臺大管理論叢 2009/9
第19卷 第S2期 1-34

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

Equity Incentives, Earnings Management and Insider Trading: An Empirical Investigation of the Agency Costs of Overvalued Equity

姜家訓／輔仁大學會計系副教授
Jia-Xun Jiang, Associate Professor, Department of Accounting, Fu Jen Catholic University

Received 2007/7, Final revision received 2008/10

摘要

本研究以 1997 至 2005 年期間台灣非金融業之上市櫃公司為樣本，探討權益市值高估是否會衍生額外的盈餘管理誘因以及經理人權益誘因是否會使權益市值高估所衍生之盈餘管理更趨嚴重。實證結果發現，前一年度權益市值高估相較於權益市值未高估公司，其當年度異常應計數較大。再者，對於權益市值高估公司，若經理人之權益誘因愈高，則其異常應計數愈大。此外，若經理人權益誘因愈高或正向異常應計數愈大，則其經理人在未來一年內大額出售持股之可能性愈高，且權益市值高估相較於權益市值未高估公司，權益誘因及盈餘管理與經理人在未來一年內大額出售持股可能性之關聯性較高。本研究之實證結果支持 Jensen (2005)「權益市值高估之代理成本」假說，並提供了權益市值高估兩種代理成本之證據—盈餘管理與內部人交易，發現當權益市值高估時，提高權益誘因非但無法調和所有權與經營權分離之代理衝突，反而會使盈餘操縱與內部人交易更趨嚴重，導致更高之代理成本。

【關鍵字】權益市值高估、權益誘因、盈餘管理

Abstract

This study investigates the empirical implications of the agency theory of overvalued equity (Jensen, 2005). It finds that after controlling for other earnings management incentives, firms with overvalued equity have larger abnormal accruals than non-overvalued firms. Besides, equity incentives provided for managers of overvalued firms exacerbate opportunistic earnings management. I also find that managers with higher equity incentives or undertaking more aggressive earnings management are more likely to take large share selling in the following year and that effects are more pronounced for overvalued firms. This study provides empirical support for the agency theory of overvalued equity (Jensen, 2005), as Jensen said, "Equity-based compensation cannot solve the problem because it makes the problem worse, not better (for overvalued firms)".

【Keywords】overvalued equity, equity incentive, earnings management

本文作者感謝兩位匿名審查委員以及臺灣大學王泰昌教授於「21世紀會計專業、會計產業與會計揭露」研討會所提供之寶貴意見。惟本文之所有錯誤悉屬本文作者之責任。

壹、 前言

近年來國內外許多重大的會計舞弊均與公司之權益市值高估有關，如美國的恩龍 (Enron)、世界通訊 (WorldCom) 以及臺灣的博達、訊碟等 (註[1])。權益市值高估係指公司之權益市值遠高於其基本價值，以致其真實經營績效遠不足以支撐過度高估之股價。Jensen (2005) 指出，權益市值高估會引發一連串有損公司價值之組織行為而導致權益市值高估之代理成本 (Agency Costs of Overvalued Equity)。例如，過度高估之股價往往誘使公司管理階層利用其市價高估之股票進行缺乏價值綜效之併購或在股價高估期間浮濫增資從事於高風險之投資。為了迎合市場不切實際之成長預期以支撐過度高估之股價，管理階層往往進行盈餘管理以窗飾其短期經營績效。然而，隨著經營績效因浮濫投資而惡化，市場預期與真實經營績效間之差距擴大，盈餘管理乃愈趨激進甚而訴諸舞弊。Jensen (2005) 強調，權益市值高估之代理問題之所以特別嚴重，在於可以有效解決傳統代理問題之機制在面臨權益市值高估時往往失靈。例如，給與經理人權益基礎酬勞係普遍用以調和所有權與經營權分離之代理衝突的一種機制，然而當權益市值高估時，權益誘因可能不但無法降低權益市值高估之代理成本，反而使代理問題更形惡化。因為當經理人所持有之權益誘因愈高時，為了支撐高估之股價以維持其財富水準，其虛飾盈餘之誘因可能更高。再者，為了避免其財富過度暴露於股價波動風險並及時在股價崩跌前實現股價高估利益，經理人可能會利用其與外部投資人間之資訊不對稱，在真實經營績效揭露前大額出脫持股 (註[2])。因此，權益市值高估可能導致公司管理階層從事盈餘操縱以及內部人交易等有損外部投資人利益之投機行為，且當權益市值高估時，增加經理人權益誘因可能無法調和所有權與經營權偏離之代理衝突，反而可能使盈餘操縱與內部人交易更形嚴重。

本研究以 1997 至 2005 年期間台灣非金融業之上市櫃公司為樣本，探討權益市

註[1] 恩龍股價從 1999 年 7 月 U.S.$40 漲至 2000 年 8 月 U.S.$90，權益市值高達 U.S.$700 億，但從 2000 年 8 月至 2001 年 12 月 16 個月期間，股價從 U.S.$90 跌至 U.S.$1 以下。世界通訊 1998 併購 MCI 後股價漲至 U.S.$49，權益市值達 U.S.$370 億，至 1999 年股價漲至 U.S.$64，權益市值達 U.S.$1,250 億，但至 2002 年 6 月，股價跌至 U.S.$1 以下。博達從 1999 年 12 月以 NT$85.5 掛牌上市，至 2000 年 4 月股價漲至 NT$368，權益總市值達 NT$402.8 億。但從 2001 年開始，博達之權益總市值一路跌至 2004 年 6 月之 NT$29.6 億。訊碟從 2000 年 2 月以 NT$60 上櫃，至 2000 年 6 月股價飆漲至 NT$512，權益總市值達 NT$596 億。但從 2001 年開始，訊碟之權益總市值一路跌至 2004 年 9 月之 NT$8 億。

註[2] 例如，恩龍之 CEO 兼董事長 Kenneth Lay 累計獲得 6,500,000 股之 Enron 股票選擇權，其 2000 年之總薪酬計 U.S.$140 百萬，其中有 U.S.$123 百萬得自行使 Enron 股票選擇權。Enron 之內部人自 2000 年開始大額拋售持股，金額達 U.S.$924 百萬，Kenneth Lay 在 2001 年間售回 U.S.$70 百萬之 Enron 股票給 Enron 以償還 Enron 對其個人之墊款，並在公開市場出售 U.S.$20 百萬之 Enron 股票。博達 1999 年至 2001 年三年間分發放高額股票紅利，分別佔其股本 4.5%、6.1%、3.5%。博達董事長葉素菲及其弟在 1999 年 12 月上市時持股比率為 15.5%，但至 2002 年 2 月持股比率減少至 10.6%，至 2004 年 2 月持股比率更進一步減少至 7.8%。

值高估是否會衍生額外的盈餘管理誘因以及經理人權益誘因是否使權益市值高估所衍生之盈餘管理更趨嚴重。本研究亦透過觀察經理人之持股異動，探討權益市值高估所衍生之盈餘管理誘因是否與經理人在出售持股前透過盈餘管理虛飾盈餘以支撐公司高估之股價有關。本研究之實證結果發現：(1) 在控制了其他盈餘管理誘因後，前一年度權益市值高估相較於權益市值未高估之公司，其當年度異常應計數較大，顯示權益市值高估會衍生額外的盈餘管理誘因。(2) 對於權益市值高估公司，若其經理人之權益誘因愈高，則其當年度異常應計數愈大，且權益市值高估相較於權益市值未高估公司，其經理人權益誘因與異常應計數之正向關聯性較高，顯示當權益市值高估時，提高經理人權益誘因會使正向盈餘管理更趨嚴重。(3) 若經理人之權益誘因愈高或當年度之正向異常應計數愈大，則其於未來一年內大額出售持股之可能性愈高，且權益市值高估相較於權益市值未高估公司，權益誘因及盈餘管理與經理人在未來一年內大額出售持股可能性之關聯性較高，顯示權益市值高估及權益誘因對於盈餘管理之影響與經理人在出售持股前透過盈餘管理虛飾盈餘以支撐公司高估之股價有關。(4) 本研究未發現權益市值低估公司會從事負向盈餘管理，亦未發現其經理人持股在短期內有顯著的淨買入。綜言之，本研究之實證結果支持 Jensen (2005)「權益市值高估之代理成本」假說，並提供了權益市值高估兩種代理成本之證據—盈餘管理與內部人交易，且發現當權益市值高估時，提高權益誘因非但無法調和所有權與經營權分離之利益衝突，反而會使盈餘操縱與內部人交易更趨嚴重，導致更高之代理成本。

本文後續內容之架構如下：第二節為文獻探討與假說發展，第三節說明研究設計，第四節彙述實證結果，第五節為結論。

貳、 文獻探討與假說發展

一、權益市值高估與盈餘管理之關係

依據 Jensen (2005) 所提出之「權益市值高估之代理成本」假說 (The Agency Costs of Overvalued Equity Hypothesis)，當公司之權益市值遠高於其基本價值時，除非純然僥倖，否則其真實經營績效不可能支撐過度高估之股價所隱含之市場預期。由於權益市值高估短期內降低了公司透過權益融資進行併購或資本投資之資金成本，且使管理階層所持有股權與權益基礎酬勞迅速增值，加以市場焦點之追逐與過度樂觀之預期亦助長了管理階層之虛榮心態。因此，沉緬於權益市值高估短期利益之管理階層猶如吸食海洛英 (Managerial Heroin) 般地飲鴆止渴，一步步走向毀損組織價值之路。為了迎合市場不切實際之成長預期以支撐其高估之股價，管理階層往往進行盈餘管理以窗飾其短期經營績效。然而，隨著經營績效因浮濫投資而惡化，市場預期與真實經營績效間之差距擴大，盈餘管理乃愈趨激進甚而訴諸舞弊。

國外若干實證研究支持 Jensen (2005) 之假說，發現權益市值高估會衍生正向盈

餘管理之誘因。Kothari、Loutskina 與 Nikolaeu (2006) 以 1963 至 2004 年期間美國上市櫃公司為樣本，試圖區辨「投資人固著假說」與「權益市值高估代理成本假說」二者對於應計數異象 (Accrual Anomaly) (Sloan, 1996) 之解釋力。其實證結果發現，當年度異常應計數較高之公司，其前三年之異常報酬率約為18%，而當年度異常應計數較低之公司，其前三年之異常年報酬率為 -3.6%。此外，當年度異常應計數與未來異常報酬率之負相關僅存在於異常應計數較高之投資組合，且當年度異常應計數與未來異常報酬率之負向關聯性在前一年度異常報酬率最高 (即權益市值高估程度最高) 之投資組合中最為顯著。前述實證發現支持權益市值高估代理成本假說，但與投資人固著假說之預期不一致。Skantz 與 Houmes (2006) 以 1990 至 2005 年期間美國之上市櫃公司為樣本，發現前一年度權益市值高估相較於權益市值未高估公司，其當年度異常流動應計數較高、營業活動現金流量與異常流動應計數之負向關聯性較高、且透過流動應計項目之操縱以避免當期盈餘衰退之誘因較強。Efendi、Srivastava 與 Swanson (2007) 以 2001 至 2002 年期間因前期財務報表違反 GAAP 而重編前期財務報表之美國上市櫃公司為樣本，發現前一年度市場調整報酬率愈高之公司，其財務報表違反 GAAP 而須事後重編之可能性愈高。財務報表重編公司在財務報表違反 GAAP 最早年度前 12 個月之市場調整後報酬約為 20%，但未發生財務報表重編之控制組公司，其同期間報酬並未顯著異於市場報酬。Badertscher (2008) 以美國 General Accounting Office (GAO) (2002) 所彙總之財務報表重編公司為樣本，以違反 GAAP 最早年度前三年的累積市場調整後報酬來衡量權益市值高估程度，觀察重編公司在違反 GAAP 前是否從事處於 GAAP 灰色地帶之盈餘管理及其與權益市值高估之關聯性。其實證結果發現，權益市值高估相較於權益市值未高估公司，在違反 GAAP 最早年度之前的三年內，進行處於 GAAP 灰色地帶之應計項目或實質交易盈餘管理之程度較高，且俟後涉及重編之情節較為嚴重。國內若干實證研究探討現金增資所衍生之盈餘管理及其與現金增資後股價報酬之關係 (林問一、楊和利、方滋聰，2006)，但迄無已發表之實證研究探討權益市值高估與盈餘管理之關係。

依據 Jensen (2005) 提出之「權益市值高估之代理成本」假說及前述相關實證研究，本研究預期相較於權益市值未高估公司，權益市值高估之公司會有較強之誘因藉由應計項目之操縱增加當期盈餘以支撐過度高估之股價。茲建立本研究之假說一如下：

