stock%與 \overline{CAR} 呈正相關，在跌勢年度呈負高度相關，且達 1%統計顯著水準。然而，如表 21 所示，發放大額員工分紅配股的樣本，無論在所有年度、漲勢年度或跌勢年度，Stock%與 \overline{CAR} 皆呈現正相關。

表 19 全體員工分紅配股樣本與投資人報酬研究變數之 Pearson 相關係數矩陣

市場行情	全體樣本		漲勢年度樣本		跌勢年度樣本	
Variables	\overline{CAR}	Stock %	\overline{CAR}	Stock %	\overline{CAR}	Stock %
\overline{CAR}	1.0000	-0.0560	1.0000	0.0444	1.0000	-0.0744
Stock %	-0.0560	1.0000	0.0444	1.0000	-0.0744	1.0000

表 20 小額員工分紅配股樣本與投資人報酬研究變數之 Pearson 相關係數矩陣

市場行情	全體樣本		漲勢年度樣本		跌勢年度樣本	
Variables	\overline{CAR}	Stock %	\overline{CAR}	Stock %	\overline{CAR}	Stock %
\overline{CAR}	1.0000	-0.1043*	1.0000	0.0548	1.0000	-0.2638***
Stock %	-0.1043*	1.0000	0.0548	1.0000	-0.2638***	1.0000

* 表示達 10%顯著水準(雙尾檢定)

*** 表示達 1%顯著水準(雙尾檢定)

表 21 大額員工分紅配股樣本與投資人報酬研究變數之 Pearson 相關係數矩陣

市場行情	全體樣本		漲勢年度樣本		跌勢年度樣本	
Variables	\overline{CAR}	Stock %	\overline{CAR}	Stock %	\overline{CAR}	Stock %
\overline{CAR}	1.0000	0.0237	1.0000	0.0848	1.0000	0.0236
Stock %	0.0237	1.0000	0.0848	1.0000	0.0236	1.0000

4.5 累計平均異常報酬迴歸係數及模式之檢定

(一) 迴歸係數之檢定結果

自表 22 分析可知，在全體樣本不分類的狀況下，自變數 Stock% 之 β 估計值為 -0.0170 但未達到顯著水準，然而，將樣本區分為小額樣本及大額樣本二大類來觀察，則發現，在小額樣本下自變數 Stock% 之 β 係數為 -0.0563，在大額樣本下為 +0.0079，唯皆未達統計顯著性。自表 23 看出，在漲勢行情下，無論小額樣本或大額樣本之 Stock% 對 \overline{CAR} 之解釋力均不佳。自表 24，在跌勢行情下，發放小額員工分紅配股率樣本之 Stock% 之 β 係數估計值為 -0.1291，t 檢定結果呈 1% 顯著相關，表示 Stock% 對 \overline{CAR} 之解釋能力極佳。但大額樣本，則不顯著。

表 22 不同樣本類別下之迴歸係數與模式檢定

檢定方式	迴歸係數檢定			迴歸模式檢定	
	自變數	參數估計值	t	R ²	F test
全體樣本 (365)	(常數)	0.0014	0.9103	0.0031	1.1416
	Stock %	-0.0170	-1.0684		
小額樣本 (195)	(常數)	0.0048	2.3937**	0.0109	2.1208
	Stock %	-0.0563	-1.4563		
大額樣本 (170)	(常數)	-0.0031	-0.9232	0.0006	0.0946
	Stock %	0.0079	0.3076		

** 在顯著水準為 5% 時 (雙尾)，相關顯著。

表 23 漲勢行情年度下不同樣本類別下之迴歸係數與模式檢定

檢定方式	迴歸係數檢定			迴歸模式檢定	
	自變數	參數估計值	t	R ²	F test
全體樣本 (163)	(常數)	0.0013	0.8154	0.0020	0.3182
	Stock %	0.0105	0.5641		
小額樣本 (91)	(常數)	0.00055	0.1714	0.0030	0.2677
	Stock %	0.03288	0.5174		
大額樣本 (72)	(常數)	7.18E-05	0.0245	0.0072	0.5071
	Stock %	1.82E-02	0.7121		

表 24 跌勢行情年度下不同樣本類別下之迴歸係數檢定

檢定方式	迴歸係數檢定			迴歸模式檢定	
	自變數	參數估計值	t	R ²	F test
全體樣本 (202)	(常數)	0.0004	0.1684	0.0055	1.1127
	Stock %	-0.0238	-1.0548		
小額樣本 (104)	(常數)	0.0085***	3.4112	0.0696	7.6284***
	Stock %	-0.1291***	-2.7620		
大額樣本 (98)	(常數)	-0.0062	-1.2594	0.0006	0.0535
	Stock %	0.0082	0.2312		

