

修平技術學院

財務金融系

資訊揭露與企業投資行為 —迎合理論之實證

組長：學號 BL96036 姓名 卓巧薇
組員：學號 BL96002 姓名 吳佳玲
組員：學號 BL96041 姓名 吳靜芳
組員：學號 BL96043 姓名 陳佳蓉

指導老師：葉京怡

中華民國 九十九 年 十二 月

修平技術學院

財務金融系

實務專題報告審定書

本系四技部

組長：學號 BL96002 姓名：吳佳玲

組員：學號 BL96036 姓名：卓巧薇

組員：學號 BL96041 姓名：吳靜芳

組員：學號 BL96043 姓名：陳佳蓉

所提報告 資訊揭露與企業投資行為—迎合理論之實證

經本委員會評審通過。

口試委員：

指導老師：

中華民國 99 年 12 月 29 日

目 錄

圖表目錄.....	I
誌謝詞.....	II
中文摘要	III
第一章	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	2
第三節 研究流程.....	2
第二章 文獻探討	4
第一節 經理人投資決策之相關文獻.....	4
第二節 資訊揭露之相關文獻.....	6
第三章 研究方法	7
第一節 資料來源	7
第二節 樣本選取	9
第三節 樣本敘述統計.....	12
第四節 變數計算與實證模型.....	14
第五節 預期結果.....	15
第四章 實證結果與分析.....	17
第五章 結論.....	26
第六章 參考文獻.....	27

圖表目錄

圖目錄

圖 1-1 流程圖	3
圖 3-1 資訊透明度與經理人迎合行為的預期關係圖	16
圖 4-1 資訊透明度與經理人迎合行為的實證關係圖	19

表目錄

表 3-1 第三屆至第六屆各類資訊透明度公司家數統計	9
表 3-2 第三屆至第六屆之重複公司家數	10
表 3-3 資訊透明度之產業分配表	11
表 3-4 資訊透明度之高低與公司基本概況(上市、上櫃公司)	13
表 3-5 解釋變數與投資水準間的預期關係	15
表 4-1 迴歸分析結果	20
表 4-2 透明度高與透明度低迴歸分析結果	21
表 4-3 迴歸分析結果	22
表 4-4 全部樣本之迴歸分析結果	23
表 4-5 投資水準高低之迴歸分析結果	24
表 4-6 牛市與熊市之迴歸分析結果	25
附錄一	28
附錄二	29
附錄三	30

誌謝詞

本篇論文能夠順利完成，首先要感謝指導老師葉京怡老師的細心指導。從觀念的建立、思想的啟發、題目之擬定、研究的方法、文獻的收集以及重點的整理，都給予學生莫大的指導與協助，更給予學生不斷地鼓勵，讓學生在研究的路上更有自信及受到肯定，從老師身上也學習到不少研究的脈絡與精神，並告訴我們不少研究上該注意的問題與方法，讓學生受益良多，能夠順利完成論文，以及老師在這一年中無私的付出與細心的指導，在此由衷地致上最高誠摯的謝意。

在論文口試時，承蒙口試委員張千雲主任與鄭雅云老師于百忙之中撥冗閱審，並感激兩位口試委員在專題口試時不吝提出指正與寶貴建議，使本論文得以更加嚴謹完整與充實，且更有價值，特此亦獻上最深之謝意。

同時要感謝在學修業的這段期間，從各位老師身上，學習到不少東西，也在不同領域上建立基礎與想法，感謝各位老師的細心教導。而從各位老師身上吸收到的專業知識以及學到的待人處世哲學，相信在未来，都能夠受用無窮！

另外，在專題撰寫期間中，感謝我們組長以及組員之間相互鼓勵與幫助，充分展現小組的團結合作，得以讓本專題更加順利完成。非常感謝小組的所有人，這一年來沒有小組的努力，就不會有現在的成果。在此由衷感謝大家的鼓勵與包容。

最後要感謝的是財務金融系的所有教授，在專業知識上對於學生的指導，以及生活上給予經驗的傳授，使學生獲益良多。

吳佳玲
卓巧薇
吳靜芳
陳佳蓉 謹誌

修平技術學院 財務金融系
中華民國 九十九年十二月

中文摘要

本研究依據台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證券暨期貨發展基金會所建置的「資訊揭露評鑑系統」所公佈的結果為研究樣本。期間為2005年至2008年國內上市上櫃公司為對象，探討管理者對投資人情緒的迎合行為是否會因公司資訊揭露程度而有差異。過去文獻指出，投資人情緒跟公司下一期的投資水準兩者之間有顯著的正相關，這個現象可以用「迎合理論」(catering theory)來解釋。然而，過去文獻忽略了公司資訊揭露的高低也是影響管理者迎合程度的重要因素。

本文預期當公司資訊越透明，內部管理者與外部投資人間的資訊越一致，此時即使公司有機會利用投資人情緒高漲而做出大量投資的迎合舉動，但也很容易因為高資訊透明度而被投資人識破，因此，資訊揭露越多的公司，「迎合理論」越不容易成立。反之，公司資訊揭露越少，投資人對於公司實際營運與財務前景不甚瞭解，此時公司越有誘因做出迎合投資人情緒的投資決策。

實證結果大致符合本文所預期，資訊透明度越高的公司，其經理人在進行投資決策時，即使公司有機會利用投資人情緒高昂而做出大量投資的迎合舉動，但也很容易因為資訊透明度高而被投資人識破，因此，資訊揭露越多的公司較不會做出迎合行為。反之，對資訊透明度低的公司而言，資訊揭露較少，投資人對公司的實際營運與財務狀況較不瞭解，此時公司越有機會做出迎合投資人情緒之投資決策。有趣的是，我們發現自願揭露越多資訊的樣本公司，其經理人亦會因投資人情緒做出投資迎合行為舉動。我們可以推測背後的原因可能是自願性揭露樣本的公司，其經理人本身可能有過度自信的性格傾向，或是這一類型的公司本來就很關注市場投資人情緒對公司股價的影響，因而導致經理人的投資決策也容易為迎合投資人情緒的偏好，而產生過度投資的現象。另外，在高投資水準樣本公司中，資訊透明化越低的公司，經理人越有誘因做出迎合行為。當投資人處在牛市市場，投資人的樂觀情緒更容易導致經理人為迎合投資人預期而過度投資；反之，當投資人處在熊市市場階段，經理人對投資者情緒的迎合程度較低。

關鍵字：資訊透明度、投資、迎合理論

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

近幾年，行為財務已經成為公司財務研究的一個重要領域，其為結合傳統經濟理論與心理學的新興財務學，由於傳統財務理論無法完全解釋所有的財務現象，行為財務理論便嘗試以投資者的非理性行為角度來加以解釋，本文便嘗試由行為財務學的角度來探討公司的投資決策。過去文獻指出，公司經理人在做投資決策時，常會受到市場投資人情緒影響，也就是說當期的投資人情緒跟公司下一期的投資水準兩者之間有明顯的關聯性，當某家公司投資人情緒高漲時，通常表現在該公司股價持續上升(甚至超過股價的基本價值)，此時管理者會傾向高估投資價值，因而做出積極的投資決策，此現象可以用「迎合理論」來解釋。

吳世農、汪強(2006)將市場區分為牛市與熊市，並依產業別區分樣本來探討投資人情緒與公司投資之間的正相關是否一致性存在。然而，公司經理人是否會利用投資者情緒做出迎合投資人的投資決策，應該會受到公司資訊透明度¹的影響，亦即公司資訊揭露的程度應是檢驗「迎合理論」成立與否的影響因子，但過去文獻卻忽略了此一重要因素。尤其近年來國內外各大企業頻頻傳出財務舞弊事件，如內線交易、操縱股票、做假買賣和對投資者提供不實的公開資訊，使得投資者對於企業的資訊揭露和公司透明度更加重視。為了保護投資人「知」的權益，台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心自民國 92 年開始委託證券暨期貨發展基金會建置「資訊揭露評鑑系統」，藉此系統的評分機制來提升企業資訊揭露的透明度，以降低投資人與公司管理者之間的資訊不對稱問題。投資者透過此評鑑系統不僅可瞭解公司財務經營狀況，亦能成為投資者進行投資之重要資訊。

本研究依據「資訊揭露評鑑系統」公佈的結果為研究樣本。期間為 2005 年至 2008 年國內上市上櫃公司為對象，探討管理者對投資人情緒的迎合行為是否會因公司資訊揭露程度而有差異。我們認為，當公司資訊越透明，內部管理者與外部投資人間的資訊越一致，此時即使公司有機會利用投資人情緒高漲而做出不合理大量投資的迎合舉動，但很容易因為資訊揭露充分而被投資人識破，因此，資訊揭露越多的公司，管理者的「迎合理論」越不容易成立。反之，當公司資訊揭露越少，投資人對於公司實際營運與財務前景不甚瞭解，此時公司越有誘因做出迎合投資人情緒的投資決策。

本文與過去文獻不同在於：(1)從資訊揭露的角度重新檢驗企業的投資行為受到投資者情緒之影響(2)在公司資訊透明度的實際度量上，採用證基會之「資訊揭露評鑑系統」第三

¹ 資訊透明度(Transparency)是指企業將公司的經營策略、財務狀況及公司治理等方面有關的資訊，向大眾及投資者做出適當的揭露。

屆至第六屆的評鑑結果做為國內企業資訊透明度的衡量指標。此評鑑系統近年來已是國內企業資訊透明度相當重要的參考指標。根據統計，歷屆受評公司家數涵蓋國內上市櫃總家數的八成五左右，且上網查詢初步得分的家數比率高達99%，顯示企業對此評鑑結果的高度重視。因此，本研究依評鑑結果所做的資訊透明度分類應該能客觀合理地反映一家企業內部與投資人間的資訊不對稱情形。

第二節 研究目的

本研究依資訊揭露評鑑系統第三屆至第六屆之評鑑結果做為篩選樣本公司資訊透明度的指標。由於資訊揭露評鑑系統第一、二屆僅公佈「較透明」的公司名單，自第三屆開始才依透明度高低將公司分成五大類(A+、A、B、C、C-)，為了使研究期間的資訊透明度樣本分類一致性，本專題採第三屆之後的評鑑結果。