H_1：**前一年度權益市值高估相較於前一年度權益市值未高估之公司，其當年度異常應計數較大。**

二、權益誘因與盈餘管理之關係

提高經理人持有股權係普遍用以調和所有權與經營權分離之代理衝突的一種機

制，如藉由給與經理人限制性股票酬勞、認股權或股票紅利等權益基礎誘因來提高經理人對於公司之所有權。文獻上許多研究發現，若經理人持有股權與股票基礎酬勞愈高，則公司未來績效愈佳 (Lambert & Larcker, 1987; Morck, Shleifer, & Vishny, 1988; Hanlon, Rajgopal, & Shevlin, 2003)，顯示權益誘因具有正面之誘因調和效果 (Incentive-alignment Effect)。然而，當經理人持有之股權或股票基礎酬勞愈高時，則經理人可能愈在乎公司短期之股價表現而衍生盈餘管理之誘因。Cheng 與 Warfield (CW) (2005) 指出，當權益誘因愈高時，經理人之財富愈集中於單一風險性資產，其財富對於公司短期股價波動愈敏感，故風險規避之經理人會設法降低其對公司特有風險 (Idiosyncratic Risk of the Firm) 之暴險程度。若經理人目前之暴險程度高於其最適風險水準，則經理人會減少持股以降低其暴險程度。因此，當經理人權益誘因愈高時，基於風險分散考量，其短期內愈有可能出售持股。其實證結果發現，若 CEO 期末持有股權愈高、當年給與認股權愈多或已給與尚不能行使之認股權愈多，則其於未來半年或一年內出售持股愈多。CW 進一步推論，由於盈餘報導數字足以影響股價且制度面缺乏足夠遏止力量限制內部人交易，故當經理人未來出售持股之可能性愈高時，則經理人透過盈餘管理達成市場預期俾在出售持股前提高或維持股價之誘因愈強。其實證結果發現，若公司當年度正向異常應計數愈大或盈餘恰好達成或微幅超越 (Meet or Just Beat) 分析師預測，則其 CEO 在未來半年或一年內出售持股數愈多，顯示 CEO 會在未來出售持股前進行盈餘管理以維持出售前之股價。結合前兩項證據，CW 推論：若經理人期末持有權益誘因愈高，則其當期從事盈餘管理以達成市場預期之誘因愈強。其實證結果發現，若公司 CEO 之期末持股比率愈高或已給與但尚不能行使之認股權佔流通在外股數之比例愈高，則其當期盈餘恰好達成或微幅超越 (Meet or Just Beat) 分析師預測之可能性較高、當期盈餘無法達成分析師預測之可能性較低、且當期異常應計數較大。

本研究依據 Cheng 與 Warfield (2005) 之推論與證據，建立假說 H_{2a} 如下：

H_{2a}：**若公司經理人當年度所持有之權益誘因愈高，則其當年度異常應計數愈大。**

本研究同時依據 Cheng 與 Warfield (2005)，建立下列兩項假說以探討權益誘因與盈餘管理二者之因果關係是否與經理人計劃在短期內出售持股有關：

H_{2b}：**若公司經理人當年度所持有之權益誘因愈高，則其在未來一年內大額淨出售持股之可能性愈高 (或持股淨出售數愈多)。**

H_{2c}：**若公司當年度之異常應計數愈大，則其經理人在未來一年內大額淨出售持股之可能性愈高 (或持股淨出售數愈多)。**

三、權益市值高估、權益誘因與盈餘管理之關係

Jensen (2004, 2005) 指出，當權益市值高估時，增加權益基礎酬勞非但無法解決

權益市值高估之代理問題，反而不啻火上添油。給定相同水準之權益誘因，權益市值高估相較於權益市值未高估公司之經理人，其財富暴露於公司股價下跌風險之程度較高。為了降低其暴險水準並在預期股價崩跌前實現股價高估利益，其於短期內大額出售持股之可能性較高。再者，為了維持出售前之股價，其透過盈餘管理虛飾公司盈餘之誘因較高，且由於市場對權益市值高估公司之盈餘預期過度樂觀，欲維持市場預期所需之盈餘操縱金額愈大。Efendi et al. (2007) 之實證結果支持以上之推論。其研究發現，相較於未發生財務報表重編之控制組公司，財務報表重編公司在違反 GAAP 最早年度之年初，其 CEO 持有股票選擇權之總內含價值遠大於未發生財務報表重編之控制組公司。但重編公司與未重編公司之 CEO 所持有之股票選擇權股數佔流通在外股數比例並無顯著差異。再者，在重編公告後一年內，財務報表重編公司與未重編公司之 CEO 所持有股票選擇權股數佔流通在外股數之比例雖無明顯變動，但重編公司之 CEO 所持有股票選擇權內含價值之減損幅度遠大於未重編公司。以上結果顯示影響財務報表不實表達之關鍵因素不僅在於權益誘因水準之高低，亦繫於權益市值高估所導致之權益誘因價值遽增與其未來價值遽減之風險。Efendi et al. (2007) 亦發現，若未將 CEO 持有價內股票選擇權之總內含價值納入實證模式，則違反 GAAP 最早年度前一年之市場調整後報酬率對於財務報表重編可能性具有顯著之解釋力，然而若將 CEO 持有價內股票選擇權之總內含價值納入實證模式，則該變數成為影響財務報表不實表達可能性之最關鍵變數，前一年之市場調整後報酬率不再具有顯著之解釋力。此結果意味著影響財務報表不實表達之關鍵性因素不僅在於權益市值是否高估，亦繫乎暴露於權益市值高估風險之權益誘因水準。綜合前述推論，本研究延伸 Cheng 與 Warfield (2005)，探討權益市值高估與權益誘因對於盈餘管理之交互影響。本研究預期，權益市值高估相較於權益市值未高估公司，權益誘因與正向盈餘管理之關聯性較高。茲建立本研究之假說 H_{3a} 如下：

H_{3a}：前一年度權益市值高估相較於前一年度權益市值未高估之公司，其經理人權益誘因水準與當年度異常應計數之正向關聯性較高。

Kothari et al. (2006) 發現，若前一年度股價異常報酬率愈高，則當年度異常應計數愈大，且當年度異常應計數愈大之公司，其經理人於次年度之持股淨出售數愈多。此外，若前一年度股價異常報酬率愈高，則當年度異常應計數與未來一年股價異常報酬之負向關聯性愈高。這些實證結果顯示，當權益市值高估時，公司經理人愈有可能在短期內股價崩跌前出售持股，並在出售持股前透過應計數操縱來延緩股價下跌之時間。不過，Kothari et al. (2006) 並未探討權益誘因之影響。Cheng 與 Warfield (2005) 探討權益誘因、內部人交易與盈餘管理三者之因果關係，但未考量權益市值高估之影響。Efendi et al. (2007) 探討權益市值高估與權益誘因對於財務報表重編可能性之交互影響，但未探討經理人持股之變動。本研究延伸前述相關文獻，以下列兩項假說來探

討權益市值高估、權益誘因與盈餘管理三者間之因果關係是否與權益市值高估公司之經理人計劃在未來股價崩跌前出售持股有關：

H_{3b}：**前一年度權益市值高估相較於前一年度權益市值未高估之公司，其經理人權益誘因水準與經理人在未來一年內大額淨出售持股可能性 (或持股淨出售數) 之正向關聯性較高。**

H_{3c}：**前一年度權益市值高估相較於前一年度權益市值未高估之公司，其當年度異常應計數與經理人在未來一年內大額淨出售持股可能性 (或持股淨出售數) 之正向關聯性較高。**

參、 研究設計

一、樣本選取

本研究以台灣非金融業之上市櫃公司為樣本，研究觀察期間由 1997 至 2005 年，資料蒐集期間則含括 1993 至 2007 年 (註[3])。關於經理人權益誘因之衡量，本研究需要經理人持有股數、經理人配發股票紅利與取得員工認股權憑證之資料。在衡量經理人持股淨出售數時，本研究需要經理人每月月底持有股數、經理人配發股票紅利股數、除權日、無償配股率與員工配股率等資料。經理人配發股票紅利資料係取自公開資訊觀測站公司概況項下「配發員工紅利之經理人姓名及配發情形彙總報表」，經理人持有認股權資料則取自公開資訊觀測站公司治理項下之「發行員工認股權憑證經理人及主管取得情形」。其餘資料均取自 TEJ 相關資料庫。排除金融保險業公司、非歷年制公司、資料不齊全公司並刪除異常應計數與異常報酬率小於 1% 及大於 99% 之極端值後，最後共計有 3,510 筆公司—年度 (Firm-year) 觀察值。由於經理人每月持股資料之遺漏觀察值較多，若不含經理人與董監事持股淨出售數之變數，計有 4,292 筆公司—年度 (Firm-year) 觀察值，其中資訊電子業約佔樣本觀察值總數之 37.1%。

二、變數之定義與衡量

本研究主要變數包括權益市值高估、經理人權益誘因、異常應計數與經理人持股淨出售數等四項。茲分別說明其定義與衡量方式如下。

(一) 權益市值高估之定義

文獻上定義權益市值高估之方式大多係依據股價之異常報酬率。如 Kothari et al. (2006) 採取前一年度調整公司規模與權益淨值市值比 (BM) 後之異常報酬來衡量權益

註[3] 本研究需要前兩年至後二年連續五年之股價報酬資料與經理人每月持股資料，在估計基本價值時需要未來兩年之盈餘與權益帳面價值資料，計算營業現金流量與營業收入之標準差需要連續五年之營業現金流量與營業收入資料。此外，本研究採 Dechow 與 Dichev (2002) 模式估計異常應計數時需要前後三年之營業活動現金流量資料。

市值高估程度，Efendi et al. (2007) 與 Badertscher (2008) 均採市場調整後報酬來衡量權益市值高估程度，Skantz 與 Houmes (2006) 則兼採本益比與市場調整後報酬二者來定義權益市值是否高估。然而，異常報酬率高固然捕捉了權益市值高估公司股價大幅增加之特性，但不必然意味股價大幅偏離其基本價值。為了改進權益市值高估之衡量問題，本研究同時以股價異常報酬以及股價與其基本價值之偏離程度二者來定義權益市值高估。首先，本研究參考 Lyon、Barber 與 Tsai (1999) 以及 Kothari et al. (2006) 之方法，以調整規模與權益淨值市值比 (BM) 後之年持有期間報酬率來衡量異常報酬，本研究將所有上市櫃公司依據當年度 4 月 30 日之權益市值 (*SIZE*) 由小至大分成小規模、中規模與大規模三組，同時依據當年度 4 月 30 日之權益淨值市值比 (*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) 由低至高分成低 BM、中 BM 與高 BM 三組，從而組成 3×3 共 9 個參考投資組合 (Reference Portfolio)，並以每個參考投資組合之平均年持有期間報酬率做為樣本公司正常報酬率之參考基準。樣本公司第 t-1 年之異常報酬 ($ABRET_{t-1}$) 即等於該公司第 t-1 年 5 月 1 日至第 t 年 4 月 30 日共 12 個月之持有期間報酬率減去第 t-1 年所屬參考投資組合同期間之平均報酬率 (註[4])。其次，本研究參考 Frankel 與 Lee (1998) 之方法估計公司之基本價值。Frankel 與 Lee (1998) 運用剩餘盈餘評價模式 (Ohlson, 1995; Feltham & Ohlson, 1995) 與分析師預測資料估計公司之基本價值 (Fundamental Value，以下以 V 表示)，並以基本價值相對於市值之比率 (V/P) 建構投資策略，發現 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。由於台灣上市櫃公司前瞻二至三年之分析師盈餘預測資料並不完整，且分析師盈餘預測亦往往有過度樂觀偏差，加以本研究之目的不在探討投資策略之建構與報酬之可預測性，故本研究採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。基本價值 V 之估計模式如下：

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

註[4] 參考 Lyon et al. (1999)，計算參考投資組合之平均年持有期間報酬率時係先計算投資組合中個別公司年持有期間報酬率 (第 t 年 5 月至第 t+1 年 4 月 12 個月之複合報酬率) 再予以等權平均。Kothari et al. (2006) 係將淨值市值比分成 9 組，權益市值分成 5 組，共組成 45 個投資組合。由於臺灣上市櫃公司家數遠比美國上市櫃公司少，若投資組合所含括之家數太少，則與形成該投資組合之風險因素無關之其他因素不易分散，易造成異常報酬衡量之誤差，且極端值之影響較大，故本研究僅分成 9 組，以確保投資組合所含括之家數夠大。為避免極端值之影響，先刪除本研究篩選前總樣本報酬率前後 1% 之觀察值後，再計算每一投資組合之平均報酬率。

