

權益市值高估與代理成本間之關聯性

王蘭芬* 張瑀珊** 薛敏正***

摘要：公司權益市值被高估時，經理人會不斷尋求增加短期利益之方法，以維持高估的股價。一旦市場發現公司表現無法達到預期時，公司股價可能快速、巨幅下跌，陷入財務危機甚至破產，公司長期價值將被徹底破壞。自 Jensen (2004, 2005) 提出高估權益市值之代理成本的觀點後，多篇文獻透過盈餘管理來間接推論高估權益市值確實會引發代理成本。與過去文獻不同的是，本研究嘗試直接檢視高估權益市值與代理成本間之關聯性。研究樣本選自 2001 年至 2007 年間國內上市、櫃公司，進行實證分析。研究結果大抵支持權益市值高估可視為一項理想的代理成本變數。

關鍵詞：權益市值高估、代理成本

* 台北大學會計學系副教授

** 淡江大學會計學系助理教授

*** 台北大學會計學系教授

作者感謝國科會專題研究計畫的補助(計畫編號 NSC-98-2410-H-305-057)，並感謝審查人的寶貴意見。

99 年 12 月收稿

100 年 09 月接受

三審接受

The Relationship between Overvalued Equity and Agency Costs

Lan-Fen Wang^{*} Yu-Shan Chang^{**} Min-Jeng Shiue^{***}

Abstract: Managers of companies with overvalued stocks often give the impression of achieving improved performance; however, their actions commonly sacrifice firm equity in the long run. The concept of agency costs of overvalued equity was first proposed by Jensen (2004, 2005), and since that time a number of studies have presented indirect evidence to support his claims. In contrast, this study tests Jensen's arguments directly, by examining the relationship between overvalued equity and agency costs. Data were collected on companies publicly traded on the Taiwan Stock Exchange and the Gre Tai Securities Market between 2001 and 2007. Multivariate regression analysis provided moderate support for our proposition that overvalued equity represents a further proxy of agency costs.

Keywords: overvalued equity, agency costs

* Associate Professor, Department of Accountancy, National Taipei University

** Assistant Professor, Department of Accounting, Tamkang University

*** Professor, Department of Accountancy, National Taipei University

The authors are grateful to the financial support of the National Science Council (NSC-98-2410-H-305-057), and two anonymous reviewers for their valuable comments and insightful suggestions.

Submitted December 2010

Accepted September 2011

After 3 rounds of review

壹、緒論

本文旨在探討高估之權益市值與代理成本間之關聯性，以釐清市場投資人普遍對於高股價之迷思。過度高估之股價，使公司權益市值不正常的增加，連帶使管理階層為了符合市場預期，因而進行盈餘管理、窗飾財務報表，甚至為了營造公司具成長性之假象而浮濫投資，只有虛幻表象終致無法達成市場預期，最後可能爆發財務危機，導致破產，也使投資人信心與資本市場流動性遭逢損害。

2008 年全球遭受金融海嘯之衝擊，這場從美國華爾街投資銀行所引爆高度財務槓桿的災難，已造成全世界股市嚴重下挫、信用緊縮、經濟蕭條。其實這場災難不是空前，也不會絕後，型態與規模可能不同，起因卻很相似。企業在資訊不對稱、不透明的情況下，為了利益，不斷地創造虛假形象，膨脹企業價值遠遠超過真實價值甚多，而一旦其中某一環節出現問題，將引發骨牌效應，一發不可收拾。Jensen (2004, 2005) 指出，2002 年以來一連串弊案之發生，可能與高估權益市值之代理成本有關，很多公司的經理人與財務分析師等合力從事盈餘管理，以達成市場預期，藉以圖利。經理人也因而須不斷尋求增加短期利益之方法，以維持股價之高估，甚至進行舞弊行為。等市場發現公司表現實際上根本無法達到預期，公司長期價值將被徹底破壞，股價下跌、陷入財務危機或破產。這也顯示，當經理人於決策時完全以自身利益為出發點，忽視了股東財富極大化之目標時，嚴重的代理問題可能使公司面臨前所未有之危機。

Kothari, Loutskina, and Nikolaev (2009) 發現，公司前期之異常報酬，會促使經理人增加當期之應計數，以延續價值高估的期間，來滿足市場與分析師之預期，但盈餘管理的效果會因應計數終將迴轉而受影響，此時市場會對高估的股價做出反應，產生股價之負向異常報酬，股價下跌，公司核心價值因而受傷害，與高估權益之代理理論一致。Chi and Gupta (2009) 亦證實 Jensen (2005) 權益市值高估的代理成本確實存在，當期權益市值高估公司將導致次期盈餘管理增加，而且權益市值高估愈嚴重，誘使盈餘管理增加的淨利將與未來異常報酬及營業績效的負向關係愈顯著。Houmes and Skantz (2010) 研究指出，權益市值高估公司有強烈動機，維持當期盈餘水準以免市場失望，因而呈現較高的裁決性應計項目，也證實 Jensen (2005) 權益市值高估的假設。

市場之所以對股價有較高評價，通常是對公司未來發展抱持樂觀態度。投資人仍存有高股價的迷思，認為維持高股價的現象，可使公司股東藉由出售股票而受惠，提升公司知名度藉以吸引較佳的人才，可辦理現金增資或發行債券以降低籌資成本等好處而認為公司股價愈高愈好，經理人所作之決策只要能讓股價上升，就該獲得獎勵。殊不知這些看似對公司有利的行為，正逐漸侵蝕公司的核心價值。經理人營造出的假象，短期之股價推升為股東所增加之利益，絕對無法彌補之後股東因公司長期價值被犧牲所產生之損失。所以當公司股價被不當高估時，投資人是否更應該

提高警覺呢？從 Jensen (2004, 2005) 提出高估權益市值之代理成本的觀點後，Kothari et al. (2009)、Chi and Gupta (2009) 和 Houmes and Skantz (2010) 等透過盈餘管理來間接證實高估權益市值確實會引發代理成本。當市場發現公司表現實際上根本無法達到預期，公司長期價值將被徹底破壞，股價下跌、陷入財務危機或破產。這樣的傷害往往造成投資人重大的損失，甚至危害整個資本市場的機制。

為能捕捉臺灣資本市場中是否也存在高估權益市值與代理成本間的關係，本研究選自 2001 年至 2007 年間國內上市、櫃公司作為樣本，並以四項代理成本變數：資產利用率的倒數、自由現金流量與成長機會之交乘項、金字塔結構與交叉持股虛擬變數，分別進行實證研究，以了解國內資本市場的特質，檢視代理成本與權益市值高估間之關聯性。本研究嘗試以較直接的方式來探討臺灣上市、櫃公司高估權益市值與代理成本間之關聯性，以作為監理機關能防範重大傷害於未然之佐證¹。

