

大股東有價證券信託與股價報酬

葉銀華·陳樹·黃國慶*

(收稿日期：97 年 12 月 5 日；第一次修正：97 年 12 月 19 日；
接受刊登日期：97 年 12 月 19 日)

摘要

我國至民國九十一年七月九日制訂「信託業法施行細則」，始為信託業務的發展開啓曙光。九十三年更是各類信託產品百家爭鳴的時代，其中，「有價證券信託」更是各信託業者兵家必爭之地。九十六年度約有新台幣 2,170 億元的業務量，大股東或內部人作「有價證券信託」已儼然成為節稅規劃的風潮。

本文目的是要探討我國上市、櫃公司大股東或內部人作「有價證券信託」規劃現象是否隱含著公司的訊息，這個議題的論文文獻目前還付之闕如。經實證分析得知，大股東或內部人作「有價證券信託」規劃現象的公司是體質較好的公司，這個事件是能傳遞公司長期的正面訊號。該事件的股價短期績效並無顯著的正向報酬，但股價長期績效是有顯著的正向報酬。本文除讓大眾瞭解「有價證券信託」這個信託商品及該事件現象的意義外，其結果亦可作為市場投資人之投資決策參考。

關鍵詞彙：大股東有價證券信託，股價報酬

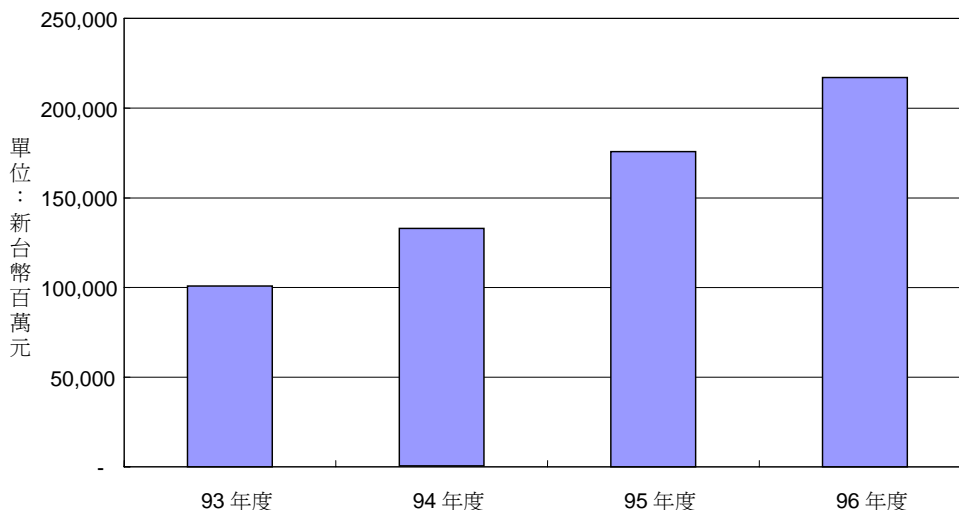
壹·前言

信託關係或信託業務在歐美國家早已行之有年，反觀我國，因為信託相關法令的立法不全，所以遲遲未有信託相關業務的發展。直至民國八十五年一月二十六日制訂「信託法」、八十九年七月十九日制訂「信託業法」及九十一年七月九日制訂「信託業法施行細則」，始為信託業務的發展開啓曙光。

民國九十三年更是各類信託產品百家爭鳴的時代，其中，「有價證券信託」更是各信託業者兵家必爭之地。根據信託公會的統計數字，如圖一示，九十三年度作「有價證券信託」之業務量約為新台幣 1,008 億元，而到九十六年度約有新台幣 2,170 億元，業務規模成長約 115%。

現今富人的理財規劃上，通常都會針對繼承或贈與預作節稅規劃，當然須先瞭解遺產及贈與稅法在價值計算、免稅、扣除額及抵繳等規定，不同財產種類會有不同的價值計算方式及節稅規劃，例如不動產不是用買賣市價計算，而是按公告現值計算價值。

* 作者簡介：葉銀華，輔仁大學金融研究所教授。陳樹，台灣大學商學研究所博士。黃國慶，華南銀行資深專員。



圖一 價證券信託業務規模

「有價證券信託」也是因為財產計算標準與市價不同所發展出來的節稅規劃，未來只要實際股票股利及現金股利之配發率高於郵政儲金匯業局一年期定期儲金固定利率，本金自益孳息他益的架構的「有價證券信託」便會有節稅空間。

各公司的大股東或內部人可能因為公司控制權的因素無法在市場上處分股票，而大批的財富又迫使他們須對遺產稅或贈與稅預作節稅規劃，所以「有價證券信託」正是符合各公司的大股東或內部人的需求，能節省贈與稅且不須處分所擁有的股票，因此也不會影響到對公司控制權。

我國自從「有價證券信託」業務問世以來，在節稅的誘因下，各公司的大股東或內部人紛紛作「有價證券信託」的節稅規劃。這種各公司大股東或內部人利用「有價證券信託」節稅的現象是否有隱含著一些公司內部資訊？根據業界粗略的觀察，大股東或內部人利用「有價證券信託」節稅的公司，大部分的股價報酬表現都還不錯，二者之間是否有關連性？

心中充斥著些許疑問，例如大股東或內部人有無作「有價證券信託」之公司是否不一樣？那類型公司的大股東或內部人比較容易去作「有價證券信託」？各公司大股東或內部人作「有價證券信託」對於股票市場的投資人是否有影響力？股價報酬的短期績效及長期績效表現如何？如果有較佳的短期績效、長期績效表現是因為大股東或內部人比一般投資人較容易取得公司未揭露

資訊，所以大股東或內部人作「有價證券信託」是否代表公司對股票市場釋放著一個正面訊號？

經查閱論文研究文獻或報告，目前似乎還未有以此為相關的研究主題，因此為解決心中的疑問特以各公司大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃現象與公司股價報酬的相關性作為研究的主題。本研究之研究目的有下列幾點：(1)分析大股東或內部人有無作「有價證券信託」的公司在財務狀況或公司治理上是否有所差異。(2)探討何種性質公司的大股東或內部人比較容易去作「有價證券信託」，可能的關鍵因素為何？(3)探討大股東或內部人作「有價證券信託」的公司之短期績效表現如何？(4)探討大股東或內部人作「有價證券信託」的公司之長期績效表現如何？(5)探討造成短期績效、長期績效表現較佳之主要因素。(6)驗證大股東或內部人作「有價證券信託」規劃的現象，代表公司對股票市場釋放著一個公司的正面訊號。

