

# 「國內上市公司風險報酬決策與代理問題之探討」

■ 陳玉瓊/國立臺北大學企業管理學系博士

■ 林婷鈴/國立臺北大學企業管理學系教授

■ 劉錦添/國立臺灣大學經濟學系教授

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 126 期(2020 年 6 月出版)

## 一、前言

本研究欲探討上市公司之風險報酬決策是否存在不一致之情形以及代理問題是否會影響上市公司之風險報酬的關係，故假設之推論係從展望理論出發，再加入代理理論及管家理論之影響。

## 二、研究假設

展望理論主張決策者在參考點以上，出現正框架，傾向趨避風險，風險與報酬成正相關；低於參考點，出現負框架，傾向追求風險，風險與報酬成負相關 (Tversky and Kahneman, 1981; Fiegenbaum, 1990)。公司決策與個人決策類似，個人之風險報酬決策可類推至公司之決策行為 (Bowman, 1982) 營運正常的公司，適當承擔風險將可提升報酬，營運不佳的公司，傾向承擔更大的風險 (Fiegenbaum and Thomas, 1988)，並帶來負向結果，故假設如下：

假說 1A：參考點以上，出現正框架，公司風險與報酬成正相關。

假說 1B：低於參考點，出現負框架，公司風險與報酬成負相關。

展望理論指出決策者在利得情形下會趨避風險，在損失情形下會

追求風險，且在損失情形下之風險與報酬關係會比利得情形下來得陡峭 (Kahneman and Tversky, 1979)，故假設如下：

**假說 2：低於參考點之公司風險與報酬關係，較參考點以上之公司風險與報酬關係陡峭。**

代理理論主張委託人與代理人間存在資訊不對稱及利益衝突，為求其效用最大化，代理人並不總是按照委託人之最大利益行事。代理人不像委託人可進行分散投資，無法分散對該公司之特定人力資本投資所帶來之就業風險，委託人偏好代理人承擔完全補償的風險，以極大化公司報酬及委託人財富，代理人則偏好放棄潛在高報酬的機會，以換取較低的公司風險，並降低代理人的薪酬與就業風險，故較委託人更為風險趨避 (Eisenhardt, 1989)，此更加風險趨避可能引發代理問題，將影響公司有關風險報酬之決策。風險趨避程度愈高者，面對不確定性，須有較高的預期報酬或較低的風險，即單位風險報酬(return per unit of risk) 愈高，才願意承擔風險，其風險與報酬的無異曲線效用無差異將較陡，風險與報酬的正向關係將愈強 (Pilbeam, 2010)，故代理問題將正向干擾公司風險與報酬的關係，即代理理論推論在參考點以上，代理問題強化公司風險與報酬的正向關係，低於參考點，代理問題弱化公司風險與報酬的負向關係。有關代理問題變數設定，以自由現金流量比率做為代理問題之正向代理變數，以經理人持股比例做為代理問題之反向代理變數，假設如下：

**假說 3A：參考點以上，代理問題強化公司風險與報酬的正向關係。(自由現金流量比率強化公司風險與報酬的正向關係，經理人持股比例弱化公司風險與報酬正向關係。)**

**假說 3B：低於參考點，代理問題弱化公司風險與報酬的負向關係。(自**

由現金流量比率弱化公司風險與報酬的負向關係，經理人持股比例強化公司風險與報酬負向關係。)

管家理論主張經理人為獲得內在成就，會勇於負責，融入個人自尊與企業聲望，執行具挑戰性的工作，其認真工作受內在動機而非外在經濟動機所誘發，個人利益與公司利益一致，不存在代理問題，故管家理論推論代理問題變數不會干擾公司風險報酬結果，即不論參考點位置，公司之自由現金流量比率多寡及經理人持股比例高低 (Donaldson and Davis, 1991)，都不會影響公司風險與報酬的關係，爰主張不論參考點位置，自由現金流量比率及經理人持股比例對公司風險與報酬關係的影響都不顯著，假設如下：

假說 4A：參考點以上，代理問題不影響公司風險與報酬的正向關係。  
(自由現金流量比率及經理人持股比例，都不影響公司風險與報酬的正向關係。)

假說 4B：低於參考點，代理問題不影響公司風險與報酬的負向關係。  
(自由現金流量比率及經理人持股比例，都不影響公司風險與報酬的負向關係。)

### 三、實證結果

本研究使用台灣經濟新報及彭博資料之上市公司 1998~2017 年資料，不含 TDR 及 F 股，共 28 個產業，831 家上市公司。資料處理上，刪除資料不全之公司，另為降低計算標準差之偏誤，個別公司須有 5 年以上資料；為維持估計值之自由度，個別產業須含 20 家以上公司 (Fiegenbaum, 1990)，爰共 16 個產業，620 家上市公司。

實證結果在正框架下，公司風險與報酬呈現正相關，增加公司風

險承擔，將可提升報酬，另自由現金流量比率強化公司風險與報酬的正向關係，惟經理人持股比例不影響公司風險與報酬的關係。在負框架下，公司風險與報酬呈現負相關，且斜率較正框架公司陡峭，增加公司風險承擔，將降低報酬，且降低報酬的幅度大於正框架下公司增加報酬的幅度，另自由現金流量比率弱化公司風險與報酬的負向關係，經理人持股比例強化公司風險與報酬負向關係。

#### 四、政策意涵及創新見解

本研究實證結果支持假說 1、2，顯示國內上市公司風險報酬結果存在展望理論現象，在參考點以上之上市公司決策情形為正框架，公司風險與報酬成正相關，適當承擔風險將可提升報酬，低於參考點之上市公司決策情形為負框架，公司風險與報酬為負相關，承擔更大的風險並不能提升報酬，另低於參考點之公司風險與報酬關係，較參考點以上公司陡峭。在代理理論及管家理論影響研究中，結果顯示在參考點以上，自由現金流量比率強化公司風險與報酬的正向關係，惟經理人持股比例不影響公司風險與報酬的關係，代理理論及管家理論均獲部分支持；在低於參考點部分，自由現金流量比率弱化公司風險與報酬的負向關係，經理人持股比例強化公司風險與報酬負向關係，即支持代理理論。整體而言，代理理論之解釋能力較佳。

本研究的主要貢獻為整合展望理論、代理理論及管家理論多重觀點，提出風險承擔之整合理論架構，探討國內上市公司之風險報酬關係，研究結果顯示上市公司之風險報酬非單一理論可解釋，須採多個理論觀點，以對公司之風險承擔有更進一步的認識。本研究說明代理理論及管家理論具不同適用情形，委託人可依據公司營運狀況，決定適當管理方式以使公司營運更好。