實證結果顯示，權益市值高估的公司，除交叉持股係數為正但未達統計顯著水準外，其他不論在資產利用率之倒數、自由現金流量與成長機會之交乘項與金字塔結構，皆發現權益市值高估公司會有較差之資產利用率，較高之自由現金流量與成長機會之交乘項與金字塔之公司結構，並皆達一般統計顯著水準支持，符合本文之預期與推論，顯示主關機關應審慎面對資本市場存在權益市值異常高估之公司，以免投資大眾遭受損害。在權益市值低估的公司方面，發現除自由現金流量與成長機會之交乘項呈顯著正相關，與預期不符外，並無證據顯示權益市值低估之公司有較高的代理成本。

本文結構壹為緒論，貳為文獻探討與假說建立，參為研究方法之介紹，包括研究模型與變數定義，肆為實證結果，最後為結論。

貳、文獻探討與假說建立

理論上，經理人必須以股東財富極大化為經營目標，但由於資訊不對稱與利益衝突 (conflict of interest)，經理人做出的決策可能會背離此目標。Berle and Means (1932) 指出，利益衝突是內含於所有權與控制權分離的情況下，當控制權過於集中在經理人手上時，極可能會使股東利益受到損害。Jensen and Meckling (1976) 認為代理係一種契約關係，在主理人與代理人皆會追求自身利益極大化的前提下，企業價值或股票價值極大是主理人（股東）的目標，但代理人（經理人）的自身利益比企業價值更具吸引力。一旦主理人和代理人間發生利益衝突，代理問題就因而產生。安隆案及後續接連爆發之會計醜聞，使投資人遭受到極大的損失，許多人關心與討論弊案發生之原因，並將之歸咎於法令規定的不足；但 Jensen (2004) 認為，更應正視高估權益市值所造成的影響。Jensen (2004) 指出，當公司權益市值被重大高估

¹ 本文參照姜家訓 (2009) 計算權益市值高估公司之方式進行估計，須使用前兩年與後兩年的數據，故取樣期間為 1999 年至 2009 年。

(substantial overvaluation) 時，經理人往往必須藉由各種方式報導不實淨利，以符合市場期待。經理人為了自身的利益而犧牲公司長期的價值，產生高估權益市值的代理成本。故文獻探討分為兩部分進行，先闡述代理理論與代理成本，再進一步說明權益市值高估與代理成本間之關係與連結，並據以提出本文之假說。

一、代理理論與代理成本

Denis (2001) 認為，經理人和所有權人可能產生的利益衝突有下列三種：(1) 經理人接受雇用後，公司之營運績效未如預期，所有權人會傾向更換經理人，但經理人卻渴望保有權力；(2) 由於經理人為公司投入大量的人力資本（有時亦投入財務資本），故傾向風險規避之投資，此與股權分散下股東之投資態度相悖；(3) 經理人希望自由現金流量能保留在公司，且用於投資計畫之支用，但所有權人偏好公司透過股利之發放，將現金回流給股東。此外，經理人怠惰、特權消費、裁量權等行為，均會造成經理人與所有權人間的利益衝突。

根據 Jensen and Meckling (1976) 的定義，當公司的所有權與經營權由一人所擁有時，公司的權益代理成本才可能為零。因此，要估計公司的權益代理成本，必須以此類型公司為基礎。Ang, Cole, and Lin (2000) 以 1,708 家小規模公司為樣本，並以年度營業費用（所有費用扣除銷貨成本、利息費用及經理人酬勞）對年度銷售額比率，以及年度銷售額對總資產比率作為權益代理成本的衡量變數。結果發現，所有權與經營權分離的公司其權益代理成本顯著高於所有權與經營權結合之公司的權益代理成本。Singh and Davidson III (2003) 與 Fosberg and Rosenberg (2003) 仿效 Ang et al. (2000) 的作法，延伸探討大公司的代理問題，仍採用總資產利用率為代理成本之衡量指標，但將營業費用部分改採銷管費用（selling, general and administrative expense）。他們認為銷管費用中的薪資費用是公司利益流向經理人的重要管道；銷管費用中的租金費用、水電費以及所有對辦公室、家具、汽車等各方面的支出，可反映經理人使用公司資源的裁量權；而廣告費、銷售費可用來掩飾其特權消費。所以銷管費用更得以顯示真實的代理成本。其實證結果與 Ang et al. (2000) 的結論一致。

Jensen (1986) 提出當公司有較高的自由現金流量與較低的成長機會時，會有較高的代理成本；較高的自由現金流量會減弱資本市場監督管理者決策的能力，自由現金流量愈多，代表管理者裁量權力愈大，因而產生較大的代理成本。Opler and Titman (1993) 則指出，當公司成長機會愈高，管理會愈好，因為公司會將自由現金流量用來支付多項淨變現價值為正的投資計畫，不會有多餘的自由現金流量，也就能降低代理問題的發生。McKnight and Weir (2009) 即使用三項代理變數，分別為資產使用率、自由現金流量與成長機會之交乘項與公司收購的公司數，來衡量代理成本，以檢測公司治理與所有權結構對於代理成本的影響，顯示自由現金流量與成長機會確實會影響代理成本。

影響代理成本的因素還有股權結構、董事會結構、持股比例等的因素。根據「利

益收斂假說」(Convergence of Interest Hypothesis)的觀點，當控制股東持股比率增加時，控制股東與外部股東之間的利益愈趨於一致，因而產生努力經營公司的誘因，並以提高股東財富為目標(Jensen and Meckling, 1976)。相反地，持有現金流量權比率較低的控制股東會利用職務之便，藉由特殊交易的安排以剝奪外部股東的權益(Claessens, Djankov, Fan, and Lang, 2002; La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 2002)。Faccio and Lang (2002) 與 La Porta et al. (2002) 認為，當控制股東所掌握的現金流量權比率增加時，公司價值會提升。再者，根據「利益掠奪假說」(Entrenchment Hypothesis)的觀點，當控制股東所掌握之控制權比率與現金流量權比率的偏離程度愈大時，控制股東僅需要負擔少部分的成本，即可獲得控制權背後大部分的私有利益。因此，在自利誘因的驅使下，將使得控制股東與其他股東之間的目標愈趨不一致，導致控制股東有誘因剝奪小股東的財富(Shleifer and Vishny, 1997)。Lemmon and Lins (2003) 的研究同樣也發現，控制股東的股權偏離會導致公司價值減損的證據。

