**經理人過度自信對海外投資績效的影響－以自由現金流量為干擾**

指導老師：翁鶯娟老師

組　　員：黃晉猷、林廷科 、謝承祐

**摘要**

在不確定的情況下，諸多行為財務理論認為人會有不理性的行為發生，而公司管理階層亦由人所組成，當經理人面臨未來狀況不確定時，在公司重要的決策上是否也會產生不理性的行為。本研究認為就資本投資決策來說，過度自信的經理人會低估投資案的風險，進而降低公司的績效表現，故透過公司資本投資比率變動與經營績效間的關聯性探討，可驗證企業經理人在資本投資決策上是否具有過度自信的現象。

採用之樣本期間為2000年至2012年間之年度資料，共計10年。本研究收集之樣本數為425筆樣本，不過受到資料短缺的限制，實際可供本研究採用的樣本數為398筆樣本。

依實證結果顯示，資本投資變動比率與海外投資績效呈現顯著的負向關係，表示公司管理者在資本投資決策上的確存在過度自信的現象。表示企業經理人有過度自信之現象時對海外投資的績效影嚮是負面的。過度自信經理人則不具有顯著的現金流量敏感度。最後，本研究亦指出該研究的限制與未來研究的建議。

關鍵字：過度自信、海外直接投資、自信現金流量

1. **緒論**

**第一節　研究背景**

企業在創立初期所發展的主要產業，在經歷過市場、景氣、產品生命因素波動週期後，很有可能會面臨競爭對手增加或所屬產業潮流的沒落，而面臨遭其他新興產業取代的困境。多數經營者基於永續經營與持續成長的理念下，會藉由各種不同的經營方式以達到企業生存與成長。

多角化經營(Diversification of operations)和海外投資是企業謀求發展所採取的策略模式之一，企業可以充分利用現有的資源，而採取跨行業或是跨產品的經營活動來提升企業本身的價值，以及降低企業經營風險。企業資源包括資金、人力、技術、設備、原材料等有形資源，還包括信譽、銷售渠道、信息等無形資源，充分利用過剩資源以提高經濟效益。

企業國際多角化投資海外成功的因素往往包涵多角化的程度、多角化的類型、企業與投資案特性、被投資國家特性、經濟景氣及產業別等構面來探討國際多角化的績效與風險，但是企業經理人的決策，往往會影響到企業進行國際多角化投資的績效與風險。經理人進行決策的過程中是否有過度自信(OVERCONFIDENCE)，將影響決策品質影響。Weinstein(1980)發現決策者如果處於可以控制公司決策的地位，更容易會顯現出過度自信的。由於CEO身處可以控制公司決策的地位，會認為自己可以控制決策的結果，也就是所謂的控制幻覺(controlling illusion)。這種情形會隨著決策者在公司中的位階越高越顯著。Malmendier and Tate（2005）以美國1980∼1994 年477 家大型公司檢測經理人在併購方面的表現。使用同樣的過度自信代理變數，發現過度自信的經理人與併購成功與否存在正相關，顯示過度自信經理人比較容易成功的併購；但是市場卻會給予負面的評價，原因可能是過度自信的經理人通常會提出較高的併購價格給予被併者，因此會有相對比較高的併購成功機率，但是由於提出的併購價格高於被併公司應有的價格，造成主併公司價格減損，使的市場會給予相反的反應。根據 Alicke et al.(1995)，當決策者的績效表現難以比較，且比較的基準點(Reference Point)不明確時，過度自信的行為越容易產生。由此可見，CEO身處於重要決策地位，對於企業的未來發展實有重要的影響力，倘若經理人具有高度的過度自信行為，將會影響企業進行擴張策略判斷之正確性，進而影響企業之發展。

