

南華大學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT

NAN HUA UNIVERSITY

營建公司企業價值與股價的影響因素之研究

STUDY ON THE FACTORS THAT INFLUENCE THE CORPORATE  
VALUE AND STOCK PRICES OF THE CONSTRUCTION  
ENTERPRISES

指導教授：張瑞真博士

ADVISOR : CHANG JUI-CHEN, Ph.D.

研究生：劉哲穎

GRADUATE STUDENT : LIU ZHE-YING

中華民國一百零五年七月

# 南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

營建公司企業價值與股價的影響因素之研究

STUDY ON THE FACTORS THAT INFLUENCE THE CORPORATE  
VALUE AND STOCK PRICES OF THE CONSTRUCTION  
ENTERPRISES

研究生：劉哲穎

經考試合格特此證明

口試委員：洪萬益

賴丞坡

張瑞真

指導教授：張瑞真

系主任(所長)：吳萬益

口試日期：中華民國 105 年 6 月 4 日

## 謝辭

這是一篇有很大改進空間的論文，它目前受限於我的學識，隨著我未來的持續進步，相信它會有更佳的進展，答謝張瑞真老師的指導。

感謝老師在期間使用不同的切入點引導，或是給予方法暗示，有時候會因為自己不敢直接進行而耽誤時程。我從中掌握到了更多的處事技巧，遇事疑難，則更需直接進行，且要重視細節。往日耗時眾多，我會從這些方法重新建立人生。由衷感謝張瑞真老師經常於論文內容提供協助與鼓勵，讓我能順利完成碩士論文，在此深深表達內心謝忱。同時也要感謝口試委員洪萬吉老師、賴丞老師百忙之中撥冗詳閱學生論文，並予以提供寶貴經驗及建議，讓學生的論文內容能修正的更充實完整

碩士求學過程，這些階段很感謝身旁的朋友，謝謝幫我取 “丁丁” 這個睿智的外號。

劉哲穎 謹誌於 南華大學  
中華民國 105 年 7 月

# 南華大學財務金融學系財務管理碩士班

## 104 學年度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：營建公司企業價值與股價的影響因素之研究

研究生：劉哲穎

指導教授：張瑞真 博士

論文摘要內容：

本文主要探討台灣上市櫃營建公司企業價值與股價的影響因素。研究期間涵蓋 2008 年到 2014 年，上市公司 48 家，上櫃公司 23 家，應變數為企業價值(Tobin Q)和股價，控制變數為營業毛利、營運資金、負債率、營業槓桿、五大行庫平均房貸利率、現金股利率。研究方法使用多元迴歸模型，依序探討營建公司企業價值對股價的影響和營建公司股價對企業價值影響。研究結果發現，企業價值與股價相互顯著正向影響，其投資意涵為不同等級企業價值的公司，其投資效果互異，大小規模的營建公司應採用不同發展策略，並重視會計報表的公正允當與現金流量管理，高企業價值或高股價公司宜擴展聯合開發方案，分散參與開發者的固定成本，低企業價值或低股價公司鎖定短期與資金低的開發案，以利穩健發展。

關鍵詞：企業價值、股價、營運資金、營業槓桿

**Title of Thesis :** Study on the Factors That Influence the Corporate Value and  
Stock Prices of the Construction Enterprises

**Name of Institute:** Institute of Financial Management, Nan Hua University

**Graduate date:** July 2016                      **Degree Conferred:** M.B.A.

**Name of student:** Liu Zhe - Ying                      **Advisor:** Chang Jui - Chen, Ph.D.

## **Abstract**

This study analyzed the factors that influence the corporate value and stock prices of the construction enterprises in Taiwan. Research data included 48 listed companies and 23OTC companies with period of 2008 to 2014. The dependent variables were the enterprise value (Tobin Q) and stock prices, the control variables were the operating margin, working capital, debt ratio, operating leverage, the average mortgage interest rate of five banks and the cash dividend rate. The multiple regression model was applied to analyze the effect of corporate value on stock prices, the effect of stock prices on corporate value, and the correlation of corporate value and stock prices. Empirical data showed that there was significant positive correlation between corporate value and stock prices. The companies with different levels of corporate value gave different investment results. Different sizes of construction firms should adopt different development strategies. They should present just and fair financial statements and cash flow management. Companies with high corporate value or high stock prices may cooperate for joint development program to share and lower the fixed costs involved in the development. Companies with low corporate value or low stock prices should lock on short-time and low-capital constructions for steady development.

**Keywords :** corporate value 、 stock price 、 operating capital 、 operation leverage

# 目 錄

謝辭.....	i
中文摘要.....	ii
Abstract.....	iii
目錄.....	iv
表目錄.....	v
圖目錄.....	vi
第一章緒論.....	1
第一節研究動機與目的.....	1
第二節研究架構.....	3
第二章文獻探討.....	4
第一節經濟環境與股價指數相關文獻探討.....	4
第二節企業價值相關文獻探討.....	8
第三節文獻探討小結.....	14
第三章研究方法.....	15
第一節研究變數說明與資料來源.....	15
第四章實證分析.....	19
第一節敘述統計.....	19
第二節實證分析之迴歸結果.....	22
第五章結論與建議.....	30
第一節結論.....	30
第二節建議.....	31
參考文獻.....	32

## 表目錄

表 3-1 影響企業價值之各項自變數資料表 .....	16
表 3-2 影響股價之各項自變數資料表 .....	16
表 3-3 連續控制變數分類表 .....	17
表 4-1 敘述統計 .....	19
表 4-2 各項變數相關係數表 .....	20
表 4-3 各項變數單根檢定結果 .....	21
表 4-4-1 營建公司企業價值對股價迴歸結果 .....	23
表 4-4-2 高企業價值營建公司對股價迴歸結果 .....	24
表 4-4-3 低企業價值營建公司對股價迴歸結果 .....	25
表 4-5-1 營建公司股價對企業價值迴歸結果 .....	27
表 4-5-2 高股價營建公司對企業價值迴歸結果 .....	28
表 4-5-3 低股價營建公司對企業價值的迴歸結果 .....	29

# 圖目錄

圖 1-1 研究流程圖 ..... 3





# 第一章緒論

## 第一節研究動機與目的

台灣住屋興建相關規範隸屬內政部營建署主管，營建產業牽涉國家整體都市計畫，產業興盛可能帶動其他周邊產業，如水泥、物料運輸、人工、鐵釘、水管、銅鐵等建材物料。住民人口增加的時代背景，同時面對國際化開放的外籍人口出入，增設建物供應住宅與工商需求。即使大環境存在營收壓力，營建產業依舊有擴展的機會，但若營運決策不當，仍可能陷入危機。中國內地在香港的房產上市公司佳兆業集團 Kaisa，2014 年底被地區政府禁售部分住屋，在兩個月內局勢轉變為停止交易、高階經理人密集離職、外債違約，評等下降，這凸顯企業的體質不足以應對突發事件。

根據謝潮儀、黃進雄(1993)，認為不動產開發對於社會發展影響眾多，國家經濟發展亦帶動都市化進程，衍生不動產對於基礎原物料、勞動力、技術需求，且進一步帶動交通發展及相關的連動發展。但由於土地開發的位置唯一性，使評價複雜化<sup>1</sup>。財務管理的對於普通企業的評價方法，可能因為不動產的高交易成本和產品(土地轉手)低流動性產生的投資與收入時期落後，而不易評價。不動產受到許多有形和無形因素的影響，如國民收入、政府對於都市的公共設施、交通、公園、醫院等開發。或是土地取得成本(地價漲跌因素)<sup>2</sup>。另一方面，由於不動產開發涉及大量金錢，隨著金融開放，投資者可藉由不動產投資信託(Real Estate Investment Trusts, REITs)或是直接投資於不動產開發公司的股票，間接投資於不動產<sup>3</sup>。蘭克林證券投顧 2015 年 11 月指出，近年來不動產業的重要性逐漸提升，包括歐亞地區的退休基金、保險機構也逐步增加不動產資產的投資比重，此將有

---

<sup>1</sup>游舜德、林詩榕(2011)，台灣上市櫃建設公司股票報酬率影響因素之研究，台灣土地研究，第十四卷，第二期。

<sup>2</sup>游舜德、林詩榕(2011)，台灣上市櫃建設公司股票報酬率影響因素之研究，台灣土地研究，第十四卷，第二期。

助於提高投資人對不動產業的了解與投資興趣，進而吸引更多不動產公司公開上市與資金流入。

股價是整合大量資訊的反映，且它是公平的，那就可知道訊息的取得速度不同，價格或期望值的調整速度也不會相同。企業的經營活動與商品，有不同的參與者與利害相關人。直接參與者為股東、債權人與管理者，他們的利益直接連結財務與風險控管的結果，他們是內部人士，訊息更為直接迅速。利害相關人為顧客、合作廠商，甚至於公眾輿論也將間接參與評價，因為他們會在成本被轉嫁的時候修改期望值，進而投射在勞務交易條件或商品忠誠度的價格，進而改變企業的成本與收益，最後呈現於股價上。我們相信股價於當前的整體情況是合理訂價的，因此在股價極大化的動機之下，必備考慮在不轉嫁成本的情況下將成本極小化，以績效爭取各方的最大利益，推升自身潛在價值。