*** 表示在顯著水準為 1% 時 (雙尾檢定), 相關顯著。

(二) 迴歸模式之檢定結果

同時自表 22 觀察, 可以發現全體樣本、小額樣本及大額樣本下之自變數 (Stock%) 對因變數 (CAR) 的解釋能力僅分別為 0.31%、1.09% 及 0.06%, 且本研究迴歸模式之 F 檢定結果未達顯著水準, 解釋能力不盡理想。如表 23 顯示,

漲勢行情市場下，本迴歸模式之解釋能力亦不佳。但如表 24 所示，本迴歸模式對跌勢行情市場下的小額樣本，具有 6.96%的解釋能力，且 F 檢定結果具顯著性，尚為一良好的模式。但對大額樣本而言，則否。

綜合表 22 至表 24 的分析說明，可得知(1)漲勢行情下，以全體樣本小額或大額員工分紅配股樣本所作之迴歸模式，皆不具有良好的解釋能力，且自變數 Stock%雖與因變數呈現正相關(β 係數 >0)，但未達統計顯著性；(2)跌勢行情下，以大額樣本而言，本研究之迴歸模式不具良好的解釋能力，自變數 Stock%雖亦與因變數呈現正相關(β 係數 >0)，但未達統計顯著水準；以小額樣本來看，本研究之迴歸模式僅具有 6.96%的解釋能力，自變數(Stock%)與因變數(\overline{CAR})之間呈現顯著負相關。儘管如此，整體而言此結果並不支持本研究的假說三：依面額計算之員工分紅配股金額占前一年度稅後盈餘之比率與異常報酬率呈負相關。



第五章 結論 討論與建議

本章旨在對本研究之結果作一說明，並討論影響之主要因素，再依據前述結論與討論，說明本研究之研究限制並對後續研究者提出建議。

5.1 研究結論

一. 員工分紅配股對股東財富之影響

本研究以事件研究法進行，並同時以橫向檢定事件期間之異常報酬率及以縱向檢定事件期間內各樣本之累計平均異常報酬，皆獲得一致之結果，即員工分紅配股資訊的宣告，整體而言不會造成負的異常報酬，亦即員工分紅配股對股東權益的稀釋效果並不會大於其所產生之激勵效果。

二. 不同股票市場行情下的員工分紅配股

以橫向檢定事件期間樣本之平均異常報酬及以縱向檢定事件期間內各樣本之累計平均異常報酬，將樣本依不同股市行情分為漲勢市場及跌勢市場，皆能得到相同的結果。在漲勢市場下，員工分紅配股對股東財富具有正的異常報酬，而在跌勢市場下，則具有負的異常報酬。

三. 員工分紅配股比率與異常報酬之關連性

將按面值計算之員工分紅配股占盈餘年度稅後盈餘之比率超過全體樣本平均數者視為大額樣本，而未超過平均數者視為小額樣本，來比較二者異常報酬率之結果。經本研究實證，此二類樣本在事件期之累計平均異常報酬確有不同。

雖然同一迴歸模式，在跌勢市場行情的小額員工分紅配股率樣本下，自變數（員工分紅配股比率）與因變數（累計平均異常報酬）具有顯著的線性關係，但整體而言，以迴歸模式分析該自變數（員工分紅配股比率）與因變數（累計平均異常報酬）之關連性，則實證結果並未呈現顯著的線性關係。

5.2 討論

對於第一節研究結論，除了在不同股票市場行情下的員工分紅配股之不同結果，符合本研究假說二的預期外，其餘二者，即本研究的假說一：員工分紅配股對股東財富具有負的異常報酬以及假說三：依面額計算之員工分紅配股金額占前一年度稅後盈餘之比率與異常報酬率呈負相關，皆未獲得實證支持。本研究試著以下列原因來解釋：

1. 股票市場之投資組成結構：依據台灣證券交易所之資料，如表 25 所示，超過 80%的投資人皆是自然人，亦即所謂的散戶，其中也包括許多報章上所稱的菜籃族。而通常散戶投資人相對於專業投資機構或法人對於產業資訊的取得較為不易，對企業經營的基本面也較不關心，因此即使台灣證券交易所設置備有公開資訊觀測站，要求所有上市公司須將影響股東權益之事項公告周知，但甚少散戶投資人有效利用該項資源而做理性的投資決策。