Claessens et al. (2002) 在探討控制股東的股權偏離對於公司價值的影響時，發現東亞國家上市公司的控制股東常利用金字塔結構及交叉持股的方式，提升其對於被投資公司的控制力，此舉也導致股票控制權與現金流量權呈現明顯偏離的情況(偏離一股一權的原則)，而且當控制股東所掌握的股票控制權比率與現金流量權比率之偏離程度愈大時，會提高控制股東剝奪外部股東權益的機會，導致公司價值降低。Fan and Wong (2002) 針對七個東亞國家的所有權結構與會計盈餘資訊之關聯性進行探討，結果顯示股權集中與低盈餘品質有相關性，亦即，當控制股東透過金字塔結構或交叉持股的方式來集中控制權時，會影響盈餘的資訊內涵。國內企業的股權結構與歐美國家有很大不同，歐美的資本市場股權分散，因此代理問題主要發生在股東與管理者間，而東亞(包含臺灣)的公司大多有股權集中之現象，甚至臺灣公司更有家族企業普遍存在之特徵，控制股東與少數股東間的利益衝突，反而才是代理問題之重點。

二、權益市值高估與代理成本

Jensen (2004) 定義權益市值高估為：除非在幸運的情況下，公司無法因自身表現而達到之價值。當公司價值被不正確地高估時，經理人基於自利原則，必然採取各種方式來維持權益市值高估，可能透過購併、高風險之投資計畫等實質交易，或是經由會計操縱之盈餘管理方法，以符合市場期待。由於前者曠日費時，加上不確定性高、效益不明確，經理人多偏好操縱裁量性應計數(如：研究發展費用)的發生時點與金額進行盈餘管理，相對容易執行又不易被察覺。而高估權益市值之代理成本則是指經理人因短視近利所造成公司長期利益之損失，表面上看來，經理人的作為是有助於公司價值之提升的，一旦經理人無法負荷過高股價所產生的期待時，公司的價值終將一落千丈。

由於經理人之績效評估常繫於公司之盈餘或股價表現，當公司表現不如市場預

期時，其股價將下跌至比公司應有價值更低之價格，如此一來，不只股東的財富受損，經理人之權益也將被波及。因此，權益市值高估公司的經理人不僅會阻止市場對公司價值作出「修正」，還會想辦法延長權益高估之期間，盡可能地向市場傳遞公司能達成市場樂觀預期之訊息。Kothari et al. (2009) 根據 Jensen (2005) 之想法，嘗試驗證在權益高估公司之經理人是否向上操縱公司的應計數，以延長高估的時間。由於權益市值高估的現象不會永久存在，因此 Kothari et al. (2009) 預期對高應計數公司而言，將會歷經價格反轉階段，基於此觀點，他們認為高估權益代理理論將可進一步解釋 Sloan (1996) 有關應計數和股票報酬間呈反向變動之主張。研究結果驗證了公司前期的異常報酬，會誘導經理人透過裁量性應計數向上操縱盈餘，以滿足市場與分析師之預期，同時，該研究結果也指出盈餘管理之效果會逐漸累積，應計數終會迴轉，亦即市場對股價高估會做出反應，產生股價之負向異常報酬，此時很可能會傷害到公司之核心價值。

Chi and Gupta (2009) 則檢視代理成本與盈餘管理間之關係，來證實 Jensen (2005) 權益市值高估的代理成本確實存在。研究發現，當期權益市值高估的公司將導致次期盈餘管理增加（較高的裁量性應計數），而且權益市值高估愈嚴重的公司，進行盈餘管理與股東長期利益間的關係呈顯著負相關。Houmes and Skantz (2010) 指出，高本益比與高異常報酬公司，較常出現股價高估之情形，因此研究中將此類公司視為權益市值高估公司，利用橫斷面修正後 Jones Model 檢測：(1) 權益市值高估公司當期是否會有較高的裁量性應計數；(2) 權益市值高估公司營運現金流量與裁量性應計數間的負相關是否更明確；(3) 權益市值高估公司裁量性應計數與未盈餘管理前之績效不佳的虛擬變數間之正相關是否更明確。結果發現前述檢測結果均獲得支持。姜家訓（2009）以臺灣上市櫃公司為樣本，證實前一年度權益市值高估會衍生盈餘管理誘因，而權益誘因使權益市值高估衍生的盈餘管理更嚴重；實證結果也支持 Jensen (2005) 的「權益市值高估之代理成本」假說，並提供了權益市值高估兩項代理成本—盈餘管理與內部人交易的證據，發現當權益市值高估時，會衍生更高的代理成本。

由前述文獻探討可知，高估權益之代理成本主要與公司價值被不當高估有關。因而本研究推論，當公司價值高估之情形愈益嚴重，公司之代理成本愈高，經理人愈可能犧牲公司長期利益，陷入不擇手段只在乎短期目標達成之惡性循環中，本研究發展之假說如下：

H1：其他情況不變下，相對於前一年度權益市值未高估之公司，權益市值高估之公司會有較高的代理成本。

參、研究方法

本研究欲探討代理成本與高估權益市值間之關聯性，茲將實證模型中各項變數之定義與衡量方法說明如下：

一、變數定義

(一) 權益市值高估值 (OVER_VALUE)

為了更精確估計權益高估值，本文依據姜家訓 (2009) 計算權益市值高估公司之方式，同時納入異常報酬率 ($ABRET_{t-1}$) 與基本價值市值比 (V_{t-1}) 兩項指標來定義權益市值高估公司變數 ($OVER_VALUE_{it-1}$)。首先為計算異常報酬率 ($ABRET_{t-1}$)，考慮不同規模 ($SIZE$) 與權益市值比 (BM) 之影響，分成九個參考投資組合 (reference portfolio)，並計算出每個參考投資組合的平均年持有期間報酬率，作為該投資組合內樣本公司的正常報酬率。再按樣本公司持有期間實際報酬率減去所屬參考投資組合之正常報酬率，以計算異常報酬率 ($ABRET_{t-1}$)。至於基本價值的估計，Frankel and Lee (1998) 運用剩餘盈餘評價模式 (Ohlson, 1995; Feltham and Ohlson, 1995) 與分析師預測資料來估計公司之基本價值 (fundamental value)，發現基本價值相對於市值之比率 (V/P) 對於未來長期之股價報酬率有甚佳之解釋力，且 V/P 愈高之投資組合，其長期報酬率愈高。然而由於臺灣分析師盈餘預測資料並不完整，故參照姜家訓 (2009) 之作法，以當年度與未來兩年之實際盈餘與權益帳面價值來估計基本價值，估計模式如下²：

$$V_{it-1} = B_{it-1} + \frac{(ROE_{it} - r_{it}) \times B_{it-1}}{1 + r_{it}} + \frac{(ROE_{it+1} - r_{it}) \times B_{it}}{(1 + r_{it})^2} + \frac{(ROE_{it+2} - r_{it}) \times B_{it+1}}{(1 + r_{it})^3} + \frac{(\overline{ROE_{it+2}} - r_{it}) \times B_{it+2}}{r_{it}(1 + r_{it})^3} \dots (1)$$