假如企業價值是營運要素面面俱到的最終展現，代表因為企業決策正確，所以能同時滿足營運、權益及債務。股價代表股東，企業藉由首次公開募股(Initial Public Offerings, IPO)，獲得資本市場集資的資格，股票的永續性質也代表著企業的永續承諾。自由現金流量代表滿足債務及營收利潤，因此採用它看待企業價值，過去相關文獻探討企業價值決定股票價值，而股票價值決定股票價格，所以，企業價值決定了企業的股票價格，然而營建公司股價是否影響企業價值，也是值得探究的課題，因此，本研究欲探討企業價值與股價間之關聯性，基於以上研究動機，本研究目的如下：

- 一、探討營建公司企業價值、股價、投資決策、融資決策和股利決策的相關性。
- 二、探討營建公司企業價值對股價之影響。
- 三、探討營建公司股價對企業價值之影響。

## 第二節 研究架構

本研究主要流程如圖 1-1，第一章說明研究背景、動機與研究目的，第二章藉由國內外文獻回顧與探討有關股價與企業價值相關文獻。第三章研究方法包括收集樣本資料與整理，變數選取與定義。第四章對於實證基本資料描述性統計分析與實證結果分析，最後總括本研究結論與建議。

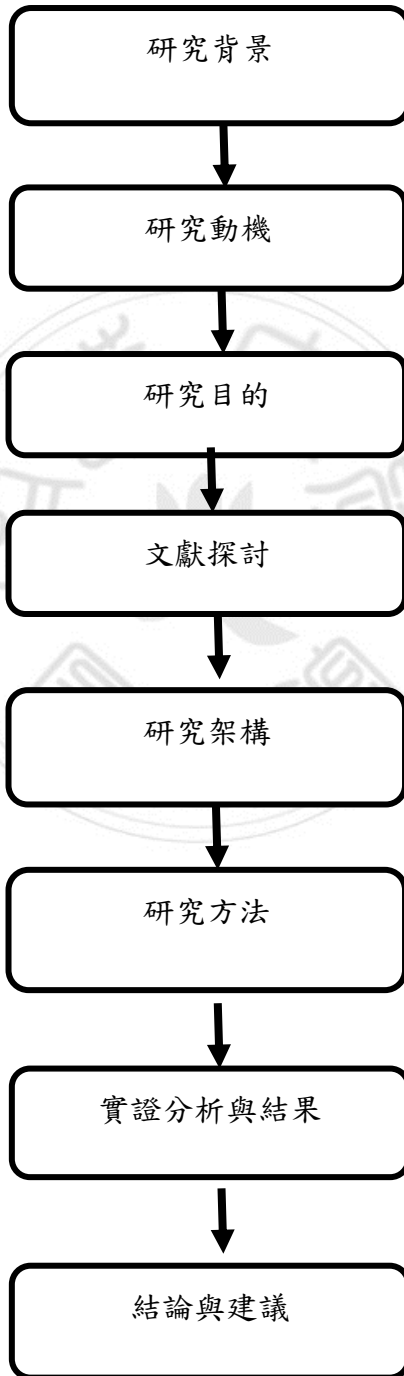


圖 1-1 研究流程圖

## 第二章文獻探討

當國際政經局勢變化，有時候訊息與經濟變化是延遲發生，這些是無法掌握、有時甚至事件結束都不被普遍輿論查覺。站在財務管理的角度，可試圖宏觀掌握情勢，亦可多份把握，從了解公司質量及金融市場的互動開始。

### 第一節經濟環境與股價指數相關文獻探討

David E. Allen, Abhay Kumar Singh and Robert Powell(2009)探討三因子模型在分量迴歸的訂價效果，前言指出傳統迴歸模型重視歷史數據，重視不同變數的共變數。亦指出 1982 年的研究顯示三因子模型未必全然與報酬呈現線性關係，且那三個因子的效果逐漸下降。

張愷凌(2009)探討不同景氣循環的情況下，股價指數相對於總體經濟的領先性。內文表示進出口物價、前期 GDP 與票據交換額具有同步關係，股市對於 GDP 的領先性有增加的趨勢。

何彥慶(1990)研究當年度的台灣股價指數與美國、日本的互動關係，作者認為這個世代的國際經濟與政治的關係密切，而臺灣隨著時代進步，逐步開放了外資與股市，國際連動性理應提升。因此使用共整合檢定，結果呈現三者之間的指數具有一定程度的連動關係，變動方向大致類似。

吳怡慧(2011)表示利率、貨幣供給、物價指數與匯率為經濟體的重要指標。內文使用因果關係檢定與共整合檢定，探討股價指數與總體經濟變數的長期均衡關係，配以向量誤差修正模型測試調整速度。它告訴我們，加權股價指數明顯的被影響，且與前期相關。

顏克丞(2010)研究成交量對台灣股價指數報酬的影響，佐以 GRACH 模型，重點考量於峰態及偏態。結果呈現前期的未成交量，影響次期報酬波動機率。

劉維傑(2009)使用 M1B、同業拆款利率、融資餘額、指數每月底收盤價、外資買賣淨額，建立向量自我迴歸模型(VAR)，進行共整合與因果檢定之後的數據結果表示，漲跌幅與融資餘額反向關係，與成交量無明顯相關。

陳虹伶、周行一、徐莞玲、黃寬彥(2010)探討台灣加權指數的實質報酬率。前言直接提及股價指數無法反映現金股利收益，股價指數會因上市公司除息而下降，若直接引用指數的數據計量損益，會低估報酬率。主要貢獻：(1)計算現金股利投資之後的實質報酬率(2)編制現金股利投資之後的新指數，反映實質報酬與風險特性(3)人工收集大部份數據：1967~2009 年期間。實證變數：(1)個股現金股利分別取自 1985 年之前的證交所出版品「上市證券概況」，和 1986 年之後的台灣經濟新報「Equity 資料庫」(2)收盤市值分別取於 1980 年之前的證交所出版品「每日證券行情單」及「上市證券概況」，1981 之後的市值取自台灣經濟新報「Equity 資料庫」(3)除息日資訊取自 1971 年之前的證交所出版品「每日證券行情單」附註欄，1986~2009 取自台灣經濟新報「company 資料庫」(4)通貨膨脹率取自行政院主計處 2010 年 5 月第 473 期物價統計月報，內文並轉換估計每日之通膨率。數據。實證之前，內文先將現金股利再投資，計量新的指數，而後將其指數用估計之每日通膨率調整。實證結果發現：(1)在兩個不同的評估期間，採取現金在投資策略的風險值都比原始指數所呈現的小，若投資人用原始指數的報酬風險特性評估，會高估大盤的風險，降低資產部位，進而偏離效率前緣。(2)報酬率的最小值隨著評估期間延長而遞增；投資期間越長，發生損失的機會降低。(3)正報酬的累積是由少量的大多頭年度造成，因此資金經常的出入可能錯過一些重要時間點，若無股市預測能力，長期的留駐於股市，累積報酬的機率可能較高。只要

目標報酬率設定恰當，time diversification 對投資人有利。

董澍琦、楊聲勇、藍淑鳳(2005)探討亞太新興國家實質股票報酬與經濟成長之間的關係，研究期間 1971~2001 年，對象為大陸、韓國、印尼、馬來西亞、菲律賓、台灣和泰國。研究探討(1)亞太新興國家的股價指數和工業生產指數是否存在共整合？(2)亞太新興國家的股票報酬率是否能預測未來的經濟成長？(3)在 1997 年的前後，亞太新興國家的實質股票報酬預測未來經濟成長的能力是否有差異？研究期間因為各國能取得資料的時間不一致，因此各國有不同的研究期間。變數使用：(1)實質股價取於 LOG 名目股價指數除以 LOG 物價指數 CPI (2)工業生產指數為 GDP 的月資料替代變數，取自 t 期 log 工業生產指數除以 t-1 期 log 工業生產指數。資料來源為 International financial statistics 與 Data Stream 資料庫。研究方法(1)先檢驗 ADF 與 KPSS 單根檢定(2)共整合檢定：使用 Engle 與 Granger(1987)的定義，檢驗長期關係存在。(3)若長期關係存在，則建立誤差修正模型(4)最後使用自我迴歸模型。實證結果顯示：(1)亞太新興國家只有印尼和 G7 國家一樣，工業生產指數與實質股價指數存在長期均衡關係，有共整合的現象。其餘六個亞太新興國家的實質股價指數與工業生產指數不存在長期均衡關係，兩變數長期沒有相近的走勢 (2)印尼之外的國家，不存在長期均衡關係，直接使用自我迴歸模型，由於  $\sum_{i=1}^n \widehat{\beta}_i$  均為正數，顯示韓國、馬來西亞、菲律賓、台灣等四國的實質股票報酬對於工業生產成長率有正向影響。但韓國的解釋力最低，因此兩變數的變化無絕對關係。(3)印尼存在長期均衡關係，因此將誤差修正項列入模型，結果表示 AIC 值最小的模型不顯著，實質股票報酬對未來工業生產率無顯著影響。(4)將樣本分類子群組，檢驗 1997 年金融風暴之前後時期，金融風暴前期的大陸、台灣、泰國、菲律賓的實質股票報酬無顯著反映未來經濟成長；但在金融風暴後，大陸、台灣與泰國的 Wald test 顯著，表示具有預測力。

