

「股東臨時會、股東會紀念品與委託書爭奪戰對股票報酬的影響：來自台灣的實證證據」

- 吳錦文/南華大學財務金融學系助理教授
- 王昭文/國立中山大學財務管理學系教授
- 張伽瑄/國立高雄科技大學金融系碩士

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 148 期(2025 年 12 月出版)

在台灣資本市場中，股東會紀念品的發放不僅影響股東出席行為，也逐漸成為公司於股東會期間傳遞訊息與塑造公司形象的重要工具。隨著股東臨時會在董監改選及委託書爭奪戰中的角色受到重視，紀念品發放政策是否進一步影響市場對公司治理行為的解讀，成為值得關注的議題。本研究即聚焦於股東臨時會情境下，股東會紀念品與委託書爭奪所引發的市場反應，探討其背後所隱含的公司治理意涵。

一、研究動機

股東會是讓股東參與公司關鍵事項討論的重要機制，依性質可分為股東常會與股東臨時會，其主要目的是向股東揭示公司的內部運作情況，並促進公司與股東之間的有效溝通。

隨著公司法多項條文之修正，市場派股東得以透過制度化管道，例如單獨召集股東臨時會，強化其參與公司治理之能力，亦提升其介入經營權的可行性。此一制度演進，逐步使股東臨時會成為影響公司經營權與治理實務的重要場域。在台灣資本市場中，市場派股東多透過召開股東臨時會等方式介入公司治理，並進一步展開委託書爭奪戰。

面對市場派介入所帶來的治理壓力，公司派為鞏固其經營權，發放股東會紀念品為常見的實務操作之一。該措施表面上作為對股東的回饋手段，實際上可能藉由營造正向氛圍、強化與股東的情感連結，進而影響其投票行為，以鞏固既有經營權。在其他國家亦存在以穩定股東基礎與提升股東忠誠度為目的之制度安排，其中以日本的股東福利制度

(Shareholder Perks)最具代表性。相較之下，台灣股東會紀念品的發放時機與股東實際出席股東會的行為密切關聯，且多集中於董監事改選或重大議案表決期間，展現出高度策略性與時效性。此一差異，反映出台灣與日本在公司治理文化與股東關係管理模式上的不同。

綜合上述背景，本研究聚焦於股東臨時會期間，股東會紀念品發放與委託書爭奪戰所引發的市場反應，藉此觀察投資人如何解讀相關事件，並進一步理解其對市場情緒與股價報酬之影響。

二、文獻回顧

委託書爭奪戰被視為公司治理中一項重要的經營權競爭手段，通常透過董監改選等治理機制進行。市場派股東藉由積極參與董事會改選，試圖改變董事會席次的分布，以取得對公司經營決策的主導權。委託書爭奪戰的發動常被市場解讀為潛在治理改革的訊號，也象徵公司潛藏價值有重新評價的可能，因此往往引發投資人關注，並伴隨正向的市場反應。

Dodd and Warner (1983) 透過事件研究法發現，委託書爭奪公告期間常出現正向異常報酬，顯示市場傾向將此類行動視為有助於改善公司治理與提升公司價值。Fos (2017) 則指出目標公司在委託書爭奪戰發生前的表現通常相對疲弱，但在相關事件公告前後，市場反應出現明顯反彈。

在市場派股東介入的壓力下，部分國家發展出制度化的股東誘因設計，以穩定股權結構並強化股東支持，尤以日本股東福利制度最具代表性。該制度主要以非現金形式回饋股東，例如實體贈品、禮品卡或專屬服務，作為對特定持股比例或持股期間之股東的獎勵措施。相關研究指出，此類制度有助於提升股東忠誠度並吸引散戶投資人參與，進而推動短期股價上漲 (Karpoff et al., 2021; Nose et al., 2021; Huang et al., 2022)。

日本股東福利制度之所以受到關注，主要在於其回饋設計與股東持股期間及持股比例密切相關。此類制度設計具有制度化、透明性與普遍適用性，與台灣常見的策略性操作形成對比。台灣公司派多在股東會召開前公告發放股東會紀念品，以吸引散戶買入股票並參與投票，作為臨時性穩固股東支持的手段，展現出高度的時間性與操作彈性。整體而言，現有研究已證實股東福利對市場反應具有一定影響，然其在公司面臨經營權爭奪情境下，此類措施是否能發揮實質治理效果，仍有待進一步檢視。