其中：

V_{it-1} ：i 公司在第 t 年 4 月 30 日之估計基本價值；

B_{it} ：i 公司在第 t 年 12 月 31 日之權益帳面價值；

ROE_{it} ：i 公司在第 t 年之普通股權益報酬率；

$\overline{ROE_{it+2}}$ ：i 公司自第 t-2 年至第 t+2 年五年間之平均普通股權益報酬率；

r_{it} ：i 公司在第 t 年期初以 CAPM 估計之權益資金成本，其中無風險利率係取自 TEJ 總體經濟資料庫中 10 年期中央政府公債次級市場利率；Beta 值取自 TEJ「上市櫃 Beta 及報酬率資料庫」中截至第 t 年 4 月 30 日止過

² 係將所有樣本公司依據當年度 4 月 30 日之權益市值 ($SIZE$) 由小到大分成三組，並按當年度權益淨值市值比 (BM) (以當年度 1 月 1 日權益帳面價值除以當年度 4 月 30 日權益市值) 也由低至高分成三組，從而組成九個參考投資組合。

去三年之估計 Beta 值，市場風險溢酬則定為 5 %³。

於計算出式 (1) 中估計之基本價值 V_{it-1} 後，再與同期 4 月 30 日之權益市值比較，得出 V_P_{t-1} ，若 V_P_{t-1} 小於 1.0，代表市值有高估之虞，且 V_P_{t-1} 愈小，其市值高估之程度愈大。

最後，再將 $ABRET_{t-1}$ 與 V_P_{t-1} 按高低依序分為五組，若 $ABRET_{t-1}$ 大於 0 且屬於五組中前兩組，以及 V_P_{t-1} 小於 1.0 且屬於五組中後兩組，權益市值高估變數 ($OVER_VALUE_{it-1}$) 設為 1，代表有權益市值高估情形，否則設為 0。為與權益市值高估做比較，也參考姜家訓 (2009) 定義權益市值低估之虛擬變數 $UNDER_VALUE_{it-1}$ ，若 $ABRET_{t-1}$ 小於 0 且屬於五組中後兩組，以及 V_P_{t-1} 大於 1.0 且屬於五組中前兩組，代表有權益市值低估情形，則 $UNDER_VALUE_{it-1}$ 等於 1，否則令 $UNDER_VALUE_{it-1}$ 等於 0。

(二) 代理成本

代理成本即指所有權人自行經營公司與將經營權交給代理人經營公司，兩種經營型態下經營成果之差異。然實務上此項差異並無法取得，本研究以資產利用率之倒數、自由現金流量與成長機會之交乘項、交叉持股及金字塔結構作為代理成本之代理變數，並檢測 H1，其衡量方式說明如下：

1. 資產利用率之倒數 ($AssetsU$)

Singh and Davidson III (2003) 認同 Ang et al. (2000) 之想法，認為資產利用率可衡量經理人是否有效率地運用資產為公司創造營業收入，並產生現金流量。參照 Singh and Davidson III (2003) 的作法，資產利用率係將年度銷貨淨額除以總資產。在給定的資產規模下高資產利用率代表公司能產生較高的銷貨收入，而較高的銷貨收入最終將為公司帶來較高的現金流量，故較高之資產利用率可被視為經理人有效運用資產之成果，將有助於股東權益價值之提升；相反地，若此比率較低則表示公司經理人可能怠忽職守，未對公司資產妥善利用，或未將資產使用在有助於公司現金流量增加之用途上，使經理人與股東間之利益衝突加大，故當公司資產利用率愈低時，表示公司之代理成本愈高。衡量 $AssetsU$ 時，以銷貨淨額除以總資產計算之，並再取倒數，故 $AssetsU$ 愈大，代理成本愈高。

2. 自由現金流量與成長機會之交乘項 ($Free_Tobin$)

Jensen (1986) 提出當公司有較高的自由現金流量與較低的成長機會時，會有較高的代理成本；較高的自由現金流量會減弱資本市場監督管理者決策的能力，自由現金流量愈多，代表管理者裁量權力愈大，因而產生較大的代理成本。Opler and Titman (1993) 則指出，當公司成長機會愈高，管理會愈好，因為公司會將自由現金

³ 有關式 (1) 中終值之設定係參考 Frankel and Lee (1998) 之研究，假設第 $t+3$ 年後之剩餘盈餘維持不變，且以五年之平均 ROE 來估計穩定期間之永續 ROE。若 $\overline{ROE}_{it+2}$ 小於 r_{it} ，則令其終值為 0。

流量用來支付多項淨變現價值為正的投資計畫，不會有多餘的自由現金流量，也就能降低代理問題的發生。故將自由現金流量與成長機會之交乘項衡量代理成本（Doukas, Kim, and Pantzalis, 2000）。McKnight and Weir (2009) 檢測公司治理與所有權結構對於代理成本的影響時，發現增加董事會的所有權可以減少代理成本。其代理成本的衡量變數即分別為資產使用率、自由現金流量與成長機會之交乘項與公司收購的公司數。本研究以自由現金流量與成長機會之交乘項來衡量代理成本，為考量在低成長機會下，當自由現金流量愈大時，是否增加權益市值高估公司之代理成本。本文自由現金流量之計算係依據 Lehn and Poulsen (1989) 的定義，為扣除折舊費用前之營業利益，並減所得稅費用、利息費用與現金股利（包含普通股與特別股），再除以期初總資產。成長機會以 Tobin's Q 進行衡量，Tobins'Q 則依 Chung and Pruitt (1994) 的作法，以當年市值與負債帳面價值合計數除以期末總資產衡量；若公司之 Tobin's Q 小於當年度之產業中位數，則代表有較低之成長機會設為 1，否則為 0。

3. 金字塔結構 (Pyramiding) 與交叉持股 (Cross-holding)

控制股東常利用金字塔結構 (Pyramiding) 或交叉持股 (Cross-holding) 來取得控制權 (La Porta, López-de-Silanes, and Shleifer, 1999)，股份控制權 (control right) 愈強，就愈有能力侵佔公司資產；而擁有盈餘分配之現金流量權 (cash flow right) 愈低，侵佔公司資產所造成自身損失的影響愈小，因此股權偏離程度加深剝削少數股東的動機 (La Porta et al., 1999; Claessens, Djankov, and Lang, 2000)。也就是控制股東股份控制權及現金流量權的偏離將產生大、小股東間的代理問題。La Porta et al. (1999) 認為，金字塔結構與交叉持股為導致股份控制權顯著高於現金流量權之主要原因。而臺灣企業的股權結構存在控制股東型態 (Claessens et al., 2000; 高蘭芬與邱正仁, 2002)，為因應臺灣特殊股權結構，本研究再以金字塔結構與交叉持股之虛擬變數，衡量企業內部可能存在之代理問題。並預期若權益市值高估公司內部存有金字塔結構或交叉持股時，會有較高之代理成本。本文金字塔結構與交叉持股之變數定義為，若公司與所屬同一集團旗下之其他公司彼此相互持股，則交叉持股虛擬變數 (Cross-holding) 為 1，否則為 0；若最終控制者透過集團旗下上市（櫃）公司持有集團旗下他公司股份，則金字塔結構虛擬變數 (Pyramiding) 為 1，否則為 0。