表25 投資人類別交易比重統計表

單位：百分比

年 月	本 國 自 然 人		本 國 法 人		僑 外 自 然 人		僑 外 法 人	
	Domestic Individual		Domestic Juridical Person		Foreign Individual		Foreign Juridical Person	
Year	買 進	賣 出	買 進	賣 出	買 進	賣 出	買 進	賣 出
Month	Purchase	Sale	Purchase	Sale	Purchase	Sale	Purchase	Sale
83 年 (1994)	46.75	46.75	2.89	2.92	0.00	0.01	0.36	0.32
84 年 (1995)	45.84	46.08	3.37	3.32	0.00	0.01	0.78	0.59
85 年	44.60	44.65	4.28	4.34	0.00	0.01	1.12	1.00

(1996)								
86 年	45.43	45.29	3.77	3.78	0.00	0.01	0.79	0.92
(1997)								
87 年	44.92	44.81	4.27	4.36	0.00	0.01	0.81	0.81
(1998)								
88 年	44.05	44.17	4.53	4.83	0.00	0.01	1.41	0.99
(1999)								
89 年	42.83	43.27	5.28	4.99	0.00	0.01	1.89	1.73
(2000)								
90 年	42.02	42.39	4.72	4.97	0.00	0.01	3.26	2.63
(2001)								
91 年	41.19	41.10	4.95	5.10	0.52	0.45	3.34	3.34
(2002)								
92 年	38.61	39.22	5.39	6.12	0.74	0.50	5.25	4.16
(2003)								

資料來源：台灣證券交易所

2. 訊息取得的便利性：一般而言，台灣的報章媒體甚少揭露個別公司員工分紅配股之比率及其對股東權益之影響。大多報導股東紅利的相關除權除息的資訊，因此，員工分紅配股資訊較不受大眾傳播媒體的青睞，而散戶投資人更是無從判斷其影響性。
3. 張淑雯〔30〕 據實證結果發現投資人反應於股價的是財務報表盈餘（未意識到分紅之成本），她推測其原因為員工紅利配股之隱密性，且員工紅利稀釋效果並非於宣告日就立即反應於股價上；另一原因則為投資人將員工分紅配股資訊視為一項激勵措施。另員工分紅配股價值與股價間存在著正向關係，此為市場投資人相信此制度帶來之激勵效果，並將其視為另一種投資。

4. 盈餘分派項目的不可分性：當董事會決議分派盈餘時，絕大多數是同時決定對股東分紅配股、員工分紅配股及董監事酬勞的多寡。因此當盈餘分派決議宣告時，所造成的複合效果將混淆一般投資人，特別是散戶，對於員工分紅配股資訊對股東權益的理性判斷。因為正如上述，報章媒體報導的焦點在於股利政策而非員工分紅配股政策。
5. 資金行情效果：當股票市場處於多頭行情，投資者參與除權除息的機率因填權填息的可能性高而增加，故投資者喜好高配股政策，而員工分紅配股對投資報酬率的影響顯得較小；反之，在空頭行情市場，員工分紅配股的影響相對較大。

5.3 研究限制



本研究雖力求嚴謹完整，但研究結果仍受下列因素的限制：

1. 本研究假設風險為穩定的，研究期間每年度每一樣本的 β 值未有結構性的改變。
2. 本研究僅以上市電子產業為樣本，不含其他產業樣本。
3. 員工分紅配股的宣告與股東股利的宣告資訊密不可分，雖以事件研究法取大量樣本以減少股東股利宣告的影響，但仍因市場及媒體對股東股利資訊的偏好大於對員工分紅配股資訊而無法完全排除干擾事件的影響。
4. 在選取樣本時，初次掛牌上市或自上櫃轉上市的樣本仍列入，可能受到市場上所謂蜜月期股價不尋常現象的影響。
5. 本研究對於員工分紅配股比率的計算，未考量資本公積增資的影響。

5.4 建議

一. 對後續研究者的建議

1. 根據報導，近來證期局建議公司法修法並規範上市櫃公司在公司章程中限制員工分紅配股成數，而員工分紅配股將加上市價計算概念，總金額不得超過當年度獲利總額，且員工分紅配股成數，也不得超過股東配股成數。未來的研究可以市值來計算員工分紅配股所占的比率，唯必須注意市價之定義，以求周嚴。
2. 對於風險穩定性，可以嘗試假設風險隨時間變化呈現不穩定的狀況或考量樣本公司事件期與估計期風險若有結構性改變之影響。
3. 因本研究期間為 87 年至 92 年，以發行量加權股價指數走勢圖（請見圖 3）而言，88 年至 93 年係處於所謂空頭市場格局，未來研究可取更長的研究期間以包含較完整的多頭及空頭行情年度。