貳·有價證券信託介紹

一、基本架構

何謂信託？我國信託法第一條是如此定義：「稱信託者，謂委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產之關係。」，換一句話說，信託乃是受託人為特定人之利益或目的而管理或處分財產的一種財產管理制度。

「有價證券信託」節稅規劃是利用贈與價值認定與實際贈與價值的差距來節省贈與稅，大多都是採用「本金自益、孳息他益」的節稅規劃架構。公司內部人或大股東利用自己名下的有價證券交付信託，成立「本金自益、孳息他益」架構的「有價證券信託」，本金部分的信託利益仍歸委託人本人擁有，而孳息部分的信託利益則贈與給他人（如自己子女）。因為本金部分的信託利益是自益，所以無贈與稅核課的問題，而孳息部分的信託利益是他益需繳納贈與稅。

孳息部分的信託利益依據遺產及贈與稅法第 24-1 條規定，信託贈與是以信託契約訂定日為信託贈與行為的發生日。且信託契約需先經過國稅局核定贈與稅額，並經繳納贈與稅後，信託財產始能移轉，也就是在信託財產移轉前，就須一次繳納全部信託期間的贈與稅金，而不是在信託存續期間中針對信託利益移轉來逐次課徵贈與稅。

「有價證券」的信託利益是金錢以外的財產類別，贈與價值的計算方式是依據遺產及贈與稅法第 10-2 條第一項第二款規定，如果享有孳息以外信託利益之權利者（本金股票），信託利益為金錢以外之財產時，以贈與時信託財產之時價，按贈與時起至受益時止之期間，依贈與時郵政儲金匯業局一年期定期儲金固定利率複利折算現值計算之。如果享有孳息部分信託利益之權利者，以信託金額或贈與時信託財產之時價，減除依前項所計算之價值後之餘額為準。

其中，「本金自益、孳息他益」架構的「有價證券信託」的節稅空間，在於未來「有價證券」的實際孳息率（股票股利及現金股利之配發率）與郵政儲金匯業局一年期定期儲金固定利率之差。換言之，未來「有價證券」的實際孳息只要高於郵政儲金匯業局一年期定期儲金固定利率時，「本金自益、孳息他益」架構的「有價證券信託」便會有節稅空間。

二、案例試算

「本金自益、孳息他益」架構「有價證券信託」的節贈與稅效果有多可觀，以下假設了一個案例，透過這個假設案例的試算便可以來瞭解它的節稅效果。

假設大股東或內部人將名下擁有某公司的四百萬股股票規劃成「本金自益、孳息他益」架構的「有價證券信託」，信託期間設定為二年，贈與時點是信託契約的簽訂日，當日股票股價每股值五〇元，交付信託財產之時價共二億元。

孳息部分的信託利益以目前郵政儲金匯業局一年期定期儲金固定利率二·六五%計算，核課贈與價值為 10,193,060 元。贈與價值扣除 111 萬免稅額後為贈與淨額，經查贈與稅稅率表可知為第七級別，贈與稅率為 27%，累進差額為 1,097,000 元，所以贈與淨額 X 稅率-累進差額後，需繳納 1,355,426 元的贈與稅額。

如果該公司每年配發現金股利 1.5 元及股票股利 1.5 元，且公司

$$\text{孳息部分} = 200,000,000 - \frac{200,000,000}{(1 + 0.0265)^2} = 10,193,060$$

$$\text{贈與稅額} = (10,193,060 - 1,110,000) \times 0.27 - 1,097,000 = 1,355,426$$

股價維持不變，則二年期間股票股利及現金股利的財產價值累積移轉共計 77,400,000 元。

$$\text{股票股利} = 4,000,000 \times [(1 + 0.15)^2 - 1] \times 50 = 64,500,000$$

$$\text{現金股利} = 4,000,000 \times 1.5 + 4,000,000 \times (1 + 0.15) \times 1.5 = 12,900,000$$

$$\text{實際移轉財產} = 64,500,000 + 12,900,000 = 77,400,000$$

若大股東或內部人將名下擁有某公司的四百萬股股票並未做「本金自益、孳息他益」架構「有價證券信託」的節稅規劃，同樣假設該公司每年配發現金股利 1.5 元、股票股利 1.5 元，且公司股價 50 元維持不變，則扣除 111 萬免稅額後，需繳納贈與稅 29,367,800 元，由此可知，有做「本金自益、孳息他益」架構的「有價證券信託」贈與稅與 = $(77,400,000 - 1,110,000) \times 0.50 - 8,777,200 = 29,367,800$ 元，比沒做「有價證券信託」規劃所繳納的贈與稅額少繳了 28,012,374 元 ($28,012,374 = 29,367,800 - 1,355,426$)。依據本假設案例，二年期間「有價證券信託」的節稅規劃的節稅率約有 95.38% ($29,367,800 - 1,355,426 / 29,367,800$) 左右，節稅效果是十分驚人。

參·文獻探討與研究假說

一、文獻探討

過去有關文獻探討公開資訊之股價反應是立論於 Fama (1970) 所提出之半強式效率市場假說，Fama (1970) 認為半強式效率市場，證券市場價格能充分反應該市場的歷史交易資訊及所有公開可獲得資訊，但不包含未公開資訊及內線消息。再者，Leland & Pyle (1977) 提出公司的內部人比外部投資人更容易取得公司財務狀況或投資計畫等未揭露的資訊，而外部投資人就必須從一些特定行為所傳達出的訊息來解讀公司內部未揭露資訊。Barnea、Haugen & Senbet (1985) 證實公司管理者比外部投資者擁有更多具有價值而沒有即時揭露的資訊，造成資訊不對稱的問題。Verrecchia (1983) 推論公司管理者會自願揭露資訊通常是揭露資訊後的獲利會高於揭露成本所導致。