(三) 控制變數

本研究以獲利率、投資機會、研發費用比率、資本支出比率及公司規模等五項作為控制變數，其衡量方式說明如下：(1) 獲利率 (Profitability)：係參考 Lundstrum (2003) 之作法，以非常項目前的營業淨利加上折舊與所得稅費用後除以銷貨淨額來衡量。(2) 投資機會 (PERatio)：本研究以價格對盈餘比 (price to earnings, PERatio) 作為投資機會之正向衡量，主要是因為該比率簡明易懂，且其為分析師與一般研究

常用的評價指標之一。(3) 研發費用比率 (*RDratio*)：參考 Jindra (2000) 之作法，將公司當年度研發支出除以銷貨淨額。研發支出與公司未來成長機會有很大的關聯 (Kole, 1991; Gaver and Gaver, 1993)，而未來成長機會則會影響公司價值。(4) 資本支出比率 (*PPE*)：本研究參考 Jindra (2000) 之研究，將公司固定資產除以總資產，以得出資本支出比率。此變數與研發費用比率相似，亦是對公司未來成長機會衡量的替代變數。(5) 公司規模 (*FirmSize*)：代理成本主要原因還是歸咎於「資訊不對稱」的存在，Hand, Lloyd, and Rogow (1982)、Pettit and Singer (1985) 及 Arrondo and Gómez-Ansón (2003) 皆指出，公司規模之大小與資訊不對稱引起之代理成本有關。本研究採用期末總資產取自然對數之方式，作為衡量公司規模之代理變數。

二、實證模型

本研究以資產利用率之倒數、自由現金流量與成長機會之交乘項、金字塔結構及交叉持股等四項代理成本變數，檢測權益市值高估公司以及權益市值低估公司的代理成本情形。另納入其他控制變數形成本文式 (2)，迴歸模型詳述如下：

$$AGC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 OVER_VALUE_{it-1} + \alpha_2 UNDER_VALUE_{it-1} + \alpha_3 Profitability_{it} + \alpha_4 PRratio_{it} + \alpha_5 RDratio_{it} + \alpha_6 PPE_{it} + \alpha_7 FirmSize_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots(2)$$

其中：

AGC：公司代理成本，分別以資產利用率之倒數 (*AssetU*)、自由現金流量與成長機會之交乘項 (*Free_Tobin*)、金字塔結構 (*Pyramiding*) 與交叉持股 (*Cross-holding*) 衡量。資產利用率係以銷貨淨額除以總資產計算之，並再取倒數。自由現金流量與成長機會之交乘項，其中自由現金流量為扣除折舊費用前之營業利益，再減所得稅費用、利息費用與現金股利（包含普通股與特別股），再除以期初總資產；成長機會以 Tobins'Q 進行衡量，以當年市值與負債帳面價值合計數除以期末總資產，且若公司之 Tobin's Q 小於當年度之產業中位數，則代表有較低之成長機會設為 1，否則為 0。金字塔結構與交叉持股均採虛擬變數衡量，有金字塔結構與交叉持股現象為 1，否則為 0。

OVER_VALUE：虛擬變數，權益市值高估值，若 *ABRET*_{*t-1*} 大於 0 且屬於依高低排序五組中前兩組，以及 *V_P*_{*t-1*} 小於 1.0 且屬於依高低排序五組中後兩組，則設為 1，否則為 0。

UNDER_VALUE：虛擬變數，權益市值低估值，若 *ABRET*_{*t-1*} 小於 0 且屬於依高低排序五組中後兩組，以及 *V_P*_{*t-1*} 大於 1.0 且屬於依高低排序五組中前兩組，則設為 1，否則為 0。

Profitability：獲利率，即非常項目前之營業淨利加上折舊與所得稅費用後除以

銷貨淨額。

PEratio：投資機會，即當年底之每股市價除以每股盈餘。

RDratio：研發費用率，即當年度之研發支出除以銷貨淨額。

PPE：資本支出比率，即固定資產除以期末資產總額。

FirmSize：公司規模，即期末資產總額（單位仟元）取自然對數。

三、研究期間及樣本選取

由於1997、1998年發生亞洲金融風暴，為避免受外在經濟環境之重大波動影響研究結果，加上計算權益市值高估變數須使用前兩年與後兩年之資料，故以2001年至2007年為研究期間。樣本為臺灣證券交易所與櫃檯買賣中心公開交易之上市與上櫃公司。另外，由於金融與保險業之性質特殊，其報表與一般產業較不具比較基礎，予以排除。本文資料係取自台灣經濟新報社資料庫，樣本公司在研究期間內若有遺漏值或資料不全者，亦加以排除，最後剩下4,371筆觀察值。

由表1樣本分布表可以觀察，電子業佔48.75%最多，其次為紡織纖維佔6.36%，若由每年的樣本比率觀察，可發現從2001年至2007年有逐年增加之趨勢。

表1 樣本分布表

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	合計	比率 (%)
水泥	3	3	4	5	5	6	6	32	0.73
食品	18	20	20	20	20	19	19	136	3.11
塑膠	18	20	20	22	21	25	23	149	3.41
紡織纖維	30	39	40	42	38	43	46	278	6.36
機電	23	28	32	39	40	47	51	260	5.95
電線電纜	7	8	10	9	10	10	10	64	1.46
化學	23	27	31	38	41	50	56	266	6.09
玻璃陶瓷	6	5	5	5	5	5	5	36	0.82
造紙	7	7	7	7	7	7	7	49	1.12
鋼鐵金屬	22	24	30	31	32	32	32	203	4.64
橡膠輪胎	7	8	9	9	9	10	10	62	1.42
汽車	4	4	4	4	3	3	4	26	0.59
電子	118	167	220	304	379	445	498	2,131	48.75
營建	22	32	33	36	42	43	41	249	5.70
航運	7	9	7	9	7	9	9	57	1.30
觀光	3	4	3	4	5	6	7	32	0.73
百貨	7	7	7	9	11	12	13	66	1.51
油電燃	6	6	6	7	6	6	5	42	0.96
其他	17	28	32	34	37	42	43	233	5.33
合計	348	446	520	634	718	820	885	4,371	100.00
比率 (%)	7.96	10.20	11.90	14.50	16.43	18.76	20.25	100.00	

肆、研究結果

一、敘述統計與相關係數分析

本文為控制極端值可能對研究結果造成之影響，除權益市值高估（*OVER_VALUE*）、權益市值低估（*UNDER_VALUE*）、金字塔結構（*Pyramiding*）與交叉持股（*Cross-holding*）等四項虛擬變數外，其餘連續變數皆以溫賽化（*Winsorized*）之方式處理前 1% 與後 99% 之極端值。表 2 為敘述統計結果，計算權益市值高估與低估之異常報酬率平均為 10.304%。樣本中有 31.5% 之公司有金字塔結構之現象；平均有 24.1% 之公司有交叉持股之現象，獲利率之平均數為 16.505%，平均研究發展比率則為 31.4%。