**第二節　研究動機**

自1980年代中期以後，由於國內經濟自由化與國際化的進展，新台幣的大幅升值、土地價格高漲、勞動成本上揚、勞資糾紛不斷及環保意識抬頭等因素影響，使得國內廠商所面臨的經營環境更加困難，再加上國外經濟環境的改變，如東南亞地區的興起、各國的投資獎勵優惠、國際區域經濟日趨整合和國際貿易保護主義等因素，促使國內廠商紛紛進行海外直接投資活動。Gort(1962)認為公司透過產業多角化及海外投資的過程能夠帶來創造價值，且多角化與公司績效呈正向的關係，公司在考量產業特性與內部資源的前提下，無論經由水平、垂直或不相關多角化的經營模式，其多角化與公司績效都會呈現顯著且正向的關係。多角化營運可以創造內部資本市場，解決因為金融市場資訊不對稱而造成的投資不足問題。研究發現，多角化公司可以創造內部資本市場，透過產業部門之間資金的自由移轉，能夠降低對外部資本市場的融資依賴程度，以促進投資的效率。Harris(1982)認為雖然多角化過程可能帶來正面的利益，但對公司而言仍會造成不少的衝突，多角化資訊分散程度遠比單部門公司來得高，故其部門經理面對資訊不對稱(Asymmetric Information)所付出之決策成本也較高。經理人會採取多角化策略，是因為可藉由管理一間多角化公司來從中獲取私利，這種私利有很多來源，可能是藉由經營一間多角化公司而取得名聲或是提升未來的職位前途，當經理人有管理一家組織結構較複雜的企業的經驗時，會增加勞動市場對經理人能力的看法，而另一個可能性是經理人有傲慢的傾向，隨著時間經過，經理人會更相信自己的能力，而希望藉由多角化來增加社會地位，或藉由多角化來鞏固自己在企業裡的職位，因此，企業多角化與經理人誘因具有正向關係(Aggarwal & Samwick,2003)。

早期的學者們認為企業經理人在做任何的決策時是出自於理性的來進行策略分析與投資。而過度自信（OVERCONFIDENCE）的經理人往往是受到了一些自身內在的信念、情緒、偏見和感覺等主觀心理因素的影響，他們常常過於相信自已的判斷能力，高估自己成功的機率和私人訊息的準確性。文獻上對於過度自信與公司投資相關的文章著墨並不多，僅 Malmendier andTate（2005）、Heaton （2002）分別進行類似的研究；Malmendier and Tate（2005）利用Forbe500 大的資料進行分析，結果顯示過度自信的經理人具有較高的投資現金流量敏感度，表示過度自信經理人在持有越多的現金流量時會進行越多的投資計畫；Heaton（2002）則利用模型推導的方式，計算過度自信的經理人是否會存在過度投資的行為，經過推導證實發現，過度自信經理人的確存在過度投資的現象。Kahneman and Riepe (1998)認為後見之明易讓人產生過度自信，因為此會助長自己誤以為事情是可以預測的錯覺。

所以企業經理人或是公司高階管理決策者有著極高的決策能力時，過度自信與樂觀的心理層面將會對企業以及公司發展海外投資或是國際多角化的經營有相當程度的影響，本文則主要探討CEO的過度自信對公司投資決策及績效將產生何種影響。

**第三節　研究目的**

　　現今的企業集團的經營模式不只愈來愈多元化、多角化，而且已經跨足到海外地區，過度自信的經理人在做國際多角化經營和海外投資的決策時，會選擇利於自己或是高估自己的方案獲取潛在利益;例如一位理性的經理人由於可以理性的評估投資計畫，因此可以得出最佳投資方案，但是一位過度自信的經理人由於對投資計畫高估，因此認為進行更多的投資計畫將更有利於股東價值，結果反而會減損股東價值；本文針對過度自信經理人與公司投資之間進行研究，探究是否一位過度自信的經理人具有較高的投資現金流量敏感度，若過度自信經理人的確存在此種狀況，則表示經理人在持有過多現金的情況之下，會選擇過度投資計畫，而導致股票的異常報酬率降低，此時若股東可以是先預期經理人具有過度自信的行為，可以利用股東會的力量，降低經理人過度自信型為之產生，避免經理人造成股東價值損失，所以在決策的形成過程中，儘量避免一個人單獨做決定絕對是一個避免過度自信的有效好方法。

目前國內外關於公司資本投資決策的研究，大多在探討資本支出與公司價值間的關聯性，而本研究嘗試以經理人過度自信理論去分析公司的資本投資行為。本研究之主要目的在

1. 檢視經理人資本投資決策的過度自信行為與公司經營績效間的關聯性。
2. 進一步探討企業自由現金流量多寡是否會影響過度自信經理人進行海外投資決策績效。

**第四節　研究流程**

研究動機與目的

文獻整理

實證研究及結果分析

變數定義與樣本選取

建立研究架構

研究結論及建議

**文獻參考**

**中文文獻：**

王金冠，「影響企業海外投資承諾變化因素之研究」，國立東華大學國際企業研究所碩士論文，2003。

余明桂、夏新平、鄒振松:管理者過度自信與企業激進負債行為[J].管理世界，2006(8).

