



國立高雄應用科技大學
企業管理系碩士班
碩士論文

公司治理與交易量對股價變動影響之研究

The study of the impact of corporate governance and trading volume on
the change of stock price

研究生：鄭芳郁


指導教授：葉惠忠 博士

中華民國 101 年 6 月

公司治理與交易量對股價變動影響之研究

The study of the impact of corporate governance and trading volume on the change of stock price

研究生：鄭芳郁
指導教授：葉惠忠 博士



國立高雄應用科技大學
企業管理系碩士班
碩士論文

A Thesis
Submitted to
Department of Business Administration
National Kaohsiung University of Applied Sciences
In Partial Fulfillment of Requirements
For the Degree of Master of Business Administration

May 2012
Kaohsiung, Taiwan, Republic of China

中華民國 101 年 6 月

公司治理與交易量對股價變動影響之研究

學生：鄭芳郁

國立高雄應用科技大學

企業管理系碩士生

指導教授：葉惠忠 博士

國立高雄應用科技大學

企業管理系副教授

國立高雄應用科技大學企業管理學系碩士班

摘要

本研究旨在探討公司治理與交易量對股價變動的影響程度，存在於控制股東與小股東間之核心代理問題，當代理問題越加嚴重是否會加劇股價的變動，另外加入調節變數，探討若是有獨立董監事的監督及董監事股權質押因素，對於股價變動的影響為何，及以富含資訊意涵的交易量，來觀察股價的走向。本研究以 2011 年 1 月至 11 月期間的上市櫃公司為研究樣本，並運用統計方法驗證各變數間的關係。研究發現（1）核心代理問題與股價變動的影響呈正相關（2）隨著獨立董監事比率越高核心代理問題對股價變動的影響為負相關（3）交易量越大對股價變動成正相關。

關鍵字：公司治理、核心代理問題、交易量

The study of the impact of corporate governance and trading volume on
the change of stock price

Student : Fang-Yu Cheng

Advisor : Dr. Hui-Chung Yeh

Department of Business Administration
National Kaohsiung University of Applied Sciences



Abstract

The purpose of this study is to investigate the influence of the corporate governance and trading volume on the stock price. When the core agency problem that the conflict between the control shareholders and the minority shareholders becomes serious, would the stock price change dramatic? And adding the board of independent director and the director's share collateralization as a moderator, how about the change of the stock price? In addition, the trend of stock price can be predicted by observing the trading volume. The conclusion of this study is as follows: (1) The relationship between the core agency problem and the stock price are positive. (2) As the ratio of independent director is high, the relationship between the core agency problem and the stock price is negative. (3) When the trading volume is high, and the change of stock price is also dramatic.

Keywords : Corporate Governance 、 Core Agency Problem 、 Trading Volume

第一章 緒論

本章節將依序介紹研究主題所處的背景，並在第二節說明研究動機，而第三節為簡要說明研究目的，並說明研究流程，以下將詳細介紹之。

第一節 研究背景

台灣股市具淺碟型特徵，所謂淺碟型指的是股市寬度廣、深度淺。寬度廣即股市參與人數眾多，台灣股市的累計開戶人數多達 700 萬，占全台人口的 1/3，有交易戶也高達 400 萬戶，占社會人口的近 1/5，股市波動必然會對社會造成大範圍影響；而深度淺指的是上市公司家數較少，1962 年島內上市公司僅有 18 家，此後數量逐年增加，2004 年達到 697 家後連續兩年下降，自 2007 年起恢復增長，至 2012 年 4 月底，台灣上市公司 794 家。台灣上市公司家數不僅遠少於倫敦、紐約、東京等成熟股市，也低於香港，由於台灣股市寬度廣、深度淺，也必然會形成交易熱、價位高、波動大、結構脆弱的特點。

波動幅度大是台灣股市發展的最大特點，台灣股市易受到消息面因素產生變動，而造成股價暴漲暴跌的情形，如同所謂的淺碟子效應，只要受到一點波動（消息），裡面的液體（股價）就很容易溢出（暴漲暴跌）。而根據台灣證券交易所統計之「投資人類別交易比重統計表」中，可以看出股市交易仍以散戶為最大宗，而散戶獲得訊息的來源，大多為報章雜誌，這使得散戶投資人易盲目的跟隨未經證實之訊息進行交易，出現追漲殺跌的現象。