廖家昌、莊文議、游志成(2008)探討市場不完全會如何影響投資與現金流量的敏感度。研究樣本為民國 83~92 年的台灣上市公司，排除金融保險業，資料來源台灣經濟新報。研究計量了產業平均投資與 Tobin's Q，從資本結構和道德危險模型的觀點，認為投資與現金流量的敏感度，會受到資金成本的影響，資金成本則是受到金融市場錯誤訂價影響。主要貢獻:除了考慮負債融資限制，也考慮股票錯誤訂價的影響，相較於過去文獻大部份的觀點為融資受限於外部融資成本，融資限制用額度衡量，可能較佳，因此研究使用了加速模型與誤差修正模型探討議題，使用模型確認負債和權益容易限制的情況下，投資對現金流量敏感度。研究結果表示，投資與現金流量敏感度會隨融資限制增加而降低；但公司未面臨融資限制的時候，投資對現金流量敏感度不明顯，投資與 CF 敏感度隨著融資限制敏感度增加而降低，公司未面臨融資限制的時候，投資對 CF 敏感度不明顯。後續研究建議額外考慮代理成本和資訊不對稱的因素，研究潛在代理問題較高的公司，投資對現金流量的敏感度是否較低。

林左裕、程于芳(2013)探討交易量探討不動產的從眾行為，以台灣的三大都會為對象，將交易量的波動對不動產市場的從眾行為做實證分析，釐清從眾行為和經濟變數對交易量的影響。使用從眾模型 $D_t = \alpha + \beta D_{t-1} + \gamma UC_t + 3m + 10m + \varepsilon_t$ 評估從眾行為，D 為不動產交易量，UC 為進場將支付的不動產持有成本，3m 和 10m 分別為三月與十月虛擬變數，並建立自我迴歸分配落遲模型 $D_t = \alpha + \sum_{i=0}^{T_1} \beta_i D_{t-1} + \gamma UC_t + \sum_{i=0}^{T_1} \gamma_i x_{t-i} + 3m + 10m + \varepsilon_t$ ，x 為總體或個體的經濟變數。實證結果台北市受到前期交易量的影響大於持有成本的影響，顯示消費者存在從眾行為，但台中市與高雄市並不顯著，不同區位皆存在從眾行為(市中心、郊區、郊外)，市中心地區幅度最高。市中心受到價格波動影響，郊區與郊外是受到價格本身的影響。公開市場的經濟指標對台中與高雄交易量皆無影響。前期報酬率影響當期交易量，購屋利率與交易量負相關，通膨與交易量負相關。

## 第二節企業價值相關文獻探討

王俊和(2011)研究台灣上市櫃公司，規模與超額價值的關係。將樣本依資產大小分組，使用內文建立價值乘數公式取得估值，與年尾的實際市價比較。內文三項主要結果:(1)所有樣本皆存在市價高估的狀況，但規模與超額報酬成反向關係(2)若考慮智慧資本，規模與溢酬正向關聯(3)電子業因資訊不對稱，溢酬情況高於非電子業。

溫啟閔(2006)研究公司規模與訊息外溢效果：公司大小用季資料排序，報酬率採用週資料。在交叉變數效果影響：

(1)大公司投資組合  $t_{-1}$  可預測小公司投資組合週轉率  $t=0$

(2)小公司前期的投資組合週轉率可預測大公司當期投資組合報酬波動。

劉榮芳、林益倍、陳嘉斌(2011)探討資本支出對公司股票報酬的影響，由自由現金流量假說和資訊不對稱的觀點進行實證。此研究分別建立自由現金流量假說及資訊不對稱假說，研究樣本為排除金融業的台灣上市且異常資本支出增加的公司作為研究樣本，依造資本支出高低，分別建立五個群組的投資組合，使用特徵調整模型和 Fama-French 三因子模型檢驗資本異常支出和公司的未來股票報酬的關係，觀察自由現金流量和資訊不對稱假說在這些群組公司是否成立。研究變數無風險利率採用台灣銀行一個月期定存利率做代理變數，公司市場價值為股票市價乘流通在外股數，第  $t$  期的公司規模為市場價值在第  $t$  年的六月底價值。第  $t$  期淨值市價比為  $t-1$  年的會計年度權益帳面價值和  $t-1$  年的市場價值之比率。實證結果顯示，整個研究期間(1992~2010)較偏向資訊不對稱假說，不過金融風暴之後，較偏向 FCF 假說。公司 CI 較低時偏向 FCF 假說，CI 較高的時候偏向資訊不對稱假說。



游舜德、林詩榕(2011)研究台灣不動產上市公司的股票報酬影響因子，架構了三個群組不同面向探討議題，分別為財務指標、市場價值(Tobin Q)與土地異動訊息。實證使用因素分析法與追蹤資料分析法(Panel data)。因素分析先採用拉氏乘數檢定法測試傳統迴歸模型和 Panel data 迴歸模型的適切性，若判定為 Panel data，則再使用 Hausman 檢定固定效果和隨機效果模型的適切性。財務指標變數為萃取後的具有代表性的關鍵財務變數，Tonbin' Q 為衡量會計報表無呈現出的智慧資本與象徵未來展望的市場評價，額外再用時間效果控制景氣波動的影響，使用  $\beta$  做為控制系統性風險的調整變數，使用 Panel data 控制樣本中不同公司屬性群組的異質變異。研究貢獻：以投資報酬率的立場，探討影響因子(1)財務影響因子(2)Tonbin Q(3)土地異動資訊。相對於此研究，許多文獻是以企業經營者的角度探討影響因子，或是探討股價變動的影響因子。因此，研究使用股票報酬率為應變數，企業營運與經營管理作為控制變數的面向。樣本為台灣上市櫃建設公司，期間 1999~2008 年，資料取自台灣證券交易所及公開資料觀測站。模型結果呈現建設公司的獲利能力對股票報酬有正面影響，且稅前與稅後的獲利能力都相當重要。也同樣發現建設公司融資能力和負債結構的好壞，對股票的報酬率影響不大，且固定資產周轉、銷售能力這類的週轉率相關變數，對股票報酬率沒有顯著影響。不動產公司的收入正向影響股票報酬，但融資能力無顯著影響報酬，Tonbin' Q 亦有正向影響的代表性，隱含代表不動產公司的智慧資產有助於提升股票報酬，這可能源於達成交易的能力。土地交易次數對於股票報酬亦有正面影響，但交易的坪數無顯著影響。結果也呈現上市櫃建設公司的 Tonbin Q 係數相較於其他產業偏低，高存貨占流動資產的高比率致此，所以形成投資開發產業的行業特色。結合土地交易次數結果，建設公司購買許多土地，會使股票報酬正向發展，但存貨過多，反而使股票報酬下降，因此建設公司股票報酬較受投資決策影響。

王俊和 (2011)實證 2003 年~2009 年台灣上市櫃公司的超額價值影響來源為多角化或是規模。該研究設算公司價值與帳面價值的差額，將其列為智慧資本，探討與公司規模的關係。樣本排除金融類及 PE 比率試算為負值的公司。變數使用超額價值(excess value)設算公司價值，並將實際市值的差額取自然對數，作為第一個應變數。第二個應變數採用溢價(imputed premium)，該值為設算價值與總帳面價值的差額取對數。其餘變數為公司規模、成長機會替代變數、多角化代理變數、公司治理替代變數(董事會規模和董監事質押比率)。控制變數使用市場(台灣上市公司加權股價指數)報酬率變數和 2008 年度的虛擬變數。使用 Panel Date 的結果顯示，用本益比 PE 乘數下，台灣上市櫃公司普遍有高估的情況，不論是大小規模皆如此，小規模公司高估的情況高於大規模公司。若以智慧資本設算溢價，大規模公司偏離程度較低。電子產業超額價值大於非電子產業。

柯冠成、江惠君、林信助、張榮顯(2012)探討資產成長與股票報酬的關係，研究將成長性資產分類九個群組，分別與投資或融資有關，樣本為 1982~2009 年的台灣上市櫃公司普通股。投資有關資產成長的衡量變數分別為現金成長率、非現金流動資產成長率、長期投資成長率、固定資產成長率和其他資產成長率。融資相關資產成長分別為保留盈餘成長率、股票融資成長率、流動負債成長率和營運負債成長率。研究方法依序使用橫斷面分析、投資組合溢酬和建構 BSC 檢定方法，建構相關因子探討定價模型是否對台股有報酬率。研究結果呈現橫斷面迴歸模型的總資產成長及融資型資產對股票超額報酬無解釋能力，其他資產成長為負相關，非元月期間的穩定性檢定結果亦同，此結果不支持文獻提及的總資產過去成長水準與股票報酬負相關。但低價股效果(Low Price)和股價動能對超額報酬有正向關係。此外，台灣有其他資產成長溢酬的現象，但總資產溢酬不存在。若以時間序列迴歸分析資產因子定價效果，則發現其他資產成長因子可解釋台灣股票市場的縱斷面報酬表現。