表 2 敘述統計（N=4,371）

	Mean	SD	Q1	Median	Q3
<i>ABRET</i>	10.304	49.611	-21.581	-0.258	28.783
<i>OVER_VALUE</i>	0.135	0.342	0.000	0.000	0.000
<i>UNDER_VALUE</i>	0.121	0.326	0.000	0.000	0.000
<i>AssetU</i>	1.693	1.616	0.906	1.303	1.863
<i>Free_Tobin</i>	0.018	0.039	0.000	0.000	0.035
<i>Pyramiding</i>	0.315	0.464	0.000	0.000	1.000
<i>Cross-holding</i>	0.241	0.428	0.000	0.000	0.000
<i>Profitability</i>	16.505	59.102	4.073	8.339	14.760
<i>PERatio</i>	0.024	0.042	0.000	0.011	0.029
<i>RDRatio</i>	0.314	0.177	0.176	0.302	0.438
<i>PPE</i>	15.471	1.327	14.527	15.288	16.209
<i>FirmSize</i>	10.304	49.611	-21.581	-0.258	28.783

註：變數定義如下：

ABRET：異常報酬率，計算方式詳前述。

OVER_VALUE：虛擬變數，權益市值高估值，若 $ABRET_{t-1}$ 大於 0 且屬於依高低排序五組中前兩組，以及 $V_{P,t-1}$ 小於 1.0 且屬於依高低排序五組中後兩組，則設為 1，否則為 0。

UNDER_VALUE：虛擬變數，權益市值低估值，若 $ABRET_{t-1}$ 小於 0 且屬於依高低排序五組中後兩組，以及 $V_{P,t-1}$ 大於 1.0 且屬於依高低排序五組中前兩組，則設為 1，否則為 0。

AssetU：資產利用率係以銷貨淨額除以總資產計算之，並再取倒數。

Free_Tobin：自由現金流量與成長機會之交乘項，其中自由現金流量為扣除折舊費用前之營業利益，再減所得稅費用、利息費用與現金股利（包含普通股與特別股），再除以期初總資產；成長機會以 Tobins'Q 衡量，以當年市值與負債帳面價值合計數除以期末總資產，若公司之成長機會小於當年度之產業中位數則為 1，否則為 0。

Pyramiding：虛擬變數，公司若有金字塔結構現象為 1，否則為 0。

Cross-holding：虛擬變數，公司若有交叉持股現象為 1，否則為 0。

Profitability：獲利率，即非常項目前之營業淨利加上折舊與所得稅費用後除以銷貨淨額。

PERatio：投資機會，即當年底之每股市價除以每股盈餘。

RDRatio：研發費用率，即當年度之研發支出除以銷貨淨額。

PPE：資本支出比率，即固定資產除以期末資產總額。

FirmSize：公司規模，即期末資產總額（單位仟元）取自然對數。

表 3 為 Pearson 相關係數分析，研究發現權益市值高估公司 (*OVER_VALUE*) 與資產利用率之倒數 (*AssetU*) 及金字塔結構 (*Pyramiding*) 呈顯著正相關，顯示權益市值高估公司較無法有效利用資產以及有金字塔結構之現象；在控制變數方面，結果顯示權益市值高估公司 (*OVER_VALUE*) 有較低之獲利率 (*Profitability*)、公司規模 (*FirmSize*) 及研究發展費用 (*RDratio*) 與較高之投資機會 (*PEratio*) 及資本支出比率 (*PPE*)。

二、多元迴歸結果

表 4 為多元迴歸結果，前兩條為最小平方法迴歸結果，後兩條為 probit 迴歸結果。其中若 *OVER_VALUE* 之係數值 α_1 為正，則支持本文 H1，由表中結果可知，權益市值高估之公司與資產利用率倒數 (*AssetU*) 呈顯著正相關 (係數 0.285, p 值為 0.001)、與自由現金流量與成長機會之交乘項 (*Free_Tobin*) 呈顯著正相關 (係數 0.004, p 值為 0.031) 以及與金字塔結構 (*Pyramiding*) 呈顯著正相關 (係數 0.043, p 值為 0.033)，惟與交叉持股 (*Cross-holding*) 呈正相關但未達統計顯著水準，顯示權益市值高估公司會有較低之資產利用率、較高之自由現金流量與成長機會之交乘項與金字塔股權結構。本文參照姜家訓 (2009) 同時將權益市值低估公司 (*UNDER_VALUE*) 納入檢測，結果發現權益市值低估公司 (*UNDER_VALUE*) 與資產利用率倒數 (*AssetU*) 呈顯著負相關 (係數 -0.228, p 值為 0.000)、與金字塔結構 (*Pyramiding*) (係數 -0.077, p 值為 0.000) 且與交叉持股 (*Cross-holding*) (係數 -0.037, p 值為 0.045) 也皆呈顯著負相關，惟權益市值低估公司 (*UNDER_VALUE*) 與自由現金流量及成長機會之交乘項 (*Free_Tobin*) 呈顯著正相關，與預期未符。

控制變數方面，獲利率 (*Profitability*) 與資產利用率之倒數、金字塔結構與交叉持股呈顯著負相關，與自由現金流量及成長機會之交乘項呈顯著正相關，顯示資產利用率愈高應能有效提升獲利率，而金字塔結構與交叉持股會傷害公司獲利之能力，與預期相符；研究發展費用 (*RDratio*) 上，發現與資產利用率之倒數及交叉持股呈顯著正相關，與自由現金流量與成長機會交乘項及金字塔結構呈顯著負相關，在資本支出比率 (*PPE*) 上，可以發現資產利用率的倒數、自由現金流量與成長機會之交乘項及金字塔結構的公司會有較高的資本支出。整體而言，自變數間之 VIF 值皆未超過 10，顯示自變數間之共線性疑慮不大，且各迴歸模型解釋力皆達 9% 以上，大部分研究結果符合本文之預期。

表 3 相關係數分析 (N=4,371)

