

總經理過度自信之績效研究

宋承寧

國立高雄應用科技大學企業管理系碩士班

demonning@yahoo.com.tw

摘要

本研究以 2007 年至 2011 年台灣的上市和上櫃公司為樣本，以事件研究法探討公司首播廣告宣告之股價異常報酬。利用複迴歸分析總經理過度自信，對首播廣告的股價異常報酬影響，最後，分別加入總經理雙元性和家族控制作為干擾變數，檢視此二干擾變數加入對首播廣告之股價異常報酬的影響。

本研究發現，首播廣告可以帶來正向之公司股價異常報酬，但若該公司之總經理有過度自信傾向時，反而對首播廣告的宣告有負向的影響。再加入總經理雙元性和家族控制探討其干擾效果時，總經理雙元性和家族控制對首播廣告的股價異常報酬有正向的關係，也就是說會減弱總經理過度自信對公司股價異常報酬的負向關係，但整體效果對公司股價異常報酬仍然為負向的。

關鍵詞〈3-5 個〉：廣告績效、總經理過度自信、總經理雙元性、家族控制。

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

對於研究公司治理和管理的學者來說，在公司許多的活動之中，股東和投資者對於行銷活動的反應和公司資源的調度，一直以來被視為首要關心的議題(Rust et al. 2004)。而廣告活動為所有行銷活動中能見度最高且最具規模的行銷活動，因此廣告績效成為多數公司總經理最關心、研究者特別有興趣的領域。許多重要的廣告與績效之間的研究證據顯示，企業以廣告作為與投資者和消費者之間的溝通管道，能夠對公司股東之財富產生正面的影響(Conchar, Crask, and Zinkhan, 2005)。

本研究第一個要探討的議題為，公司首播電視廣告是否能吸引投資者的注意力，為公司的股價帶來異常報酬。電視廣告對公司而言，是為公司宣傳產品或提升企業形象的方法之一，電視廣告播出，可將公司內部要對外部傳達的訊息，表達給外部社會大眾得知，進一步提高公司品牌名稱識別度和公司或產品名聲，所以公司有支出電視廣告的公司產品，相較於競爭者產品，因知名度的提高，可贏得較高的市場價格。研究指出，因為廣告可以為公司的未來帶來效益，所以電視廣告支出可視為公司的投資行為，而電視廣告支出所帶來的絕對優勢，因為公司知名度和產品識別度的提升，可幫助公司達成差異化策略，創造公司價值，廣告此項舉動可為公司的新產品推出或行銷過程，創造公司的品牌權益，成為其它競爭者難以模仿的對象(Yew Kee Ho, Hean Tat Keh and Jin Mei Ong, 2005)。

廣告在市場中扮演著兩個重要的角色，第一個角色為在產品市場中，對消費者透露產品品質的信號，消費者可以藉由此方式，評估並衡量對此產品的態度，並平衡心中的產品定價與公司之產品定價(Nelson 1974, Kihlstrom and Riordan, 1984; Milgrom and Roberts, 1986)。我們可以合理的假設，當消費者面對該產品時，他們會想像該產品，而廣告的注意力捕捉效果(attention-getting effects)，將會讓消費者對於該廣告所訴諸的產品形象，與消費者使用產品的歷史發揮聯結，並產生影響力(Dik Warren Twedt, 1952; Jiro Yamanaka, 1962; John H. Boyd and Eugene P. Schonfeld, 1977)。

廣告的第二個重要角色為，向股票市場中現有的投資者和潛在的投資者，透露公司目前和未來營運計劃的方向和真實價值，因此能夠讓投資者正確的平衡內心對公司的股票定價，與投資市場中公司的股票之實際價值(Thomas Chemmanur and An Yan, 2007)。以公司投資行為之無形資產投資來說，廣告支出是一項規模龐大且可幫助公司快速成長的舉動。相較於研究發展(R&D)支出，或其它以探索、開發為目的基礎的投資，廣告支出在公司行為的所有價值鏈中，與創新價值鏈之中的商品化時期有關(Feng Gu and John Q. Li, 2010)，能明確地向社會大眾告知，公司何時推出新產品或新形象的時機，所以本研究對首播廣告是否能為公司帶來股價異常報酬這個議題，是持正面的態度。