其中 V_{it-1} 代表公司 i 在第 t 年 4 月 30 日之估計基本價值。B_{it} 代表公司 i 在第 t 年 12 月 31 日之權益帳面價值。ROE_{it} 代表公司 i 在第 t 年之普通股權益報酬率。$\overline{ROE}_{it+2}$ 代表公司 i 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} 代表公司 i 在第 t 年期初以 CAPM 估計之權益資金成本，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 日止過去三年之估計 Beta 值，市場風險溢酬則定為 5%。(1) 式中關於終值之假設係參考 Frankel 與 Lee (1998)，假設第 t+3 年後之剩餘盈餘維持不變，並基於 ROE 迴歸平均數 (Mean Reverting) 之特性，以五年之平均 ROE 來估計穩定狀態期間之永續 ROE。若 $\overline{ROE}_{it+2} < r_{it}$，則令其終值為 0。本研究將依 (1) 式估計所得之基本價值 V_{it-1} 除以第 t 年 4 月 30 日之權益市值，得出 V_P_{t-1}，若 V_P_{t-1} 小於 1.0，則代表市值有高估之虞，且若 V_P_{t-1} 愈小，則其市值高估之程度愈大。

本研究綜合 $ABRET_{t-1}$ 與 V_P_{t-1} 二項指標，定義權益市值高估之虛擬變數 $OVER_VALUE_{t-1}$，若同時符合：(1) $ABRET_{t-1} > 0$ 且依 $ABRET_{t-1}$ 高低分五組，屬於最高前 2/5，以及 (2) $V_P_{t-1} < 1.0$ 且依 V_P_{t-1} 高低分組，屬於最低 2/5，則 $OVER_VALUE_{t-1}$= 1，代表有權益市值高估情形，否則令 $OVER_VALUE_{t-1} = 0$。本研究亦同時定義權益市值低估之虛擬變數 $UNDER_VALUE_{t-1}$，若同時符合：(1) $ABRET_{t-1} < 0$ 且依 $ABRET_{t-1}$ 高低分五組，屬於最低 2/5，以及 (2) $V_P_{t-1} > 1.0$ 且依 V_P_{t-1} 高低分組，屬於最高 2/5，則 $UNDER_VALUE_{t-1} = 1$，代表有權益市值低估情形，否則令 $UNDER_VALUE_{t-1} = 0$。

(二) 權益誘因之衡量

本研究以三項變數來捕捉經理人之權益誘因：(1) 經理人期末持有股數佔期末流通在外股數比例 (*OWNERSHIP_MGR*)；(2) 經理人近二年獲配發股票紅利股數佔期末流通在外股數比例 (*SK_BONUS_MGR*)；(3) 經理人期末持有認股權得行使股數佔期末流通在外股數比例 (*OPTION_MGR*)。經理人之範圍包括總經理及相當等級者 (如執行長、總裁等)、副總經理及相當等級者 (如副執行長、副總裁等)、協理及相當等級者、財務部門主管、會計部門主管等。本研究比照 Cheng 與 Warfield (2005) 以期末權益誘因水準衡量，並以期末流通在外股數平減。由於經理人獲配發之股票紅利股數已計入期末持股，故在計算 *OWNERSHIP_MGR* 時已先扣除 *SK_BONUS_MGR*。鑑於股票紅利在台灣經理人股票基礎酬勞中扮演相當重要的角色，故本研究將其視為重要之權益誘因。因公開資訊觀測站關於經理人配發股票紅利資料係自 2004 年開始公開揭露，故 2004 年與 2005 年該變數係採公開資訊觀測站所揭露之資料，至於 2004 年以前之經理人配發股票紅利股數，由於缺乏直接資料，本研究係利用各公司於 2004~2005 年所揭露資料計算該公司經理人配發股票紅利股數佔全部員工股票紅利股數比例之兩年平均數 (*SK_BONUS_MGRP*) 後，再乘上 2004 年以前各年度實際配發之全部員工股票紅利股數，據以估計 2004 年以前各年度該公司經理人獲配發之股票紅

利股數 (註[5])。經理人持有認股權資料因台灣員工認股權制度自 2001 年實施，故揭露資料始自 2001 年，該變數於 2001 年前之值設為 0。本研究將經理人之總權益誘因水準定義如下：

$$\begin{aligned} &EQ_INCENTIVE \\ &= OWNERSHIP_MGR + SK_BONUS_MGR + OPTION_MGR \end{aligned} \tag{2}$$

(三) 異常應計數之衡量

本研究以 Ball 與 Shivakumar (2006) 修正之分段線性 (Piecewise Linear) Jones Model (Jones, 1991) 來估計異常應計數，以考量應計數在反映經濟利益與損失之時效性不對稱，以避免傳統之線性 Jones Model (Jones, 1991) 因模式設定不當而造成異常應計數之衡量誤差。其模式如下：

$$\begin{aligned} TACC_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \Delta REV_{it} + \beta_2 GPPE_{it} + \beta_3 RET_{it} + \beta_4 NEG_{it} \\ &\quad + \beta_5 NEG_{it} \times RET_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \tag{3}$$

其中 *TACC*=總應計數=(經常利益－營業活動現金流量) ／期初總資產，Δ*REV*=當年度銷貨收入變動數／期初總資產，*GPPE*=期末固定資產總額／期初總資產，*RET*=當年度 1 月 1 日至 12 月 31 日之市場調整後報酬，*NEG*=1，若 *RET* <0，否則為 0。比照 Ball 與 Shivakumar (2006) 之方法，本研究以產業橫斷面來估計模式 (3)，每個產業至少需有 30 筆觀察值，且至少有 5 筆觀察值之 *NEG*=1 。異常應計數 (*ABACC*) 之估計如 (4) 式：

$$\begin{aligned} &ABACC_{it} \\ &= TACC_{it} - (\hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \Delta REV_{it} + \hat{\beta}_2 GPPE_{it} + \hat{\beta}_3 RET_{it} + \hat{\beta}_4 NEG_{it} \\ &\quad + \hat{\beta}_5 NEG_{it} \times RET_{it}) \end{aligned} \tag{4}$$

(四) 經理人持股淨出售數之衡量

本研究以年度財務報表公告後一年做為經理人持股淨出售數之衡量期間。本研究依據 TEJ 之上市 (櫃) 董監全體持股狀況資料庫中經理人之每月月底持有股數資料，並自 TEJ 之上市 (櫃) 除權資料庫取得除權日、無償配股率與員工配股率等資

註[5] 若樣本公司在 2004~2005 年兩年期間皆未揭露經理人配發股票紅利股數資料，則將其 *SK_BONUS_MGRP* 定為同產業中有揭露公司 *SK_BONUS_MGRP* 之平均數。

料，計算經理人於第 t+1 年五月至第 t+2 年四月每個月之持股淨出售數，累計得出經理人於年度財務報表公告後一年內之持股淨出售數 ($NETSALE_MGR_{t+1}$)。$NETSALE_MGR_{t+1}$ 之衡量方式如下：

$$
\begin{aligned}
&NETSALE_MGR_{it+1} = \left(\sum_{\tau=1}^{12} NETSALENUM_MGR_{i\tau}\right) \Big/ SHARENUM_{it} \\
&NETSALENUM_MGR_{i\tau} \\
&= -\begin{pmatrix} SHARENUM_MGR_{i\tau} - SHARENUM_MGR_{i\tau-1} \\ -SK_BONUSNUM_MGR_{i\tau} - SK_DIVNUM_MGR_{i\tau} \end{pmatrix}
\end{aligned}
\tag{5}
$$

其中 $NETSALENUM_MGR_{i\tau}$ 係指公司 i 之經理人於第 t 年財報公告後第 τ 個月之持股淨出售數。$SHARENUM_{it}$ 係指公司 i 於第 t 年年底之流通在外總股數。$SHARENUM_MGR_{i\tau}$ 係指公司 i 之經理人於第 t 年財報公告後第 τ 個月之月底持有股數，$SK_BONUSNUM_MGR_{i\tau}$ 與 $SK_DIVNUM_MGR_{i\tau}$ 則分別指公司 i 之經理人於第 t 年財報公告後第 τ 個月內獲配發之股票紅利股數與股票股利股數。在估計 $SK_BONUSNUM_MGR_{i\tau}$ 與 $SK_DIVNUM_MGR_{i\tau}$ 時，本研究由 TEJ 除權資料庫確認除權之月份以及無償配股率與員工配股率，SK_DIVNUM_MGR 等於除權前經理人持有股數乘上無償配股率，$SK_BONUSNUM_MGR$ 等於除權前流通在外總股數乘上員工配股率再乘上經理人配發股票紅利股數佔全部員工股票紅利股數比例。本研究亦依據 $NETSALE_MGR_{t+1}$ 定義經理人持股有大額淨出售以及經理人持股有大額淨買入之虛擬變數。$ABSALE_MGR_{t+1}=1$，若 $NETSALE_MGR_{t+1}$ 大於所有 $NETSALE_MGR_{t+1} > 0$ 子樣本之中位數，即經理人持股有大額淨出售，否則令 $ABSALE_MGR_{t+1}=0$。$ABBUY_MGR_{t+1}=1$，若 $NETSALE_MGR_{t+1}$ 小於所有 $NETSALE_MGR_{t+1} < 0$ 子樣本之中位數，即經理人持股有大額淨買入，否則令 $ABBUY_MGR_{t+1}=0$。

三、實證模式之設定

(一) 盈餘管理實證模式

本研究以下列實證模式來檢定假說 H_1、H_{2a} 與 H_{3a}：

$$
\begin{aligned}
&ABACC_{it} \\
&= \beta_0 + \beta_1 OVER_VALUE_{it-1} + \beta_2 UNDER_VALUE_{t-1} + \beta_3 EQ_INCENTIVE_{it} \\
&+ \beta_4 OVER_VALUE_{it-1} \times EQ_INCENTIVE_{it} + \beta_5 OWNERSHIP_DIR_{it} \\
&+ \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 BETA_{it} + \beta_9 PBR_{it} + \beta_{10} NOA_{it-1} + \beta_{11} OP_CYCLE_{it} \\
&+ \beta_{12} INT_INTENSITY_{it} + \beta_{13} CAP_INTENSITY_{it} + \beta_{14} LOSS_{it} \\
&+ \beta_{15} SD_CFO_{it} + \beta_{16} ELECTRONIC_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}
\tag{6}
$$

模式 (6) 之應變數為異常應計數 *ABACC*，測試變數為權益市值高估之虛擬變數 *OVER_VALUE*、經理人權益誘因 *EQ_INCENTIVE* 以及權益誘因與權益市值高估之交互作用項 *OVER_VALUE* ×*EQ_INCENTIVE*。依據假說 H_1，預期 $\beta_1 > 0$，依據假說 H_{2a}，預期 $\beta_3 > 0$。β_4 代表權益市值高估相較於權益市值未高估公司，其經理人權益誘因對於異常應計數之增額影響，依據假說 H_{3a}，預期 $\beta_4 > 0$。

模式 (6) 之控制變數可分為幾類：(1) 權益市值低估之虛擬變數 $UNDER_VALUE_{t-1}$，其定義如前所述。依據權益市值高估之代理成本假說，權益市值高估會衍生正向之盈餘管理，但並未預期權益市值低估會衍生負向之盈餘管理 (Kothari et al., 2006)，故本研究對其係數未做特定方向之預期。(2) 影響盈餘管理誘因與彈性之控制變數，包括董監事持股比例 (*OWNERSHIP_DIR*)、財務槓桿 (*LEV*)、公司規模 (*SIZE*)、成長機會 (*PBR*)、系統風險 (*BETA*)、期初淨營運資產 (*NOA*) 等。公司治理文獻發現，若公司董監事之現金流量權較高，則較有誘因監督經理人，且較不致掠奪少數股東之利益，其盈餘品質較佳 (Fan & Wong, 2002; 蔡信夫、鍾惠民、林詩韻，2003; Jiang, 2007)，故預期其係數符號為負。LEV=期末融資性負債總額/期末總資產，融資性負債=短期借款＋長期負債一年內到期部份＋長期負債。財務槓桿愈高，則經理人為了避免違反債務契約之限制條款，愈有可能從事盈餘管理 (DeFond & Jiambalvo, 1994)，另一方面，當負債比率愈高，債權人監督之誘因愈強，可能促使公司採取更穩健之會計處理 (Ahmed, Billings, Morton, & Harris, 2002; Jiang & Yeh, 2007)，故本研究對其係數符號未做特定方向之預期。SIZE=期末權益總市值之自然對數，文獻上關於權益總市值對於盈餘管理之影響，研究發現並不一致，故本研究對其係數符號未做特定方向之預期 (註[6])。BETA=公司之系統風險係數，文獻上發現高風險之公司其盈餘平穩化之誘因較高(Warfield, Wild, & Wild, 1995)，本研究對其係數符號未做特定方向之預期。PBR=期末市值淨值比，係用以衡量公司之成長機會。成長機會愈大之公司，其未來外部融資需求愈高，且一旦盈餘未達成市場預期對股價之負面衝擊愈大，故正向盈餘管理之誘因愈強，其係數之預期符號為正。NOA_{t-1}=期初淨營運資產/前期銷貨收入，Barton 與 Simko (2002) 發現，期初淨營運資產愈高，則當期能夠從事正向盈餘管理之彈性愈小，故其係數之預期符號為負。淨營運資產=(資產總額-現金-短期投資)－(負債總額-融資性負債)。(3) 影響應計數品質或權益誘因之營運特性變數，前述 BETA 與 PBR 亦與權益誘因有關，文獻上發現高成長與高風險公司其權益誘因通常較高 (Lambert & Larcker, 1987; Murphy, 1999)。此外，Dechow 與 Dichev (2002) 以及 Francis、LaFond、Olsson與 Schipper (2004) 發現，應計數品質除受管理階層之會計選擇影響