我們將上市櫃公司依照資訊透明度的高低分成四大類：分別為資訊透明度高(包含A+、A等級的公司)、資訊透明度低(包含B、C等級的公司)、自願性揭露及誠信問題等四組樣本公司。並利用各組樣本透過迴歸分析，試圖檢驗不同資訊揭露程度的公司，其投資水準與前期市場投資人情緒兩者間的關聯是否有顯著差異。

第三節 研究流程

本研究流程圖如圖1-1所示，總共分為五章，依序如下：

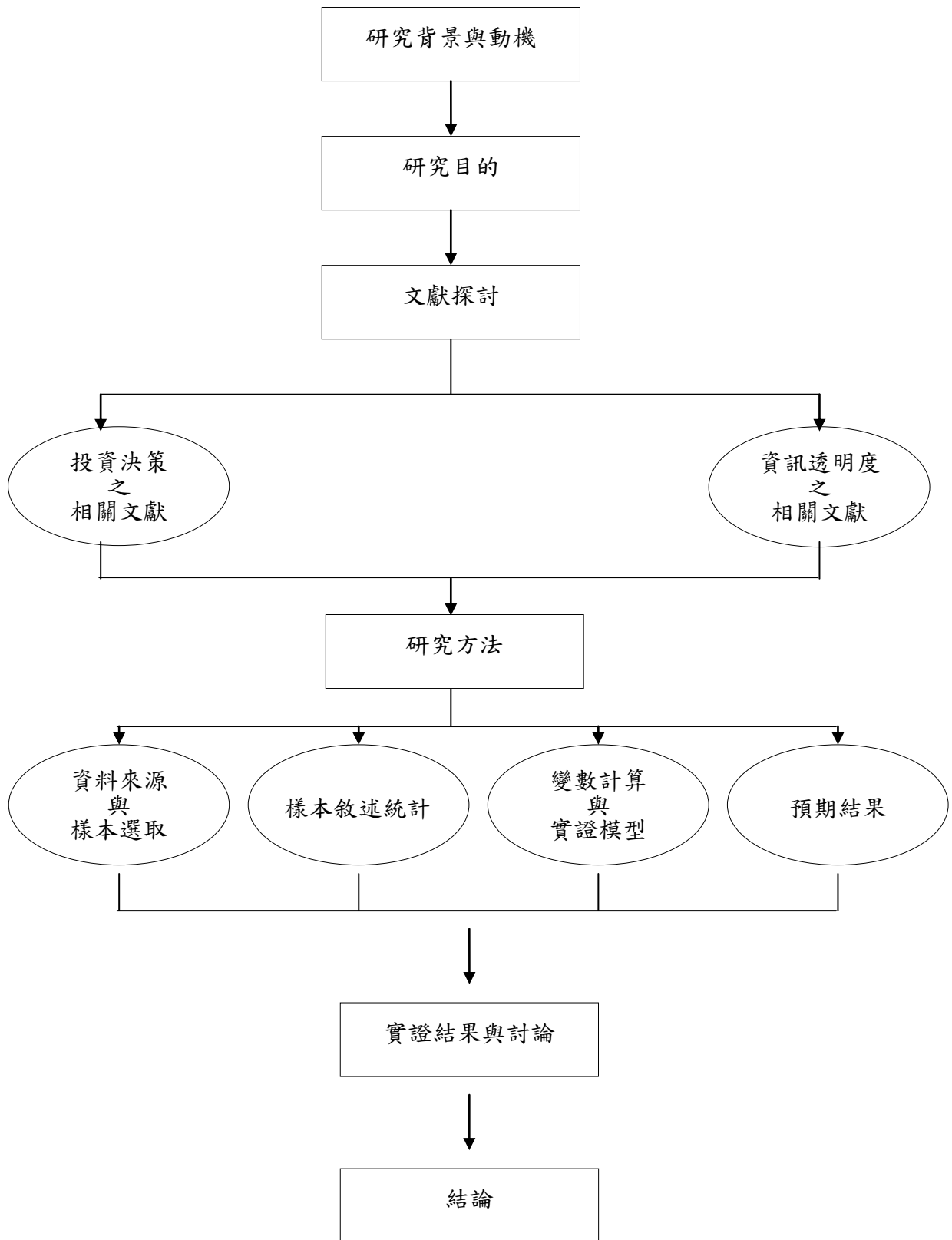


圖 1-1 流程圖

資料來源：本文整理

第二章 文獻探討

第一節 投資決策之相關文獻

傳統財務文獻大多以代理問題²與資訊不對稱³(Information Asymmetry)的角度探討公司投資決策，業柏廷(2006)發現公司自由現金流量愈大時，愈可能有過度投資之現象，且此現象較集中於自由現金流量為正之公司。此外，相較於高成長公司，低成長公司自由現金流量之代理問題較為嚴重，更傾向於過度投資。而在減緩代理問題之機制上，管理階層及機構投資人之持股並無法有效減緩代理成本，或抑制公司過度投資之現象。蘇亮宇(2009)指出當公司進行私募股權籌資之目的為策略聯盟動機時，當資訊不對稱改善時，受代理問題的影響，將會有過度投資的現象。葉黃盛(2009)由代理理論之觀點，檢視公司投資與其資訊不對稱之關聯性。此研究採用股票報酬率標準差及公司規模做為資訊不對稱之代理變數，實證結果顯示：1.公司規模與過度投資呈現不顯著正相關聯，亦及公司規模愈大，代理問題愈嚴重，愈可能有過度投資之情形，此種情況並不顯著。2.股票報酬率標準差與過度投資呈現不顯著負向關聯，亦即公司股票報酬率變異愈大，愈不可能有過度投資之行為。

傳統的財務理論仍然無法涵蓋足以影響公司投資決策的因素。比方說，對同一產業、財務條件相同的兩家企業來說，其投資決策可能會因經理人的性格不同而有差異。近年來許多學者轉而由行為層面探討公司的投資決策。李健琮(2006)發現，在台灣過度自信之經理人在景氣起伏較大的時候，具有高度的投資現金流量敏感度，顯示過度自信經理人在景氣波動時，會依據手邊持有現金的多寡進行投資方案，若手邊現金越多、會進行越多的投資計畫，因而會有過度投資的情形發生，反之，當手邊現金過少時，可能會有投資不足的情況；而當景氣較為平穩時，則不具有顯著的現金流量敏感度；另外，李健琮(2006)也發現不論經理人的學歷背景為偏向理工類或商學類，對公司的投資現金流量敏感度之間不存在任何顯著的關係。林岳祥(2007)利用台灣上市上櫃公司經理人的財務預測資料，提出一個衡量經理人是否過度樂觀的指標，研究發現當公司面臨融資限制(Financing Constrained)時，過度樂觀的經理人其公司內部資金與投資關連性相較於非過度樂觀的經理人來得大。且另一個假說為，過度樂觀的經理人，其舉債程度與內部資金的敏感度比非過度樂觀的經理人大。實證結果發現台灣上市、上櫃公司的融資決策符合假說，亦即舉債程度與內部資金的敏感度的確受到經理人過度樂觀與否的影響。許瑋蔓(2010)發現過度自信的高階經理人其公司存在顯著之投資對現金流量的敏感度，尤其對於財務限制程度愈高的公司其結果更明顯。此外，過度自信的高階經理人在產生異常投資之後的表現較差，且公司的營運績

² 代理問題：指因公司的經營權和所有權分離，使公司的經營者採取決策時會偏離以股東利益極大化的宗旨

³ 資訊不對稱(Information Asymmetry)：指因公司和投資人之間的資訊不相等，表示一方完全握有資訊，另一方則無法握有完全資訊，而造成二方之間訊息不相等的問題，產生公司資訊不對稱的風險。

效顯著劣於其他同業公司。

由上述行為層面探討公司之投資決策文獻可知，多數研究者認為經理人過度自信行為會影響公司投資決策。當公司持有較多現金，過度自信之經理人會多投資。反之，公司持有現金較少，過度自信之經理人則會少投資。

上述文獻是從經理人行為層面探討公司投資決策，除此之外，亦有行為學派學者研究投資者情緒對公司投資行為的影響。吳世農、汪強 (2006)針對大陸 1998~2005 年上市公司做研究，發現投資者情緒與下一期企業投資水準呈顯著正相關，且這種現象在牛市時更為明顯。顯示當投資人對公司未來前景抱持越樂觀的看法，亦即當公司股價越高時，經理人越容易迎合投資人情緒，而做出多投資的決策。吳世農、汪強 (2006)也發現，管理階層主要是藉由增加長期股權的投資方式，而非增加固定資產來迎合投資人情緒，這證明了管理階層為了迎合投資者情緒，會選擇增加熱門產業的投資，而非將資金投入於週期長、風險高的固定資產。

綜合上述文獻，大多數學者支持投資人與經理人心理確實會對公司決策造成影響，當投資人情緒高漲時(股價上漲)，企業傾向於多投資，以迎合投資人對公司前景具有樂觀的預期心理。反之，投資人情緒低落時(股價下跌)，企業對投資人的迎合程度較低。

第二節 資訊透明度之相關文獻

2001年10月美國發生安隆案、1998年國內相繼發生企業內線交易、操縱股票、做假買賣和對投資人提供不實的公開資訊等事件，讓投資人對於企業的資訊揭露和公司透明度更加重視，資訊揭露和透明度成為公司治理中非常重要的因素。公司和投資人之間存在資訊不對稱的問題，若投資人無法即時獲得公司的相關資訊，如：經營績效或財務報表...等資訊，將可能會造成投資人錯誤的決策，而使投資人遭受到損失，因此公司的資訊揭露和公司的透明度是投資人投資決策的重要依據。