三、資料來源與研究方法

本研究以 2013 年至 2023 年間召開股東臨時會之台灣上市櫃公司為研究對象，並特別聚焦於涉及董監事改選之公司。為確保樣本的適切性，研究期間內已排除金融業與保險業公司。股東臨時會相關資料主要取自台灣證券交易所的公開資訊觀測站，彙整各公司股東臨時會公告日期，並進一步確認樣本公司在會議期間是否提供股東會紀念品。至於委託書爭奪戰的案例，則透過檢閱相關新聞報導加以判定。

為探討股東會紀念品與委託書爭奪戰在股東臨時會公告日前後期間對公司股價表現的影響，本研究採用事件研究法進行分析，並以市場模型估計各公司之異常報酬(Abnormal Return, AR)。股東臨時會公告日定義為事件日，並設定事件視窗涵蓋公告日前後各 20 個交易日，以觀察市場對相關事件的即時反應。為估計未受事件影響下的預期報酬，預估期間則設定於事件日前的一段期間，以確保分析結果的穩健性。

此外，本研究進一步採用多元迴歸模型進行實證分析，以檢驗股東會紀念品發放與委託書爭奪戰對股價報酬之影響。在研究設計上，分別以異常報酬 (AR) 與累積異常報酬 (Cumulative Abnormal Return, CAR) 作為應變數；主要解釋變數則包含三項虛擬變數，分別為公司是否發放股東會紀念品(Perk)、公司是否發生委託書爭奪戰(Fight)，以及股東臨時會公告日及其之後的期間(Post)。為進一步分析紀念品發放與委託書爭奪戰在公告後對市場反應的影響，模型中亦納入交乘項 Post×Perk 與 Post×Fight。另依循先前相關文獻，本研究納入多項財務變數與股權結構變數作為控制變數，其資料來源取自台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ)。

四、實證結果

事件研究法結果顯示，發放股東會紀念品之公司在股東臨時會公告前普遍呈現正向市場反應，惟於公告後轉為負向，顯示隨著相關資訊揭露，市場對紀念品政策的評價產生轉變。相對而言，涉及委託書爭奪戰之公司，其市場反應在公告前累積的正向效果較為明顯，公告後雖出現修正，但整體並未完全抵銷公告前的正向累積報酬。

進一步檢視迴歸分析結果可發現，在異常報酬的實證結果中，委託書爭奪戰於各項模型設定下，皆與正向的市場反應呈現顯著關聯，顯示投資人對此類治理事件持正面看法。

相較之下，股東會紀念品發放則呈現負向效果。此外，事件發生後的市場反應可能出現修正。從不同事件期間的累積異常報酬結果來看，委託書爭奪戰在多數期間均伴隨正向的累積市場反應，而股東會紀念品發放僅在特定期間對累積異常報酬產生負向影響，其影響具時間性且效果有限。

五、結論

本研究以台灣上市櫃公司於董監改選期間所召開之股東臨時會為研究對象，探討股東會紀念品發放與委託書爭奪戰對市場反應的影響，以補充並深化台灣資本市場在相關議題上的實證研究。本研究結果顯示，市場對股東會紀念品發放與委託書爭奪戰的反應存在顯著差異，市場對股東會紀念品發放抱持較為負面的評價，而對委託書爭奪戰則給予較為正面的解讀。

本研究從代理理論的觀點出發，揭示公司派與市場派在股東臨時會期間所採取之策略訊號，於市場中具有不同的詮釋與評價效果，從而補充制度變遷後台灣公司治理動態之實證研究缺口。綜合而言，本研究深化了對台灣董監改選期間，股東臨時會中股東會紀念品發放與委託書爭奪戰如何影響股價表現之理解，並為公司治理實務與投資人行為研究提供具體且重要的實證證據。

參考文獻

- Dodd, P. and Warner, J. B. (1983), “On corporate governance: A study of proxy contests,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 4, 401-438.
- Fos, V. (2017), “The Disciplinary Effects of Proxy Contests,” *Management Science*, Vol. 63, No. 3, 655-671.
- Huang, W., Rhee, S. G., Suzuki, K. and Yasutake, T. (2022), “Do investors value shareholder perks? Evidence from Japan,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 143, 106575.
- Karpoff, J. M., Schonlau, R. and Suzuki, K. (2021), “Shareholder perks and firm value,” *Review of Financial Studies*, Vol. 34, No. 12, 5676-5722.
- Nose, Y., Miyagawa, H. and Ito, A. (2021), “How do firms attract the attention of individual investors? Shareholder perks and financial visibility,” *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Vol. 31, 100520.