註[6] 有些研究發現權益總市值愈大，異常應計數愈小，如 Ashbaugh、Lafond與Mayhew (2003), 但亦有其他研究之發現則反是, 如 Geiger 與 North (2006)。

外，亦受公司營運特性之影響，包括公司規模 (*SIZE*)、營運周期 (*OP_CYCLE*)、無形資產投資密集度 (*INT_INTENSITY*)、資本密集度 (*CAP_INTENSITY*)、發生虧損之頻率 (*LOSS*) 以及現金流量變異性 (*SD_CFO*) 等。由於異常應計數之衡量誤差與公司前述營運特性有密切關係，而這些營運特性又多與權益誘因有關 (如無形資產投資密集度、現金流量變異性等)。為避免異常應計數之衡量誤差與權益誘因相關導致錯誤推論，故將其列為控制變數。*OP_CYCLE*= 營業週期之自然對數，營業週期＝應收帳款收現天數＋存貨出售天數。營業週期愈長，未來營業現金流量之估計愈困難，應計數品質較差，且因流動應計項目佔資產之比重愈高，較易受到操縱，故預期其係數符號為正。*INT_INTENSITY*=廣告與研發費用/營業收入，無形資產投資密集度愈高，則其盈餘愈趨穩健 (Francis et al., 2004; Penman & Zhang, 2002)，故其預期係數符號為負。*CAP_INTENSITY*=期末固定資產淨額/期末總資產，資本密集度愈高，其營運槓桿愈高，營業利益之變異性愈高，盈餘平穩化之誘因愈強，本研究對其係數符號未做特定方向之預期。*SD_CFO*=過去五年營業現金流量 (以總資產平減) 之標準差。現金流量之變異性愈高，應計項目之估計誤差愈大，盈餘平穩化之誘因較高，本研究對其係數符號亦無特定方向之預期。*LOSS*=1，若前一年度或當年度發生虧損，否則為 0。虧損公司洗大澡 (Take a Big Bath) 之可能性愈高，故預期其係數符號為負。最後，因電子業公司佔本研究樣本之比例甚高，且員工分紅制度主要為電子業所採用，故列入電子業之虛擬變數 (*ELECTRONIC*) 為控制變數，若屬電子業公司，則 *ELECTRONIC* =1，否則為 0。

(二) 經理人持股淨出售之實證模式

本研究以下列實證模式來檢定假說 H_{2b}、H_{2c}、H_{3b} 與 H_{3c}：

$$
\begin{aligned}
& NETSALE_MGR_{it+1}, ABTRADE_MGR_{t+1} \\
&= \beta_0 + \beta_1 OVER_VALUE_{it} + \beta_2 UNDER_VALUE_{it} \\
&+ \beta_3 EQ_INCENTIVE_{it} + \beta_4 POS_ABACC_{it} + \beta_5 NEG_ABACC_{it} \\
&+ \beta_6 OVER_VALUE_{it} \times EQ_INCENTIVE_{it} \\
&+ \beta_7 OVER_VALUE_{it} \times POS_ABACC_{it} \\
&+ \beta_8 OVER_VALUE_{it} \times NEG_ABACC_{it} + \\
&+ \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} PBR_{it} + \beta_{11} RET_{it} + \beta_{12} \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}
\tag{7}
$$

模式 (7) 之應變數為 $NETSALE_MGR_{t+1}$ (OLS 模式) 或 $ABTRADE_MGR_{t+1}$ (Ordered Probit 模式)。$NETSALE_MGR_{t+1}$ 為第 t 年財務報表公告後一年內經理人持股淨出售數，其衡量方式如前所述。由於經理人淨出售 ($NETSALE_MGR_{t+1} > 0$) 與淨買入 ($NETSALE_MGR_{t+1} < 0$) 具有不同性質之意涵，小額之內部人交易與大額之內部人交易

亦具有不同性質之意涵。因此，本研究同時採用 Ordered Probit Model 進行估計，其次序應變數為 $ABTRADE_MGR_{t+1}$，定義如下：若 $ABSALE_MGR_{t+1}$=1，則 $ABTRADE_MGR_{t+1}$=1，即經理人持股有大額淨出售；若 $ABBUY_MGR_{t+1}$=1，則 $ABTRADE_MGR_{t+1}$=-1，即經理人持股有大額淨買入；若 $ABSALE_MGR_{t+1}$=0 且 $ABBUY_MGR_{t+1}$=0，則 $ABTRADE_MGR_{t+1}$=0，即經理人持股未發生大額淨出售或淨買入。本研究以 Ordered Probit Model 來探討測試變數對於經理人持股發生大額淨出售或淨買入可能性之邊際影響。模式 (7) 之測試變數為經理人權益誘因 (*EQ_INCENTIVE*) (H_{2b})、異常應計數 (*ABACC*) (H_{2c})、權益市值高估與權益誘因之交乘項 (H_{3b}) 以及權益市值高估與異常應計數之交乘項 (H_{3c})。依據假說 H_{2b}，預期 β_3 >0。本研究參考 Cheng 與 Warfield (2005)，將異常應計數分成兩項變數，若*ABACC*>0，則 $POS_ABACC = ABACC$，否則 $POS_ABACC = 0$；若 $ABACC < 0$，則 *NEG_ABACC=ABACC*，否則 *NEG_ABACC*=0。依據假說 H_{2b} 與 H_{2c} 之推論，本研究預期正異常應計數與經理人持股淨出售數或大額淨出售持股可能性成正相關，但不預期負異常應計數與經理人持股淨出售數成負相關(即不預期經理人會透過負向盈餘管理摜壓股價後再買進股票)，故預期 $\beta_4 > 0$，對於 β_5 之符號則不做特定方向之預期。依據假說 H_{3b}，預期 $\beta_6 > 0$。依據假說 H_{3c}，預期 $\beta_7 > 0$，但對於 β_8 則無特定方向之預期。此外，本研究預期權益市值高 (低) 估公司，其經理人持股淨出售數愈多 (少)、大額淨出售持股可能性愈高 (低)，故預期 $\beta_1 > 0$，$\beta_2 < 0$。模式 (7) 加入可能影響內部人交易之控制變數，包括：(1) SIZE=期末權益總市值之自然對數，Lakonishok 與 Lee (2001) 以及 Cheng 與 Warfield (2005) 均發現權益總市值愈大之公司，其內部人出售持股佔流通在外股數之比例愈小，故預期其係數符號為負。(2) PBR=期末權益市值淨值比，Rozeff 與 Zaman (1998) 以及 Cheng 與 Warfield (2005) 均發現成長性愈高，其內部人出售持股愈多，故預期其係數符號為正。(3) 當年度市場調整後股價報酬率 (RET) 與當期現金流量績效之變動 (ΔCFO)=本期營業現金流量—前期營業現金流量(營業現金流量均以各期期初總資產平減)。文獻上發現內部人往往採逆向交易策略 (Contrarian Trading Strategy) (Lakonishok & Lee, 2001; Cheng & Warfield, 2005)，若當期股價報酬愈高或公司績效改善，則其內部人於下一期出售持股愈多，故預期其係數符號為正。

肆、 實證結果

一、樣本敘述統計量

茲將本研究主要變數之敘述統計量彙示於表 1。表 1 顯示，整體樣本中，前後三年調整規模與淨值市值比後之平均異常報酬介於 -0.56%~0.15%。約有 16% 之觀察值被分類為權益市值高估，約有 14% 之觀察值被分類為權益市值低估。經理人總權益

誘因平均佔流通在外股數之 1.57%，其中經理人持有股權比例 (扣除近二年獲配股票紅利後) 平均約為 1.33%，經理人近二年獲配發股票紅利股數佔流通在外股數比例平均約為 0.15%，經理人持有認股權得認購股數佔流通在外股數比例平均約為 0.08%。董監事持股比例平均約為 24%。經理人持股淨出售數平均約佔流通在外股數比例 0.03%，董監事持股淨出售數平均約佔流通在外股數比例 0.31%。平均融資性負債佔總資產比率約為 0.191，平均 Beta 值為 0.8，平均權益市值淨值比為 1.39。此外，約有 30% 公司一年度發生虧損，電子業觀察值約佔 34%。

二、單變量分析

(一) 權益市值高估與低估之分組比較：

表 2 將樣本依據前一年度之異常報酬與 *V_P* 分為權益市值高估、權益市值低估、權益市值未高估且未低估三組，並就主要變數進行分組平均數比較。其主要結果如下：(1) 股價乘數與未來異常報酬率之比較：表 2 顯示，本研究分類為前一年度權益市值高估之公司，其前一年度期末之市值淨值比 (PBR)、本益比 (*PER*) 與市值營收比 (*PSR*) 均明顯偏高，如 *PBR* 為 2.93，*PE*R 為 50，*PSR* 為 3.26，且顯著高於其他兩組公司。再者，前一年度權益市值高估之公司於當年度與下一年度之異常報酬均顯著為負，且顯著小於其他兩組公司。本研究分類為前一年度權益市值低估之公司，其前一年度期末之市值淨值比 (PBR)、本益比 (PER) 與市值營收比 (PSR) 均顯著低於其他兩組公司，於當年度與下一年度之異常報酬均顯著為正。此外，分類為權益市值高估之公司，其規模 (SIZE)、營收成長率 (GROWTH) 與市場風險 (BETA) 均顯著大於其他兩組公司，凡此均屬權益市值高估公司常具有之特性。這些結果提供了本研究對於權益市值高估衡量信度之佐證。(2) 盈餘管理程度之比較：表 2 顯示，權益市值高估公司之異常應計數顯著為正 (p<0.01)，且顯著大於其他兩組公司，與假說 H_1 之預期一致。權益市值低估公司之異常應計數顯著為負 (p<0.01)，且顯著小於其他兩組公司。權益市值未高估且未低估公司之異常應計數則未顯著異於 0。(3) 權益誘因之比較：表 2 顯示，三組之權益誘因水準並無顯著差異。(4) 經理人持股淨出售數之比較：三組之經理人持股淨出售數並無顯著差異。但權益市值高估公司之經理人其大額淨出售持股 ($ABSALE_MGR_{t+1}$=1) 之比例顯著高於其他兩組。