相關之國內外實證文獻相當眾多，例如：Kalay (1984)、李存修 (1991、1994)、王雪花 (1994)、陳昭銘 (1994)、Kato & Loewenstein (1995) 探討除權、除權之股價反應與交易量是否有異常增加的現象，黃士青 (1997) 研究上市公司的股票股利及現金股利發放。Asquith、Bruner & Mullins (1983)、蕭惠元 (1996)、羅明敏 (1997)、邱信彰 (2006) 研究購併活動公司之股價行為與會計資訊差異。Healy & Palepu (1993) 認為公司與市場投資者之間存在資訊不對稱的現象，因此當公司管理者認為公司股票價格被低估時，會透過買回庫藏股的

方式向市場傳遞資訊。Karpoff & Walking (1988) 證實短線交易者對股價有影響力，認為短線交易者會在除權、息日時捕捉股利以進行套利。Woolridge & Snow (1990) 分析 767 個重大投資決策資料，包括合資、研發計畫、大的資本支出計畫等等，探討公司重大投資決策對股價的影響。林章德 (2000) 亦研究國內上市公司重大投資宣告對股價的影響。

二、研究假說

基於上述的文獻探討與對有價證券信託業務的瞭解，本文認為大股東或內部人比市場投資人較容易取得公司未揭露且重要的資訊，所以大股東或內部人與市場投資人之間存在一些資訊不對稱 (Information Asymmetry)。因此，大股東或內部人對公司未來的發展狀況會比市場投資人有早一步的瞭解，確信公司未來股票股利及現金股利的配發率會高於郵政儲金匯業局一年期定期儲金固定利率，即大股東或內部人確定作「有價證券信託」規劃會有節稅空間，所以大股東或內部人會作「有價證券信託」節稅規劃。

公司的大股東或內部人往往比外部市場投資人更容易取得公司盈餘狀況或投資計畫等未揭露資訊，所以如果外部市場投資人要瞭解公司內部未揭露資訊就必須從一些特定行為所傳達出的訊息來解讀，大股東或內部人會作「有價證券信託」規劃的現象便是一個可能傳達出資訊的特定行為。

大股東或內部人作「有價證券信託」規劃，在股票交付信託時須依據證券交易法第二十二條之二規定向主管機關做事前申報。事前申報正是大股東或內部人透過作「有價證券信託」規劃來向市場公開傳遞資訊的方式，而事前申報日便是這個特定行為的宣告日。市場投資人也是藉由這個宣告來知悉公司的正面訊號，所以大股東或內部人作「有價證券信託」規劃現象是在傳達公司的正面訊號。

肆·研究方法

一、樣本選取

本研究樣本是選取 2003 至 2007 年間台灣內部人或大股東作「有價證券信託」之上市、櫃公司資料，全體公司樣本數共計 6,900 筆。其中內部人或大股東作有價證券信託之公司樣本共計有 512 家樣本公司，2003 年度有 12 家樣本公司，2004 年度有 137 家樣本公司，2005 年度有 80 家樣本公司，2006 年度有 125 家樣本公司，2007 年度有 158 家樣本公司。資料來源，包括：(1)內

部人或大股東作「有價證券信託」之判斷資料是依據內部人或大股東之事前申報，事前申報日期資料來源是台灣證券交易所網站之「公開資訊觀測站」上的公司公告資料。(2)公司股價報酬、台灣加權股票指數報酬、各公司財務狀況資料及公司治理資料是來自台灣經濟新報資料庫 (TEJ)。

二、變數定義

(一)財務比率變數

1. 稅息折舊前資產報酬率： $(\text{稅前息前折舊前之常續性淨利} / \text{平均資產總額}) \times 100\%$ 。
2. 營業毛利率： $(\text{營業毛利} / \text{營業收入淨額}) \times 100\%$ 。
3. 每股淨值： $[(\text{淨值} - \text{特別股股本}) / (\text{普通股股本} - \text{庫藏股股數} \times 10)] \times 10$ 。
4. 近四季常續性 EPS：最近四季常續性利益和 / 當季底加權平均股數。
5. 每股現金流量： $[(\text{來自營業現金流量} - \text{特別股股息}) / \text{加權平均股本}] \times 10$ 。
6. 每股營業利益： $[\text{營業利益} / (\text{普通股股本} + \text{特別股股本} + \text{增資準備})] \times 10$ 。
7. 每股稅前淨利： $[(\text{稅前淨利} - \text{特別股股息}) / \text{加權平均股本}] \times 10$ 。
8. 營收成長率： $[(\text{營業收入淨額} - \text{前期營業收入淨額}) / (\text{前期營業收入淨額})] \times 100\%$ 。
9. 總資產成長率：總資產增減額 / 去年同期總資產。
10. 淨值成長率： $(\text{當期淨值} / \text{前期淨值} - 1) \times 100\%$ 。
11. 速動比率： $[(\text{流動資產} - \text{存貨} - \text{預付款項} - \text{其他流動資產}) / \text{流動負債}] \times 100\%$ 。
12. 負債比率： $(\text{負債總額} / \text{資產總額}) \times 100\%$ 。
13. 淨值 / 總資產： $(\text{淨值} / \text{資產總額}) \times 100\%$ 。
14. 總資產週轉率：營業收入淨額 / 平均資產總額。
15. 應收帳款週轉率：營業收入淨額 / (平均應收帳款及票據 + 應收票據貼

現)。

- 16.存貨週轉率：營業成本／平均存貨。
- 17.固定資產週轉率：營業收入淨額／平均固定資產。
- 18.淨值週轉率：營業收入淨額／平均淨值。

(二)公司治理變數

- 1.獨立董監席次：獨立定義為 A、不能在該公司任職，B、與該公司董監事無二等親關係，C、選任持股不得高於 1%。
- 2.席次控制%：董監控制席次／董監事席次，即席次控制權，董事會家族與內部化之程度。
- 3.董事席次控制%：董事控制席次／董事席次。
- 4.監事席次控制%：監察人控制席次／監察人席次。
- 5.盈餘席次偏離比%：盈餘分配權／席次控制權。
- 6.股份席次偏離比%：股份控制權／席次控制權。
- 7.外國法人持股%：(僑外金融機構持股＋僑外法人持股＋僑外信託基金持股)／該公司在外流通股數。
- 8.外國金融機構持股%：外國金融機構持股／該公司在外流通股數。
- 9.財測次數：當年發布財測次數。
- 10.財報重編次數：當年度財報重編次數。
- 11.董事長異動次數：近三年董事長異動次數。
- 12.總經理異動次數：近三年總經理異動次數。
- 13.財務主管異動次數：近三年財務主管異動次數。
- 14.發言人異動次數：近三年發言人異動次數。
- 15.內部稽核異動次數：近三年內部稽核異動次數。
- 16.員工流動%：當年度員工流動比率。