表 1-1 投資人類別交易比重統計表

單位：%

	國內散戶	國內法人	外資
90 年 (2001)	84.41	9.69	5.90
91 年 (2002)	82.30	10.05	7.65
92 年 (2003)	77.84	11.51	10.65
93 年 (2004)	75.94	11.56	12.50
94 年 (2005)	68.84	13.29	17.87
95 年 (2006)	70.56	11.04	18.40
96 年 (2007)	67.26	13.01	19.73
97 年 (2008)	61.66	13.97	24.38
98 年 (2009)	72.05	11.59	16.36
99 年 (2010)	67.95	13.58	18.47
100 年 (2011)	62.74	15.45	21.81

資料來源：台灣證券交易所（2011）

根據 Fama (1970) 效率市場假說，若市場中的價格能充分反映已有的資訊，則稱為效率市場，並將市場效率性分為弱勢效率、半強勢效率及強勢效率。弱勢效率為目前股票價格已充分反應過去股票價格所提供各項情報，意即投資者無法再利用過去資訊來獲得高額報酬；半強勢效率為目前股票價格已充分反應於所有公開資訊上，所以，投資者無法利用情報分析結果來進行股票價格預測而獲取高額報酬；強勢效率為目前股票價格充分反應了所有已公開和未公開之所有情報，此種情形下，投資者也無法因擁有某些股票內幕消息而獲取高額報酬。倪衍森、鍾雨潼與王武德（2006）年研究發現，台灣股票市場介於弱勢效率與半強勢效率，因此，在台灣股票市場中所有的資訊，僅剩下私有的內線消息，方可使投資人獲得超額報

酬。

第二節 研究動機

台灣股市投資人之組成結構，相較於歐美國家的股票市場，明顯以散户投資人為大戶，而隨著科技的發達，網際網路的盛行，投資人獲得資訊的方式也越來越多元。股票分析師運用基本面、技術面及消息面來當作股票市場分析的三個構面，而分析出來的資訊是否真的能夠當作投資人決策之準則呢？而不同類型投資人對於訊息亦會做出不同的投資決策，但資本市場總是充斥著各式各樣的訊息，因此，資訊變成為影響股價變動的重要因素。如同 Barclay and Warner (1993) 指出股價波動的推動主要來自於私有資訊或資訊之交易者。

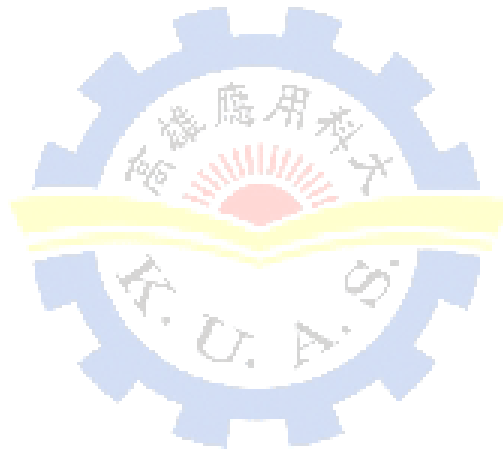
而公司治理的議題，包括所有權與經營權的關係、企業所有權問題、董監事組成運作以及管理績效等各種面向。我國上市公司的組織型態大多數為家族企業，股權較為集中，因此，管理階層和董事大多為家族成員掌握著，形成所謂的控制股東。這些握有經營權的控制股東，既有能力控制董事會又可剝削小股東，易形成核心代理問題。而當控制股東身處公司內部管理階層，相對於外部人（投資者），更容易取得內部資訊，若進行不法之行為，像是資訊交易，將會影響股價的變動。

而 Huang et al. (2011) 的研究，認為股市中存在各種不確定性，且股市易受到財務上或政治上的危機而崩盤，故有必要進一步的觀察股價的變動，以了解危機。他們認為好的公司治理會改善公司的監督機構，以減少代理問題的發生，因此將會使股價較為穩定、波動較小。

過去大部分的股市指標多把焦點放在與價格有關的資訊，也就是藉由

過去與當下股價的改變來預期未來的股價表現，且在進行技術分析或趨勢分析時所討論的重點亦多與價格資訊有很大的關聯，然而值得注意的是難道在交易量方面資料無法透露出任何可做為股市指標的訊號嗎？根據 Beaver (1970) 的研究認為價格只是反映投資人對新資訊的平均看法，但交易量反映的則是投資人對於新資訊不一致的認知，因此欲探討究竟除了價格外，交易量是否能夠成為一個帶有資訊內涵的分析工具或指標。

由此看來，股價的波動程度與獲得資訊程度有關，這意味著股價變動是否與公司治理議題有著相當程度的影響，且由交易量所蘊含的資訊，對於股價變動造成之影響，也是本研究所欲探討。