王金隆(2008)試算 BOT(Build-Operate-Transfer)案參與者的注資權重-除了考慮自償率，還額外考慮投資者的利息負擔程度。以試算出投資者、融資者和政府三方合理的出資比率。該研究計算非自償 BOT 專案，試圖建立最佳模式，期望同時達成政府出資極小化與股東權益最佳化的出資比例。考慮了特許公司的破產機率和融資成數的影響，建立非自償動態模型模擬政府和銀行團與自有金額的三方共同注資。

潘世奇(2004)使用 EVA(Economics value added)作為應變數經營績效的替代變數，並建立現在營運價值(cov)和預期公司未來成長價值(FGV)作相關性探討，以瞭解波動性的軌跡和受到何種經濟變數的影響。實證結果顯示總體經濟變數對於類股的 COV、FGV 和 MVA 的解釋能力良好，足以瞭解企業價值變化受到總體經濟變數影響巨大。研究期間民國 86~91 年的上市公司兼 MSCI 成分股(排除金融股、營造股和運輸股)，類股若僅有一檔股票亦排除。研究資料來源為(1)總體經濟:教育部 AREMOS 經濟統計資料庫之台灣地區工業生產統計資料庫(IND)與台灣金融統計資料庫(FSM)(2)進出口值取自經建會隻進出口統計資料。實證結果顯示類股的 COV 和 FGV 呈現電子類股正相關，非電子類股負相關。總體經濟變數對於類股的 COV、FGV 和 MVA 的解釋能力良好，不同產業的企業價值變化受到總體經濟變數不同影響。

張祥瑞(2000)由財務比率檢驗營建業現金增資後的績效，驗證是否達到公開說明書宣布的效益，並找出影響經營績效變化的原因。研究共取得 51 筆樣本，取樣規則為民國 78~86 年的上市營建業現金增資公司。同時避免實證結果受產業或景氣的過大影響，因此將增資前後四種不同期間組合交叉分析，且使用區分子群體無母數統計和迴歸模型測試公司規模、增資金額、增資目的審核會計師聲譽等四變數變增資前後的經營績效變化的影響。實證結果表示(1)現金增資後的經

營績效變差(2)不論公司規模大小，經營績效衰退的情況普片存在(3)增資金額和衰退程度沒顯著相關性(4)審核會計師聲譽和經營績效無顯著相關性(5)非資本支出目的的現金增資公司經營績效優於資本支出目的的公司。財務比率變數使用(1)財務結構(負債佔資產比率；長期資金占固定資產比率)(2)償債能力(流動比率；速動比率；利息保障倍數)(3)經營能力(應收帳款週轉率；應收帳款收現天數；存貨週轉率；平均銷貨天數；固定資產週轉率；總資產週轉率)(4)獲利能力(資產報酬率；股東權益報酬率；占實收資本比率；純益率；每股盈餘)(5)現金流量(現金流量比率；現金流量允當比率；現金在投資比率)(6)公司規模(以現金增資年度總資產的全體樣本中位數作分界，分為大小公司，檢定兩群組樣本經營績效變動幅度是否有差異)(7)增資金額(以現金增資當年度的總樣本中位數為準，分為大小金額，檢定兩群組的經營績效變動幅度是否有差異)(8)會計師聲譽(國內沒有會計事務所的評等，因此採用第六十八期會計研究月刊的資料分類，將勤業、安侯、資誠、致遠、眾信五家事務所列為高信譽，其餘五家列為普通信譽，藉此將此變數兩類兩群組，檢驗高低聲譽的會計事務所所屬的樣本群組是否營運績效變動幅度是否有差異)(9)增資計畫為資本支出，設定虛擬變數為 1，若增資目的為償債或充實營運資金則為 0，若是混和用途，則將超過 60%用途直接歸類為資本支出或非資本支出。

叢文豪、廖咸興(1996)使用 APT 套利定價理論檢驗台北地區住宅報酬率的風險因素和因素敏感度，應用已知的經濟因素法二階段迴歸。研究期間 76/1~82/12，再切割分為前後兩期。地區分為北市、北縣和大台北地區。變數使用(1)未預期貨幣供給變動率(2)未預期美金匯率變動率(3)未預期海關出口值變動率(4)未預期通貨膨脹率(5)預期通貨膨脹率變動(6)未預期市場風險貼水(7)未預期利率期限結構及發行量加權股價指數報酬率。實證結果發現(1)在全期或是前期，北市、北縣和大台北地區的未預期通貨膨脹率有顯著影響，未預期市場風險貼水亦有顯著

影響，均為正向影響(2)全期的預期通貨膨脹率變動對北市、北縣和大台北地區均有正向的顯著影響(3)此模式對前期有影響，但對於後期的解釋力很弱(4)後期僅有未預期通貨膨脹率和未預期市場風險貼水對北縣住宅報酬率有負向的影響力，對北市和大台北區無顯著影響因素。

林鳳麗、廖育旻(2010)研究營收成長和公司績效之間是否存在門檻效果和非線性關係，以代理理論的自由現金流量假說和內部治理機制探討議題。研究樣本為 1996~2006 年的 183 家台灣上市公司，模型為 Hansen(1999)提出的綜橫門檻迴歸模型。研究變數為:(1)應變數公司績效(使用 ROA 作為 Tobin Q 的替代變數)(2)自由現金流量 FCF(排除負數的樣本)(3)內部人持股率(4)營收成長率(採用營收成長率作為公司價值成長或是成長機會的替代變數)(5)控制變數(公司規模、負債比率、研發支出、控制產業資產報酬率)。結果顯示:(1)較高自由現金流量，會誘使管理者從事擴張或是過度投資的策略(2)內部人持股對公司績效的影響呈現利益掠奪假說的情況(3)營收成長越高，公司績效越好，但成長到一定程度時會變化(4)若將自由現金流量做為門檻變數，會存在三個門檻效果(18.48%、28.51%、34.4%)，自由現金流量對公司績效有正向影響，但會趨緩(5)若將內部人持股做為門檻變數，門檻值分別為 26.34%、28.09%、45.25%，內部人持股在前兩者的數值營收成長對公司績效呈現負向關係，其餘會呈現正向關係。

### 第三節文獻探討小結

企業表現難以脫離總體經濟興衰而自立，工業生產與股市資金水平和彼此間的連動性，影響企業的股價。而企業的資本支出進一步影響企業營運、企業未來價值與企業的現金流量。企業價值的影響因素可能源於本身經營能力(以會計財務指標的形式呈現)，或是市場評價(以 Tonbin Q 的形式呈現)，或是公司的產品特性造成(例如不動產的高交易成本、低流動性、回收期落後於投資期)，因此需要考量時間因素或是業務的異質性。

股價有時候是企業的品質縮影，但有時候僅是貨幣堆疊的結果，台灣真正的大環境是面對全世界，因為許多企業的現在或未來都是與國際接軌，故本研究重視企業價值與股價關係。公司理財 Corporate Finance 的作者 Aswathamodaran 指出，企業就算有崇高的經營理念，若沒有衡量機制，一樣有可能失敗。因此本研究將企業價值作為永續經營的依據，越有價值的企業越有能力實現它的承諾，多方參與者是受益而不是受害。本研究避免採用對未來的臆測數據，運用 Pearson 相關分析，檢定營建公司企業價值、股價、投資決策、融資決策和股利決策的相關性，並以多元迴歸方法，探討影響股價與企業價值之影響因素。

## 第三章研究方法

### 第一節研究變數說明與資料來源

本研究變數包含營建股之股價、企業價值和其他變數，股價是指營建公司在台灣證交所掛牌，提供次級市場交易流通的每股價格。企業價值反應：不論該國股市榮衰，企業始終佔有重要影響，衰退的企業，影響將逐漸下降，此比率減少，反映企業對於國家、社會的價值或吸引力、佔用資源下降。本研究以 TOBIN'Q 為企業價值之代理變數，其公式如 3-1 式：

$$\text{企業價值}=\text{TOBIN'Q}^4=\frac{(\text{普通股價}\times\text{流通在外總股數})+\text{負債總面值}}{\text{資產帳面價值}}\dots\dots\dots (3-1)$$

本研究樣本包含台灣上市與上櫃營建公司總計 71 家，其中上市公司 48 家，上櫃 23 家。各項變數除了股價為季資料之外，其他變數如企業價值、營業毛利、五大行庫平均房貸利率、營運資金、營業槓桿、負債率和股利率等變數為年資料。本研究資料來源包含各公司相關財務資訊取自台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal, TEJ)、營建類股公司資料也是取自台灣經濟新報(TEJ)之證交所分類、五大行庫平均房貸利率取自內政部營建署不動產資訊平台。本研究期間為 2008 年~2014 年。