(三)信託比率變數

- 1.信託比率：內部人或大股東作「有價證券信託」之事前申報股數／該公司在外流通股數。
- 2.累計信託比率：將信託比率逐年累計。

伍·實證結果

一、敘述性統計

本研究係針對 2003 至 2007 年度間我國上市、櫃公司中大股東或內部人作「有價證券信託」規劃之公司作實證分析，探討大股東或內部人有無作「有價證券信託」規劃之公司在公司財務狀況及公司治理上是否有所差異，有哪些特性公司的大股東或內部人比較會去做「有價證券信託」規劃，大股東或內部人有作「有價證券信託」規劃之公司股價報酬的長短期績效表現如何？長短期績效表現導致的可能主要成因為何？

2003 至 2007 年度全體公司樣本數共計 6,900 筆，其中大股東或內部人作「有價證券信託」規劃之公司樣本計有 512 家，年度分佈情形資料如表一所示。2003 年度為「有價證券信託」業務剛推行之際，因此大股東或內部人作「有價證券信託」規劃的公司家數較少僅有 12 家，佔全體樣本比率 2.34%，2004 年度則有 137 家佔全體樣本比率 26.76%，2005 年度有 80 家佔全體樣本比率 15.63%，2006 年度有 125 家佔全體樣本比率 24.41%，2007 年度有 158 家佔全體樣本比率 30.86%。

表一 上市櫃公司大股東作「有價證券信託」規劃之公司樣本年度分佈情形

年度	2003	2004	2005	2006	2007	總計
大股東有價證券信託家數	12	137	80	125	158	512
佔全部樣本比率 (%)	2.34%	26.76%	15.63%	24.41%	30.86%	100.00%

探討的變數是全體樣本公司資料中經初步篩選較具代表性的財務比率及公司治理變數，全體樣本變數之敘述性統計資料彙整如表二所示。

表二 全體樣本變數之敘述統計表

變數	平均數	標準差	Q1	中位數	Q2
A.財務比率					
資產報酬率 (稅息折舊前) %	8.73	10.51	3.13	7.98	14.17
淨值報酬率 (稅後) %	3.44	285.55	1.88	8.95	17.1575
營業毛利率%	22.70	26.58	11.22	19.40	31.3675
每股淨值 (元)	17.06	99.94	11.70	14.26	17.6875
近四季常續性 EPS	1.65	3.09	0.17	1.28	2.77
每股現金流量 (元)	1.90	5.04	0.10	1.55	3.42
每股營業利益 (元)	2.12	11.94	0.23	1.39	3.13
每股稅前淨利 (元)	1.95	3.53	0.25	1.53	3.28
營收成長率%	23.02	96.80	-1.65	11.83	30.04
總資產成長率%	14.31	39.21	-1.35	8.28	20.995
淨值成長率%	13.91	40.90	0.29	8.09	20.785
速動比率%	159.14	236.85	72.94	109.63	175.5
負債比率%	46.02	20.37	31.56	45.38	58.385
淨值／總資產%	53.98	20.37	41.62	54.62	68.4425
總資產週轉率 (次)	0.98	0.72	0.52	0.84	1.25
應收帳款週轉率 (次)	14.84	171.54	3.65	5.19	7.89
存貨週轉率 (次)	103.83	3975.17	3.29	5.37	8.76
固定資產週轉率 (次)	18.02	134.02	1.62	3.28	7.825
淨值週轉率 (次)	2.14	6.22	0.91	1.50	2.51
B.公司治理					
獨立董監席次	1.42	1.57	0.00	1.00	3
席次控制%	56.32	22.82	40.00	50.00	71.43
董事席次控制%	63.36	21.85	44.44	60.00	80
監事席次控制%	39.84	35.01	0.00	33.33	66.67
盈餘席次偏離比%	47.09	39.88	19.19	37.32	63.9975
股份席次偏離比%	59.99	40.20	31.29	51.35	80.32
外國法人持股%	6.52	11.62	0.00	1.21	7.45
外國金融機構持股%	0.11	1.29	0.00	0.00	0
財測次數	0.34	0.68	0.00	0.00	0
財報重編次數	0.06	0.42	0.00	0.00	0
董事長異動次數	0.33	0.65	0.00	0.00	1
總經理異動次數	0.54	0.81	0.00	0.00	1
財務主管異動次數	0.66	0.93	0.00	0.00	1
發言人異動次數	0.90	1.03	0.00	1.00	1
內部稽核異動次數	0.55	0.82	0.00	0.00	1
員工流動%	16.48	14.56	6.00	13.00	22

二、公司特質差異分析

本節內容針對 2003 至 2007 年度間全體樣本公司依有無大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃來分類為二群，採用平均數差異檢定-獨立樣本 t 檢定，來比較二個公司樣本群間的財務比率及公司治理變數的平均數是否有顯著差異，財務比率及公司治理變數的平均數檢定資料彙整如表三。

大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司樣本群在財務狀況的平均表現上顯著優於大股東或內部人未作「有價證券信託」節稅規劃的公司，達到 1%的統計顯著水準的財務變數有稅息折舊前資產報酬率 ($14.688 > 8.263$)、營業毛利率 ($26.193 > 22.419$)、近四季常續性 EPS ($4.164 > 1.454$)、每股現金流量 ($3.528 > 1.776$)、每股營業利益 ($4.204 > 1.961$)、每股稅前淨利 ($4.601 > 1.739$)、總資產成長率 ($20.152 > 13.830$)、淨值成長率 ($21.006 > 13.328$)、淨值/總資產 ($58.726 > 53.611$)、總資產週轉率 ($1.135 > 0.963$)、負債比率 ($41.274 < 46.389$)。