表 1 變數之敘述性統計量

變數[a]	個數	平均數	標準差	Q_1	Q_2	Q_3
$ABRET_{t-1}$ (%)	4292	0.153	40.131	-24.521	-6.862	16.836
$ABRET_t$ (%)	4292	-0.556	40.922	-25.594	-7.365	16.536
$ABRET_{t+1}$ (%)	4292	-0.401	42.465	-26.946	-6.933	18.431
$OVER_VALUE_{t-1}$	4292	0.159	0.365	0.000	0.000	0.000
$UNDER_VALUE_{t-1}$	4292	0.137	0.343	0.000	0.000	0.000
$ABACC_t$	4292	-0.001	0.088	-0.047	-0.003	0.044
$EQ_INCENTIVE_t$ (%)	4292	1.569	2.888	0.050	0.400	1.835
$OWNERSHIP_MGR_t$ (%)	4292	1.330	2.439	0.020	0.276	1.570
$STK_BONUS_MGR_t$ (%)	4292	0.147	0.334	0.000	0.000	0.149
$OPTION_MGR_t$ (%)	4292	0.079	0.997	0.000	0.000	0.000
$OWNERSHIP_DIR_t$ (%)	4292	24.027	13.227	14.143	21.165	31.195
$NETSALE_MGR_{t+1}$ (%)	3510	0.031	1.298	-0.009	0.000	0.090
$NETSALE_DIR_{t+1}$ (%)	3510	0.314	4.542	-0.206	0.011	0.929
$SIZE_t$	4292	8.163	1.483	7.109	8.024	8.992
LEV_t	4292	0.191	0.140	0.071	0.184	0.289
$BETA_t$	4292	0.801	0.357	0.549	0.802	1.046
PBR_t	4292	1.394	1.024	0.740	1.120	1.720
NOA_{t-1}	4292	1.514	1.438	0.723	1.150	1.795
$INT_INTENSITY_t$	4292	0.027	0.048	0.002	0.013	0.033
$CAP_INTENSITY_t$	4292	0.291	0.189	0.135	0.265	0.420
變數[a]	**個數**	**平均數**	**標準差**	**Q_1**	**Q_2**	**Q_3**
OP_CYCLE_t	4292	4.909	0.831	4.571	4.915	5.257
SD_CFO_t	4292	0.062	0.043	0.032	0.051	0.080
$LOSS_t$	4292	0.306	0.461	0.000	0.000	1.000
$ELECTRONIC_t$	4292	0.339	0.473	0.000	0.000	1.000

a. *ABRET*=調整 *BM* 與規模後之年異常報酬。*OVER_VALUE*=1，若同時符合 (1) 截至當年度四月底止前 12 個月之 *ABRET* > 0 且依 *ABRET* 高低分五組，屬於最高 2/5，(2) *V_P RATIO* < 1.0 且依 *V_P RATIO* 高低分組，屬於最低 2/5；否則為 0。*UNDER_VALUE*=1，若同時符合 (1) 截至當年度四月底止前 12 個月之 *ABRET* < 0 且依 *ABRET* 高低分五組，屬於最低 2/5，(2) *V_P RATIO* > 1.0 且依 *V_P RATIO* 高低分組，屬於最高 2/5；否則為 0。*ABACC*=採 Ball 與 Shivakumar (2006) 分段線性 Jones Model估計之異常應計數。*EQ_INCENTIVE* =高階經理人總權益誘因水準 = *OWNERSHIP_MGR*+*STK_BONUS_MGR*+*OPTION_MGR*。*STK_BONUS_MGR* =高階經理人過去二年獲分配股票紅利總股數佔流通在外股數比例。*OWNERSHIP_MGR* =高階經理人期末持有股權佔流通在外股數比例扣除 *STK_BONUS_MGR*。*OPTION_MGR* =期末持有未行使認股權得認購股數佔流通在外股數比例。*OWNERSHIP_DIR*=董監事期末持有股權佔流通在外股數比例。$NETSALE_MGR_{t+1}$ =高階經理人在第 t+1 年 5 月初起至第 t+2 年 4 月底止淨出售股數佔流通在外股數比例。$NETSALE_DIR_{t+1}$ =董監事在第 t+1 年 5 月初起至第 t+2 年 4 月底止淨出售股數佔流通在外股數比例。*SIZE* =期末權益總市值之自然對數。*LEV* =期末負債總額/期末總資產。*BETA*=公司之系統風險係數。*GROWTH*=當年度銷貨成長率。NOA_{t-1} =期初淨營運資產/前期營業收入。*INT_INTENSITY*=廣告與研發費用/營業收入。*CAP_INTENSITY*=期末固定資產淨額/期末總資產。*OP_CYCLE*=營業週期之自然對數。*SD_CFO*=過去五年營業現金流量 (以總資產平減) 之標準差。*LOSS*=1，若前一年或當年度發生虧損，否則為 0。*ELECTRONIC*=1，若屬電子業，否則為 0。

表 2 變數之分組比較—依權益市值是否高估或低估分組

變數名稱[a]	(1) 權益市值低估 *UNDER_VALUE*=1 (*N=590*)		(2) 權益市值未低估或高估 *OVER_VALUE*=0 & *UNDER_VALUE*=0 (*N=3020*)		(3) 權益市值高估 *OVER_VALUE*=1 (*N=682*)		分組平均數比較		
							(1)-(3)	(2)-(3)	(1)-(2)
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數	*t* 值[b]	*t* 值[b]	*t* 值[b]
$ABRET_{t-1}$ (%)	-30.175	-27.378	-2.878	-7.281	40.955	25.437	-38.72***	-23.56***	-18.75***
$ABRET_t$ (%)	18.537	10.887	-1.834	-8.374	-11.462	-14.979	12.74***	6.32***	11.06***
$ABRET_{t+1}$ (%)	3.866	-3.725	-0.105	-6.863	-4.763	-11.037	3.73***	2.66***	2.07**
$V_P\ RATIO_{t-1}$	2.054	1.789	1.349	1.028	0.425	0.420	43.87***	41.02***	13.99***
PBR_{t-1}	0.905	0.679	1.540	1.260	2.928	2.349	-26.15***	-18.45***	-14.50***
PER_{t-1}	17.988	10.400	28.971	13.560	50.107	26.870	-5.93***	-3.89***	-2.40**
PSR_{t-1}	1.087	0.651	1.824	1.147	3.260	2.055	-9.01***	-6.22***	-5.53***
$SIZE_t$	7.507	7.396	8.229	8.123	9.089	8.980	-20.94***	-13.90***	-11.75***
$GROWTH_t$	8.209	5.655	8.739	5.120	17.693	12.830	-4.81***	-6.47***	-0.34
$BETA_t$	0.733	0.734	0.773	0.768	0.936	0.960	-10.75***	-11.23***	-2.48***
$ABACC_t$	-0.010	-0.009	-0.002	-0.002	0.008	0.002	-3.76***	-2.59***	-2.19**
$EQ_INCENTIVE_t$ (%)	1.577	0.495	1.576	0.390	1.574	0.320	0.02	0.01	0.01
$OWNERSHIP_DIR_t$ (%)	24.330	20.865	24.197	21.445	23.128	20.385	1.63	1.92*	0.22
$NETSALE_MGR_{t+1}$ (%)	-0.059	0.000	0.044	0.000	0.038	0.003	-1.23	0.11	-1.48
$ABSALE_MGR_{t+1}$ (%)	0.210	0.000	0.240	0.000	0.296	0.000	-3.25***	-2.77***	-1.40

a. *OVER_VALUE*=1，若同時符合 (1) 截至當年度四月底止前 12 個月之 *ABRET*>0 且依 *ABRET* 高低分五組，屬於最高 2/5，(2) *V_P RATIO*<1.0 且依 *V_P RATIO* 高低分組，屬於最低 2/5；否則為 0。*UNDER_VALUE*=1，若同時符合 (1) 截至當年度四月底止前 12 個月之 *ABRET*<0 且依 *ABRET* 高低分五組，屬於最低 2/5，(2) *V_P RATIO*>1.0 且依 *V_P RATIO* 高低分組，屬於最高 2/5；否則為 0。其他變數之定義同表 1。

b. *, **, *** 分別表示達 0.10, 0.05 與 0.01 之顯著水準 (雙尾)。

(二) 異常應計數之分組比較：

本研究依異常應計數大小分成五組，比較本研究主要變數分組平均數之差異，如表 3 所示。比照 Kothari et al. (2006)，表 3 中以第三組為比較基準，著眼於第五組 (異常應計數最大) 與第三組 (異常應計數近於 0) 之比較。其主要結果如下：(1) 前後年度異常報酬率之比較：當年度異常應計數最大之公司 (第五組)，其前二年與當年之異常報酬率分別為 6.8%、10.5% 與 3.1%，均顯著顯著大於 0，且顯著大於第三組公司，其後二年度之異常報酬率分別為 -4.0% 與 -3.1%，均顯著小於 0，且顯著小於第三組公司 (p<0.05)。但異常應計數最小公司 (第一組) 除當年度異常報酬率顯著為負外，其前二年之異常報酬率未顯著異於 0，且未顯著異於第三組公司，其後二年度之異常報酬率未顯著大於 0，亦未顯著大於第三組公司。再者，第五組公司中權益市值高估之比例最高，且顯著高於第三組公司 (p<0.01)，但第一組公司中權益市值低估之比例與第三組公司並無顯著差異。這些結果均與權益市值高估之代理成本假說一致，與投資人固著假說不一致，支持假說 H_1。(2) 經理人權益誘因之比較：表 3 顯示，第五組公司之經理人總權益誘因水準、經理人持股比例與近兩年經理人獲配發股票紅利佔流通在外股數比例在所有組中均屬最高，且顯著高於第三組與第一組公司 (p<0.01)。這些結果與假說 H_{2a} 之預期一致。(3) 經理人持股淨出售數之比較：第五組公司之經理人其持股淨出售數顯著大於第三組公司 (p<0.10)，其經理人大額淨出售持股 ($ABSALE_MGR_{t+1}$=1) 之比例亦顯著大於第三組公司 (p<0.01)。這些結果與假說 H_{2c} 之預期一致。(5) 董監事持股淨出售數之比較：第五組公司之董監事持股淨出售數與第三組均無顯著差異。

(三) 經理人持股淨出售數之分組比較：

本研究依經理人持股淨出售數大小分成五組，第一組為經理人有大額淨買入 ($ABBUY_MGR$=1)，第二組為經理人有小額淨買入 ($NETSALE_MGR$<0 & ABBUY_MGR = 0)，第三組為經理人持股淨變動為 0 ($NETSALE_MGR$ =0)，第四組為經理人有小額淨出售 ($NETSALE_MGR$>0&$ABSALE_MGR$=0)，第五組為經理人有大額淨出售 ($ABSALE_MGR$=1)，比較本研究主要變數分組平均數之差異，如表 4 所示。表 4 中以第三組為比較基準，焦點在於第五組 (有大額淨出售) 與第三組 (持股淨變動為 0) 之比較：(1) 經理人權益誘因之比較：經理人有大額淨出售之公司，其經理人之權益誘因顯著高於其他公司，此結果與假說 H_{2b} 之預期一致。(2) 權益市值是否高低估之比較：經理人有大額淨出售之公司，其發生權益市值高估之比例顯著高於其他公司，經理人有大額淨買入之公司，其發生權益市值低估之比例顯著高於其他公司。(3) 異常應計數之比較：經理人有大額淨出售之公司，其異常應計數顯著為正，且其異常應計數顯著大於其他公司，此結果亦與假說 H_{2c} 之預期一致。(4) 公司特性之比較：表 4 顯示，經理人有大額淨出售之公司，其成長機會較大、出售前一年度之股價報酬

較高，與文獻之發現一致 (註[7])。

三、多元迴歸分析結果

(一) 盈餘管理模式之實證結果：

表 5 顯示盈餘管理模式 (6) 之估計結果。表 5 Panel A 顯示經理人權益誘因以總權益誘因衡量之實證結果，Panel B 則顯示經理人各類權益誘因之實證結果。其主要結果如下：(1) 權益市值高估虛擬變數 ($OVER_VALUE_{t-1}$) 之係數顯著 >0，但權益市值低估虛擬變數 ($UNDER_VALUE_{t-1}$) 之係數未顯著異於 0，此結果支持假說 H_1，顯示在控制了影響盈餘管理之其他誘因與影響異常應計數之固有營運環境因素後，相較於權益市值未高估公司，權益市值高估公司之異常應計數較大。(2) 權益誘因 ($EQ_INCENTIVE_t$) 之係數顯著 >0 (p<0.01)，此結果支持假說 H_{2a}，顯示在控制了其他盈餘管理誘因與影響異常應計數之固有營運環境因素後，經理人權益誘因愈高之公司，其異常應計數愈大。進一步將權益誘因分解為經理人持有股權 ($OWNERSHIP_MGR_t$)、經理人近兩年獲配發股票紅利 ($SK_BONUS_MGR_t$) 與經理人持有認股權 ($OPTION_MGR_t$) 三個部份進行分析 (Panel B)，結果顯示經理人持有股權與經理人近兩年獲配發股票紅利兩變數之係數顯著 >0 (p<0.01)，但經理人持有認股權之係數則不顯著。以 Wald test 進行係數比較，發現 $SK_BONUS_MGR_t$ 之係數大於 $OWNERSHIP_MGR_t$ 之係數 (F=5.68, p<0.02)。經理人持有認股權之係數不顯著可能與在本研究樣本期間中臺灣發行員工認股權之比例偏低有關 (註[8])。(3) 權益市值高估與經理人總權益誘因之交乘項係數顯著為正，顯示對於權益市值高估公司，經理人權益誘因與異常應計數之關聯性顯著高於權益市值未高估公司，此結果支持假說 H_{3a}。進一步將權益誘因分解後進行分析 (Panel B)，結果顯示經理人持有股權與經理人近兩年獲配發股票紅利兩變數之係數以及此二變數與權益市值高估之交乘項係數均顯著 >0