二. 對投資人的建議

無論在多頭或空頭市場，應注意企業經營基本面的資訊，特別是對股東權益有直接影響與稀釋效果者。建議投資人對於盈餘分配的決議，理性考量員工分紅配股資訊的稀釋效果，再行決定投資與否，以免有「員工分紅，股東買單」的遺憾而使投資損失增加。

三. 對企業界的建議

經濟日報 93.9.30 [44] 報導：證期局將建議，「員工分紅，不得高於當期盈餘」。證期局擬推動員工紅利平衡政策，儘可能解決目前外資或外界所詬病的員工侵蝕股東權益問題。這項政策可望顧及更多股東的權益，減低「員工分紅，股東買單」的爭議，但勢將衝擊目前高科技業的員工獎勵政策。工商時報 93.9.30 [45] 報導：備受法人詬病的員工分紅制有新規範，昨日金管會證

期局初步決議，爾後上市櫃公司年度員工分紅配股成數，將加上市價計算概念，總金額不得超過當年度獲利總額，且員工分紅配股成數，也不得超過股東配股成數。

員工分紅配股固然對員工具有強大激勵效果，而對股東財富的稀釋效果不顯著，但在股市行情下跌的走勢時，股東多處於投資虧損狀態，很明顯的對員工分紅配股的稀釋效果有所警覺，因此建議企業界對於員工分紅配股政策應有所節制，並支持政府近來倡議的修法方向，推動員工紅利平衡政策，儘可能解決目前外資或外界所詬病的員工侵蝕股東權益問題，以顧及更多股東的權益，減低「員工分紅，股東買單」的爭議。



參考文獻

- (1) 中央日報，2000.2.27 曹興誠：我 IC 業獨步全球具競爭力（七版）。
- (2) 鄭邦瑋，「企業內員工分紅入股之研究」，私立中國文化大學經濟系，碩士論文，1989。
- (3) 馬黛，黃振聰，林恩從，郭照榮，「我國實施員工入股計畫之研究」，行政院勞工委員會專題研究成果，1995。
- (4) 余國謀，「員工入股計畫對員工工作態度影響之研究 - 以高科技產業為例」，國立中央大學人力資源管理研究所，碩士論文，1997。
- (5) Kruse, D.L.,1993, Profit sharing: Does it make a difference? Kalamazoo, MI: W.E. Upjohn Institute.
- (6) Klien, K. J.1996. Employee Stock Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models. Journal of Applied Psychology (April): 227-244.
- (7) 經濟日報，2003.1.6 曹興誠：為員工分紅配股說幾句話（第四版）。
- (8) 莊澄祥，「庫藏股與公司股價、員工分紅配股及投資支出關聯性之研究-以台灣上市公司為例」，私立中原大學企業管理研究所，碩士論文，2003。
- (9) 劉莉蘭，「員工分紅入股滿意度、組織投注離職意向關係之研究」，國立中正大學，碩士論文，1994。
- (10) Thonandar, R. V.,1973, Variation of the Profit Sharing Theme, In Guide to Modern Profit Sharing, Profit Sharing Council of American.
- (11) 吳家聲，「員工分紅入股制度之探討」，勞工行政，第 16 期，1988。
- (12) 馬嘉應、薛明玲、黃志雄，「員工分紅入股之會計處理與財稅影響(上)」，會計研究月刊，第 178 期: 134-139 頁，2000。
- (13) 馬嘉應、薛明玲，「員工分紅入股之會計處理與財稅影響(下)」，會計研究月刊，第 179 期: 67-71 頁，2000。
- (14) 陸光，「國外分紅入股制度簡介」，中國勞工月刊，第 528 期，1978。
- (15) 趙曉玲，「員工分紅入股制度對組織績效的影響」，國立中央大學，碩士論文，2002。
- (16) 丁幼泉，「謳歌與期待-略論分紅、入股辦法的制訂與實施」，中國勞工月刊，第 417 期，3-7 頁，1977。
- (17) 張俊彥、游伯龍，「活力：台灣如何創造半導體與個人電腦產業奇蹟」，77-138