稅息折舊前資產報酬率、近四季常續性 EPS、每股現金流量是代表著公司的財務收益力，營業毛利率、每股營業利益、每股稅前淨利、總資產成長率、淨值成長率是代表著公司的財務成長力，淨值/總資產、負債比率是代表著公司的財務安定力，總資產週轉率是代表著公司的財務活動力。因此，表示大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃公司的財務收益力、財務成長力、財務安定力及財務活動力平均表現優於大股東或內部人未作「有價證券信託」節稅規劃的公司。

大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司樣本群在公司治理方面的平均表現上顯著優於大股東或內部人未作「有價證券信託」節稅規劃的公司，達到 1%的統計顯著水準的公司治理變數有獨立董監席次 ($1.783 > 1.396$)、席次控制% ($53.814 < 56.520$)、監事席次控制% ($34.449 < 40.274$)、盈餘席次偏離比% ($41.470 < 47.544$)、股份席次偏離比% ($49.374 < 60.837$)、外國法人持股% ($13.020 > 5.987$)、財報重編次數 ($0.006 < 0.062$)、董事長異動次數 ($0.147 < 0.341$)、總經理異動次數 ($0.354 < 0.555$)、財務主管異動次數 ($0.426 < 0.679$)、員工流動% ($14.362 < 16.623$)。

獨立董監席次、席次控制%、監事席次控制%、盈餘席次偏離比%、股份席次偏離比%、外國法人持股%是代表著公司的持股及控制權偏離度，財報重編次數是代表著公司的財報透明度，董事長異動次數、總經理異動次數、財務主管異動次數、員工流動%是代表著公司組織及人事穩定度。因此，表示大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃公司之公司治理的持股及控制權偏離

度、財報透明度、組織及人事穩定度平均表現優於大股東或內部人未作「有價證券信託」節稅規劃的公司。

表三 財務比率及公司治理變數的平均數檢定表

變數	是否信託	個數	平均數	標準差	t 值
資產報酬率 (稅息折舊前) %	是	503	14.688	8.890	15.3897
	否	6386	8.263	10.481	0.0000***
淨值報酬率 (稅後) %	是	504	17.458	12.155	1.1452
	否	6372	2.327	296.580	0.2522
營業毛利率%	是	504	26.193	16.371	4.6890
	否	6388	22.419	27.209	0.0000***
每股淨值 (元)	是	504	21.343	10.438	0.9987
	否	6396	16.726	103.754	0.3180
近四季常續性 EPS	是	500	4.164	4.850	12.3340
	否	6313	1.454	2.808	0.0000***
每股現金流量 (元)	是	503	3.528	6.203	6.1821
	否	6385	1.776	4.912	0.0000***
每股營業利益 (元)	是	504	4.204	4.747	4.0669
	否	6394	1.961	12.311	0.0000***
每股稅前淨利 (元)	是	504	4.601	4.890	12.9100
	否	6388	1.739	3.309	0.0000***
營收成長率%	是	504	20.010	27.909	-1.8396
	否	6375	23.260	100.243	0.066*
總資產成長率%	是	483	20.152	25.326	4.9994
	否	5926	13.830	40.091	0.0000***
淨值成長率%	是	483	21.006	26.233	5.8543
	否	5926	13.328	41.814	0.0000***
速動比率%	是	490	182.578	151.111	2.2769
	否	6115	157.266	242.324	0.0228**
負債比率%	是	504	41.274	17.668	-6.1789
	否	6396	46.389	20.526	0.0000***
淨值/總資產%	是	504	58.726	17.668	6.1789
	否	6396	53.611	20.526	0.0000***
總資產週轉率 (次)	是	504	1.135	0.688	5.1817
	否	6390	0.963	0.721	0.0000***
應收帳款週轉率 (次)	是	490	9.336	26.192	-0.7381
	否	6107	15.282	178.128	0.4605
存貨週轉率 (次)	是	489	18.534	200.554	-0.4934
	否	6014	110.770	4133.174	0.6217
固定資產週轉率 (次)	是	470	21.290	90.873	0.551
	否	5672	17.745	136.990	0.582

表三 財務比率及公司治理變數的平均數檢定表 (續)

變數	是否信託	個數	平均數	標準差	t 值
淨值週轉率 (次)	是	504	2.163	1.758	0.098
	否	6390	2.135	6.445	0.922
獨立董監席次	是	512	1.783	1.542	5.458
	否	6396	1.396	1.568	0.000***
席次控制%	是	512	53.814	20.017	-2.909
	否	6396	56.520	23.021	0.004***
董事席次控制%	是	512	62.568	19.588	-0.943
	否	6396	63.425	22.019	0.346
監事席次控制%	是	512	34.449	31.879	-3.946
	否	6396	40.274	35.215	0.000***
盈餘席次偏離比%	是	512	41.470	35.875	-3.653
	否	6396	47.544	40.152	0.000***
股份席次偏離比%	是	512	49.374	36.080	-6.854
	否	6396	60.837	40.389	0.000***
外國法人持股%	是	512	13.020	15.183	10.259
	否	6267	5.987	11.114	0.000***
外國金融機構持股%	是	512	0.516	4.320	2.311
	否	6267	0.074	0.506	0.021**
財測次數	是	511	0.280	0.622	-2.187
	否	6391	0.343	0.687	0.029**
財報重編次數	是	511	0.006	0.077	-8.828
	否	6391	0.062	0.430	0.000***
董事長異動次數	是	512	0.147	0.451	-9.006
	否	6396	0.341	0.660	0.000***
總經理異動次數	是	512	0.354	0.655	-6.558
	否	6396	0.555	0.816	0.000***
財務主管異動次數	是	512	0.426	0.673	-7.928
	否	6396	0.679	0.944	0.000***
發言人異動次數	是	512	0.824	0.943	-1.819
	否	6396	0.910	1.033	0.069*
內部稽核異動次數	是	512	0.604	0.787	1.467
	否	6396	0.548	0.824	0.142
員工流動%	是	307	14.362	12.275	-3.084
	否	4590	16.623	14.687	0.002***

***表示 0.01 的顯著水準，**表示 0.05 的顯著水準，*表示 0.1 的顯著水準。

綜合以上所述，可以得知大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司無論在財務狀況或公司治理方面的表現上，就平均而論均優於大股東或內部人未作「有價證券信託」節稅規劃的公司，大股東或內部人作「有價證券