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
1.ABRET	1.000											
2.OVER_VALUE	0.396*** (0.000)	1.000										
3.UNDER_VALUE	-0.273*** (0.000)	-0.147*** (0.000)	1.000									
4.AssetU	0.009 (0.533)	0.099*** (0.000)	-0.095*** (0.000)	1.000								
5.Free_Tobin	-0.010 (0.517)	0.009 (0.536)	0.047*** (0.002)	-0.137*** (0.000)	1.000							
6.Pyramiding	-0.001 (0.943)	0.030** (0.045)	-0.053*** (0.000)	0.158*** (0.000)	-0.012 (0.446)	1.000						
7.Cross-holding	-0.033** (0.028)	-0.015 (0.332)	-0.010 (0.501)	0.081*** (0.000)	0.032** (0.037)	0.319*** (0.000)	1.000					
8.Profitability	0.102*** (0.000)	-0.125*** (0.000)	0.126*** (0.000)	-0.283*** (0.000)	0.258*** (0.000)	-0.011 (0.458)	0.025* (0.094)	1.000				
9.PEratio	-0.011 (0.471)	0.048*** (0.002)	-0.032** (0.033)	-0.001 (0.964)	0.051*** (0.001)	0.003 (0.843)	-0.012 (0.422)	0.064*** (0.000)	1.000			
10.RDratio	-0.053*** (0.000)	-0.027* (0.075)	0.002 (0.907)	0.064*** (0.000)	-0.113*** (0.000)	-0.095*** (0.000)	0.033** (0.029)	-0.073*** (0.000)	-0.006 (0.672)	1.000		
11.PPE	-0.055*** (0.000)	0.047*** (0.002)	-0.088*** (0.000)	0.077*** (0.000)	0.196*** (0.000)	0.095*** (0.000)	0.008 (0.589)	0.120*** (0.000)	-0.003 (0.866)	-0.170*** (0.000)	1.000	
12.FirmSize	-0.078*** (0.000)	-0.070*** (0.000)	0.064*** (0.000)	0.060*** (0.000)	0.078*** (0.000)	0.314*** (0.000)	0.316*** (0.000)	0.191*** (0.000)	-0.003 (0.862)	-0.187*** (0.000)	0.072*** (0.000)	1.000

註：變數定義詳表 2。***、**與*分別表示達 1 %、5 % 與 10 % 之雙尾統計顯著水準。

表 4 多元迴歸結果

$$AGC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 OVER_VALUE_{it-1} + \alpha_2 UNDER_VALUE_{it-1} + \alpha_3 Profitability_{it} + \alpha_4 PRratio_{it} + \alpha_5 RDratio_{it} + \alpha_6 PPE_{it} + \alpha_7 FirmSize_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots (2)$$

	<i>AssetU</i>	VIF	<i>Free_Tobin</i>	VIF	<i>Pyramiding</i>	VIF	<i>Cross-holdin</i>	VIF
<i>INTERCEPT</i>	-1.014*** (0.000)		-0.002 (0.765)		-1.472*** (0.000)		-1.472*** (0.000)	
<i>OVER_VALUE</i>	0.285*** (0.001)	1.043	0.004** (0.031)	1.043	0.043** (0.033)	1.043	0.006 (0.752)	1.043
<i>UNDER_VALUE</i>	-0.228*** (0.000)	1.047	0.004** (0.011)	1.047	-0.077*** (0.000)	1.047	-0.037** (0.045)	1.047
<i>Profitability</i>	-2.708*** (0.000)	1.086	0.049*** (0.000)	1.086	-0.187*** (0.000)	1.086	-0.066* (0.072)	1.086
<i>PERatio</i>	0.000 (0.440)	1.009	0.000*** (0.003)	1.009	0.000 (0.722)	1.009	-0.000 (0.452)	1.009
<i>RDratio</i>	3.362*** (0.000)	1.065	-0.061*** (0.000)	1.065	-0.294* (0.075)	1.065	0.959*** (0.000)	1.065
<i>PPE</i>	1.021*** (0.000)	1.057	0.035*** (0.000)	1.057	0.183*** (0.000)	1.057	0.001 (0.982)	1.057
<i>FirmSize</i>	0.163*** (0.000)	1.077	0.000 (0.485)	1.077	0.113*** (0.000)	1.077	0.110*** (0.000)	1.077
Wald test	—		—		448.470		413.430	
F value	31.870		56.550		—		—	
N	4,371		4,371		4,371		4,371	
Adj. R^2	0.117		0.101		—		—	
Pseudo R^2	—		—		0.094		0.096	

註：括弧內為經 White (1980) 調整異質變異後之 p 值；***、**、及*分別表示達 1%、5% 及 10% 之雙尾顯著水準。變數定義詳表 2。

三、額外分析

McKnight and Weir (2009) 提及董事會特性與所有權特性等公司治理變數，將影響企業之代理成本，故本文於額外分析處再納入負債比率 (*Lev*)、近三年高階管理階層異動次數（包含董事長、總經理及財務主管）(*Top_Change*) 與經理人持股比率 (*Man_Share*) 等三項控制變數，且為控制不同年度之變異對於研究結果造成之影響，本文控制年度之固定效果，並進一步針對個別公司之變異進行控制，以觀察本文之研究結果是否穩定。表 5 為額外分析之研究結果，發現額外控制負債比率、高階管理階層異動次數與經理人持股比率後，表 5 主要自變數結果皆與表 4 近似，顯示本文主要結果皆相當穩定。

表 5 額外分析結果

$$AGC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 OVER_VALUE_{it-1} + \alpha_2 UNDER_VALUE_{it-1} + \alpha_3 Profitability_{it} + \alpha_4 PRRatio_{it} + \alpha_5 RDratio_{it} + \alpha_6 PPE_{it} + \alpha_7 FirmSize_{it} + \alpha_8 Lev_{it} + \alpha_9 Top_Change_{it} + \alpha_{10} Man_Share_{it} + YEAR_Dummy + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots\dots(3)$$

	<i>AssetU</i>	VIF	<i>Free Tobin</i>	VIF	<i>Pyramiding</i>	VIF	<i>Cross-holding</i>	VIF
<i>INTERCEPT</i>	-0.406 (0.449)		-0.005 (0.656)		-1.375*** (0.000)		-1.527*** (0.000)	
<i>OVER_VALUE</i>	0.291*** (0.003)	1.090	0.004** (0.024)	1.054	0.055** (0.011)	1.090	0.010 (0.604)	1.090
<i>UNDER_VALUE</i>	-0.161** (0.013)	1.077	0.004** (0.016)	1.052	-0.071*** (0.001)	1.077	-0.037* (0.082)	1.077
<i>Profitability</i>	-2.869*** (0.000)	1.294	0.049*** (0.000)	1.276	-0.211*** (0.001)	1.294	-0.158** (0.015)	1.294
<i>PERatio</i>	0.000 (0.582)	1.011	0.000*** (0.006)	1.009	0.000 (0.783)	1.011	-0.000 (0.401)	1.011
<i>RDratio</i>	2.592 (0.112)	1.199	-0.060*** (0.001)	1.194	-0.406 (0.198)	1.199	0.567 (0.117)	1.199
<i>PPE</i>	0.787** (0.020)	1.100	0.036*** (0.000)	1.083	0.152** (0.038)	1.100	0.005 (0.947)	1.100
<i>FirmSize</i>	0.180*** (0.000)	1.202	0.000 (0.654)	1.192	0.115*** (0.000)	1.202	0.122*** (0.000)	1.202
<i>LEV</i>	-1.168*** (0.005)	1.373	0.004 (0.530)	1.364	-0.144* (0.087)	1.373	-0.334*** (0.000)	1.373
<i>Top_Change</i>	0.071** (0.025)	1.047	-0.000 (0.580)	1.046	-0.004 (0.532)	1.047	0.016** (0.011)	1.047
<i>Man_Share</i>	-0.059*** (0.000)	1.080	0.001* (0.086)	1.078	-0.003 (0.508)	1.080	0.003 (0.599)	1.080
<i>YEAR</i>	包括		包括		包括		包括	
Wald test	—		—		176.210		124.940	
F value	11.760		21.480		—		—	
N	4,371		4,371		4,371		4,371	
Adj. R^2	0.147		0.102		—		—	
Pseudo R^2	—		—		0.102		0.110	