- 頁，時報文化，台北，2001。
- (18) 李冠皓、鍾俊文，「釐清員工分紅稀釋率之定義」，貨幣觀測與信用評等，台灣經濟新報社，第41期，2003。
- (19) 馬秀如、黃虹霞，會計研究月刊，第207期，2003.2。
- (20) Conte, M.A. and J. Svejnar. 1988. Productivity Effects of Worker Participation in Management, Profit-Sharing, Worker Ownership of Assets and Unionization in U.S. Firms. *International Journal of Industrial Organization* 6:139-151.
- (21) Jones, D.C. and Takao Kato, 1995, The productivity effects of employee-stock-ownership plans and bonuses: evidence from Japanese panel data, *The American Economic Review*, 85(3), pp. 391-414.
- (22) Chris Doucouliagos, 1995, Worker participation and productivity in labor managed and participatory capitalist firms: A meta-analysis, *Industrial and Labor Relations Review*, 49 (1) , pp.58-77.
- (23) Douglas L. Kruse, 1996, Why Do Firm Adopt Profit-sharing and Employee Ownership Plans? *British Journal of Industrial Relations*, 34 (4), pp. 515-538
- (24) Yao, Shujie, 1997, Profit sharing, bonus payment and productivity: a case study of Chinese state-owned enterprises, *Journal of Comparative Economics* 24, 281-296.
- (25) 古金英，「員工入股計劃是否有助於提升公司績效—兼比較持股可出售與否之效果」，台北銀行月刊，第二十九卷第五期：51-68，1999。
- (26) 張靜琪，「員工薪資福利對組織績效影響之探討」，中山大學人力資源管理研究所，碩士論文，2000。
- (27) 蔡志瑋，「員工分紅與公司績效及投資人報酬之關聯性研究-以台灣上市資訊電子業為例」，國立政治大學會計研究所，碩士論文，2003。
- (28) Chang, S., 1990. Employee Stock Ownership Plans and Shareholder Wealth: An Empirical Investigation, *Financial Management Journal* 20, pp. 48-58
- (29) 張仲岳，「員工紅利及董監酬勞對股價影響之研究」，1999 當代會計理論與實務研討會，國立台北大學會計系，1999。

- (30) 張淑雯，「員工分紅入股資訊之市場反應—以台灣上市電子公司為例」，私立東吳大學會計學研究所，碩士論文，2000。
- (31) 陳屬藤，「員工分紅入股按實價課稅與其對股價影響之研究」，私立中原大學會計研究所，碩士論文，2002。
- (32) 劉欣萍，「員工分紅配股租稅政策對資訊電子業股價的影響」，國立台灣大學會計研究所，碩士論文，2002。
- (33) Grinblatt, M. S., R. W. Masulis and S. Titman, 1984, "The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 4, 461-490.
- (34) Asquith, P., and D. W. Mullins, 1986, "Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues", *Financial Management* 15, 27-44.
- (35) Banker, R. D., S. Das and S. M. Datar, 1993, "Complimentarily of Prior Accounting Information: The Case of Stock Dividend Announcement," *The Accounting Review*, 68, .1, 28-47
- (36) 林志松，「貨幣政策對股市報酬及波動性影響之研究-網狀因果及 GARCH 模型之應用」，國立台灣大學財務金融研究所，碩士論文，1997。
- (37) 鄧勝元，「總體經濟因素對電子類及金融類股價指數相關性之研究」，國立中興大學企業管理系，碩士論文，1998。
- (38) 曹俊傑，「貨幣政策在股市空頭與多頭之影響效果」，私立淡江大學財務金融研究所，碩士論文，2003。
- (39) Ball, R. and P. Brown, 1968, An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, 6: 159-78.
- (40) Fama, E. F., L. Fisher, M. Jensen and R. Roll, 1969, The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*, 10: 1-21.
- (41) 沈中華、李建然，「事件研究法-財務與會計實證研究必備」，華泰文化事業股份有限公司，台北，2000。
- (42) Langetieg, T. C., 1978, An application of a three-factor performance index to measure stockholders' gains from merger, *Journal of Financial Economics*, 6: 365-83.

- (43) Han, J., J. Wild, and K. Ramesh, 1989, Managers' earnings forecasts and intra-industry information transfers, *Journal of Accounting and Economics*, 11:3-33.
- (44) 經濟日報，93.9.30 「證期局將建議，員工分紅，不得高於當期盈餘」
- (45) 工商時報，93.9.30 「員工分紅首度納入市價計算」