#### (一)模型建立

##### 1.檢定方法<sup>5</sup>

- (1)運用 Pearson 相關分析，檢定營建公司企業價值、股價、投資決策、融資決策和股利決策的相關性。
- (2)運用多元迴歸模型分析營建公司企業價值對股價之影響。
- (3)運用多元迴歸模型分析營建公司股價對企業價值之影響。

有關影響企業價值、股價和各項控制數之資料來源，參閱表 3-1 和表 3-2。

<sup>4</sup> TOBIN'Q 係數為計算企業市場價格相較於企業重置成本的比率。由 James Tobin(1918)提出

<sup>5</sup>註：相關參考文獻:吳怡慧(2011)，「台灣加權股價指數與總體經濟變數之關聯性研究」，國立中正大學國際經濟學系碩士論文。

表 3-1 影響企業價值之各項自變數資料表

應變數	企業價值=TOBIN'Q= $\frac{\text{普通股總市值}+\text{負債總面值}}{\text{資產帳面價值}}$						
自變數	股價	營業 毛利	營運 資金	負債率	營業 槓桿	五大行庫 平均房貸利率	現金 股利率
資料源	TEJ	TEJ	TEJ	TEJ	TEJ	不動產 資訊平台	TEJ
運算式 或數據	直接 數據	直接 數據	直接 數據	計算式	計算式	直接 數據	計算式

表 3-2 影響股價之各項自變數資料表

應變數	股價						
自變數	企業 價值	營業 毛利	營運 資金	負債率	營業 槓桿	五大行庫 平均房貸利率	現金 股利率
資料源	TEJ	TEJ	TEJ	TEJ	TEJ	不動產 資訊平台	TEJ
運算式 或數據	計算式	直接 數據	直接 數據	計算式	計算式	直接 數據	計算式

(二)方程式建立

1.模型一：股價方程式

$$P_{it} = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \beta_1 Y_{it} + \sum_{i=1}^n \gamma_1 Z_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3-2)$$

(3-2)式中，i為樣本公司，t為時間，應變數P是股價，Y自變數企業價值，Z為控制變數(控制變數分別為：營業毛利、營運資金、負債率、營業槓桿、五大行庫平均房貸利率、現金股利率)。α<sub>0</sub>為截距項，β<sub>1</sub>為企業價值變動的迴歸係數，γ<sub>1</sub>為控制變數係數，ε為干擾項。



## 2.模型二：企業價值方程式

$$P_{it} = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \alpha_1 X_{it} + \sum_{i=1}^n \gamma_1 Z_{it} + \varepsilon \dots \dots \dots (3-3)$$

方程式(3-3)式中 i 為各公司，t 為時間， $\alpha_0$  為截距項， $\alpha_1$  為股價的迴歸係數， $\gamma_1$  為控制變數 $Z_1$ 係數，控制變數 $Z_1$ 選取營業毛利， $\gamma_2$  為控制變數 $Z_2$ 係數，控制變數 $Z_2$ 選取營運資金， $\gamma_3$  為控制變數 $Z_3$ 係數，控制變數 $Z_3$ 選取負債率， $\gamma_4$  為控制變數 $Z_4$ 係數，控制變數 $Z_4$ 選取營業槓桿， $\gamma_5$  為控制變數 $Z_5$ 係數，控制變數 $Z_5$ 選取五大行庫平均房貸利率， $\gamma_6$  為控制變數 $Z_6$ 係數，控制變數 $Z_6$ 選取現金股利率， $\varepsilon$  為干擾項，控制變數 $Z_1 \sim Z_6$ 的任務為衡量企業整體的投資決策、融資決策與股利決策，表 3-3 為連續變數控制變數分類表。

表 3-3 連續控制變數分類表

層面	控制變數與變數代碼		
投資決策	營業毛利(Z1)	營運資金(Z2)	
融資決策	負債率(Z3)	營業槓桿(Z4)	平均房貸利率(Z5)
股利決策	現金股利率(Z6)		

註:括號為各變數之代碼

有關投資決策、融資決策、股利決策等各項變數名詞解釋如下：

1.營業毛利：企業當期的營運績效，償還利息與股利發放的來源。

企業販賣服務或商品所收到的貨款，減去退貨和折讓和營業成本，即為營業毛利。此數額可用來支應營業支出、償債或是發放股利，若當期收入不足就需要舉債，由外界借入款項，進而提高槓桿與增加財務風險。

2.營運資金：企業為了取得收入，而在達成交易前，將現金投資於存貨或應收帳款，造成現金流出及影響投資淨現值。企業為了當期營運的必要先期投資，

用以增加存貨或是提供客戶信用付款。目的是為了增加交易成交的機會，代價是積壓資金必須投入自有資本或是額外舉債調度。

3.負債率：企業融通投資及制約營運管理者效率的借入。

企業為了營業支出、資本支出、股利發放而對外舉債，代價是外部債權人、銀行或是評級單位可能參與公司的決策或是監督公司財務比率。

4.營業槓桿：企業整體風險由營運槓桿與財務槓桿共同組成，定義為固定成本對總成本的比率，景氣變動時候，營利變動可能較高。<sup>6</sup>

產業的經營型態必備的固定成本，如廠房、土地。一切無法藉由外包轉嫁的必要成本，形成為營業槓桿。缺乏彈性的營業槓桿，不易面對營收環境變化而調整成本，進而影響淨利。

5.五大行庫平均房貸利率：影響購屋者的購買成本，影響房屋售出的可能性，進而影響企業的邊際收入。

台灣五大銀行(台銀、合庫銀、土地、華銀、一銀)承作房屋貸款的利率報價，該利率由各級政府政策與銀行的利潤、房產業整體風險、銀行資產配置決策、資金情勢共同影響。

6.現金股利率：此為現金股利與股價的比率關係，衡量整體投資收益來自於現金股利的部分。

---

<sup>6</sup>公司財務管理-理論與實務，台灣西書出版社，頁 231-232。

## 第四章實證分析

### 第一節敘述統計

表 4-1 為營建公司企業價值與股價關聯性之研究之變數敘述統計量。股價、營業毛利和營運資金已取對數，避免變異數過大。股價的平均值 1.1846 高於中位數 1.1838。企業價值平均數 0.4891 低於中位數 0.5151。營業毛利平均數 5.6030 低於中位數 5.6864。營運資金平均數 6.08 低於中位數 6.1134。負債率平均數 1.6315 低於中位數 1.7114。營業槓桿平均數 1.6067 高於中位數 1.12。五大行庫平均房貸利率之平均數 1.861 低於中位數 1.89。現金股利率平均數 3.6822 高於中位數 2.62。

表 4-1 敘述統計

變數	平均值	中位數	最大值	最小值	標準差
股價	1.1846	1.1838	2.0649	0.2405	0.2801
企業價值	0.4891	0.5151	0.8826	0.0135	0.1836
營業毛利	5.6030	5.6864	6.9908	2.7109	0.7535
營運資金	6.0833	6.1134	7.2259	4.0491	0.6849
負債率	1.6315	1.7114	1.9454	0.1038	0.2790
營業槓桿	1.6067	1.12	51.09	-45.84	5.4363
五大行庫平均房貸利率	1.8610	1.89	1.97	0.00	0.1167
現金股利率	3.6822	2.62	20.75	0.00	3.9690

註：表 4-1 之各項變數股價、企業價值、營業毛利、營運資金和營業槓桿已取對數

表 4-2 是各變數相關係數，股價與負債率呈現正向高度相關(0.9)，其次為營業毛利(0.4)，營業槓桿最低(0.002)。企業價值與營業槓桿呈現負相關(-0.039)，其次為正相關的營業毛利、房貸利率、現金股利率、營運資金(0.30~0.35)。營業毛利與營運資金相關度最高(0.63)，其次為負債率和現金股利率(0.45~0.48)。負債率和營運資金的相關度為 0.27，其次為房貸利率和現金股利率(0.10~0.11)，最低為營業槓桿(0.005)。營業槓桿與房貸利率、現金股利率、營運資金，皆呈現負相

關(-0.04~-0.15)。房貸利率與營運資金及現金股利率呈現正相關(0.09~0.1)。現金股利率與營運資金呈正相關(0.36)。

表 4-2 各項變數相關係數表

	股價	企業價值	營業毛利	營運資金	負債率	營業槓桿	房貸利率	現金股利率
股價	1							
企業價值	0.1414	1						
營業毛利	0.4022	0.3506	1					
營運資金	0.2648	0.3501	0.6330	1				
負債率	0.9007	0.0926	0.4597	0.2758	1			
營業槓桿	0.0022	-0.039	-0.0010	-0.1557	0.0050	1		
房貸利率	0.1057	0.3021	0.1623	0.0931	0.1135	-0.0413	1	
現金股利率	0.0505	0.3124	0.4867	0.3685	0.1068	-0.0518	0.1083	1