沈榮芳(2006)利用二階段最小平方法探討公司資訊揭露程度與公司價值之間的關係，實證發現兩者呈現顯著的正向關係，表示當公司的資訊揭露越完整，會使公司價值愈高。林瑞琴(2007)探討公司經營績效、公司治理對於公司透明度之影響。研究樣本為 92 至 94 年之有接受資訊揭露評鑑之上市、上櫃公司。此研究結果顯示：1.公司資訊透明度指標與股東權益報酬率呈現顯著之正向關係，其代表公司經營績效愈好則公司資訊透明度愈佳。2.多項公司治理指標均顯示公司治理愈好，則公司資訊透明度愈好。李幃宗(2008) 發現資訊透明度愈高，公司經營績效愈好。

由上述文獻中，我們發現資訊透明度愈高或公司治理愈佳的公司，經營績效較佳、經理人的經營目標較能與股東利益極大化的目標一致性。因此，資訊透明度越好的公司，經理人在投資人情緒高漲時，即使做出積極投資的決策來迎合投資人，但此舉被識破的風險也越高，因此「迎合理論」越不容易成立。反之，資訊揭露越少的公司，管理者的迎合程度越高，這也是本研究之所以要從資訊揭露的角度重新檢視投資人情緒與投資水準關聯性之原因。

第三章 研究方法

第一節 資料來源

本文依據台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心委託證券暨期貨發展基金會所建置的「資訊揭露評鑑系統」所公佈的結果為研究樣本。此評鑑系統是國內首次針對上市櫃公司資訊揭露情形所做的透明度評比，採非官方自發性規劃設計，以全體上市櫃公司為評鑑對象，一年辦理一次評鑑，其評鑑範圍以上市櫃公司輸入「公開資訊觀測站」的資訊為主，包括資訊公開的時效與品質，但報章雜誌等媒體之報導不在評鑑範圍，並以一個完整年度所發佈之資訊為評鑑期間。證基會期望藉此評鑑建立系統化的評量制度來提升企業資訊揭露的透明度，使投資人權益獲得較好之保障，並供市場管理者參考，促進市場的健全發展。

然而，資訊揭露評鑑之效益是提升資訊揭露的時效性，並鼓勵企業提早申報，縮短財報空窗期，逐漸引起企業對資訊揭露的重視，且部分公司已成立專案小組，改善資訊揭露，並在歷屆評鑑結果得到不錯的成績。因此增加企業自願性揭露之誘因，而非財務資訊日益受到重視，逐步增加自願性揭露相關指標。並提供範例予企業參考，增進資訊揭露品質。

為了能符合國情又希望引導國內資訊揭露實務與國際接軌，資訊揭露評鑑系統主要參考國外相關評鑑之指標設計，另一方面也考量國內市場實際需求與相關法規要求，循此原則下，資訊揭露評鑑系統之評鑑指標主要有以下五大類：

- (一) 資訊揭露相關法規遵循情形
- (二) 資訊揭露時效性
- (三) 預測性財務資訊之揭露
- (四) 年報之資訊揭露(包括財務及營運資訊透明度、董事會及股權結構)
- (五) 企業網站之資訊揭露

選取以上五類指標之原因係考量年報與公開資訊觀測站為目前投資人取得企業資訊之最主要來源，而企業網站上之資訊又為目前企業與投資人間最即時之溝通管道。為避免在評鑑過程中，因資料蒐集不完整導致評鑑結果誤差，資訊揭露評鑑系統並開放受評上市、上櫃公司於評鑑結果公佈前，上網查詢初步評鑑得分。

該資訊揭露評鑑系統自民國九十二年進行第一屆上市櫃公司為評鑑結果，於每年五月至六月在證基會資訊評鑑系統之網頁公布，此評鑑資料分析期間為前一年度(一月一日至十

二月三十一日)所發佈資訊為蒐集分析為基礎。因此，歷年所公佈名單中，等級相對佳之公司，僅顯示該公司之受評資訊在評鑑系統之評鑑尺度下相對較為透明；而等級相對較差之公司，亦僅顯示該公司之受評資訊在評鑑系統之評鑑尺度下相對較為不透明，並不表示對各該公司之資訊品質做出全面評估。由於第一、二屆尚屬初步推行階段，僅公布評鑑結果資訊揭露較透明公司名單。自第三屆起，將受評公司依評鑑成績高低分類成 A+級、A 級、B 級、C 級、C-級等五級，並增列自願性揭露較透明⁴之公司名單(公佈排名前 10% 公司)。且自第五屆開始另公佈進步公司名單。

雖然資訊揭露評鑑系統是以全體上市櫃公司(不含管理股票及興櫃股票)為評鑑對象，但上市櫃公司符合以下六種情形，仍不列入評鑑：評鑑資料分析期間內掛牌未滿一年之上市櫃公司，因資料不足不列入評鑑；評鑑資料分析期間至評鑑結果公布前因變更交易法⁵、停止買賣⁶、終止上市櫃⁷、負責人(包括董事長、副董事長與總經理)因誠信問題被起訴、財務報告經會計師出具繼續經營假設有疑慮之修正式無保留意見，及其他經評鑑委員會認定有資訊揭露重大缺失或爭議者等六大項。本研究將上述不列入評鑑之上市櫃公司分類為「因誠信問題或資料不足而不列入之樣本」。

此評鑑系統以所建立的評鑑方法與評鑑指標為依據，善盡相當之注意確認各評鑑指標之存在性。惟受限於權限，將參考國際慣例，未驗證各評鑑指標內容之正確性，亦未偵測上市櫃公司之虛偽不實與詐欺等行為。因此評鑑結果僅供參考，不宜過度仰賴，使用者必須自行評量資訊的價值。且不為使用者的投資決策及結果擔負任何責任

由表 3-1 所示，第三至第六屆各類資訊透明度公司家數統計，上市公司較於上櫃公司多。且透明度 B 類之樣本家數較於其他類多。我們發現第三至第六屆之自願性揭露公司家數大多數為上市公司，這意謂著上櫃公司自願性揭露並不理想。而受評總公司家數平均為 1300 至 1400 家，約占國內上市櫃公司總家數八成五。

⁴ 依照時效性指標第 22、23、25、29、30、31 項、年報相關指標第 37、38、40、44、52、55、58、62~65、71、73、76、79、82 項以及企業網站相關指標第 83~95 項等，共計 35 項指標為評比方法。

⁵ 依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第四十九條及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第十二條規定。

⁶ 依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十條及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第十二條之一規定。

⁷ 依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第五十條之一及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第十二條之二規定。

表 3-1 第三屆至第六屆各類資訊透明度公司家數統計

	第三屆			第四屆			第五屆			第六屆		
公佈日期	95.06.08			96.05.31			97.06.04			98.06.11		
資訊評鑑期間	94.01.01 至 94.12.31			95.01.01 至 95.12.31			96.01.01 至 96.12.31			97.01.01 至 97.12.31		
透明度分類	上市	上櫃	小計	上市	上櫃	小計	上市	上櫃	小計	上市	上櫃	小計
A+	11	1	12	12	3	15	11	1	12	29	8	37
A	144	39	183	171	48	219	167	52	219	222	103	325
B	334	249	583	326	287	613	308	256	564	362	277	639
C	141	113	254	106	99	205	131	118	249	48	57	105
C-	0	0	0	20	11	31	34	20	54	4	8	12
自願性揭露	64	15	104	93	15	108	94	18	112	98	17	115
因誠信問題 不列入評鑑	83	133	216	56	91	147	79	111	190	60	89	149
進步公司	-	-	-	-	-	-	1	3	4	2	3	5
總家數	1352			1338			1404			1387		

資料來源：本文整理

第二節 樣本選取

由於資訊揭露評鑑系統第一、二屆僅公佈「較透明」的公司名單，自第三屆開始才依資訊透明度高低將公司分成五大類（A+、A、B、C、C-），為了使研究期間的資訊透明度樣本分類一致性，本文採用第三屆至第六屆的評鑑結果，此四屆的資訊評鑑期間為 2005 年至 2008 年。

綜合第三至第六屆評鑑結果之公司名單，分別取得在各透明度類別下，四屆之重複樣本公司。由於第三屆尚未產生 C- 公司名單與第四屆也尚未公佈進步公司名單，因資料不足無法分別取得四屆重複樣本，將剔除此兩類的評鑑結果。此外，由於金融保險業財務結構與一般傳統產業有所不同，本文為了符合資料一致性，後續實證樣本將金融保險業刪除。綜合來說，本文將樣本公司依資訊透明度高低分為六大類，分別為：A+、A、B、C、自願性揭露及因誠信問題不列入等六大類。本研究發現自願性揭露之重複樣本公司，與透明度高有重複樣本，分別計 A+ 上市共七家、B 上市共三家、C 上市共三家。

表 3-2 為第三屆至第六屆剔除金融業後重複之上市櫃公司樣本家數統計，各類透明度樣本公司，分別共計 3 家、81 家、197 家、15 家、27 家、20 家，總家數為 343 間公司。

表 3-2 第三屆至第六屆之重複公司家數

透明度分類	上市	上櫃	小計
A+	3	0	3
A	70	11	81
B	110	87	197
C	6	9	15
自願性揭露	22	5	27
因誠信問題不列入評鑑	12	8	20
總家數	343		

資料來源：本文整理

表 3-3 為總樣本依產業別分類的統計結果，金融保險業在 A+、A 及自願性揭露這三類的資訊透明度中佔有多數。顯示金融產業較一般產業更加重視資訊的揭示。

此外，表 3-3 亦顯示各類資訊透明度(A+、A、B、C、自願性揭露及因誠信問題)分別以通信網路業為主、電腦及週邊設備業為主、半導體業為主、電機機械業、鋼鐵工業、觀光事業與油電然業為主、紡織纖維業、生技醫療業、電腦及週邊設備業、通信網路業與電子零組件業、建材營造業為主。雖然我們將金融保險業剔除，但本文亦將金融保險業顯示在表 3-3 中，很明顯發現.在金融保險業占各類之透明度比例很高，最高為資訊透明度 A+，佔 50%，其次為自願性揭露，佔 28.95%。顯示金融保險業比一般產業更加重視資訊透明化。