李健琮，「台灣經理人過度自信行為與公司投資相關性研究」國立中山大學財務管理系，碩士論文，2006。

高秀月，簡宣博，「海外投資之風險管理」，大同技術學院銀行保險系，2005。

郭雅青，「國內上市公司管理者過度樂觀之研究－以資本投資決策為例」，國立宜蘭大學應用經濟與管理學系，碩士論文，2011.

陳厚銘。「臺灣廠商海外投資之區位選擇與市場進入模式研究:折衷典範與網路變數分析」。國立台灣大學商學研究所未出版博士論文。1995

陳虹霖，「國內以同基金投資人過度自信行為之研究」，2001，台灣大學財務金融研究所碩士論文。

黃永杰，「基金經理人升遷與過度自信之理論與實證」，2003，雲林科技大學財務金融研究所碩士論文。

黃晉偉，「多角化海外投資對台灣製造業經營績效的影響」東吳大學經濟學系碩士論文，2005。

黃榮華，「企業海外投資區位之研究-以輪胎翻新產業為例」，國立高雄應用科技大學商務經營研究所 碩士論文，2008

詹家昌、劉維琪和吳欽杉，「經理人固守職位、聲譽與內部報告」，1996，交大管理學報，Vol.16 No.2 ， P113-138.

廖國翔，「注意力、情緒對投資決策之影響」，2001，國立政治大學財務管理研究所碩士論文。

劉敏禎，「企業赴海外投資之訊息宣告對股票報酬影響之研究－以台灣上市公司在的陸為例」，國立東華大學國際企業研究所碩士論文，2002。

**英文文獻：**

Ansoff, Igor H., ‘Corporate Strategy’, McGraw-Hill Book Co., 1965.

Ansoff, Igor. H., ‘The New Corporate Strategy’, John Wiley & Sons, Inc., 1988.

Barber,B.M.and Odean,T.,1999,The courage of misguided convictions,Financial Analysts Journal, P. 41-55

Barber,B.M.and Odean,T.,2000,Trading is Hazardous to your Wealth : The Common Stock Investment Performance of Individual .Journal of Finance , Vol.105, No.2,73-806

Barber,B.M.and Odean,T.,2001.The internet and the Investors, The Journal of Economic Perspectives, Vol.15, No.1 , 41-54

Bertrand,Marianne and Antoinette Schoar,2003, :managing with style:The effect of manager on firm policies”working paper.

Chuang, Y.C. and C.M. Lin (1999). Foreign Direct Investment R&D and　Spillover Efficiency: Evidence from Taiwan’s Manufacturing Firms. The Journal of Development Studies, 35(4), 117-137.

Dunning, J. H. (1980). Toward an Eclectic Theory of International Production:Some Empirical Tests. *Journal of International Business Studies*, 11, 9-31.

Daniel,K. and Hirshleifer, D. and Srbrahmanyam, A., 1998, Investor psychology and security marker under and overreactions, Journal of Finance 53, 1839-1886.

Finance, Vol. 52, p.111-133, 1997. Shefrin, H. and M. Statman, 1994, “Behavioral capital asset pricing theory”, *Journal of finance and quantitative analysis*, 29(3), 323-4.

Frank,J.D.,1935. Some Psychological Determinants of the Level of Aspiration. American Journal of Psychology, (47): 285-293

Gort, M., Diversification and Integration in American Industry, Princeton, NJ : Princeton University Press,1962

Guillén, M. F., 2002. Structural Inertia, Imitation, and Foreign Expansion: South Korean Firms and Business Groups in China, 1987-1995, *Academy 0/Management Journal,* 48(3), 509-525.

Gombola, M. and Marciukaityte, D. (2007), “Managerial Overoptimism and the Choice between Debt and Equity Financing,” *Journal of Behavioral Finance*,8(4), 225-235.

Hitt, M. A., R. E. Hoskisson and H. Kim (1997), “International Diversification: Effect on Innovation and Firm Performance in Product Diversified Firms,” *Academy of* *Management Journal*, 40, 4, 767-798.

Heaton, J.B,2002 “managerial Optimism and Corporate Finance.” Financial Management, summer,P33-45

Harris, Milton, Charles D. Kriebel and Artur Raviv, Asymetric Information, Incentives and Intrafirm Resource Allocation, Management Science, Vol. 28, p.604-620, 1982.