註：表 4-2 之變數股價、企業價值、營業毛利、營業槓桿和營運資金已取對數。

房貸利率為變數五大行庫房貸利率，因版面配置位置考量，縮減名稱。

表 4-3 為單根檢定的結果，分別使用 ADF 和 PP 檢定。本檢定方法有三種：

1. 為包含截距項的檢定；
2. 為包含截距項及時間趨勢項的檢定；
3. 為不包含截距與時間趨勢。所有變數在檢定包含截距項者或是包含截距項及時間趨勢項者皆達到 1% 顯著水準，但有些變數在為不包含截距與時間趨勢的情況，呈現很大的顯著差異。營業毛利在為不包含截距與時間趨勢的檢定條件下，僅達到 10% 的顯著水準，企業價值與營運資金也是 5% 的顯著水準。

表 4-3 各項變數單根檢定結果

檢定 方法  變數	有截距項		有截距項和 有時間趨勢項		無截距項和 無時間趨勢項	
	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP
企業 價值	*** -6.9689	*** -8.9711	*** -6.9625	*** -8.9686	** -1.9642	** -2.3488
股價	*** -6.4076	*** -9.3298	*** -6.4349	*** -9.3329	*** -10.7571	* -1.6537
營業 毛利	*** -6.0689	*** -8.5919	*** -6.2735	*** -8.7581	* -1.9148	* -1.7423
營運 資金	*** -3.9033	*** -6.3516	*** -4.7637	*** -7.1309	** -1.9672	*** -35.4622
負債率	*** -6.2823	*** -7.9316	*** -6.2280	*** -7.9212	*** -19.4287	*** -42.9309
營業 槓桿	*** -7.0183	*** -13.0215	*** -7.1490	*** -12.9184	*** -6.0470	*** -13.8401
房貸 利率	*** 58.04940	*** -10.6485	*** -58.03045	*** -10.6346	*** -65.83717	*** -68.0302
現金 股利率	*** -7.8932	*** -10.5108	*** -7.9464	*** -10.7709	*** -5.1845	*** -7.5357

註：符號 \*\*\*表示顯著水準為 1%，\*\*表示顯著水準為 5%，\*表示顯著水準為 10%，房貸利率之 ADF 檢定，無截距項和無時間趨勢項一階差分前之 t 值為 0.222308，經一階差分後 t 值為 -65.83717，p 值為 0.0001。

## 第二節實證分析之迴歸結果

本研究試著探討累積企業價值的一些影響因子，應變數企業價值用 Tobin Q 衡量，自變數為股價、營業毛利、營運資金、負債率、營業槓桿、房貸利率，股利率。自變數之股價、營業毛利、營運資金等三者象徵投資決策，負債率、營業槓桿為融資決策，股利率為股利發放，房貸利率為政策趨勢及潛在購買意願的衡量。預期股價對企業價值有正向影響，它代表投資者對企業權益的權益市價評估；營業毛利正向影響，代表當期營運的投資績效，營運資金為負向影響，預期在收入產生之前的資金投入，會降低方案的每期現金流量現值，影響後續各期方案的籌資壓力；負債率正向影響，它代表融資來源為相較於權益成本或是內部資金，較低的債務融資成本；營業槓桿負向影響，它代表房地產的行業風險，因營業槓桿由產業決定，為公司成本結構的函數<sup>7</sup>；房貸利率負向影響，利率改變購買成本與成交意願，進一步影響房地產公司的邊際收入，股利率負面影響，預期發放較多的現金紅利，降低企業內部資金，面對新投資方案需對外籌資，承擔外界利率水準或股市景氣的影響。

---

<sup>7</sup>公司財務管理-理論與實務，台灣西書出版社，頁 231-232。

表 4-4-1 是營建公司企業價值對股價迴歸結果，企業價值(Tobin Q)對於股價的影響與預期相同，為正向影響(P-value=0.000)。營業毛利達顯著水準，為正向影響(P-value=0.0001)。營運資金和營業槓桿皆與預期符號相反，皆為正向影響，營運資金達到顯著水準，顯示營業資金充裕有助股價的提升，但營業槓桿價對股價的影響為不顯著的 P=0.6893。負債比率為負向結果與預期符號相反(P-value=0.000)。房貸利率的結果和預期相反，為正向影響，達顯著(P-value=0.0000)。股利率的正向影響也與預期符號相反(P-value=0.0000)。

表 4-4-1 營建公司企業價值對股價迴歸結果

$V1 = \beta_0 + \beta_1 V2 + \beta_2 Z1 + \beta_3 Z2 + \beta_4 Z3 + \beta_5 Z4 + \beta_6 Z5 + \beta_7 Z6 + \varepsilon$				
變數	預期符號	係數值	t 值	P 值
常數項	+	-0.3860*	-2.7541	0.06
企業價值	+	0.5132***	5.6520	0.0000
營業毛利	+	0.0544***	3.7389	0.0002
營運資金	-	0.0770***	5.5367	0.0000
負債率	+	-0.3777***	-6.1642	0.0000
營業槓桿	-	0.0005	0.3998	0.689
房貸利率	-	0.6004***	9.6056	0.0000
股利率	-	0.0118***	5.6107	0.0000
判定係數 (R-squared)	0.2578			
調整判定係數 (Adjusted R-squared)	0.2532			
對數概述比 (Log likelihood)	3.279			
F 統計量 Prob(F-statistic)	0.0000***			

註：

1.表 4-4-1 的變數中文名稱，其英文代碼表示如右：應變數股價為 V1(取對數)，企業價值為 V2，營業毛利為 Z1(取對數)，營運資金為 Z2(取對數)，負債率為 Z3，營業槓桿為 Z4，房貸利率為 Z5，股利率為 Z6。

2.符號\*\*\*表示顯著水準為 1%，\*\*表示顯著水準為 5%，\*表示顯著水準為 10%。

本研究亦將樣本分兩群組，高於整體平均企業價值的公司分類為高企業價值公司，低於平均企業價值的樣本分類為低企業價值公司。表 4-4-2 是高企業價值樣本群組營建公司企業價值對股價迴歸結果，企業價值(Tobin Q)對於股價的影響與預期相同，為正向影響(P-value=0.0077)。營業毛利與預期相同，但不顯著(P-value=0.1649)。營運資金與預期的符號相反，為正向顯著影響，(P-value=0.000)，顯示高企業價值樣本群組營建公司之營運資金高，助長股價的提升，營業槓桿為負向顯著影響，顯示高企業價值營建公司，營業槓桿高對企業價值有不利影響。負債比率為負向影響，結果與預期相反(P-value=0.0204)。房貸利率的影響和預期相反，為正向影響，達顯著水準(P-value=0.0000)。股利率的正向影響也與預期相反(P-value=0.0000)。

表 4-4-2 高企業價值營建公司對股價迴歸結果

V1=β <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> V2+β <sub>2</sub> Z1+β <sub>3</sub> Z2+β <sub>4</sub> Z3+β <sub>5</sub> Z4+β <sub>6</sub> Z5+β <sub>7</sub> Z6+ε				
變數	預期符號	係數值	t 值	P 值
常數項	+	0.3008	0.3087	0.7576
企業價值	+	1.6027***	2.6737	0.0077
營業毛利	+	0.0344	1.3904	0.1649
營運資金	-	0.1524***	6.4743	0.0000
負債率	+	-1.7509**	-2.3245	0.0204
營業槓桿	-	-0.0145***	-3.5680	0.0004
房貸利率	-	1.0037***	10.3577	0.0000
股利率	-	0.0151***	5.3717	0.0000
判定係數 (R-squared)	0.3891			
調整判定係數 (Adjusted R-squared)	0.3815			
對數概述比 (Log likelihood)	27.5921			
F 統計量 Prob(F-statistic)	0.0000***			

註：

1.表 4-4-2 的變數中文名稱，其英文代碼表示如右：應變數股價為 V1(取對數)，企業價值



為 V2，營業毛利為 Z1(取對數)，營運資金為 Z2(取對數)，負債率為 Z3，營業槓桿為 Z4，房貸利率為 Z5，股利率為 Z6。

2.符號\*\*\*表示顯著水準為 1%，\*\*表示顯著水準為 5%，\*表示顯著水準為 10%。

表 4-4-3 是低企業價值樣本群組營建公司企業價值對股價迴歸結果，企業價值對於股價的影響與預期符號相同，為顯著的正向影響(P-value=0.0000)。營業毛利為正向影響，其與預期符號相同，(P-value=0.0082)。營運資金為顯著正向影響(P-value=0.075)，營業槓桿為正向影響，但不顯著(P-value=0.1771)。負債比率為負向結果(P-value=0.0000)。房貸利率的結果和預期相反，為正面影響，達顯著水準(P-value=0.0001)。股利率的正向影響也與預期相反(P-value=0.0001)。

表 4-4-3 低企業價值營建公司對股價迴歸結果

V1=β <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> V2+β <sub>2</sub> Z1+β <sub>3</sub> Z2+β <sub>4</sub> Z3+β <sub>5</sub> Z4+β <sub>6</sub> Z5+β <sub>7</sub> Z6+ε				
變數	預期符號	係數值	t 值	P 值
常數項	+	0.4188**	2.353786	0.0189
企業價值	+	0.6577***	4.834	0.0000
營業毛利	+	0.0474***	2.6524	0.0082
營運資金	-	0.0311*	1.7808	0.0755
負債率	+	-0.3911***	-5.4387	0.0000
營業槓桿	-	0.0018	1.3515	0.1771
房貸利率	-	0.313***	4.0209	0.0001
股利率	-	0.0121***	3.9322	0.0001
判定係數				
(R-squared)	0.2830			
調整判定係數				
(Adjusted R-squared)	0.2761			
對數概述比				
(Log likelihood)	191.0244			
F 統計量	0.0000***			
Prob(F-statistic)	0.0000***			