註[7] 由於篇幅限制，本文未附主要變數之相關係數矩陣。相關分析之結果顯示：(1) 異常應計數與前一年異常報酬率呈顯著正相關，與下一年異常報酬率呈顯著負相關，與假說 H_1 之預期一致。異常應計數與經理人權益誘因呈顯著正相關，與假說 H_{2a} 之預期一致。再者，異常應計數與下一年度經理人持股淨出售數呈顯著正相關，與假說 H_{2c} 之預期一致。此外，異常應計數與成長機會、營業周期及銷貨變異性呈顯著正相關，與期初淨營運資產、無形資產投資密集度、資本密集度及現金流量變異性呈顯著負相關，與文獻之預期一致。(2) 下一年度經理人持股淨出售數與經理人權益誘因呈顯著正相關，與假說 H_{2b} 之預期一致。(3) 經理人權益誘因與成長機會、無形資產投資密集度、市場系統風險、銷貨變異性及現金流量變異性呈顯著正相關，與資本密集度呈顯著負相關。整體而言，相關分析之結果與前述單變量分析之結果一致。

註[8] 在本研究之樣本期間中，經理人持有認股權變數 ($OPTION_MGR_t$) 大於 0 之觀察值個數僅有 178 筆，占總樣本之比率不及 5%。為避免經理人持有認股權變數極端值之影響或發行員工認股權之自我選擇偏差，本研究亦嘗試將經理人持有認股權自經理人權益誘因中排除後重新進行估計，所有實證結果仍與前述一致。

(p<0.01)，但經理人持有認股權之係數及其與權益市值高估之交乘項係數並不顯著。(3) 表 5 中控制變數之測試結果顯示：董監事持股比例愈高、期初淨營運資產愈高、資本密集度愈高、現金流量變異性愈高或近兩年曾發生虧損，其異常應計數愈小，成長機會愈大、營運周期愈長，其異常應計數愈大。財務槓桿、市場系統風險與公司規模之邊際影響並不顯著。這些結果與預期一致。

本研究亦進一步將樣本分割為權益市值高估 ($OVER_VALUE_{t-1}$=1)、權益市值低估 ($UNDER_VALUE_{t-1}$=1) 以及權益市值未高估且未低估 ($OVER_VALUE_{t-1}$=0 & $UNDER_VALUE_{t-1}$=0) 三個子樣本，分別估計盈餘管理模式 (6) (將 $OVER_VALUE_{t-1}$ 與 $UNDER_VALUE_{t-1}$ 兩個變數自模式中排除)。其結果顯示，權益市值高估、權益市值低估以及權益市值未高估且未低估三組權益誘因之係數分別為 0.254 (t=2.10, p<0.05)、0.083 (t=0.083, p>0.10) 與 0.048 (t=0.048, p>0.10)。此結果進一步支持假說 H_{3a}，顯示經理人權益誘因所衍生之盈餘管理問題，在權益市值高估之情形下特別突顯。

(二) 經理人持股淨出售模式之實證結果

表 6 顯示經理人持股淨出售模式 (7) 之 Ordered Probit 與 OLS 之估計結果。表 6 Ordered Probit 之估計結果顯示，若公司經理人當年度權益誘因愈高或公司當年度正向異常應計數愈大，則其經理人於當年度財務報表公告後一年內大額淨出售 (買入) 持股之可能性愈高 (低)，支持假說 H_{2b} 與 H_{2c}。權益市值高估與權益誘因交乘項之係數顯著為正 (p<0.05)，支持假說 H_{3b}，即前一年度權益市值高估相較於前一年度權益市值未高估之公司，其經理人權益誘因水準與經理人未來一年內大額淨出售持股可能性之正向關聯性較高。權益市值高估與正向異常應計數交乘項之係數亦顯著為正 (p<0.05)，支持假說 H_{3c}，即前一年度權益市值高估相較於前一年度權益市值未高估公司，其當年度正向異常應計數與經理人未來一年內大額淨出售持股可能性之正向關聯性較高。表 6 OLS 之估計結果中，經理人權益誘因之係數顯著為正，正向異常應計數之係數雖為正，但並未顯著，OLS 之實證結果支持假說 H_{2b}，H_{2c} 則獲部分支持。權益市值高估與權益誘因交乘項之係數並未顯著，未支持假說 H_{3b}。權益市值高估與正向異常應計數交乘項之係數則顯著為正 (p<0.05)，支持假說 H_{3c}。綜合模式 (9) Ordered Probit 與 OLS 之實證結果，支持假說 H_{2b} 與 H_{3c}，H_{2b} 與 H_{3b} 則獲部分支持。表 6 模式 (7) 控制變數之估計結果顯示，規模愈小或成長機會愈高公司，其經理人未來一年內持股淨出售數愈高，但當期績效與股價報酬則無顯著影響。

表 3 變數之分組比較—依異常應計數 (ABACC) 大小分組

變數名稱	*ABACC* 分組[a]					分組平均數比較		
	1	2	3	4	5	(5)-(1)	(5)-(3)	(1)-(3)
	N=813	*N*=869	*N*=892	*N*=887	*N*=831	*t* 值	*t* 值	*t* 值
$ABACC_t$	-0.123	-0.040	-0.004	0.034	0.123	85.54***	61.45***	-62.76***
$ABRET_{t-2}$ (%)	2.113	-3.311*	-1.893	-0.251	6.785***	2.55**	3.92***	1.62
$ABRET_{t-1}$ (%)	-2.225	-4.469**	-0.155	-1.649	10.448***	5.76***	5.06 ***	-1.06
$ABRET_t$ (%)	-4.088***	-1.456	0.074	0.386	3.132**	3.83***	1.71 *	-2.72***
$ABRET_{t+1}$ (%)	-0.060	0.191	1.282	0.938	-4.040***	-1.92*	-2.65***	-0.64
$ABRET_{t+2}$ (%)	0.469	0.420	1.978*	1.326	-3.138**	-1.69*	-2.96***	-1.22
$OVER_VALUE_{t-1}$	0.146	0.144	0.155	0.140	0.212	3.47***	3.07***	-0.48
$UNDER_VALUE_{t-1}$	0.144	0.146	0.151	0.148	0.096	-2.98***	-3.47***	-0.43
$EQ_INCENTIVE_t$ (%)	1.622	1.328	1.341	1.388	2.241	3.72***	5.69***	2.15**
$OWNERSHIP_MGR_t$ (%)	1.359	1.124	1.156	1.191	1.852	3.65***	5.42***	1.73*
$STK_BONUS_MGR_t$ (%)	0.128	0.126	0.109	0.140	0.235	5.72***	7.03***	1.38
$OPTION_MGR_t$ (%)	0.135	0.079	0.075	0.057	0.154	0.21	0.95	1.14
$NETSALE_MGR_{t+1}$ (%)	0.0657	-0.0003	-0.0152	0.0204	0.0873	0.26	1.66*	1.04
$NETSALE_DIR_{t+1}$ (%)	0.3756	0.2897	0.2918	0.3512	0.3192	-0.24	0.13	0.37
$ABSALE_MGR_{t+1}$ (%)	0.243	0.221	0.220	0.216	0.338	3.82***	4.99***	0.99
$ABSALE_DIR_{t+1}$ (%)	0.274	0.231	0.246	0.271	0.273	-0.06	1.15	1.19

a. 依 *ABACC* 大小分為五組，第一 (五) 組之 *ABACC* 最小 (大)。

b. 所有變數之定義同表一。

c. *, **, *** 分別表示達 0.10, 0.05 與 0.01 之顯著水準 (雙尾)。報酬率各組內之顯著性係檢定 *ABRET* 是否異於 0。

表 4 變數之分組比較—依經理人持股淨出售數 (NETSALE_MGR) 大小分組

變數名稱	*NETSALE_MGR* 分組[a]					分組平均數比較		
	1	2	3	4	5	(5)-(1)	(5)-(3)	(1)-(3)
	大額淨買入 (N=560)	小額淨買入 (N=589)	持股淨變動為 0 (N=595)	小額淨出售 (N=901)	大額淨出售 (N=865)	*t* 值	*t* 值	*t* 值
$ETSALE_MGR_{t+1}$ (%)	-0.340	-0.020	0.000	0.028	0.483	19.29***	13.21***	-11.97***
$EQ_INCENTIVE_t$ (%)	1.783	0.863	0.938	1.160	2.434	3.52***	9.05***	5.95***
$OVER_VALUE_{t-1}$	0.148	0.161	0.173	0.179	0.215	3.16***	1.98**	-1.15
$UNDER_VALUE_{t-1}$	0.163	0.134	0.103	0.129	0.106	-3.10***	0.24	3.02***
$ABACC_t$	-0.003	-0.003	-0.008	-0.003	0.008	2.21**	3.28***	1.00
$SIZE_t$	8.090	8.596	7.991	8.654	8.455	4.55***	6.39***	1.28
PBR_t	1.558	1.460	1.499	1.675	2.117	6.60***	8.08***	0.79
ΔCFO_t	0.004	-0.003	-0.001	-0.003	-0.001	-0.67	0.00	0.70
RET_t	3.336	1.742	-3.012	2.741	1.858	-0.69	2.14**	2.56***

a. 依 *NETSALE_MGR* 大小分為五組，第一組為經理人有大額淨買入 (*ABBUY_MGR*=1); 第二組為經理人有小額淨買入 (*NETSALE_MGR*<0&*ABBUY_MGR*=0); 第三組為經理人持股淨變動為 0 (*NETSALE_MGR*=0); 第四組為經理人有小額淨出售 (*NETSALE_MGR*>0&*ABSALE_MGR*=0); 第五組為經理人有大額淨出售 (*ABSALE_MGR*=1)。

b. (*CFO* =營業現金流量 (以期初總資產平減) 之變動。其他所有變數之定義同表一與表二。

c. *, **, *** 分別表示達 0.10, 0.05 與 0.01 之顯著水準 (雙尾)。

表 5 權益市值高估與權益誘因對異常應計數之影響

$$
\begin{aligned}
ABACC_{it} = {} & \beta_0 + \beta_1 OVER_VALUE_{it-1} + \beta_2 UNDER_VALUE_{t-1} + \beta_3 EQ_INCENTIVE_{it} \\
& + \beta_4 OVER_VALUE_{it-1} \times EQ_INCENTIVE_{it} + \beta_5 OWNERSHIP_DIR_{it} \\
& + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 BETA_{it} + \beta_9 PBR_{it} + \beta_{10} NOA_{it-1} + \beta_{11} OP_CYCLE_{it} \\
& + \beta_{12} INT_INTENSITY_{it} + \beta_{13} CAP_INTENSITY_{it} + \beta_{14} LOSS_{it} \\
& + \beta_{15} SD_CFO_{it} + \beta_{16} ELECTRONIC_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}
$$

***Panel A*：總權益誘因之影響**

變數[a]	預期符號	係數	t 值[b]	係數	t 值[b]
INTERCEPT	?	0.0129	0.84	0.0138	0.88
$OVER_VALUE_{t-1}$	+	0.0111	2.88***	0.0075	1.76**
$UNDER_VALUE_{t-1}$	?	-0.0044	-1.14	-0.0049	-1.28
EQ_INCENTIVEt(%)	+	0.0966	1.99**	0.0567	1.04
$OV_{t-1} \times EQ_INCENTIVE_t$	+			0.2475	1.88**
$OWNERSHIP_DIR_t$ (%)	-	-0.0141	-1.40*	-0.0150	-1.49*
LEV_t	?	0.0162	1.49	0.0118	1.08
$SIZE_t$	?	0.0003	0.22	0.0003	0.27
$BETA_t$	?	-0.0035	-0.74	-0.0038	-0.81
PBR_t	+	0.0048	2.46***	0.0045	2.27***
NOA_{t-1}	-	-0.0007	-2.17**	-0.0007	-2.21 **
OP_CYCLE_t	+	0.0051	2.57***	0.0051	2.53***
$INT_INTENSITY_t$	-	-0.0216	-0.67	-0.0202	-0.63
$CAP_INTENSITY_t$	-	-0.0724	-9.16***	-0.0713	-8.97***
SD_CFO_t	?	-0.2153	-4.14***	-0.2108	-4.09***
$LOSS_t$	-	-0.0332	-9.79***	-0.0316	-9.28***
$ELECTRONIC_t$	?	-0.0063	-1.71*	-0.0075	-2.00**
Adj. R^2			7.50%		7.21%
F-statistic			23.40***		20.79***
N			4292		4292

a. *ABACC*=採 Ball 與 Shivakumar (2006) 分段線性 Jones Model (Jones, 1991) 估計之異常應計數。*OVER_VALUE*=1，若屬權益市值高估公司，否則為 0。*UNDER_VALUE*=1，若屬權益市值低估公司，否則為 0。*EQ_INCENTIVE*=高階經理人總權益誘因水準。*STK_BONUS_MGR*=高階經理人過去二年獲分配股票紅利總股數佔流通在外股數比例。*OWNERSHIP_MGR*=高階經理人期末持有股權佔流通在外股數比例扣除 *STK_BONUS_MGR*。*OPTION_MGR*=期末持有未行使認股權得認購股數佔流通在外股數比例。*OWNERSHIP_DIR*=董監事期末持有股權佔流通在外股數比例。*LEV*=期末負債總額/期末資產總額。*SIZE*=期末權益總市值之自然對數。*BETA*=公司之市場系統風險係數。*PBR*=權益市值/權益帳面價值。NOA_{t-1}=期初淨營運資產/前期營業收入。*OP_CYCLE*=營業週期之自然對數。*INT_INTENSITY*=廣告與研發費用/營業收入。*CAP_INTENSITY*=期末固定資產淨額/期末總資產。*SD_CFO*=過去五年營業現金流量 (以總資產平減) 之標準差。*LOSS*=1，若前一年或當年度發生虧損，否則為 0。*ELECTRONIC*=1，若屬電子業，否則為 0。

b. 係 *White* 調整異質變異後之 t 值。*, **, *** 分別表示達 0.10, 0.05, 0.01 之顯著水準，有預期符號者為單尾，否則為雙尾檢定。