第三節 研究目的

基於前述動機，可得知公司治理議題中，控制股東與小股東間的核心代理問題儼然成為公司的治理優劣程度的重要課題，而控制股東與小股東獲得的內部資訊程度有明顯的差異，形成嚴重資訊不對稱，相對於小股東，控制股東更能掌握更多有關公司內部的訊息，若是控制股東利用其所處職位，而進行非法交易，對於股票市場股價的波動劇烈程度也有一定的影響。而資訊是造成股價變動的因素，交易量能夠反映投資人對於新資訊的認知，是不是意味著交易量與股價的變動具有相當程度的關聯。

本研究之目的欲找出核心代理問題與股價變動之關聯性，並加入調節變數研究核心代理問題與股價變動間的關係，以及交易量與股價變動之間的關聯。研究目的為以下幾點：

- 一、 探討核心代理問題對股價變動之影響。
- 二、 探討核心代理問題對股價變動之影響，是否會受獨立董監事席次多寡與董監事股權質押比率影響。
- 三、 探討交易量對股價變動之影響。

第四節 研究流程

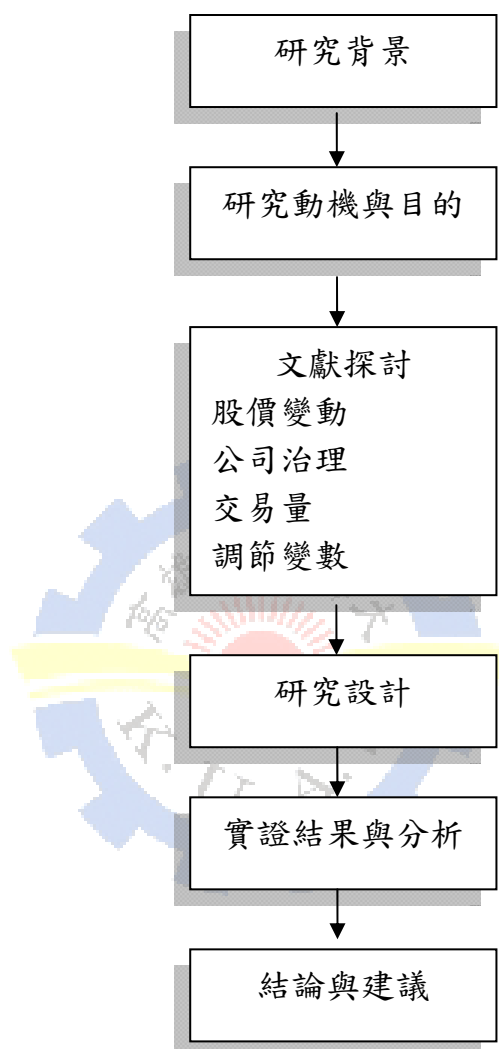


圖 1-1 研究流程

參考文獻

中文文獻

倪衍森、鍾雨潼、王武德（2006），台灣證券市場內線交易嚴重嗎？**中華管理學報**。

翁淑育（2000），台灣上市公司股權結構、核心代理問題與公司價值之研究，私立輔仁大學金融所碩士論文。

孫嘉良（2008），核心代理問題與私有資訊交易關聯性之探討，國立中山大學企業管理學系碩士論文。

陳妍如（2005），績效優良企業與公司治理之相關性分析，國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。

陳宏姿（2001），董監事結構與企業財務績效關聯之研究，國立政治大學會計學系碩士論文。

葉銀華、李存修、柯承恩（2002），**公司治理與信用評等**，商智文化。

楊麗弘（2000），股權結構與經營績效之研究：由董監事持股質押效果論之，私立長庚大學管理學研究所碩士論文。

劉綠萍（2001），董監事股權質押的代理問題與公司價值關聯性之研究，國立台北大學企業管理學系博士論文。

蘇莞婷（2001），控制股東的質押行為與公司績效，臺灣大學財務金融學研究所碩士論文。

中華公司治理協會 <http://www.cga.org.tw/main/default.aspx>

台灣證券交易所 (2011) <http://www.twse.com.tw/ch/>

英文文獻

Admati, A. and Pfleiderer, P. (1988). A theory of intraday patterns: volume and price variability. *Review of Financial Studies*, 1(1), 3-40.

Amihud, Y. and Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-Ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223-249.

Anderson, R. C. and Reeb, D. M. (2004). Board composition: balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209-237.

Attig, N., Fong, W. M., Gadhoum, Y. and Lang, L. H. P. (2006). Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity. *Journal of Banking & Finance*, 30(10), 2875-2892.

Barclay, M. J. and Warner, J. B. (1993). Stealth trading and volatility : which trades move prices ? *Journal of Financial Economic*, 34(3), 281-305.

Beaver, W., Kettler, P. and Scholes, M. (1970). The association between market determined and accounting determined risk measures. *Accounting Review*, 45(4), 654-682.