Hobday, M. (1995). Innovation in East Asia. Edward Elgar Publishing.

Li, Y. and Hu, J. (2002). Technical Efficiency and Location Choice of Small andMedium-Sized Enterprises. *Small Business Economics*, 19, 1-12.

Lang, L. and Stulz, R. (1994), "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance,"Journal of Political Economy,102(6),pp.1248-1280.

Root,F.(1987). International Trade and Investment Cincinnati, Ohio, South Western Publishing Co..

Roll, Richard, 1986. The hubris hypothesis of corporate acquisitions. Journal of Business, (59): 197-216.

Roll,Richard,1986.The hubris hypothesis of corporate acquisitions.Journal of Business,(59):197-216

Ritter, J.R. (1991), “The long-run Performance of Initial Public Offerings,” *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.

Ramanujam R.and Varadarajan, P. (1989)”Research on Corporate Diversification: A Synthesis,” Strategic Management Journal, 10,pp.523-551.

Jensen, M. C., Agency Costs of Free Cash Flow,Corporate Finance and Takeovers, The American Economic Review, Vol. 76, p.323-329, 1986

Kahneman. D.and Tversky. A.. 1979. Prospect theory: An analysis of decision under risk, Econometrica vol.47 no.2(march).263-91.

Kindleberger,C.(1969).American Business Aborad. New Haven: Yale University press.

Kojima,k.(1978).Direct Foreign Investment:Ajapanese Model of Multinational Business Operation. Croom Helm, London.

Kunda,Z.,1987. Motivated Inference: Self-serving generation and evaluation of causal theories, Journal of Personality and Social Psychology, (53): 636-647.

Kahneman, D. and Riepe, M. W., 1998, Aspects of investor psychology, Journal of Portfolio Management(summer), 52-65

Mariotti, S. and Lucia Piscitello (1995), “Information Costs and Location of FDI’s Ethnic the Host Country: Empirical Evidence from Italy,” *Journal of International* *Business Studies*, 36, 9, 815-841

Malmendier, Ulrike and Geoffrey Tate, 2005, “CEO Overconfidence and Corporate Investment.”forthcoming.

Malmendier, Ulrike and Geoffrey Tate, 2005, “Who makes acquisitions? CEO overconfidence and maket’s Reaction.”working paper. Lin Y, Hus, Chen M. Managerial optimism and corporat investment:Some empiricalevidence from Taiwan [J] . Pacific – Basin Finance Journal, 2005, 13(5) : 523-546

Nitsch, D., Paul Beamish and Shige Makino (1996), “Entry Mode and Performance of Japanese FDI in Western Europe,” *Management International Review*, 36, 1, 27-53.

Odean,T., 1998a, Are investors reluctant to realize their losses?, Journal of Finance, 53, 1775-1798.

Odean,T.,1998, Volume, volatility, price and profit when all traders are above average, Journal of Finance, 53, 187-1934.

Odean, T., 1999, Do Investors Trade Too Much? The American Economic Review , December, 89,1279-1298.

Odean,T.,2000,do investors trade too much ? American Economic Review, 89, 1279-1298

Shefrin, H. ,2001. Behavioral Corporate Finance. Journal of Applied Corporate Finance, (14): 113-124.

Stein, J. C., Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources, Journal of

Shefrin, H. and Statman, M., 1985, the disposition to sell winners too early and ride losers too long : Theory and evidence, Journal of Finance, 777-790.

Shefrin, H., 2000, Beyond Greed And Fear, Boston, MA: Harvard Business School Press.

Shefrin, H, 2000,Inefficient Market, Oxford U. Press,Oxford.

Taylor, S. E. and J.D. Brown, 1988. Illusion and Well being: A Social Psychological Perspective on Mental-Health. Psychological Bulletin, 103(2): 193-210.

Van Hoesel, R. (1996). Taiwan Foreign Direct Investment and the Transformation of the Economy. Foreign Direct Investment and

Government: Catalysts for Economic Restructuring, London: Routledge,

280-315.

Weinstein, N. D. (1980) “Unrealistic Optimism about Future Life Events”Journal of Personality and Social Psychology, 39, 806-820

Weber, A. (1909). *Theory of the Location of Industry*. Chicago: University of Chicago Press.