表 5 權益市值高估與權益誘因對異常應計數之影響 (續)

$$
\begin{aligned}
ABACC_{it} = {} & \beta_0 + \beta_1 OVER_VALUE_{it-1} + \beta_2 UNDER_VALUE_{t-1} + \beta_3 EQ_INCENTIVE_{it} \\
& + \beta_4 OVER_VALUE_{it-1} \times EQ_INCENTIVE_{it} + \beta_5 OWNERSHIP_DIR_{it} \\
& + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 BETA_{it} + \beta_9 PBR_{it} + \beta_{10} NOA_{it-1} + \beta_{11} OP_CYCLE_{it} \\
& + \beta_{12} INT_INTENSITY_{it} + \beta_{13} CAP_INTENSITY_{it} + \beta_{14} LOSS_{it} \\
& + \beta_{15} SD_CFO_{it} + \beta_{16} ELECTRONIC_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}
$$

***Panel B*：各類權益誘因之影響**

變數[a]	預期符號	係數	t 值[b]	係數	t 值[b]
INTERCEPT	?	0.0096	0.61	0.0104	0.67
$OVER_VALUE_{t-1}$	+	0.0114	2.90***	0.0050	1.11
$UNDER_VALUE_{t-1}$	?	-0.0050	-1.30	-0.0047	-1.21
$OWNERSHIP_MGR_t$	+	0.1437	2.31***	0.0917	1.38 *
$STK_BONUS_MGR_t$	+	3.8247	2.28***	2.0956	2.16 **
$OPTION_MGR_t$	+	-0.0328	-0.36	-0.0799	-0.67
$OV_{t-1} \times OWNERSHIP_MGR_t$	+			0.2688	1.64 **
$OV_{t-1} \times STK_BONUS_MGR_t$	+			2.9923	1.65 **
$OV_{t-1} \times OPTION_MGR_t$	+			0.0490	0.28
$OWNERSHIP_DIR_t$	-	-0.0139	-1.38*	-0.0130	-1.29 *
LEV_t	?	0.0115	1.06	0.0163	1.49 *
$SIZE_t$	?	0.0006	0.48	0.0006	0.49
$BETA_t$	?	-0.0042	-0.89	-0.0047	-1.00
PBR_t	+	0.0039	1.92**	0.0041	2.09 **
NOA_{t-1}	-	-0.0007	-2.09**	-0.0007	-2.07 **
OP_CYCLE_t	+	0.0052	2.59***	0.0051	2.58 ***
$INT_INTENSITY_t$	-	-0.0233	-0.71	-0.0287	-0.88
$CAP_INTENSITY_t$	-	-0.0699	-8.76***	-0.0700	-8.83 ***
SD_CFO_t	?	-0.2165	-4.18***	-0.2219	-4.25 ***
$LOSS_t$	-	-0.0299	-8.63***	-0.0312	-9.04 ***
$ELECTRONIC_t$	?	-0.0100	-2.64***	-0.0098	-2.57 ***
Adj. R^2			7.28%		7.79%
F-statistic			19.81***		18.52***
N			4292		4292

a. *OV=OVER_VALUE*，其他所有變數之定義詳表 7 Panel A 之註解。

b. 係 *White* 調整異質變異後之t值。*, **, *** 分別表示達 0.10, 0.05, 0.01 之顯著水準，有預期符號者為單尾，否則為雙尾檢定。

表 6 權益誘因及異常應計數與經理人持股變動之關聯性

$$NETSALE_MGR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 OVER_VALUE_{t-1} + \beta_2 UNDER_VALUE_{t-1} + \beta_3 EQ_INCENTIVE_{it} + \beta_4 POS_ABACC_{it} + \beta_5 NEG_ABACC_{it} + \beta_6 OVER_VALUE_{t-1} \times EQ_INCENTIVE_{it} + \beta_7 OVER_VALUE_{t-1} \times POS_ABACC_{it} + \beta_8 OVER_VALUE_{t-1} \times NEG_ABACC_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} PBR_{it} + \beta_{11} \Delta CFO_{it} + \beta_{12} RET_{it} + \varepsilon_{it}$$

變數[a]	預期符號	*Ordered Probit*				*OLS*			
		係數	z 值[a]	係數	z 值[a]	係數	z 值[a]	係數	z 值[a]
$INTERCEPT_1$	?	-0.866	-6.72***	-0.8826	-6.82***	0.0686	1.56	0.0704	1.60
$INTERCEPT_2$	?	1.021	7.88***	1.0065	7.74***				
OV_VALUE_{t-1}	+	0.0922	1.65**	-0.0228	-0.28	-0.0006	-0.04	-0.0095	-0.40
UD_VALUE_{t-1}	-	-0.0803	-1.20	-0.0801-	1.20	0.0039	0.18	0.0040	0.18
$EQ_INCENTIVE_t$	+	0.0377	4.14***	0.0310	3.23***	0.0115	3.56***	0.0122	3.94***
POS_ABACC_t	+	1.3176	2.62***	0.9038	1.60*	0.1556	1.05	0.0070	0.05
NEG_ABACC_t	?	-0.0706	-0.16	-0.1343	-0.28	-0.0397	-0.28	-0.0728	-0.48
$OV_VALUE_{t-1} \times EQ_INCENTIVE_t$	+			0.0436	1.65**			-0.0042	-0.57
$OV_VALUE_{t-1} \times POS_ABACC_t$	+			1.8202	1.66**			0.6674	2.07**
$OV_VALUE_{t-1} \times NEG_ABACC_t$	?			0.3561	0.32			0.2416	0.83
$SIZE_t$	-	-0.0009	-0.06	-0.0007	-0.05	-0.0078	-1.36*	-0.0079	-1.39*
PBR_t	+	0.1205	4.52***	0.1223	4.61***	0.0299	3.82***	0.0304	4.25***
ΔCFO_t	+	0.2077	0.83	0.2239	0.91	0.0111	0.13	0.0188	0.22
RET_t	+	-0.0145	-0.28	-0.0002	-0.48	-0.0118	-0.78	-0.0001	-0.94
Pseudo/Adj. R^2			1.71%		1.87%		1.36%		1.43%
LR./ F statistic			99.99***		108.86***		6.36***		5.61***
N			3510		3510		3510		3510

a. *Ordered Probit Model* 係以 *ABTRADE_MGR* 為指標變數，*ABTRADE_MGR*=-1若 *ABBUY_MGR*=1; *ABTRADE_MGR*=0 若*ABBUY_MGR=0* 且 *ABSALE_MGR*=0， *ABTRADE_MGR*=1, 若 *ABSALE_MGR*=1。*, **, *** 分別表示達 0.10, 0.05, 0.01 之顯著水準，有預期符號者為單尾，否則為雙尾檢定。

四、敏感性分析

本研究進行若干敏感性分析，期能提高前述研究發現之堅韌性。分述如下：

(一) 權益市值高估及當期異常應計數與未來股價報酬之關聯性

Kothari et al. (2006) 發現，當年度異常應計數與未來一年股價異常報酬率具顯著負向關聯性，且若前一年度股價異常報酬率愈高，則當年度異常應計數與未來一年股價異常報酬之負向關聯性愈高。Kothari et al. (2006) 之發現隱含了當權益市值高估時，公司經理人可能為了在短期內股價崩跌前出售持股而透過應計數操縱來延緩股價下跌之時間。為了對於 H_{3c} 提供額外之證據，本研究亦以下列模式探討當期異常應計數與未來股價報酬之關聯性以及權益市值高估是否會使當期異常應計數與未來股價報酬之負向關聯性更加突顯：

$$\begin{aligned} ABRET_{it+1} = {} & \beta_0 + \beta_1 OVER_VALUE_{it} + \beta_2 UNDER_VAL \\ & + \beta_3 POS_ABACC_{it} + \beta_4 NEG_ABACC_{it} \\ & + \beta_5 OVER_VALUE_{it-1} \times POS_ABACC_{it} \\ & + \beta_6 OVER_VALUE_{it-1} \times NEG_ABACC_{it} \\ & + \beta_7 BETA_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 BM_{it} + \beta_{10} LEV_{it} \\ & + \beta_{11} \Delta CFO_{it} + \varepsilon_{it+1} \end{aligned} \tag{8}$$

模式 (8) 之估計結果如表 7 所示。表 7 Panel A 顯示，若未考量異常應計數與權益市值高估之交互影響，當年度正向異常應計數與下一年度異常報酬率具顯著負向關聯性，但當年度負向異常應計數與下一年度異常報酬率並未具顯著關聯性，此結果與 Kothari et al. (2006) 之發現一致，亦為假說 H_{2c} 提供額外之證據，即經理人可能為了在未來股價下跌前出售持股而在本期從事正向盈餘管理。若將異常應計數與權益市值高估之交乘項納入模式，其結果顯示，正向異常應計數與權益市值高估之交乘項顯著為負，此結果亦與 Kothari et al. (2006) 之發現一致，並為假說 H_{3c} 提供額外之證據，即當權益市值高估時，公司經理人可能為了在短期內股價崩跌前出售持股而透過應計數操縱來延緩股價下跌之時間。表 7 Panel B 進一步將樣本分割為權益市值高估 ($OVER_VALUE_{t-1}$ =1)、權益市值低估 ($UNDER_VALUE_{t-1}$ =1) 以及權益市值未高估且未低估 ($OVER_VALUE_{t-1}$ =0 & $UNDER_VALUE_{t-1}$ = 0) 三個子樣本，分別進行模式 (8) 之估計 (排除$OVER_VALUE_{t-1}$ 與 $UNDER_VALUE_{t-1}$兩項變數以及 $OVER_VALUE_{t-1}$ 與異常應計數之交乘項)，其結果顯示，僅有在權益市值高估之子樣本中，當年度正向異常應計數與下一年度異常報酬率具顯著負向關聯性。表 7 同時顯示，負向異常應計數與與下一年度異常報酬率並未具顯著關聯性，此結果亦與權益市值代理成本假說之預期一致，但與投資人固著假說之預期不一致。表 7 中大部分控制變數之估計結果與預期一致，Beta值愈高、規模愈小、財務槓桿愈低，其未來一年股價異常報酬愈高。

表 7 異常應計數與股價報酬之關聯性

Panel A：權益市值高估及當年度異常應計數與未來一年股價報酬之關聯性

變數[a]	預期符號	$ABRET_{t+1}$				
		係數	t 值[b]	係數	t 值[b]	
INTERCEPT	?	0.0356	0.63	0.0300	0.53	
$OVER_VALUE_{t-1}$	-	-0.0516	-2.79***	-0.0208	-0.80	
$UNDER_VALUE_{t-1}$	+	0.0284	1.46*	0.0287	1.48*	
POS_ABACC_t	-	-0.2613	-2.02**	-0.1581	-1.06	
NEG_ABACC_t	?	0.1571	1.06	0.1005	0.63	
$OVER_VALUE_{t-1} \times POS_ABACC_t$	-			-0.5199	-1.89**	
$OVER_VALUE_{t-1} \times NEG_ABACC_t$	?			0.3868	1.05	
BETA	+	0.1166	5.23***	0.1172	5.26***	
SIZE	-	-0.0129	-2.17**	-0.0129	-2.17**	
BM	+	0.0180	1.21	0.0181	1.21	
LEV	-	-0.1150	-2.30***	-0.1153	-2.31***	
ΔCFO	+	0.0175	0.24	0.0232	0.32	
Adj. R^2			1.13%		1.15%	
F-statistic			6.26***		5.36***	
N			4292		4292	