Berle, A. and Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York, NY: McMillan Publishing Company.

- Bessembinder, H., Chan, K. and Seguin, P. J. (1993). An empirical examination of information, differences of opinion, and trading activity. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 105-134.
- Chan, K. and Fong, W. M. (2000). Trade size, order imbalance, and the volatility-volume relation. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 247-273.
- Chen, Y. N. and Hu, S. Y. (2001). The controlling shareholder's personal stock loan and firm performance. Working Paper. *Department of Finance, National Taiwan University*.
- Chiang, R. and Venkatesh, P. C. (1988). Insider holdings and perceptions of information asymmetry: a note. *Journal of Finance*, 43(4), 1041-1048.
- Chung, K. H. and Charoenwong, C. (1998). Insider trading and the bid-ask spread. *The Financial Review*, 33(3), 1-20.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. and Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. and Lang, L. H. P. (1999). Expropriation of minority shareholders : evidence from East Asia. *Policy*

research working paper,

- Clark, P. K. (1973). A subordinated stochastic process model with finite variance for speculative price. *Econometrica*, 40(1), 135-155.
- Copeland, T. and Galai, D. (1983). Information effects on the bid-ask spread. *Journal of Finance*, 38(5), 1457-1469.
- Demsetz, H. and Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Denis, D. J. and Denis, D. K. (1994). Majority owner-managers and organizational efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 1(1), 91-118.
- Easley, D. and O'Hara, M. (1992). Time and process of security price adjustment. *Journal of Finance*, 47(2), 577-605.
- Epps, T. and Epps, M. (1976). The stochastic dependence of security price changes and transaction volumes: implications for the mixture-of-distributions hypothesis. *Econometrica*, 44(2), 305-321.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets : a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Gallant, A. R., Rossi, P. E. and Tauchen, G. (1992). Stock prices and volume. *Review of Financial studies*, 5(2), 199-242.

- Glosten, L. R. and Harris, L. (1988) . Estimating the components of the bid/ask spread. *Journal of Financial Economics*, 21(1), 123-142.
- Glosten, L. and Milgrom, P. (1985). Bid ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 71-100.
- Gopinath, S. and Krishnamurti, C. (2001) . Number of transactions and volatility: an empirical study using high-frequency data from NASDAQ stocks. *Journal of Financial Research*, 24(2), 205-218.
- Gregoriou, A., Christos, I. and Skerratt, L. (2005). Information asymmetry and the bid-ask spread: evidence from the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(9), 1801-1826.
- Grossman, S. J. (1976). On the efficiency of competitive stock markets where trades have diverse information. *Journal of Finance*, 31(2), 573-585.
- Grullon, G. and Wang, F. A. (2001). Closed-end fund discounts with informed ownership differential. *Journal of Financial Intermediation*, 10(2). 171-205.
- Hasbrouck, J. (1991) .The Summary informativeness of stock trades : an econometric analysis. *The Review of Financial Studies*, 4(3), 571-595.
- Huang, H. H., Chan, M. L., Huang, I. H. and Chang, C. H. (2011) . Stock price volatility and overreaction in a political crisis : the effects of corporate governance and performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(1), 1-20.

- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976) . Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. (1993) . The modern industrial revolution, exit, and failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J. and Whalen, D. J. (2007) . Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 497-522.
- Karpoff, J. (1987) . The relation between price changes and trading volume: a survey. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(1), 109-126.
- Kao, L. F. and Chen, A. L. (2007) . Directors' share collateralization, earnings management and firm performance. *Taiwan Accounting Review*, 6(2), 153-172.
- Kao, L. F., Chiou, J. R. and Chen, A. (2004) . The agency problems, firm performance and monitoring mechanisms: the Evidence from Collateralized Shares in Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 389-402.
- Kyle, A. S. (1985) . Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, 53(6), 1315-1335.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999) . Corporate

- ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La porta, R., Lopez-De-Silanes, F. Shleifer, A., and Vishny, R. (2002) . Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Ma, T., Hsieh, M. H. and Chen J. H. (2007) . The probability of informed trading and the performance of stock in an order-driven market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36(6), 871-896.
- Mcinish, T. H. and Wood, R. A. (1992) . An analysis of intraday patterns in bid/ask spreads for NYSE stocks. *Journal of Finance*, 47(2), 753-764.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. (1988) . Management ownership and market valuation : an empirical analysis. *Journal of Financial and Economics*, 20, 293-315.
- Nyholm, K. (2002) . Estimating the probability of informed trading. *Journal of Financial Research*, 25(4), 485-505.
- Raheja, C. G. (2005) . Determinants of board size and composition: a theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283-306.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1997) . A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1986) . Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