表 3-3 資訊透明度之產業分配表

上市櫃公司		資訊透明度之家數及百分比											
代碼	產業別	A+	百分比	A	百分比	B	百分比	C	百分比	自願性揭露	百分比	誠信問題	百分比
1	水泥工業	0	0.00%	1	1.08%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
2	食品工業	0	0.00%	2	2.15%	1	0.50%	0	0.00%	1	2.63%	0	0.00%
3	塑膠工業	0	0.00%	6	6.45%	7	3.50%	0	0.00%	1	2.63%	0	0.00%
4	紡織纖維	0	0.00%	2	2.15%	3	1.50%	1	6.67%	3	7.89%	1	5.00%
5	電機機械	0	0.00%	3	3.23%	12	6.00%	2	13.33%	0	0.00%	0	0.00%
6	電器電纜	0	0.00%	2	2.15%	1	0.50%	0	0.00%	1	2.63%	0	0.00%
8	玻璃陶瓷	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	1	5.00%
9	造紙工業	0	0.00%	0	0.00%	1	0.50%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
10	鋼鐵工業	0	0.00%	2	2.15%	3	1.50%	2	13.33%	0	0.00%	1	5.00%
11	橡膠工業	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
12	汽車工業	0	0.00%	1	1.08%	1	0.50%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
14	建材營造	0	0.00%	3	3.23%	10	5.00%	1	6.67%	0	0.00%	4	20.00%
15	航運業	1	16.67%	6	6.45%	1	0.50%	0	0.00%	1	2.63%	0	0.00%
16	觀光事業	0	0.00%	0	0.00%	1	0.50%	2	13.33%	0	0.00%	0	0.00%
18	貿易百貨	0	0.00%	1	1.08%	1	0.50%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
19	綜合	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
20	其他	0	0.00%	3	3.23%	7	3.50%	1	6.67%	1	2.63%	3	15.00%
21	化學工業	0	0.00%	2	2.15%	8	4.00%	1	6.67%	2	5.26%	0	0.00%
22	生技醫療業	0	0.00%	3	3.23%	5	2.50%	0	0.00%	3	7.89%	0	0.00%
23	油電燃氣業	0	0.00%	1	1.08%	1	0.50%	2	13.33%	0	0.00%	0	0.00%
24	半導體業	0	0.00%	9	9.68%	27	13.50%	0	0.00%	2	5.26%	2	10.00%
25	電腦及週邊設備業	0	0.00%	10	10.75%	17	8.50%	1	6.67%	3	7.89%	2	10.00%
26	光電業	0	0.00%	3	3.23%	15	7.50%	0	0.00%	0	0.00%	3	15.00%
27	通信網路業	2	33.33%	3	3.23%	13	6.50%	1	6.67%	3	7.89%	1	5.00%
28	電子零組件業	0	0.00%	9	9.68%	34	17.00%	0	0.00%	3	7.89%	1	5.00%
29	電子通路業	0	0.00%	4	4.30%	11	5.50%	1	6.67%	0	0.00%	1	5.00%
30	資訊服務業	0	0.00%	2	2.15%	5	2.50%	0	0.00%	1	2.63%	0	0.00%
31	其他電子業	0	0.00%	3	3.23%	12	6.00%	0	0.00%	2	5.26%	0	0.00%
17	金融保險	3	50.00%	12	12.90%	3	1.50%	0	0.00%	11	28.95%	0	0.00%
	合計	6	100.00%	93	100.00%	200	100.00%	15	100.00%	38	100.00%	20	100.00%

資料來源：本文整理

第三節 樣本敘述統計

表 3-4 為上市櫃公司依照資訊透明度高低所形成之分類與公司基本概況。首先，我們以股東權益報酬率⁸來衡量獲利能力。從表 3-4 顯示，A 類的股東權益報酬率為六類樣本中最高，平均值為 10.19%。且透明度較高的 A+類卻平均值僅有 7.08%。我們在進一步觀察自願性揭露較透明的樣本公司，平均值為 10.06%，居於次高。

接著，我們以負債比率⁹來衡量財務結構。從表 3-4 顯示，資訊透明度次高之 A 級之負債比率最低，平均值為 36.22%，故財務結構較好。然而，A+、A、B、C 級與自願性揭露較透明，平均都未大於 50%，表示財務結構皆為健全。而因誠信問題不列入之上市櫃公司，平均值為 65.42%，大於 50%，故表示財務結構較不健全。

然後，現金流量比率¹⁰來衡量公司現金流動性。依表 3-4 顯示，從資訊透明度高之 A 級較高，平均值為 0.99%，反而，資訊透明度較高的 A+比透明度低的 C 還要低，平均值為 0.42%。由此推論，資訊透明度較高公司不見得公司現金流動性佳。

再以資產總額來衡量公司規模。由表 3-4 顯示，A+的樣本公司之平均值為最高，為 23,237(千萬元)，顯示資訊透明度與公司規模呈正比，資訊揭露程度越高，公司規模也越大。

我們以 TobinQ¹¹來衡量公司將來投資機會。依表 3-4 顯示，資訊透明度較高之 A+樣本公司較高，平均值為 1.54%。故資訊透明度越高之公司，其公司將來投資機會較高。資訊透明度低之 C 樣本公司其平均值最低，僅有 0.01%，顯示透明度低之公司將來投資機會較低。

最後，依據 INV¹²衡量投資水準與股票累積月收益率¹³衡量投資人情緒相比。由表 3-4 得知資訊透明度較高 A+之 INV 與股票累積月收益率，相較於其他六類都來的高，平均數為 6.06%與 8.03%。故 A+上市樣本公司之投資水準較佳與股票累積月收益率之投資人情緒較高。

⁸ 股東權益報酬率= 稅後淨利 / 股東權益總額 * 100%

⁹ 負債比率= 負債總額 / 資產總額 * 100%

¹⁰ 現金流量比率= 資產總額 / 現金流量 * 100%

¹¹ TobinQ=(市值 - 股東權益總額 + 資產總額) / 資產總額

¹² INV=(本期固定資產 - 前期固定資產 + 本期折舊) / 前一期資產總額 * 100%

¹³ 股票累積月收益率= 公司股票之月報酬率累加 * 100%

表 3-4 資訊透明度之高低與公司基本概況(上市、上櫃公司)

股東權益報酬率							單位：%
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數	
A+	7.08	11.95	30.20	-65.61	22.10	3	
A	10.19	9.73	54.40	-151.55	15.89	81	
B	9.75	10.48	48.42	-119.40	15.71	197	
C	1.10	4.01	27.13	-73.78	15.91	15	
自願性揭露較透明	10.06	11.09	32.58	-65.61	11.28	27	
因誠信問題不列入	-111.56	-42.60	402.50	-1397.56	230.63	20	

負債比率							單位：%
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數	
A+	41.10	33.22	82.03	11.33	24.70	3	
A	36.22	37.28	85.93	1.46	16.77	81	
B	37.17	37.23	85.20	4.36	15.11	197	
C	42.88	43.15	74.94	9.70	16.97	15	
自願性揭露較透明	35.39	33.68	82.03	4.60	17.61	27	
因誠信問題不列入	65.42	71.62	98.59	2.14	27.04	20	

現金流量比率							單位：%
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數	
A+	0.42	0.29	6.24	-6.83	2.99	3	
A	0.99	0.32	33.49	-26.35	6.62	81	
B	0.92	0.56	58.18	-28.17	7.09	197	
C	0.66	0.33	31.97	-8.53	5.27	15	
自願性揭露較透明	0.70	0.19	33.49	-14.78	6.23	27	
因誠信問題不列入	-0.70	0.02	69.84	-175.45	22.41	20	

資產總額							單位：千萬
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數	
A+	23,237.00	14,325.42	46,523.41	8,076.39	16,624.36	3	
A	3,989.82	917.80	49,108.47	57.50	7,774.37	81	
B	1,053.42	309.90	53,172.61	18.75	4,103.25	197	
C	313.15	224.97	824.57	12.50	239.68	15	
自願性揭露較透明	3,941.82	658.59	46,523.41	57.50	9,019.82	27	
因誠信問題不列入	119.46	92.30	661.26	5.17	112.98	20	

TobinQ							
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數	
A+	1.54	1.47	3.21	1.03	0.60	3	
A	1.42	1.12	11.33	0.40	1.04	81	
B	1.43	1.17	8.52	0.37	0.91	197	
C	0.01	0.04	0.27	-0.74	0.16	15	
自願性揭露較透明	1.28	1.07	3.29	0.50	0.60	27	
因誠信問題不列入	1.11	1.05	2.34	0.24	0.34	20	

INV							單位：%
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數	
A+	6.06	6.07	14.77	-8.53	5.35	3	
A	2.97	1.17	50.78	-45.83	7.01	81	
B	2.94	0.95	52.34	-37.20	6.92	197	
C	2.37	1.40	16.35	-7.27	4.49	15	
自願性揭露較透明	3.00	1.26	43.55	-65.50	9.08	27	
因誠信問題不列入	-1.31	0.10	52.00	-65.87	11.94	20	

股票累積月收益率							單位：%
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差	樣本數	
A+	8.03	8.50	34.35	-44.49	20.80	3	
A	5.71	4.72	189.48	-146.93	46.20	81	
B	3.32	1.98	260.19	-183.22	52.77	197	
C	4.40	4.58	111.83	-91.76	42.01	15	
自願性揭露較透明	7.65	8.11	183.35	-110.18	48.09	27	
因誠信問題不列入	-4.83	-12.00	292.16	-155.71	74.90	20	

第四節 變數計算與實證模型

(1) 投資水準

一般以資本支出較能表現公司投資決策的長期觀點，我們參考Griner and Gordon (1995)對資本支出的定義，本期資本支出＝本期固定資產淨額減掉前一期固定資產淨額，再加上本期折舊費用。為避免公司規模對資本支出的影響，再將上述資本支出除以前一期資產總額做為投資水準的衡量變數(*INV*)。

(2) 衡量投資人情緒

本專題採用股票市場的動量效應做為投資者情緒指標，以公司投資決策前一年的股票累積月收益率來計算。

$$Momentum = \sum_{i=1}^{12} R_{t,i}$$

本專題參考吳世農、汪強 (2006)進行實證分析。建立以下實證迴歸模型進行估計：

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 MOM_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 CF_{i,t-1} + \beta_4 TobinQ_{i,t-1} + \beta_5 Debt_{i,t-1} + \beta_6 ROE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