註:

1.表 4-4-3 的變數中文名稱，其英文代碼表示如右：應變數股價為 V1(取對數)，企業價值為 V2，營業毛利為 Z1(取對數)，營運資金為 Z2(取對數)，負債率為 Z3，營業槓桿為 Z4，房貸利率為 Z5，股利率為 Z6。

2.符號\*\*\*表示顯著水準為 1%，\*\*表示顯著水準為 5%，\*表示顯著水準為 10%。

綜合表 4-4-1~表 4-4-3 可觀察整體樣本、高企業價值樣本、低企業價值樣本的營運資金與營業槓桿的迴歸結果。整體樣本與低股價樣本的營業槓桿的係數方向彼此相異，但 P-value 不顯著，但高股價樣本的營業槓桿呈現顯著水準，說明成本結構(固定成本占總成本的比率)<sup>8</sup>會影響企業價值。另外，整體樣本與高股價樣本的營運資金顯著水準與預期相反，正向影響企業價值，這顯示出單純的評估現金流量會與企業價值產生偏誤，因為營運資金代表企業現金流出，但是它同時也需要注入資金，投資流動資產，以利於公司達成交易。低股價樣本的營運資金產生反向的影響，若與不顯著的營業槓桿同時考量，它隱含暗示現金流量對低價樣本公司的影響性，對於企業價值反而不利。

表 4-5-1 是股價對企業價值的迴歸結果，股價對企業價值為正向影響，達到顯著水準(P-value=0.0000)，營業毛利對企業價值為負向影響，但不顯著(P-value=0.17)。負債率對企業價值為正向影響，達到顯著水準(P-value=0.0000)。營運資金為正向影響，達顯著水準 P-value=0.0797 顯示良好的決策對企業價值會產生有利的影響。營業槓桿對企業價值的影響為正向影響，但不顯著 P-value=0.91。股利率對企業價值為負向影響。

---

<sup>8</sup>公司財務管理-理論與實務，台灣西書出版社，頁 231。

表 4-5-1 營建公司股價對企業價值迴歸結果

$V_2 = \beta_0 + \beta_1 V_1 + \beta_2 Z_1 + \beta_3 Z_2 + \beta_4 Z_3 + \beta_5 Z_4 + \beta_6 Z_5 + \beta_7 Z_6 + \varepsilon$				
變數	預期符號	係數值	t 值	P 值
常數項	+	-0.51076***	-11.9328	0.0000
股價	+	0.0535***	5.6520	0.0000
營業毛利	+	-0.0063	-1.3514	0.1768
營運資金	-	0.0079*	1.7537	0.0797
負債率	-	0.5963***	62.7741	0.0000
營業槓桿	-	0.00004	0.1062	0.9154
房貸利率	-	-0.0201	-0.9607	0.3369
股利率	+	-0.0031***	-4.6105	0.0000

判定係數

(R-squared) 0.8199

調整判定係數

(Adjusted R-squared) 0.8188

對數概述比

(Log likelihood) 1290.796

F 統計量

Prob(F-statistic) 0.0000\*\*\*

註:

1. 表 4-4-2 的變數中文名稱，其英文代碼表示如右：應變數企業價值為  $V_2$ ，股價為  $V_1$ (取對數)，營業毛利為  $Z_1$ (取對數)，營運資金為  $Z_2$ (取對數)，負債率為  $Z_3$ ，營業槓桿為  $Z_4$ ，房貸利率為  $Z_5$ ，股利率為  $Z_6$ 。

2. 符號\*\*\*表示顯著水準為 1%，\*\*表示顯著水準為 5%，\*表示顯著水準為 10%。

表 4-5-2 是高股價營建公司對企業價值的迴歸結果，股價對企業價值為正向影響，達到顯著水準(P-value=0.047)，營業毛利對股價的影響為負向影響，但不顯著(P-value=0.3725)。負債率對企業價值的影響為正向影響，達到顯著水準，(P-value=0.0000)。營運資金和房貸利率皆呈現正向影響，但僅營運資金達顯著水準 P-value=0.042。營業槓桿對企業價值的影響為負向影響，P-value=0.017。股利率對股價的影響為負向影響。

表 4-5-2 高股價營建公司對企業價值迴歸結果

$V2 = \beta_0 + \beta_1 V1 + \beta_2 Z1 + \beta_3 Z2 + \beta_4 Z3 + \beta_5 Z4 + \beta_6 Z5 + \beta_7 Z6 + \varepsilon$				
變數	預期符號	係數值	t 值	P 值
常數項	+	-0.55073	-7.4398	0
股價	+	0.0425**	1.9926	0.0470
營業毛利	+	-0.0083	-0.8927	0.3725
營運資金	-	0.0196**	2.0328	0.0427
負債率	-	0.5222***	33.0881	0.0000
營業槓桿	-	-0.003**	-2.3817	0.0170
房貸利率	-	0.0521	1.5150	0.1306
股利率	+	-0.0044***	-3.6516	0.0000

判定係數

(R-squared) 0.8158

調整判定係數

(Adjusted R-squared) 0.8125

對數概述比

(Log likelihood) 405.616

F 統計量

Prob(F-statistic) 0.0000\*\*\*

註:

1. 表 4-4-2 的變數中文名稱，其英文代碼表示如右：應變數企業價值為 V2，股價為 V1(取對數)，營業毛利為 Z1(取對數)，營運資金為 Z2(取對數)，負債率為 Z3，營業槓桿為 Z4，房貸利率為 Z5，股利率為 Z6。

2. 符號\*\*\*表示顯著水準為 1%，\*\*表示顯著水準為 5%，\*表示顯著水準為 10%。

表 4-5-3 是低股價營建公司對企業價值的迴歸結果，股價對企業價值的影響為正向影響，但未達到顯著水準(P-value=0.95)，營業毛利對股價的影響為正向影響，達到顯著水準(P-value=0.0992)，顯示良好的投資決策對股價產生有利的影響。負債率對股價的影響為正向影響，達到顯著水準，(P-value=0.0000)。營運資金和房貸利率皆呈現負向影響，但僅營運資金達到顯著水準，P-value=0.004。顯示良好的融資決策對股價產生有利的影響。營業槓桿對股價的影響為負向影響，但不顯著 P-value=0.8768。股利率對股價的影響為負向影響。

表 4-5-3 低股價營建公司對企業價值的迴歸結果

$V_2 = \beta_0 + \beta_1 V_1 + \beta_2 Z_1 + \beta_3 Z_2 + \beta_4 Z_3 + \beta_5 Z_4 + \beta_6 Z_5 + \beta_7 Z_6 + \varepsilon$				
變數	預期符號	係數值	t 值	P 值
常數項	+	-0.59764***	-12.625	0
股價	+	0.0007	0.0611	0.9512
營業毛利	+	0.0078*	1.6510	0.0992
營運資金	-	-0.0122***	-2.8437	0.0046
負債率	-	0.7172***	65.1283	0.0000
營業槓桿	-	-5.76	-0.1551	0.8768
房貸利率	-	-0.031	-1.2915	0.1969
股利率	+	-0.0023***	-3.3801	0.0008

判定係數

(R-squared) 0.875

調整判定係數

(Adjusted R-squared) 0.8738

對數概述比

(Log likelihood) 1027.392

F 統計量

Prob(F-statistic) 0.0000\*\*\*

註:

1. 表 4-4-2 的變數中文名稱，其英文代碼表示如右：應變數企業價值為  $V_2$ ，股價為  $V_1$ (取對數)，營業毛利為  $Z_1$ (取對數)，營運資金為  $Z_2$ (取對數)，負債率為  $Z_3$ ，營業槓桿為  $Z_4$ ，房貸利率為  $Z_5$ ，股利率為  $Z_6$ 。

2. 符號\*\*\*表示顯著水準為 1%，\*\*表示顯著水準為 5%，\*表示顯著水準為 10%。

## 第五章 結論與建議

### 第一節 結論

由 4-2 各項變數相關係數表看出，股價與負債率、營業毛利及營運資金相關係數較大，這三項要素影響企業的現金流量和企業的資金調度壓力。而企業價值與營業毛利、營運資金、房貸利率與現金股利率相關係數較大，反而是負債率的影響較小。這暗示不動產公司的價值較受投資決策(營業毛利、營運資金)影響，但與產業舉債(負債率、營業槓桿)較無相關。