信託」節稅規劃的公司相對來說是個好公司，換言之，財務狀況及公司治理表現較好的公司，其大股東或內部人會傾向作「有價證券信託」節稅規劃。

三、導致承作關鍵因素分析

表四 二元 Logistic 迴歸分析表

自變數	依變數：大股東或內部人有作「有價證券信託」節稅規劃的公司為 1，沒有作的公司為 0。					
	財務比率		財務比率董事會控制		財務比率公司治理	
	係數	χ^2	係數	χ^2	係數	χ^2
常數	-2.9258	171.381***	-2.3292	60.850***	-3.2979	53.749***
資產報酬率 (稅息折舊前) %	0.0405	43.497***	0.0429	43.208***	0.0486	25.811***
每股現金流量 (元)	0.0421	13.509***	0.0469	13.378***	0.0359	4.405**
總資產成長率%	-0.0000	0.000	-0.0006	0.134	-0.0028	1.031
速動比率%	-0.0003	0.590	-0.0004	0.911	0.0003	0.306
負債比率%	-0.0078	3.873*	-0.0073	3.254*	0.0069	1.390
總資產週轉率 (次)	0.2200	10.923***	0.2164	10.072***	0.2539	8.728***
獨立董監席次			0.1356	12.553***	0.1057	4.202**
席次控制			-0.0013	0.248	0.0008	0.045
股份席次偏離比			-0.0142	72.869***	-0.0133	35.580***
外國法人持股					0.0200	18.233***
外國金融機構持股					0.2203	7.607**
財報重編次數					-1.0010	2.423
董事長異動次數					-0.7183	15.385***
總經理異動次數					-0.2402	4.367**
財務主管異動次數					-0.2251	5.290**
發言人異動次數					0.1112	2.015
員工流動					-0.0037	0.514
Cox&Snell R ² (%)	2.90%		4.27%		5.83%	
Nagelkerke R ² (%)	6.90%		10.24%		15.24%	

***表示 0.01 的顯著水準，**表示 0.05 的顯著水準，*表示 0.1 的顯著水準。

本節內容是探討哪些財務比率或公司治理變數是大股東或內部人會傾向作「有價證券信託」節稅規劃的可能關鍵因素。這裡採用的方法是二元 Logistic 迴歸分析，將公司大股東或內部人是否作「有價證券信託」節稅規劃設為依變數，大股東或內部人有作「有價證券信託」節稅規劃的公司設為 1，沒有作「有價證券信託」節稅規劃的公司設為 0。自變數部分依序加入財務比率變數、董事會控制變數、公司治理變數作二元 Logistic 迴歸分析，自變數部分有經過初步篩選，選取較具代表性且彼此相關性較低的變數，二元 Logistic 迴歸資料彙整如表四所示。

自變數如僅放財務比率變數則 Cox & Snell R² (%) 是 2.90%，Nagelkerke R² (%) 是 6.90%，加上董事會控制比率則 Cox & Snell R² (%) 是 4.27%，Nagelkerke R² (%) 是 10.24%，再加上公司治理變數則 Cox & Snell R² (%) 提升至 5.83%，Nagelkerke R² (%) 提升至 15.24%，所以財務比率加上公司治理變數對公司大股東是否會作「有價證券信託」節稅規劃的解釋能力有提高。

稅息折舊前資產報酬率、總資產週轉率、外國法人持股、外國金融機構持股與公司大股東或內部人是否會作「有價證券信託」節稅規劃有達 1%統計顯著水準的正相關。而股份席次偏離比、董事長異動次數則與公司大股東或內部人是否會作「有價證券信託」節稅規劃有達 1%統計顯著水準的負相關。

每股現金流量與公司大股東或內部人是否會作「有價證券信託」節稅規劃有達 5%統計顯著水準的正相關。獨立董監席次、總經理異動次數、財務主管異動次數則與公司大股東或內部人是否會作「有價證券信託」節稅規劃有達 5%統計顯著水準的負相關。

四、股價績效反應分析

(一)短期績效分析

本節是採用事件研究法來探討大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃公司之股價報酬的變化，以大股東或內部人當年度初次作「有價證券信託」節稅規劃的事前申報日為事件日 T，以事件日前後五個營業日為事件期 (T-5 ~ T+5)，估計期長度為 150 個營業日，用市場模式計算出累計異常報酬 (CAR) 及標準化累計異常報酬 (SCAR)，累計異常報酬資料彙整如表 4-5，標準化累計異常報酬資料彙整如表五所示。

觀察大股東或內部人當年度初次作「有價證券信託」節稅規劃之事前申報日的前後五個營業日，可以發現事前申報日前後五個營業日的累計異常報酬

及標準化累計異常報酬並沒有顯著的正向異常報酬，所以大股東或內部人當年度初次作「有價證券信託」節稅規劃事件對該公司短期股價報酬並未帶來顯著正向的訊息反應。

因此，可以得知大股東當年度初次作「有價證券信託」節稅規劃事件並不會帶來短期股票異常報酬，可能原因是「有價證券信託」業務遲至 2003 年才推出，市場的曝光度可能還不夠，而且「有價證券信託」節稅規劃的財富門檻很高，因為名下財富多才會有節稅的需求，所以知悉這項業務的人大多都是公司的大股東或內部人，市場上尚未有太多的一般投資人知曉這項信託業務，或瞭解大股東作「有價證券信託」節稅規劃事件的內含資訊，所以市場還未能有訊息的反應。

表五 累計異常報酬率 (CAR)

事件期	累計異常報酬率 (CAR)	標準差	T (檢定值=0)	顯著性 (雙尾)
-5	-0.123	2.137	-1.276	0.204
-4	-0.240	2.952	-1.791	0.074*
-3	-0.297	3.924	-1.673	0.095*
-2	-0.369	4.572	-1.778	0.076*
-1	-0.169	5.170	-0.723	0.470
0	-0.202	5.533	-0.807	0.420
+1	-0.258	5.992	-0.947	0.343
+2	-0.308	6.555	-1.036	0.301
+3	-0.329	6.990	-1.038	0.300
+4	-0.265	7.259	-0.805	0.421
+5	-0.313	7.697	-0.896	0.371