(1) 式中的被解釋變數為公司當期的投資水準，主要解釋變數為投資前一期之投資人情緒指標(*MOM*)，由於當期與前一期的公司現金流量也會影響資本支出，我們在迴歸模型中同時加入此兩個變數做為控制變數。另外，加入TobinQ 是用來控制公司未來的投資機會。模型中還考量公司投資前一期的負債條件與獲利狀況。

我們先以全部樣本進行估計，此步驟主要在檢驗迎合理論能否被支持，亦即投資水準究竟會不會受到前一期投資人情緒所影響？影響方向為正或負？接下來，依照歷屆資訊透明度的分類樣本各自進行估計，主要在觀察管理者的迎合程度在透明度高與透明度低的樣本是否有差異。

第五節 預期結果

本研究希望藉由實證探討公司資訊揭露的高低是否會影響管理者對投資人情緒的迎合程度。上述迴歸式(1)除了最重要的投資人情緒指標以外，還包括公司現金流量、未來投資機會、公司財務狀況等控制變數。表3-5整理各解釋變數與公司投資水準的預期影響方向：

表3-5 解釋變數與投資水準間的預期關係

解釋變數	變數名稱	模式(1) 全部樣本	模式(2) 透明度高樣本	模式(3) 透明度低樣本	模式(4) 自願性揭露樣本
投資人情緒指標	MOM	+	--	+	--
當期公司現金流量	CF	+	+	+	+
前一期公司現金流量	CF	+	+	+	+
未來投資機會指標	TobinQ	+	+	+	+
負債比率	Debt	-	-	-	-
股東權益報酬率	ROE	+	+	+	+

模式(1)主要在檢驗迎合理論是否成立，由於台灣資本市場的結構七成為散戶，法人投資者僅佔三成左右，台灣股市仍屬於淺盤性質，股市波動容易受到投資人非理性行為所影響，因此，管理者進行決策時也會將投資人行為納入考量。我們預期以全部樣本來看，投資人情緒指標與下一期公司投資水準應該會呈正相關。模式(2)與模式(3)是將樣本依照資訊透明度的高低分別進行迴歸，我們預期管理者對投資人情緒的迎合行為在資訊透明高的公司較不容易發生，因此MOM的估計係數應該不會顯著為正，反之，管理者在資訊透明度低的公司更有誘因從事迎合投資人情緒的行為，MOM的估計係數應該會顯著為正，甚至大於全部樣本下該係數之估計值。最後，我們預期模式(4)自願性揭露較多資訊的公司，其迎合行為的程度應該較低。總而言之，本研究預期，隨著公司資訊透明度越高，經理人會降低其對投資人情緒的迎合行為。圖3-1為資訊透明度與經理人迎合行為的預期關係圖，橫座標為公司資訊透明度，越往右邊透明度程度越高，縱座標表示經理人對投資人情緒的迎合強度，迎合程度越高表示經理人在股票市場高漲時，越容易過度投資。隨著透明度越高，迎合強度將越低，本文預期兩者呈負向線性關係。

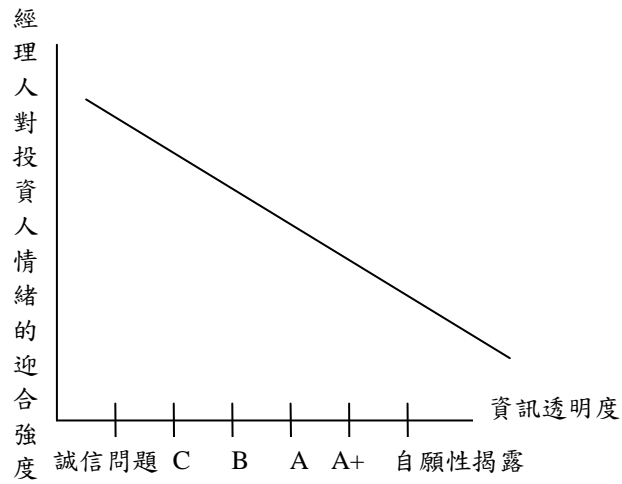


圖3-1 資訊透明度與經理人迎合行為的預期關係圖

模型中其他控制變數的預期方向是根據過去文獻所做的推論，公司內部的現金流量與前一期現金流量越多，投資水準會越多，故兩者的估計係數皆為正向。當公司越具有未來的投資潛力、過去獲利能力越好，投資水準也會越高。但公司負債比越高，由於利息負荷減少投資可用之現金流量，預期投資水準會下降。

第四章 實證結果與分析

表 4-1 為本文的主要實證結果，模式一採用全部樣本做估計，本文並將樣本依照資訊透明度高低分成三大類，依序為「高透明度」(包含 A+及 A 級的公司)、「低透明度」(包含 B 及 C 級的公司)、與「自願性揭露」樣本，估計結果分別列於模式二至模式四。此外，亦將歷屆因負責人誠信問題而不予以評鑑的重複公司列為「誠信問題樣本」，估計結果如模式五。表 4-1 的被解釋變數為公司當期投資水準(INV)，主要解釋變數包含投資人情緒指標(MOM_{t-1})、當期公司現金流量(CF_t)、前一期公司現金流量(CF_{t-1})、未來投資機會指標(TobinQ $_{t-1}$)、負債比率($Debt_{t-1}$)與股東權益報酬率(ROE_{t-1})。

模式一結果顯示，投資人情緒指標的估計係數顯著為正(0.0078)，表示公司投資水準與前一期的投資人情緒呈正相關，此結果證實了經理人的投資決策的確會受到市場投資人情緒影響，當公司前一年的股票累積報酬率越高，經理人越傾向增加投資，迎合行為越明顯。模式一也顯示，當期及前一期公司現金流量的係數顯著為正，表示公司內部營運現金流量越多，投資水準也跟著增加。負債比率估計係數顯著為負，當公司負債比率越高，利息負擔越重，將減少投資可用之現金流量，因此投資水準會下降。未來投資機會與股東權益報酬率兩者與公司投資水準無關。

模式二與模式三結果顯示，投資人情緒指標僅在低透明度樣本中顯著為正，在高透明度樣本中則不顯著，此結果符合本文預期。顯示在資訊透明度越高的公司，其經理人進行投資決策時較不容易受到投資人情緒影響而做出迎合行為的舉動。反之，資訊透明度低的公司，由於公司資訊揭露較不充分，投資人對於公司實際營運與財務前景不甚瞭解，此時公司越有誘因做出迎合投資人情緒的投資決策。有趣的是，模式四中的投資人情緒指標顯著為正，且達 5%的顯著水準，此發現與本文原先預期公司揭露越多資訊，其經理人越不容易對投資人情緒做出迎合行為的假設相反。針對此點，後續本文進一步針對不同資訊透明度的樣本以設定虛擬變數的方式進行迴歸實證。最後，表 4-1 模式五中的投資人情緒指標係數不顯著，顯示因負責人誠信問題或財務資訊不足而不列入評鑑的公司，其經理人的投資決策並不受投資人情緒影響。

表 4-2 將全樣本刪除掉誠信不佳與自願性揭露的公司，並在迴歸方程式中加入透明度虛擬變數(Dummy)，若公司屬於高資訊透明度(A+及 A 等級)，該公司的虛擬變數為 1，若公司屬於低資訊透明度低(B 及 C 等級)，該公司的虛擬變數設為 0。表 4-2 結果顯示，透明度虛擬變數與投資人情緒指標的交乘項($Dummy * MOM_{t-1}$)估計係數顯著為負(-0.0125)，表示當公司資訊越透明，且前一年股票累積報酬率越高，公司投資水準反而越低，亦即經理人越不會迎合投資人情緒而過度投資，此結果與表 4-1 模式二中的發現是一致的。表 4-2 的

當期及前一期公司現金流量與投資水準之間亦如預期呈正相關。本研究進一步在表 4-3 迴歸式中增加一個透明度指數(Index)，此變數將樣本依照資訊透明度等級由 A+到 C 級分別給予 4、3、2 及 1 分，用來代表各公司的資訊透明化程度，分數越高，表示公司資訊揭示越透明。表 4-3 結果可以得知，透明度指數與投資人情緒指標的交乘項(Index*MOM_{t-1})估計係數顯著為負(-0.0112)，與表 4-2 結果一致，皆支持公司資訊越透明，經理人做出迎合行為的可能性越低。綜合表 4-1 至表 4-3 的實證結果，本文可推論對資訊透明度高的公司而言，經理人在進行投資決策時，即使公司有機會利用投資人情緒高昂而做出大量投資的迎合舉動，但也很容易因為資訊透明度高而被投資人識破，因此，資訊揭露越多的公司較不會做出迎合行為。反之，資訊透明度低的公司，資訊揭露較少，投資人對公司的實際營運與財務狀況較不瞭解，此時公司越有機會做出迎合投資人情緒之投資決策。

前述表 4-1 模式四(自願性揭露樣本)的實證結果與本文所預期不太一致，因此，本研究在表 4-4 中設定一個自願性揭示虛擬變數(Voluntary)，若公司屬於自願性揭露，該變數為 1、若公司屬於 A+、A、B 及 C 等級，該變數為 0，共 1615 家。表 4-4 結果顯示，投資人情緒指標、當期及前一期公司現金流量的估計係數呈正相關，且皆達到兩顆星顯著水準以上。而自願性揭示虛擬變數與投資人情緒指標(Voluntary*MOM_{t-1})交乘項的估計係數顯著為正。此結果讓我們進一步證實了自願性揭露的公司，其經理人一樣會有迎合投資人情緒而過度投資的行為。我們可以推測背後的原因可能是自願性揭露樣本的公司，其經理人本身可能有過度自信的性格傾向，或是這一類型的公司本來就很關注市場投資人情緒對公司股價的影響，因而導致經理人的投資決策也容易為迎合投資人情緒的偏好，而產生過度投資的現象。