Panel B：當年度異常應計數與未來一年股價報酬之關聯性

變數[a]	預期符號	$ABRET_{t+1}$					
		$OV_VALUE_{t-1}=1$		$UD_VALUE_{t-1}=0$ & $OV_VALUE_{t-1}=0$		$UD_VALUE_{t-1}=1$	
		係數	t 值[b]	係數	t 值[b]	係數	t 值[b]
INTERCEPT	?	-0.283	-2.17***	0.064	0.96	0.370	2.51***
POS_ABACC_t	-	-0.726	-3.08***	-0.176	-1.06	0.080	0.23
NEG_ABACC_t	?	0.222	0.58	0.122	0.67	0.262	0.74
BETA	+	0.080	1.60*	0.108	3.82***	0.214	4.26***
SIZE	-	0.022	1.68*	-0.015	-2.10**	-0.065	-3.94***
BM	+	0.034	0.65	0.011	0.61	0.026	0.76
LEV	-	-0.122	-0.89	-0.121	-2.07**	-0.073	-0.56
ΔCFO	+	-0.180	-1.14	0.068	0.73	0.079	0.53
Adj. R^2			1.53%		1.60%		4.15%
F-statistic			3.48***		3.51***		4.47***
N			682		3020		590

a. *POS_ABACC*=*ABACC*，若 *ABACC*>0，否則為 0。*NEG_ABACC*=*ABACC*，若 *ABACC*<0，否則為 0。*BM*=權益帳面價值/權益市值。Δ*CFO* =營業現金流量 (以期初總資產平減) 之變動。*BETA, SIZE, BM, LEV* 均以報酬衡量期間之期初衡量。

b. 係 *White* 調整異質變異後之 t 值。*, **, *** 分別表示達 0.10, 0.05, 0.01 之顯著水準，有預期符號者為單尾，否則為雙尾檢定。

(二) 採用其他異常應計數估計模式之實證結果

除了採用 Ball 與 Shivakumar (2006) 修正之分段線性 Jones Model (Jones, 1991) 外，本研究亦採用其他兩種模式來估計異常應計數，包括：(1) 產業橫斷面線性 Jones Model (Jones, 1991) —即採傳統線性 Jones Model (Jones, 1991) 進行估計，不調整應計數反映經濟損失與利益之時效性不對稱；(2) Ball 與 Shivakumar (2006) 修正之分段線性 DD Model (Dechow & Dichev, 2002)。若採線性 Jones Model (Jones, 1991) 估計異常應計數，假說 H_1 與 H_{3a} 仍獲支持，假說 H_{2a} 則獲部份支持—僅有當權益市值高估時，權益誘因與異常應計數才具有顯著正向關聯性，但對於權益市值未高估公司，經理人權益誘因對於異常應計數並無顯著影響。若採分段線性 DD Model 估計異常應計數，假說 H_1、H_{2a} 與 H_{3a} 均獲支持。以線性 Jones model (Jones, 1991) 與分段線性 DD Model 所估計之異常應計數測試其他所有假說，實證結果均與前述無重大差異 (註[9])。

(三) 特定樣本期間與產業之實證結果

由於經理人獲配發股票紅利資料係自 2004 年後才公開揭露，2004 年以前之資料係採用估計，為探討估計之衡量誤差是否可能影響實證結果，本研究亦僅就 2004 與 2005 年進行估計，實證結果與前述並無重大差異。基於電子業觀察值佔樣本比例較高且電子業給與經理人之權益誘因較高，本研究亦僅就電子業觀察值進行分析，實證結果與前述亦無重大差異。

(四) 董監事持股變動之實證結果

本研究旨在探討權益誘因與權益市值高估對於盈餘管理與內部人交易之影響，由於權益誘因係指經理人所持有股權及股票基礎酬勞，故本研究所探討之內部人交易範圍僅及於經理人之持股淨變動，此與 Cheng 與 Warfield (2005) 及 Kothari et al. (2006) 之做法一致。不過，內部人交易相關文獻上對於內部人交易之範圍往往亦包括董監事或大股東 (Lakonishok & Lee, 2001; 周玲臺、林修葳、張文瀞，2003)。為了探討權益市值高估與董監事持股對於盈餘管理與董監事持股交易之影響，本研究亦嘗試延伸前述以經理人為範圍之實證結果。在盈餘管理實證模式 (6) 中，若進一步加入董監事持股比率與權益市值高估虛擬變數之交乘項，不論採用分段線性 Jones Model、線性 Jones Model 或分段線性 DD Model 所估計之異常應計數，該交乘項之估計係數

註[9] 因篇幅限制，此處無法完整列示，相關實證結果可向作者索取。

均為負，但均不顯著。在內部人交易實證模式 (7) 中，以董監事持股淨出售數 ($NETSALE_DIR_{t+1}$) 取代經理人持股淨出售數 ($NETSALE_MGR_{t+1}$)，以董監事持股比例 ($OWNERSHIP_DIR_t$) 取代經理人權益誘因 ($EQ_INCENTIVE_t$) 進行估計，其結果顯示，董監事持股比例愈高，其未來持股淨出售數愈多，大額淨出售持股之可能性較高，但不論權益市值是否高估，當年度異常應計數與下一年度董監事持股淨出售數或大額淨出售持股之可能性均無顯著關聯性。加入董監事持股比率與權益市值高估虛擬變數之交乘項，該交乘項之估計係數均為負，但均不顯著。

伍、 結論

本研究以 Jensen (2005) 所提出之「權益市值高估之代理成本」假說為觀念架構，以 1997 至 2005 年期間台灣非金融業之上市櫃公司為樣本，探討權益市值高估是否會衍生額外的盈餘管理誘因以及經理人權益誘因是否會使權益市值高估所衍生之盈餘管理更趨嚴重。本研究之實證結果支持 Jensen (2005)「權益市值高估之代理成本」假說，發現權益市值高估會衍生額外的盈餘管理誘因，且發現當權益市值高估時，增加經理人權益誘因非但無法調和所有權與經營權分離之利益衝突，反而會使盈餘操縱與內部人交易更趨嚴重。

本研究之發現回應了 Jensen (2005) 之呼籲，公司之董事會應對於權益市值可能高估之徵候保持警戒，如 Jensen (2005) 建議審計委員會應與賣空公司股票之空方投資人溝通，以便即時偵知權益市值高估之徵候，從而即時使股價回復基本價值，避免陷入權益市值高估之惡性循環。本研究亦發現提供權益誘因可能會助長權益市值高估之代理成本。雖然若干文獻發現提供經理人權益誘因具有誘因調和效果，但是當權益市值高估時，權益誘因增加所衍生之盈餘管理與內部人交易問題可能使權益誘因產生反效果。因此，主管機關、董事會與投資人均應審慎思考，例如，將權益基礎酬勞依公平價值費用化，以避免未費用化造成盈餘虛增，連帶地助長股價泡沫之形成。此外，由於權益市值高估之成本大於權益市值低估之成本，Lambert (2006) 建議關於內部人交易之政策採不對稱之做法，相較於對提升股價 (即權益市價低估時) 之內部人交易規範，對於降低股價 (即權益市價高估時) 之內部人交易限制應較寬，以加速高估之股價修正，避免因股價持續高估而引發經理人從事毀損公司價值之行為。凡此，都是主管機關與公司治理單位在思考如何降低權益市值高估代理成本時應考慮的方向。

參考文獻

林問一、楊和利、方滋聰，2006，「會計師與承銷商對現金增資公司從事盈餘管理之影響」，風險管理學報，8 卷 2 期：頁 157-176。

周玲臺、林修葳、張文瀞，2003，「內部人持股持續變動公司之盈餘管理行為特性」，會計評論，37 期：頁 53-83。

蔡信夫、鍾惠民、林詩韻，2003，「控制股東之代理問題與盈餘資訊內涵之關聯性研究：以臺灣上市公司為例」，當代會計，4 卷 2 期：頁 143-168。

Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., & Harris, M. S. 2002. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. ***The Accounting Review***, 77 (4): 867-890.

Ashbaugh, H., Lafond, R., & Mayhew, B. W. 2003. Do nonaudit services compromise auditor independence? Further evidence. ***The Accounting Review***, 78 (3): 611-639.

Badertscher, B. 2008. ***Overvaluation and its effect on management choice of alternative earnings management mechanisms***. Working paper, University of Notre Dame.

Ball, R., & Shivakumar, L. 2006. The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. ***Journal of Accounting Research***, 44 (2): 207-242.

Barton, J., & Simko, P. J. 2002. The balance sheet as an earnings management constraint. ***The Accounting Review***, 77 (Supplement): 1-27.

Cheng, Q., & Warfield, T. D. 2005. Equity incentives and earnings management. ***The Accounting Reivew***, 80 (2): 441-476.

Dechow, P. M., & Dichev, I. D. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. ***The Accounting Review***, 77 (Supplement): 35-59.

DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals: Accounting choice in troubled companies. ***Journal of Accounting and Economics***, 17 (1): 145-176.

Efendi, J., Srivastava, A., & Swanson, E. P. 2007. Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors. ***Journal of Financial Economics***, 85 (3): 667-708.

Fan, J. P. H., & Wong, T. J. 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., & Ohlson, J. A. 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. ***Contemporary Accounting Research***, 11 (2): 689-731.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. 2004. Costs of equity and earnings attributes. ***The Accounting Review***, 79 (4): 967-1010.

Frankel, R., & Lee, C. M. C. 1998. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. ***Journal of Accounting and Economics***, 25 (3): 283-319.

Geiger, M. A., & North, D. S. 2006. Does hiring a new CFO change things? An investigation of changes in discretionary accruals. ***The Accounting Review***, 81 (4): 781-809.

General Accounting Office. 2002. ***Financial statement restatements: Trends, market impacts, regulatory responses, and remaining challenges***. Washington, DC: GAO.

Hanlon, M., Rajgopal, S., & Shevlin, T. 2003. Are executive stock options associated with future earnings? ***Journal of Accounting and Economics***, 36 (3): 3-43.

Jensen, M. C. 2004. The agency costs of overvalued equity and the current state of corporate finance. ***European Financial Management***, 10 (4): 549-565.

_____ . 2005. Agency costs of overvalued equity. ***Financial Management***, 34 (1): 5-19.

Jiang, J. X. 2007. Causes and consequence of discretionary financial reporting-evidence from corporate governance, costs of capital and firm performance. ***Journal of Management***, 24 (4): 373-397.

Jiang, J. X., & Yeh, H. M. 2007. The effects of debt monitoring, corporate governance and auditor fee dependence on earnings conservatism. ***Taiwan Accounting Review***, 6 (2): 173-208.

Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. ***Journal of Accounting Research***, 29 (2): 193-228.

Kothari, S. P., Loutskina, E., & Nikolaev, V. 2006. ***Agency theory of overvalued equity as an explanation for the accrual anomaly***. Working paper, MIT, University of Virginia, University of Chicago.

Lakonishok, J., & Lee, I. 2001. Are insider trades informative? ***Review of Financial Studies***, 14 (1): 79-111.

Lambert, T. A. 2006. ***Overvalued equity and the case for an asymmetric insider trading regime***. Working paper, University of Missouri.

Lambert, R. A., & Larcker, D. F. 1987. An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. ***Journal of Accounting Research***, 25 (3): 85-129.

Lyon, J. D., Barber, B. M., & Tsai, C. L. 1999. Improved methods for tests of long-run

abnormal stock returns. ***The Journal of Finance***, 54 (1): 165-201.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. ***Journal of Financial Economics***, 20 (1/2): 293-315.

Murphy, K. J. 1999. Executive compensation. In O. Ashenfleters, & D. Card (Eds.), ***Handbook of labor economics***: 2485-2563. Amsterdam, Netherlands: Elsevier Science B. V.

Ohlson, J. A. 1995. Earnings, book values, and dividends in security valuation. ***Contemporaty Accounting Research***, 11 (2): 661-687.

Penman, S. H., & Zhang, X. J. 2002. Accounting conservatism, the quality of earnings and stock returns. ***The Accounting Review***, 77 (2): 237-264.

Rozeff, M. S., & Zaman, M. A. 1998. Overaction and insider trading: Evidence from growth and value portfolios. ***The Journal of Finance***, 53 (2): 701-716.

Skantz, T. R., & Houmes, B. 2006. ***Overvalued equity and discretionary accruals***. Working paper, Florida Atlantic University.

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.

Warfield, T. D., Wild, J. J., & Wild, K. L. 1995. Managerial ownewrship, accounting choices, and informativeness of earnings. ***Journal of Accounting and Economics***, 20 (1): 61-91.

作者簡介

姜家訓

為國立臺灣大學會計系學士，國立政治大學會計學研究所碩士，國立臺灣大學會計學研究所博士，目前為輔仁大學會計系專任副教授。主要研究領域包括會計資訊在契約與權益評價上所扮演之角色、穩健會計與資本結構之關係、以及多角化企業之財務報導品質與企業評價等課題。