***表示 0.01 的顯著水準，**表示 0.05 的顯著水準，*表示 0.1 的顯著水準。

(二)長期績效分析

本節是探討大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃後，該公司一年及三年期的股票報酬反應，並以相同期間的台灣加權股票指數平均年化報酬率為對照組。大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司的一、三年期平均年化報酬率的計算方式，是以大股東或內部人當年度初次作「有價證券信託」節稅規劃的事前申報日之次月月報酬起算，往後推算 12、36 個月的期間，每月複利算得出年化報酬率，台灣加權股票指數報酬亦採用相同的期間及算法計算，資料彙整如表六。

大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司一、三年期平均月複利年化報酬率各是 22.11%及 20.01%，台灣加權股票指數一、三年期平均月複利年化報酬率各是 15.37%及 16.87%，二者之差各為 6.74%及 3.14%。大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司無論一年期或三年期平均月複利年化報酬率均優於台灣加權股票指數同期平均月複利年化報酬率。

將大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司與台灣加權股票指數平均月複利年化報酬率之差做單一樣本 t 檢定，檢定值設為 0，目的是檢定二者之差是否顯著異於零，檢定結果彙整如表七。大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃後，該公司一年期及三年期的股價報酬率均超越台灣加權股票指數報酬率，且一年期部分有達到 5%統計顯著水準，三年期部分也接近 10%統計顯著水準，大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司股價的長期績效是超越台灣加權股票指數報酬率。

表六 與台灣加權股票指數年化報酬率之比較

	大股東或內部人作「有價證券信託」公司平均月複利年化報酬率 (%)	台灣加權股票指數平均月複利年化報酬率 (%)	大股東或內部人作「有價證券信託」公司與台灣加權股票指數平均月複利年化報酬率之差 (%)
一年期	22.11%	15.37%	6.74%
三年期	20.01%	16.87%	3.14%

表七 長期績效之單一樣本檢定

	平均數	標準差	T (檢定值=0)	顯著性 (雙尾)
一年期大股東或內部人作「有價證券信託」公司與台灣加權股票指數平均月複利年化報酬率之差 (%)	0.067	0.582	2.228	0.027**
三年期大股東或內部人作「有價證券信託」公司與台灣加權股票指數平均月複利年化報酬率之差 (%)	0.031	0.231	1.645	0.102

***表示 0.01 的顯著水準，**表示 0.05 的顯著水準，*表示 0.1 的顯著水準。

綜上，可以得知大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司在長期績效上表現顯著較佳，超越台灣加權股票指數報酬率，可能原因是大股東或內部人知曉一些尚未揭露的內部資訊，可以預知公司未來的發展狀況，因此確信公司未來股票股利及現金股利的配發率會高於郵政儲金匯業局一年期定期儲金固定利率，即確定作「有價證券信託」節稅規劃會有節稅的空間，所以大股東或內部人會去作「有價證券信託」節稅規劃。

外部投資人因為資訊不對稱無法瞭解尚未揭露的內部資訊，只能透過觀察大股東或內部人的特定行為來從旁瞭解資訊，而大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃便是這個特定行為，因此可得出一個結論，大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃現象是可以傳遞公司正面訊號，與本研究假說一致。

五、主要成因分析

本節是進一步探討大股東或內部人作「有價證券信託」規劃的公司股價的長期績效超越台灣加權股票指數報酬率可能的主要成因，各以大股東或內部人作「有價證券信託」規劃的公司與台灣加權股票指數一年期及三年期年化報酬率之差為依變數，再以作「有價證券信託」的累計信託比率、公司財務比率及公司治理變數為自變數，採用複迴歸分析，自變數部分有經過初步篩選，選取較具代表性且彼此相關性較低的變數，迴歸結果彙整如表八所示。

表八 長期績效表現成因分析

變數	一年期		三年期	
	係數	t	係數	t
常數	-0.210	-3.841***	-0.104	-2.593**
累計信託比率	1.036	2.009**	0.813	1.911*
淨值報酬率 (稅後)%	0.007	3.146***	0.005	3.024***
營收成長率%	0.004	2.943***	0.000	0.233
外國金融機構持股%	0.050	1.914*	0.024	1.406
R ²	34.70%		31.50%	
Adjusted R ²	12.04%		9.92%	

***表示 0.01 的顯著水準，**表示 0.05 的顯著水準，*表示 0.1 的顯著水準。

一年期大股東或內部人作「有價證券信託」規劃的公司股價報酬率超越台灣加權股票指數報酬率有達到 1%統計顯著水準相關的成因是淨值報酬率(稅後)及營收成長率，有達到 5%統計顯著水準相關的成因是累計信託比率，有達到 10%統計顯著水準相關的成因是外國金融機構持股%。而三年期大股東或內部人作「有價證券信託」規劃的公司股價報酬率超越台灣加權股票指數報酬率有達到 1%統計顯著水準高度相關的成因是淨值報酬率(稅後)，有達到 10%統計顯著水準相關的成因是累計信託比率。

實證分析結果可知，無論一年期或三年期的長期績效表現與稅後淨值報酬率具有 1% 統計顯著水準高度正相關性，而一年期或三年期的長期績效表現與累計信託比率亦有正相關性，公司的信託比率累積越高，則一年期或三年期的長期績效表現越高。

陸·結論與建議

本研究探討的是大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的現象是否有內含資訊，坊間針對該項議題的研究文獻仍是付之闕如。本文採用平均數差異分析、二元 Logistic 迴歸分析、事件研究法之市場模式、複迴歸分析等方法，試著分析大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司體質特性及長短期股價報酬的反應，藉此找出大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的現象所代表的資訊內含，研究結論有下列幾點：

一、大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司是好公司

經過實證分析後，可以得知大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司無論在公司財務狀況及公司治理上均優於大股東或內部人未作「有價證券信託」節稅規劃的公司，所以大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司就平均來說是好公司。

資產報酬率、總資產週轉率、外國法人持股、外國金融機構持股與公司大股東或內部人是否作「有價證券信託」節稅規劃有達 1% 統計顯著水準的正相關，而股份席次偏離比、董事長異動次數則有達 1% 統計顯著水準的負相關。每股現金流量與公司大股東或內部人是否作「有價證券信託」節稅規劃有達 5% 統計顯著水準的正相關，獨立董監席次、總經理異動次數、財務主管異動次數則有達 5% 統計顯著水準的負相關。