註：括弧內為經 White (1980) 與cluster standard deviation 調整個別公司變異數後之 p 值；***、**、及*分別表示達 1%、5% 及 10% 之雙尾顯著水準。為節省篇幅，年度 (YEAR) 的固定效果項之迴歸係數未列示於表中。變數定義詳表 2。其中 *LEV* 為負債比率，由公司年底總負債除以總資產；*Top_Change* 為高階管理人（包含董事長、總經理及財務主管）近三年異動次數；*Man_Share* 為經理人持股比率。

伍、結論、限制與未來研究建議

本文探討權益市值高估公司與代理成本間之關係，選取四項代理成本衡量變數，分別為資產利用率之倒數、自由現金流量與成長機會之交乘項、金字塔結構與交叉持股之虛擬變數。希望透過本研究，能了解權益市值高估公司會有較高之代理成本，較易發生傷害資本市場流動性與投資人信心之情事，監管機關須加以重視。

研究結果發現，除交叉持股對權益市值高估公司間之關係外，權益市值高估公司皆與資產利用率之倒數、自由現金流量與成長機會之交乘項及金字塔結構呈顯著正相關，顯示權益市值高估之公司，會有較低之資產利用率、較高之自由現金流量與成長機會之交乘項及金字塔股權結構。透過本研究，希望能釐清一般投資人對於高股價之迷思，亦即，過度（異常）高估之權益市值背後未必全然代表公司之未來遠景，若公司經理人係透過不正當之手段企圖操弄盈餘，反而是在損害公司價值與發展，投資人與政府單位皆須對權益市值過度高估之公司謹慎觀察。

本研究企圖捕捉資本市場上權益市值過度高估之公司，以進一步了解其間可能存在之代理問題，惟一般認為公司治理與未來成長性較佳之公司，本即會有較高之（股價）權益市值，因此本文將高於投資組合與基本價值之公司視為權益市值高估公司，劃分方式有可能未盡理想，此為本研究之限制，後續研究可朝此方向繼續深入探討並改善。

參考文獻

- 姜家訓，2009，權益誘因、盈餘管理與經理人持股變動之關係－權益市值高估代理成本之實證分析，臺大管理論叢，第 19 卷第 S2 期：1-34。
- 高蘭芬與邱正仁，2002，董監事股權質押對會計盈餘與股票報酬相關性之影響，臺大管理論叢，第 13 卷第 1 期：127-162。
- Ang, J., R. Cole, and J. Lin. 2000. Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance* 55 (1): 81-106.
- Arrondo, R., and S. Gómez-Ansón. 2003. A study of Spanish firms' security issue decision under asymmetric information and agency costs. *Applied Financial Economics* 13 (10): 771-782.
- Berle, A. A., and C. G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property* (1st ed.). New York: MacMillan.
- Chi, J., and M. Gupta. 2009. Overvaluation and earnings management. *Journal of Banking and Finance* 33 (9): 1652-1663.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1994. A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management* 23 (3): 70-74.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 81-112.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance* 57 (6): 2741-2771.
- Denis, D. K. 2001. Twenty-five years of corporate governance research and counting. *Review of Financial Economics* 10 (3): 191-212.
- Doukas, J., C. Kim, and C. Pantzalis. 2000. Security analysis, agency costs, and company characteristics. *Financial Analysts Journal* 56 (6): 54-63.
- Faccio, M., and L. H. P. Lang. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65 (3): 365-396.
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3): 401-425.
- Feltham, G. A., and J. A. Ohlson. 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 689-731.
- Fosberg, R. H., and S. Rosenberg. 2003. Agency cost control. *Journal of American Academy of Business* 3 (1/2): 299-303.

- Frankel, R., and C. M. C. Lee. 1998. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 25 (3): 283-319.
- Gaver, J. F., and K. M. Gaver. 1993. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1-3): 125-160.
- Hand, J. H., W. P. Lloyd, and R. B. Rogow. 1982. Agency relationships in the close corporation. *Financial Management* 11 (1): 25-30.
- Houmes, R. E., and T. R. Skantz. 2010. Highly valued equity and discretionary accruals. *Journal of Business Finance and Accounting* 37 (1/2): 60-92.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Jensen, M. C. 2004. The agency cost of overvalued equity and the current state of corporate finance. *European Financial Management* 10 (4): 549-565.
- Jensen, M. C. 2005. Agency costs of overvalued equity. *Financial Management* 34 (1): 5-19.
- Jensen, M. C., and M. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jindra, J. 2000. Seasoned equity offerings, overvaluation, and timing. Working Paper, Ohio State University.
- Kole, S. R. 1991. A cross-sectional investigation of managerial compensation from an ex ante perspective. Working Paper, Simon Graduate School of Business Administration, University of Rochester, Rochester, NY.
- Kothari, S., E. Loutskina., and V. Nikolaev. 2009. Agency theory of overvalued equity as an explanation for the accrual anomaly. Working Paper, MIT Sloan School of Management.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 2002. Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance* 57 (3): 1147-1170.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54 (2): 471-517.
- Lehn, K., and A. Poulsen. 1989. Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *The Journal of Finance* 44 (3): 771-787.
- Lemmon, M. L., and K. V. Lins. 2003. Ownership structure, corporate governance, and firm value : Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance* 58 (4): 1445-1468.
- Lundstrum, L. L. 2003. Firm value, information problem and the internal capital market. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 21 (2): 141-156.

- McKnight, P., and C. Weir. 2009. Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49 (2): 139-158.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 661-687.
- Opler, T., and S. Titman. 1993. The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs. *The Journal of Finance* 48 (5): 1985-1999.
- Pettit, R. R., and R. F. Singer. 1985. Small business finance: A research agenda. *Financial Management* 14 (3): 47-60.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- Singh, M., and W. N. Davidson III. 2003. Agency cost, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking and Finance* 27 (5): 793-816.
- Sloan, R. G. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71 (3): 289-315.
- White, H. 1980. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica* 48 (4):817-838.