綜合以上討論，本文實證結果顯示，經理人對投資人情緒的迎合行為一開始會隨著公司資訊透明度提升而下降，但是，當公司資訊透明度增加到某一個程度，或是當公司願意主動揭露更多資訊時，資訊透明化對經理人的迎合行為便不再產生抑制效果，使得自願性揭露較多資訊的公司經理人，亦會做出迎合投資人情緒的投資決策。如圖 4-1 所呈現的，資訊透明度與經理人迎合強度應該是非線性關係，而非本文預期的直線關係。

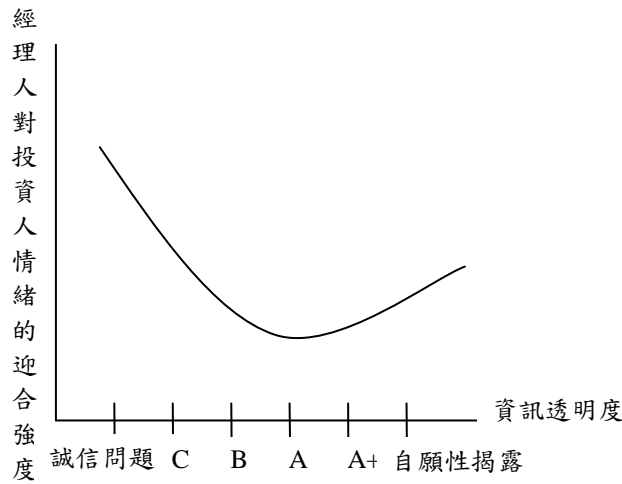


圖 4-1 資訊透明度與經理人迎合行為的實證關係圖

接著，表 4-5 將全部樣本區分為投資水準高與投資水準低兩大類，來驗證投資水準高低對於經理人的迎合行為是否會產生顯著差異。本文區分投資水準高低的方法如下，若公司投資水準大於全部樣本投資水準的平均數，則該公司屬於高投資水準，反之，該公司屬於低投資水準。表 4-5 結果顯示，在高投資水準的樣本下，投資人情緒與公司投資水準呈顯著正相關(0.0162)，而在低投資水準樣本中，該變數的估計係數並不顯著。且在高投資水準樣本中，資訊透明化越低的公司，經理人越有誘因做出迎合行為。

最後，為了檢驗經理人對於投資人情緒的迎合行為是否受市場變動趨勢所影響，本文進一步根據投資人情緒指標那一年的市場，區分為牛市與熊市，再來檢驗投資人情緒與公司投資水準之間的關係。表 4-6 將 2005 年至 2008 年之大盤指數月報酬率累加。若當年累加月報酬率為正，則該年為牛市市場；若累加月報酬率為負，則該年為熊市市場。本文的結果發現 2005~2007 三年大盤累加報酬均為正，為牛市市場，2008 年因全球金融海嘯影響，台股為熊市市場。我們預期，如果經理人有迎合投資人情緒的現象，那麼在牛市期間迎合程度應該比在熊市期間更高。表 4-6 實證結果顯示，投資人情緒指標在牛市樣本中的估計係數為顯著為正(0.0074)，熊市市場下則為不顯著(0.0036)，且牛市市場下之估計係數幾乎是熊市的兩倍。結果可推論，當投資人處在牛市市場，投資人的樂觀情緒更容易導致經理人為迎合投資人預期而過度投資；反之，當投資人處在熊市市場階段，經理人對投資者情緒的迎合程度較低。

表 4-1 迴歸結果(1)

本研究將第三屆至第六屆（2005 年至 2008 年）資訊揭露評鑑結果公佈之各級透明度公司名單，取四屆重複之上市（櫃）公司為本研究之實證樣本，總計公司家數為 343 家。我們再依照資訊透明度高低將樣本區分為「高透明度」（包含 A+及 A 級的公司共 84 家）、「低透明度」（包含 B 及 C 級的公司共 212 家）、「自願性揭露」（27 家）等三大類樣本，此外，亦將歷屆因負責人誠信問題而不予以評鑑的重複公司列為「誠信問題樣本」（20 家）。模式一至模式五的被解釋變數為公司當期的投資水準(INV)=(當期固定資產總額-前一年固定資產總額+當期折舊)/前一年資產總額。解釋變數包含投資人情緒指標(MOM_{t-1})=公司投資決策前一年的股票累積月收益率、當期公司現金流量(CF_t)=當期公司營運現金流量/當期資產總額、前一年公司現金流量(CF_{t-1})=前一年公司營運現金流量/前一年資產總額、未來投資機會指標(TobinQ_{t-1})=(前一年市值-前一年股東權益總額+前一年資產總額)/前一年資產總額、負債比率(Debt_{t-1})=前一年負債總額/前一年資產總額、股東權益報酬率(ROE_{t-1})=前一年稅後淨利/前一年股東權益總額。()內之數字為 P-value 值，上標*、**及***分別代表 10%、5%及 1%之統計顯著水準。

	模式一 全部樣本	模式二 高透明度	模式三 低透明度	模式四 自願性揭露	模式五 誠信問題
截距項	0.0304*** (0.00)	0.0210** (0.05)	-0.0002 (0.98)	0.0085 (0.74)	0.0604* (0.25)
投資人情緒指標(MOM _{t-1})	0.0078** (0.04)	0.0046 (0.59)	0.0076* (0.09)	0.0403** (0.05)	0.0003 (0.98)
當期公司現金流量(CF _t)	0.0436*** (0.00)	0.0482 (0.20)	0.0892*** (0.00)	0.0506 (0.67)	-0.0045 (0.88)
前一期公司現金流量(CF _{t-1})	0.0218* (0.10)	0.1521*** (0.00)	0.0965*** (0.00)	0.1841* (0.14)	-0.0718** (0.02)
未來投資機會指標(TobinQ _{t-1})	0.0032 (0.17)	-0.0042 (0.29)	-0.0007 (0.81)	0.0139 (0.48)	0.0081 (0.82)
負債比率(Debt _{t-1})	-0.0355*** (0.00)	-0.0018 (0.93)	0.0278** (0.05)	-0.0234 (0.61)	-0.1391*** (0.00)
股東權益報酬率(ROE _{t-1})	0.0012 (0.68)	-0.0243 (0.29)	0.0361** (0.02)	-0.1416 (0.12)	-0.0084 (0.12)
Adj-R ²	0.0291	0.0336	0.0738	0.0405	0.0887
Prob(F)	0.0000	0.0026	0.0000	0.0789	0.0222
樣本數	1715	420	1060	135	100

表 4-2 迴歸結果(2)

本表在迴歸方程式中加入透明度虛擬變數(Dummy)，若公司屬於高資訊透明度(A+及 A 等級)，該公司的虛擬變數為 1，若公司屬於低資訊透明度低(B 及 C 等級)，該公司的虛擬變數設為 0。被解釋變數為公司當期的投資水準(INV)=(當期固定資產總額-前一年固定資產總額+當期折舊)/前一年資產總額，主要解釋變數為投資人情緒指標(MOM_{t-1})=公司投資決策前一年的股票累積月收益率、當期公司現金流量(CF_t)=當期公司營運現金流量/當期資產總額、前一年公司現金流量(CF_{t-1})=前一年公司營運現金流量/前一年資產總額、未來投資機會指標(TobinQ_{t-1})=(前一年市值-前一年股東權益總額+前一年資產總額)/前一年資產總額、負債比率(Debt_{t-1})=前一年負債總額/前一年資產總額、股東權益報酬率(ROE_{t-1})=前一年稅後淨利/前一年股東權益總額。()內之數字為 P-value 值，上標*、**及***分別代表 10%、5%及 1%之統計顯著水準。

截距項	0.0066 (0.30)
投資人情緒指標(MOM _{t-1})	0.0106** (0.02)
當期公司現金流量(CF _t)	0.8156*** (0.00)
前期公司現金流量(CF _{t-1})	0.194*** (0.00)
未來投資機會指標(TobinQ _{t-1})	-0.0019 (0.42)
負債比率(Debt _{t-1})	0.0172 (0.17)
股東權益報酬率(ROE _{t-1})	0.0173 (0.14)
透明度虛擬變數(Dummy)	0.0011 (0.78)
透明度虛擬變數*投資人情緒指標 (Dummy*MOM _{t-1})	-0.0125* (0.13)
Adj-R ²	0.0585
Prob(F)	0.0000
樣本數	1480

表 4-3 迴歸結果(3)

本表在回歸式中增加一個透明度指數(Index)，此變數將樣本依照資訊透明度等級由 A+到 C 級分別給予 4、3、2 及 1 分，用來代表各公司的資訊透明程度，分數越高，表示公司資訊揭示越透明。被解釋變數為公司當期的投資水準(INV)=(當期固定資產總額-前一年固定資產總額+當期折舊)/前一年資產總額，主要解釋變數為投資人情緒指標(MOM_{t-1})=公司投資決策前一年的股票累積月收益率、當期公司現金流量(CF_t)=當期公司營運現金流量/當期資產總額、前一年公司現金流量(CF_{t-1})=前一年公司營運現金流量/前一年資產總額、未來投資機會指標(TobinQ_{t-1})=(前一年市值-前一年股東權益總額+前一年資產總額)/前一年資產總額、負債比率(Debt_{t-1})=前一年負債總額/前一年資產總額、股東權益報酬率(ROE_{t-1})=前一年稅後淨利/前一年股東權益總額。()內之數字為 P-value 值，上標*、**及***分別代表 10%、5%及 1%之統計顯著水準。

截距項	0.0044 (0.64)
投資人情緒指標(MOM _{t-1})	0.0322** (0.04)
當期公司現金流量(CF _t)	0.0819*** (0.00)
前一期公司現金流量(CF _{t-1})	0.1094*** (0.00)
未來投資機會指標(TobinQ _{t-1})	-0.0018 (0.44)
負債比率(Debt _{t-1})	0.0173 (0.14)
股東權益報酬率(ROE _{t-1})	0.0172 (0.17)
透明度指數(Index)	0.0011 (0.74)
透明度指數*投資人情緒指標 (Index*MOM _{t-1})	-0.0112* (0.12)
Adj-R ²	0.0585
Prob(F)	0.0000
樣本數	1480