總而言之，大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司就平均來說是好公司，好公司的大股東或內部人會傾向作「有價證券信託」的節稅規劃。

二、大股東或內部人作「有價證券信託」規劃事件沒有短期股價異常報酬

經過實證分析後，可以得知大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司沒有短期股價異常報酬，既然公司體質較佳的好公司的大股東或內部人會傾向作「有價證券信託」節稅規劃。為什麼大股東或內部人當年度初次作「有價證券信託」節稅規劃的事前申報日前後並不會帶來股價正向的異常報酬，可能原因是「有價證券信託」業務遲至 2003 年才推出，市場的曝光度不夠，而且「有價證券信託」節稅規劃的財富門檻很高，財富多才會有節稅的需求，所以知悉這項業務的人大多都是公司的大股東或內部人，市場上尚未有太多的一般投資人知曉這項信託業務，或瞭解大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃事件的內含資訊，所以市場投資人接收不到該事件所傳遞的公司正面訊號，因此市場上還未能有相對的訊息的反應。

三、大股東或內部人作「有價證券信託」規劃事件長期績效表現較佳

經過實證分析後，可以得知大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃的公司在長期績效上表現顯著較佳，超越台灣加權股票指數報酬率，可能原因是大股東或內部人知曉一些尚未揭露的內部資訊，可以預知公司未來的發展狀況，因此確信公司未來股票股利及現金股利的配發率會高於郵政儲金匯業局一年期定期儲金固定利率，即確定作「有價證券信託」節稅規劃會有節稅的空間，所以大股東或內部人會去作「有價證券信託」節稅規劃。

外部投資人因為資訊不對稱無法瞭解尚未揭露的內部資訊，只能透過觀察大股東或內部人的特定行為來從旁瞭解資訊，而大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃便是這個特定行為。因此可得出一個結論，大股東或內部人作「有價證券信託」節稅規劃現象是可以傳遞公司正面訊號，本研究假說成立。

柒·後續研究建議

對於本文所探討的主題，後續研究可進一步探討有價證券信託對於長期報酬正面影響的原因，例如加以區隔稅賦誘因與降低代理問題。

參考文獻

- 中華民國信託業商業同業公會，2007 年年報，2008 年。
- 王雪花，「股票股利與股價關連性之研究」，台灣大學會計學研究所，1994 年。
- 毛治文，「內部關係人持股比例及其變動與上市公司購回庫藏股之關連性研究」，中國文化大學會計研究所，1998 年。
- 台灣經濟新報文化事業公司，事件研究法暨 β 模組使用者操作手冊，TEJ 資料庫操作說明，TEJ 公司治理模組說明。
- 沈中華、李建然，「事件研究法-財務與會計實證研究必備」，華泰書局，2000 年 9 月一版。
- 李存修，「股票股利及現金增資之除權與股價行為」：理論與實證，台大管理論叢，1991 年，2(1)，1-40。
- 李存修，「股票股利除權交易日之稅後超額報酬與比價心理假說之實證」，台大管理論叢，1994 年，5(1)，41-60。
- 林章德，「上市公司重大投資宣告對股價影響之研究」，東海大學管理研究所，2000 年。
- 邱信彰，「財務績效在不同董監及法人持股結構下對購併宣告效果影響之研究」，東吳大學企業管理研究所，2006 年。
- 陳昭銘，「除息（權）日前後股票市場之交易行為」，政治大學企業管理學研究所，1994 年。
- 黃士青，「除息日與除權日之股價行為與套利機會之研究」，台灣大學會計研究所，1997 年。
- 榮泰生，「SPSS 與研究方法」，五南書局，2007 年 8 月初版。
- 蕭惠元，「購併活動對股價行為與會計資訊之影響--以上市公司為例」，東吳大學會計學研究所，1996 年。
- 羅明敏，「台灣企業海內外購併宣告對主併公司股東財富影響之實證研究」，朝陽大學財務金融研究所，1997 年。
- Asquith, P., R. F. Bruner D. W. Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Merger", *Journal of Financial Economics* 11, 1983, pp.121-139.
- Barnea, A., Haugen, R. & Senbet, L., "Agency Problems and Financial Contracting", Englewood Cliff NJ: Prentice Hall, 1985.
- Fama, E.F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance* 25, 1970, pp.383-417.
- Kalay A., "The Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect: Reply", *Journal of Finance* 39, 1984, pp.291-298.
- Karpoff, J. & R. Walking, "Short Term Trading Around Ex-dividend Days: Additional Evidence", *Journal of Financial Economics* 21, 1988, pp.291-298.

- Kato, K. & U. Loewenstein, "The Ex-Dividend-Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan", *The Review of Financial*, 1995.
- Leland ,H.E. & D.H. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance* 32, 1977, pp.371-387.
- Paul M. Healy & Krishna G. Palepu, "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting and Economics* 31, 1993, pp.405-440.
- Robert E. Verrecchia, "Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting and Economics* 5., 1983, pp.179-194.
- Woolridge J. R. & C. C. Snow, "Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions", *Strategic Management Journal*, 1990, pp.353-363.

Stock Trust of Director and Supervisors and Stock Returns

YIN-HUA YEH, S. GORDON CHEN, KUO-CHING HUANG *

ABSTRACT

The Trust Law that was mandated in 2002 initiated the trust business. The business substantially increased in the past few years, and the trust of marketable securities that is closely related to the tax arrangement for large shareholders or company insiders was among the most popular and booming items. The market size, according to the statistics in 2007, was estimated NT 217 billion dollars.

The purpose of this study is to investigate whether the arrangement of the trust of marketable securities implies information content. This issue has been sparsely investigated in literature. Our empirical results indicate that the arrangement of marketable securities for large shareholders or insiders is coupled with good quality firms. Even though the short-term announcement effect is insignificant, its long-run performance is significantly positive. This information could provide value to investors especially for long-term investors.

Keywords: the marketable securities of large shareholders, stock returns

* Yin-Hua YEH, Professor, Fu-Jen Catholic University. S. Gordon CHEN, Ph.D. Graduate Institute of Business Administration. Kuo-Ching HUANG, Senior Hua Nan Bank.