表 4-4-1 企業價值對股價迴歸結果和表 4-4-2 及表 4-4-3，較低的模型解釋力 ( $R\text{-squared}=0.2578$ ) 表示企業價值無法大幅度的推升股價，隱含表示股價變動尚有其餘影響因素。這種與表 4-5-1 的差異，也表示企業即使有好的投資決策或是管理能力，也不容易對股價有大幅度影響。高低企業價值樣本也呈現一些差異，高企業價值樣本群組的營業毛利對股價的影響力不顯著，但總體樣本和低企業價值樣本的營業毛利呈現正向影響，表示金融市場對於高企業價值的營收變動的容忍力較高，這種信任可能基於一些過去表現和未來預期。但對於企業的負債率則是與預期相反，不論全體樣本或是高低企業價值樣本群組，皆呈現負影響，這可能與數據的時間點相關，研究期間 2008 年~2013 年，歐盟與英美國家的國際金融局勢面臨系統風險升高的情況，國際資金移動的不確定性增加，融資能力影響企業存續，這點能進一步的從 4-4-2 高企業價值樣本群組的營業槓桿的顯著性可得到印證(藉由負影響的負債率、負影響營業槓桿、正影響營業毛利)，較少的負債幫助企業存續。但這點可能對於高企業價值公司的影響較為深刻，因為整個研究樣本期間有許多公司上市與下市，長久存續的公司較為投資者瞭解。

表 4-5-1 股價對企業價值迴歸結果和表 4-5-2 及表 4-5-3，相較於表 4-4-1 和 4-4-2 與 4-4-3 企業價值對股價迴歸結果，模型解釋力較高 ( $R\text{-squared}=0.875$ )，可能隱含代表股價會推升企業價值，高漲的股價會對企業前景產生更多的膨脹。後續研究若能額外將後續的企業融資條件(銀行貸款或金融市場融資)共同納入分析，或

許能了解一些更實際的意涵。這點由 4-5-2 高股價公司樣本和 4-5-3 低股價公司樣本的股價影響係數差異可以初步觀察到這現象。不同企業價值或股價表現的樣本群組，對於營業毛利、營運資金或營業槓桿的投資效果不一致，因此兩群組的公司應採用不同的發展策略，分別重視長期成果和現金流量管理。

## 第二節 建議

以公司立場而言，不動產行業的公司管理能力、真正的投資機遇，與大宗商品或是消費品公司不相同。總合本研究的數據結果，建議如下：(1)高企業價值或高股價公司，因營業槓桿的影響效果較大，但營業毛利影響效果較低，可往長期建設的聯合開發方向發展，分散各參與者的固定成本。(2)低企業價值或低股價公司，因營運資金和營業毛利影響較大，目標可以鎖定建設期間短、期初開發資金需求低，或是每期可產生現金流入的建設市場。

本研究後續研究建議有四項：

- (1)公司治理:建議研究期間避開金融危機的時期，瞭解企業負債率的影響。
- (2)企業價值:開發期間的融資來源分類為台灣私人企業融資、國際法人融資和政府專案融資，後續研究可再了解不同融資來源對於長期企業價值預期和破產機率的影響。
- (3)財務決策效益:將營業毛利、負債率之類的市價財務指標，分類為投資決策、融資決策、股利發放，使用門檻模型檢驗邊際效益。
- (4)轉換會計成果與財務成果之間的差異

## 參考文獻

### 中文部分

- 1.王金隆(2008),「BOT 專案之最佳資本結構分析-以台灣高鐵為例」,國立聯合大學土木與防災工程學系碩士論文。
- 2.王俊和 (2011),「公司規模與超額價值之實證研究-以台灣上市櫃公司為例」,交通大學財務金融碩士學位論文。
- 3.江來成(2005),「資本結構影響因素之研究-以臺灣上市鋼鐵業為例」,銘傳大學管理學院高階經理碩士學程在職專班碩士論文。
- 4.何彥慶(1990),「九零年前後,台灣加權股價指數與美國道瓊工業指數、日本股價指數的連動關係之研究」,國立成功大學企業管理學系碩士論文。
- 5.李佳靜(2009),「以隨機波動模型探討隔夜資訊對股價指數之影響」,私立銘傳大學財務金融學系碩士論文。
- 6.李麗琴(2008),「中小企業有效稅率與資本結構之實證研究」,逢甲大學會計學系碩士在職專班碩士論文。
- 7.李詩將(2000),「臺灣上市公司所有權結構、資本結構與公司績效間相關性研究」,高雄第一科技大學金融營運系碩士論文。
- 8.林左裕、程于芳(2013),「影響不動產市場之從眾行為與總體經濟因素之研究」,管理經濟論叢,第九十五期。
- 9.林冠宇(2008),「公司財務歷史對於資本結構之影響-兩階段迴歸模型之應用」,國立臺北大學企業管理學系碩士論文。
- 10.林鳳麗、廖育旻(2010),「台灣上市公司自由現金流量與營收成長是否影響公司績效?綜橫門檻迴歸模型之運用」,會計與公司治理,第七卷,第一期。
- 11.吳怡慧(2011),「台灣加權股價指數與總體經濟變數之關聯性研究」,國立中正大學國際經濟學系碩士論文。
- 12.柯冠成、江惠君、林信助、張榮顯(2012),「資產成長與股票報酬之關係:台灣



- 實證，管理學報，第二十九卷，第五期。
- 13.張愷凌(2009)，「景氣循環、總體經濟變數與台灣股價指數的關係性研究」，國立交通大學管理學院碩士在職專班財務金融組碩士論文。
- 14.張祥瑞(2000)，「上市營建業現金增資後其長期經營績效變化關係之研究」，國立逢甲大學土地管理學系碩士論文。
- 15.陳俊宇(2008)，「建立一個具效率前緣的投資組合應用於國際主要股票市場」，國立成功大學統計學研究所碩士論文。
- 16.陳師群(2001)，「三因子 CAPM 模式之交叉項效果」，國立台灣大學財務金融研究所碩士論文。
- 17.陳麗媛(2000)，「租稅負擔與公司資本結構」，國立政治大學財政研究所碩士論文。
- 18.陳曉慧(2005)，「公司治理之資訊透明度對經營績效與股價行為關聯之研究-以金融公司為例」，私立嶺東技術學院財務金融研究所碩士論文。
- 19.陳佳楨(2011)，「股權結構、資本結構與公司績效關聯性之研究-以臺灣上市公司為例」，朝陽科技大學財務金融系碩士論文。
- 20.陳虹伶、周行一、徐莞玲、黃寬彥(2010)，台灣股票市場的長期績效，台灣金融財務季刊，第十一輯，第三期。
- 21.許溪南、郭玟秀、張介銘(2008)，持續性高現金儲備政策對公司長期營運績效與股價之影響，管理與創新，第六卷，第一期。
22. 游舜德、林詩榕(2011)，台灣上市櫃建設公司股票報酬率影響因素之研究，台灣土地研究，第十四卷，第二期。
- 23.曾偉倫(2010)，「以美國存託憑證與股價指數期貨進行單一股票的交叉避險」，國立暨南國際大學財務金融學系碩士論文。
- 24.董澍琦、楊聲勇、藍淑鳳(2005)，股票報酬與經濟成長-亞太新興國家之實證研究，東海管理評論，第七卷，第一期。

- 25.蔡凱壬(2011),「可轉換公司債評價-考量股價、利率、信用風險」,國立暨南國際大學財務金融學系碩士論文。
- 26.廖家昌、莊文議、游志成(2008),市場不完美對投資與現金流量敏感度影響之研究,管理評論,第二十六卷,第三期。
- 27.劉維傑(2009),「臺灣股價指數與融資餘額、法人進出、貨幣供給、利率關聯性研究」,私立東吳大學經濟學系碩士論文。
- 28.顏克丞(2010),「成交量對台灣股價指數報酬高階動差之影響-S<sub>U</sub>-Mormal 分配之應用」,國立中正大學國際經濟學研究所碩士論文。
29. 潘世奇(2004),「影響企業價值波動之關鍵因素探討」,國立中山大學財務管理學系碩士在職專班論文。
30. 劉榮芳、林益倍、陳嘉斌(2011),資本支出增加與公司股票報酬:台灣股票上市公司之實證,財金論文叢刊,第十四期。
31. 謝潮儀、黃進雄(1993),不動產經濟學導論,茂榮圖書有限公司。
32. 叢文豪、廖咸興(1996),影響不動產報酬率之風險因素及其敏感度之研究,住宅學報,第三期。
33. David E. Allen, Abhay Kumar Singh and Robert Powell(2009), Asset Pricing, the Fama-French Factor Model and the Implications of Quantile Regression Analysis, Working Paper 0911。

## 英文部分

1. Aswath Damodaran (2001), Corporate Finance: Theory and Practice, 2nd Edition, Wiley Finance.
2. Alexander Gordon J. , Willian F. Sharpe and Jeffery Y. Bailey (1995), Investments, 6th Edition, Material.
3. Brealey Richard A. , Stewart C. Myers and Alan J. Marcus(1998), Fundamentals of Corporate Finance, 3th Edition, University of Phoenix.
4. James Edward Meade (1951) , The Balance of Payments, Oxford University Press.
5. Joseph P. Daniels, David D. Vanhose (2003), International Monetary and Financial Economics, Pearson Education.