表 4-4 迴歸結果(4)

表 4-4 中設定一個自願性揭示虛擬變數(Voluntary)，若公司屬於自願性揭露，該變數為 1、若公司屬於 A+、A、B 及 C 等級，該變數為 0，共 1615 家。被解釋變數為公司當期的投資水準(INV)=(當期固定資產總額-前一年固定資產總額+當期折舊)/前一年資產總額，主要解釋變數為投資人情緒指標(MOM_{t-1})=公司投資決策前一年的股票累積月收益率、當期公司現金流量(CF_t)=當期公司營運現金流量/當期資產總額、前一年公司現金流量(CF_{t-1})=前一年公司營運現金流量/前一年資產總額、未來投資機會指標(TobinQ_{t-1})=(前一年市值-前一年股東權益總額+前一年資產總額)/前一年資產總額、負債比率(Debt_{t-1})=前一年負債總額/前一年資產總額、股東權益報酬率(ROE_{t-1})=前一年稅後淨利/前一年股東權益總額。()內之數字為 P-value 值，上標*、**及***分別代表 10%、5%及 1%之統計顯著水準。

	全部樣本
截距項	0.0086 (0.16)
投資人情緒指標(MOM _{t-1})	0.0083** (0.04)
當期公司現金流量(CF _t)	0.0819*** (0.00)
前一期公司現金流量(CF _{t-1})	0.1108*** (0.00)
未來投資機會指標(TobinQ _{t-1})	-0.0019 (0.41)
負債比率(Debt _{t-1})	0.0134 (0.24)
股東權益報酬率(ROE _{t-1})	0.0128 (0.31)
自願性揭示虛擬變數(Voluntary)	-0.0038 (0.54)
自願性揭示虛擬變數*投資人情緒指標 (Voluntary*MOM _{t-1})	0.0277** (0.03)
Adj-R ²	0.0567
Prob(F)	0.0000
樣本數	1615

表 4-5 依投資水準高低區分樣本之迴歸結果

表 4-5 將資訊透明度之全部樣本區分為投資水準高與投資水準低兩大類，若公司投資水準大於全部樣本投資水準的平均數，則該公司為高投資水準，反之，公司投資水準小於全部樣本投資水準的平均數，則該公司屬於低投資水準。被解釋變數為公司當期的投資水準(INV_t)= $($ 當期固定資產總額-前一年固定資產總額+當期折舊) $/$ 前一年資產總額，主要解釋變數為投資人情緒指標(MOM_{t-1})=公司投資決策前一年的股票累積月收益率、當期公司現金流量(CF_t)=當期公司營運現金流量/當期資產總額、前一年公司現金流量(CF_{t-1})=前一年公司營運現金流量/前一年資產總額、未來投資機會指標($TobinQ_{t-1}$)= $($ 前一年市值-前一年股東權益總額+前一年資產總額) $/$ 前一年資產總額、負債比率($Debt_{t-1}$)=前一年負債總額/前一年資產總額、股東權益報酬率(ROE_{t-1})=前一年稅後淨利/前一年股東權益總額。()內之數字為機率值，上標*、**及***分別代表 10%、5%及 1%之統計顯著水準。

	高投資水準樣本				低投資水準樣本			
	全部樣本	高透明度	低透明度	自願性揭露	全部樣本	高透明度	低透明度	自願性揭露
截距項	0.0808*** (0.00)	0.0830*** (0.00)	0.0645*** (0.00)	0.0577 (0.12)	0.0077* (0.08)	-0.0079 (0.27)	-0.0049 (0.19)	0.0166 (0.60)
投資人情緒指標 (MOM_{t-1})	0.0162** (0.05)	0.0158 (0.33)	0.0291*** (0.01)	0.0326 (0.37)	0.0012 (0.67)	-0.0047 (0.44)	-0.0025 (0.26)	0.0155 (0.47)
當期公司現金流量 (CF_t)	0.0741* (0.08)	0.1371 (0.23)	0.1231** (0.02)	0.0765 (0.76)	-0.0045 (0.60)	-0.0242 (0.32)	-0.0042 (0.65)	-0.0616 (0.60)
前一期公司現金流量 (CF_{t-1})	0.0597 (0.19)	0.1823* (0.10)	0.0998* (0.08)	0.1846 (0.44)	-0.0344*** (0.00)	0.0022 (0.93)	0.0057 (0.55)	-0.1212 (0.37)
未來投資機會指標 ($TobinQ_{t-1}$)	-0.0025 (0.61)	-0.0150 (0.34)	-0.0095 (0.12)	-0.0055 (0.90)	0.0035** (0.04)	0.0030 (0.21)	0.0028* (0.08)	-0.0163 (0.48)
負債比率($Debt_{t-1}$)	-0.0045 (0.85)	0.0040 (0.93)	0.0228 (0.54)	0.0420 (0.67)	-0.0292*** (0.00)	0.0114 (0.41)	0.0048 (0.48)	-0.0359 (0.48)
股東權益報酬率 (ROE_{t-1})	-0.0045 (0.42)	-0.1270** (0.05)	0.0505 (0.28)	-0.0725 (0.52)	0.0039* (0.09)	0.0146 (0.30)	0.0211*** (0.00)	0.2339 (0.16)
Adj-R ²	0.0161	0.0288	0.0562	-0.0713	0.0281	-0.0087	0.0190	-0.0279
Prob(F)	0.0246	0.1201	0.0006	0.8366	0.0000	0.7223	0.0025	0.7140
樣本數	530	147	310	50	1185	273	750	85

表 4-6 牛市與熊市之迴歸分析結果

本表依 2005 年至 2008 年之大盤指數月報酬率累加。若當年累加月報酬率為正，則該年為牛市市場。反之，累加月報酬率為負，則該年為熊市市場。被解釋變數為公司當期的投資水準(INV)=(當期固定資產總額-前一年固定資產總額+當期折舊)/前一年資產總額，主要解釋變數為投資人情緒指標(MOM_{t-1})=公司投資決策前一年的股票累積月收益率、當期公司現金流量(CF_t)=當期公司營運現金流量/當期資產總額、前一年公司現金流量(CF_{t-1})=前一年公司營運現金流量/前一年資產總額、未來投資機會指標(TobinQ_{t-1})=(前一年市值-前一年股東權益總額+前一年資產總額)/前一年資產總額、負債比率(Debt_{t-1})=前一年負債總額/前一年資產總額、股東權益報酬率(ROE_{t-1})=前一年稅後淨利/前一年股東權益總額。()內之數字為機率，上標*、**及***分別代表 10%、5%及 1%之統計顯著水準。

	牛市				熊市			
	全部樣本	高透明度	低透明度	自願性揭露	全部樣本	高透明度	低透明度	自願性揭露
截距項	0.0323** *	0.010	0.0017	0.0032	0.0144	0.0456	-0.0149	0.0568
	(0.00)	(0.41)	(0.85)	(0.89)	(0.30)	(0.15)	(0.28)	(0.60)
投資人情緒指標 (MOM _{t-1})	0.0074* (0.12)	0.0130 (0.21)	0.0032 (0.60)	0.0157 (0.45)	0.0036 (0.73)	-0.0065 (0.80)	-0.0118 (0.27)	0.0514 (0.53)
當期公司現金流量 (CF _t)	0.0406*** (0.00)	0.0459 (0.25)	0.0856*** (0.00)	0.0591 (0.57)	0.0542 (0.15)	0.1035 (0.36)	0.1275*** (0.00)	-0.1315 (0.82)
前一期公司現金流量 (CF _{t-1})	0.0240* (0.11)	0.1758*** (0.00)	0.1093*** (0.00)	0.3236*** (0.00)	0.0249 (0.45)	0.0331 (0.74)	0.0670** (0.03)	-0.5609 (0.29)
未來投資機會指標 (TobinQ _{t-1})	0.0018 (0.47)	-0.0054 (0.17)	-0.0023 (0.49)	0.0145 (0.44)	0.0127 (0.12)	0.0087 (0.70)	0.0070 (0.33)	0.1486 (0.21)
負債比率(Debt _{t-1})	-0.0353*** (0.00)	0.0162 (0.50)	0.0327* (0.06)	0.0118 (0.78)	-0.0322 (0.14)	-0.0809 (0.15)	-0.0056 (0.81)	-0.3257* (0.11)
股東權益報酬率 (ROE _{t-1})	0.0080** (0.04)	-0.104 (0.69)	0.0437** (0.02)	-0.2417* (0.07)	-0.0092** (0.05)	-0.0764 (0.16)	0.0160 (0.48)	-0.1840** (0.40)
Adj-R ²	0.0323	0.0396	0.0657	0.0621	0.0212	-0.0089	0.0845	0.0175
Prob(F)	0.0000	0.0000	0.000	0.0508	0.0396	0.5152	0.0005	0.4089
樣本數	1372	335	848	108	343	84	212	27

第五章 結論

本文採用資訊揭露評鑑系統第三屆至第六屆之評鑑結果，取四屆重複樣本為研究對象，總樣本家數共 343 家。並依照資訊透明度高低將樣本分成四大類，依序為「高透明度」(包含 A+及 A 級的公司)、「低透明度」(包含 B 及 C 級的公司)、「自願性揭露」及因負責人誠信問題而不予以評鑑的公司列為「誠信問題」。本文主要研究目的在探討經理人對投資人情緒的迎合行為是否會因公司資訊揭露程度而有所差異，實證結果彙整如下：

- 一、公司資訊越透明，經理人做出迎合行為的可能性越低。反之，公司資訊越不透明，經理人做出迎合行為的可能性越高。由此得知，資訊透明度高的公司經理人在進行投資決策時，即使公司有機會利用投資人情緒高昂而做出大量投資的迎合舉動，但也很容易因為資訊透明度高而被投資人識破，因此，資訊揭露越多的公司較不會做出迎合行為。反之，資訊透明度低的公司，資訊揭露較少，投資人對公司的實際營運與財務狀況較不瞭解，此時公司越有機會做出迎合投資人情緒之投資決策。
- 二、與本文預期相反，我們發現公司自願性揭露越多資訊，其經理人一樣會有迎合投資人情緒而過度投資的行為，可能原因是自願性揭露樣本的公司，其經理人本身可能有過度自信的性格傾向，或是這一類型的公司本來就很關注市場投資人情緒對公司股價的影響，因而導致經理人的投資決策也容易為迎合投資人情緒的偏好，而產生過度投資的現象。
- 三、在高投資水準的樣本下，投資人情緒與公司投資水準呈顯著正相關，而在低投資水準樣本中，該變數的估計係數並不顯著。且在高投資水準樣本中，資訊透明化越低的公司，經理人越有誘因做出迎合行為。
- 四、當投資人處在牛市市場，投資人的樂觀情緒更容易導致經理人為迎合投資人預期而過度投資；反之，當投資人處在熊市市場階段，經理人對投資者情緒的迎合程度較低。此點驗證了經理人對於投資人情緒的迎合行為與市場變動趨勢有關連性。

參考文獻

1. 洪振虔，台灣地區上市公司股利發放之探討，國立中山大學企業管理研究所，民國 78 年。
2. 謝郝凌，從代理理論觀點探索公司股利政策與經營績效關連性之研究，東吳大學會計學系研究所未出版之碩士論文。
3. 林偉如，過度自信與資訊不對稱，國立清華大學科技管理研究所，民國 94 年。
4. 江琬微，現金股利增額之資訊效果，國立台灣科技大學財務金融研究所碩士班，民國 95 年。
5. 王麗亭，公司治理、股利政策及應計品質與公司價值之關係，輔仁大學會計學系研究所，民國 95 年。
6. 李健琮，台灣經理人過度自信行為與公司投資相關性研究，國立中山大學，民國 95 年。
7. 林岳祥，經理人過度樂觀程度對公司決策影響之研究，台灣大學，民國 96 年。
8. 許瑋蔓，公司投資決策與高階經理人過度自信之關聯性研究，臺灣大學，民國 99 年。
9. 吳世農、汪強，迎合投資者情緒?過度保守?還是兩者並存?—關於公司投資行為的實證研究，廈門大學管理學院，民國 95 年。
10. 沈榮芳，資訊揭露透明度對公司價值影響之研究—以台灣上市、上櫃公司為例，民國 95 年。
11. 林瑞琴，公司經營績效、公司治理與資訊透明度之關聯性，輔仁大學會計學系碩士班，民國 96 年。
12. 李幃宗，資訊透明度、公司治理對公司經營績效之探討，長庚大學企業管理研究所，民國 97 年。
13. 蘇亮宇，在現金增資和私募下，投資決策會是否不同的影響?，國立中山大學財務管理學系研究所，民國 98 年。
14. 業柏廷，財務槓桿、自由現金流量與過度投資關聯性之研究，國立政策大學會計研究所，民國 95 年。
15. 業黃盛，資訊不稱與過度投資之關連性研究，中原大學會計研究所，民國 98 年。

附錄一

A+上市櫃公司樣本

2412 中華電	2618 長榮航	3045 台灣大
----------	----------	----------

A 上市櫃公司樣本

1108 幸福水泥	1722 台肥	2450 神腦	3005 神基科技	9933 中鼎工程
1215 卜蜂企業	1731 美吾華	2454 聯發科	3010 華立	9940 信義房屋
1229 聯華實業	2009 第一伸銅	2456 奇力新	3019 亞洲光學	3289 宜特科技
1301 台塑	2029 盛餘	2458 義隆	3024 憶聲	4103 百略醫學
1303 南亞塑膠	2204 中華汽車	2460 建通精密	3030 德律科技	4420 光明絲織
1304 台聚	2311 日月光	2467 志聖工業	3036 文擘科技	5202 力新國際
1305 華夏	2315 神達	2468 華經	3037 欣興電子	5353 台林通信
1312 國喬石化	2325 矽品	2473 思源	3041 揚智	5356 協益電子
1314 中石化	2337 旺宏	2484 希華	4119 旭富製藥	5450 寶聯
1436 福益	2344 華邦電	2493 揚博科技	5607 遠雄儲	5511 德昌營造
1477 聚陽實業	2354 鴻準	2535 達工	6119 大傳	6129 普誠科技
1503 士電	2356 英業達	2603 長榮航運	6277 宏正	6270 倍微科技
1513 中興電	2377 微星科技	2606 裕民	6282 康舒	8076 伍豐科技
1519 華城電機	2382 廣達	2607 榮運	6505 台塑石化	
1605 華新	2384 勝華科技	2609 陽明海運	8008 建興電	
1608 華榮	2392 正崴	2610 華航	8078 華寶通訊	
1711 永光化學	2442 美齊科技	2912 統一超	9919 康那香	

附錄二

B 上市櫃公司樣本

1310 台笨	2401 凌陽科技	3032 偉訓科技	4111 濟生藥廠	6203 海韻電
1313 聯成	2402 毅嘉科技	3033 威健	4502 源恆	6204 艾華電子
1321 大洋	2403 友尚	3044 健鼎科技	4506 崇友	6211 福登精密
1324 地球工業	2415 錫新	3047 訊舟科技	4535 至興精機	6227 茂綸
1437 勤益	2419 仲琦	3055 蔚華科技	4703 金美克能	6229 研通
1439 中和羊毛	2420 新巨	3057 喬鼎資訊	4716 大立高	6233 旺玖科技
1451 年興紡織	2423 固緯	3058 立德電子	4722 國精化學	6234 高僑
1476 儒鴻	2431 聯昌電子	3060 銘異	4905 台聯電訊	6237 驊訊
1507 永大電機	2434 統懋	3380 明泰科技	4908 前鼎光電	6245 立端科技
1522 堤維西	2440 太空梭	4106 雅博	5201 凱衛資訊	6261 久元
1523 台灣開億	2441 超豐電子	5434 崇越科技	5211 蒙恬	6264 德士通
1524 耿鼎公司	2449 京元電	5531 鄉林建設	5301 祥裕電子	6265 堃昶
1530 亞崴電機	2457 飛宏科技	6117 迎廣科技	5315 光聯科技	6274 台燿
1533 車王電	2459 敦吉	6131 悠克電子	5326 漢磊科技	6508 惠光化學
1541 鋁泰	2463 研揚科技	6133 金橋科技	5371 中光電	6509 聚和
1604 聲寶	2464 盟立	6142 友勁科技	5381 合正科技	8032 光菱電子
1615 大山	2472 立隆電子	6192 巨路國際	5452 佶優	8042 金山電
1704 榮化	2476 鉅祥	6197 佳必琪	5457 宣德	8043 蜜望實企
1713 國化	2477 美隆電	6202 盛群	5460 同協電子	8050 廣積科技
1720 生達化學	2481 強茂	6225 天瀚	5464 霖宏科技	8054 安國
1730 花仙子	2485 兆赫電子	6239 力成	5466 泰林	8069 元太科技
1734 杏輝藥品	2488 漢平	6286 立錡	5480 統盟電子	8074 鉅橡企業
1808 國賓環保	2495 普安	6289 華上光電	5487 通泰	8083 瑞穎
1906 寶隆	2520 冠德	6605 帝寶工業	5491 連展科技	8085 福華
2013 中鋼構	2530 華建	8016 矽創電子	5492 亞智科技	8087 華鎂光碟
2023 燁輝	2534 宏盛	8072 陞泰	5514 三豐建設	8097 鴻松精密
2227 裕隆日產	2536 宏普建設	9926 新海	5516 雙喜營造	8099 大同世界
2303 聯電	2612 中航	9927 泰銘	5519 隆大營造	8261 富鼎先進
2313 華通	2707 晶華酒店	9934 成霖企業	5530 大漢	8354 冠郝企業
2331 精英	2915 潤泰全球	1742 台蠟	6124 業強科技	8923 時報文化
2332 友訊科技	3002 歐格電子	1781 合世生醫	6125 廣運	8928 鉅明
2338 光罩	3008 大立光	3064 泰偉電子	6135 佳營	8930 青鋼
2347 聯強國際	3009 奇美電子	3066 李洲科技	6138 茂達電子	8938 明安
2355 敬鵬	3013 晟銘電子	3069 寶晟科	6143 振曜科技	8942 森鉅
2357 華碩	3014 聯陽	3126 信億科技	6146 耕興	9949 琉園
2363 矽統科技	3016 嘉晶	3211 順達科	6147 碩邦科技	9950 萬國通路
2368 金像電	3026 禾伸堂	3213 茂訊電腦	6167 久正光電	
2383 台光電子	3028 增你強	3217 優群科技	6169 昱泉國際	
2385 群光電子	3029 零壹科技	3226 至寶電腦	6175 立敦	
2393 億光電子	3031 佰鴻工業	3236 千如	6198 凌泰科技	

附錄三

C 上市櫃公司樣本				
1470 大統染	2705 六福	3232 昱捷	4907 正華通訊	5521 工信
1515 力山	2706 第一店	4529 力武電機	5015 華祺	8908 欣雄
2405 浩鑫	9935 慶豐富	4721 美琪瑪	5016 松和工業	8931 大園汽電

自願性揭露上市櫃公司樣本				
1216 統一	1731 美吾華	2446 全懋	3042 晶技	5493 三聯科技
1312 國喬石化	1737 臺鹽	2468 華經	3045 台灣大	6129 普誠科技
1452 宏益	2315 神達	2492 華新科	4119 旭富製藥	9941 裕融企業
1477 聚陽實業	2412 中華電	2618 長榮航	4120 友華	
1605 華新	2417 圓剛	3005 神基科技	4420 光明絲織	
1711 永光化學	2439 美律	3030 德律科技	5356 協益電子	

因誠信問題上市櫃公司樣本				
1438 裕豐	2528 皇普建設	2904 匯僑	5011 久陽	5467 聯福生
1805 凱聚	2537 數位春池	3701 大眾投控	5344 立衛	6236 凌越
2429 永兆	2539 櫻花建設	9906 興達	5386 青雲	6294 智基
2496 卓越	2540 金尚昌	9922 優美	5395 普揚	8077 冠華