近年來研究發現有些總經理是過度自信的，因為他們相信他們的知識和能力比實際上要高出許多(Ben-David et al., 2007)。總經理過度自信在理論上和實務上一直被用來解釋公司重要決策，包含投資、財務、股利發放和公司合併、創新...等。一個內部自信程度適度的管理者，可為公司帶來最大的公司價值(T. Colin Campbell, Michael Gallmeyer, Shane A. Johnson, Jessica Rutherford and Brooke W. Stanley, 2011)，因為適度的自信程度可讓總經理投資在最理想的水平，致使公司價值最大。另外，有文獻指出過度自信總經理會過度評估內部產生的報酬，並相信外部的投資者低估他們的公司價值(Ulrike Malmendier and Geoffrey Tate, 2008)，總而言之，自信不足的總經理和過度自信的總經理，無法最大化公司價值。但是總經理過度自信對公司也可能會有有利的一面，在其它方面創造公司價值，例如藉由中

和風險趨避、提升企業家精神、讓公司克服環境的威脅或吸引有相同心智的員工(Schelling, 1960；Goel and Thakor, 2000；Bernardo and Welch, 2001；Van den steen, 2005)。

本研究第二個要探討的議題為，當過度自信總經理面對廣告這項投資支出決策時，是否也會犯了過度評估價值或風險衡量不足的錯誤，而造成廣告的績效不佳。過度自信總經理會為了追求他們的個人利益並犧牲股東的權益(Jensen and Meckling, 1976)，傲慢理論(Roll, 1986)指出了過度自信總經理在投資決策犯了評估錯誤，因為他們對專案的綜效的評估太過樂觀。過度自信總經理在行為上有許多不同於理性總經理的地方，第一，過度自信總經理會錯誤評估風險以及過度評估投資決策的綜效，因為他們相信自己的領導技能比其它人還要出色；第二，過度自信總經理相信他們的公司目前的價值是被市場低估的，此信念會造成在過度自信總經理的領導之下，過度評估專案和決策所帶來的未來報酬，而廣告支出因為金額龐大且是公司的重大決策，並具有高度的資訊不對稱性，所以本研究對於過度自信總經理對廣告績效的影響，是抱持負面的態度。

有兩個重要的理論-代理成本和管理上的非理性的傲慢，解釋了為何總經理犯了價值破壞的錯誤。總經理的個人特質和行為傾向，如過度自信，同時影響他們的資訊提供和投資決策(Malmendier and Tate 2005)，而公司總經理會影響董事成員和投資者的資訊品質取得，更進一步影響公司的投資決策和營運方針(e.g., Malmendier and Tate 2005；Adams and Ferreira, 2007)，美國許多研究證據顯示，過度自信總經理比其它總經理更會破壞公司價值(Hayward and Hambrick, 1997；Malmendier and Tate, 2005)，如果總經理如果不願意冒風險，所以會謹慎的評估專案，此風險趨避的行為，對專案的淨現值就會有正面的影響。

總經理在擁有更多股票選擇權時，面對的風險將越大，其發現股票選擇權和公司持股的增加，代表總經理採取大膽的風險投資(Chen et al., 2006)。本研究以總經理持股數的增加來衡量總經理是否有過度自信的傾向，因為台灣公司發放公司選擇權給總經理的樣本公司數目有限，且主要以電子產業為主，所以總經理是否為過度自信傾向的衡量，本研究以總經理的公司持股數量的增減年數來判斷(Malmendier and Tate, 2005)，因為公司總經理持有自家公司股票是普遍的現象，樣本公司的取得不致於受到限制，進而產生樣本取得的誤差。

所謂的總經理雙元性，意為總經理同時兼任董事長的職位，當公司為總經理雙元性情況時，必定對公司的重大決策造成影響，進而影響決策的績效。有許多研究探討總經理雙元性對績效的影響 (Boyd, 1994；Daily and Dalton, 1993；finkelstein and D'Aveni, 1994)，但研究證據結果顯示同時存在正向、負向兩種不同的實證結果，所以我們進一步加入經理雙元性當干擾變數，來探討過度自信總經理如果同時兼任公司董事長和總經理的職務時，對公司的廣告績效會有增強的效果或是減弱之效果。

若根據代理理論，總經理同時兼任董事長和總經理的職位時，因為總經理握有的職權擴大，形成公司內部股東與總經理之間的內部資訊不對稱，同時降低了董事會監督的功能，使董事會的監督效果不彰，因此，總經理便更有機會做出自利的投機行為，造成公司外部投資者和總經理之間的外部資訊不對稱，總經理與股東及投資者之間就會產生代理問題，如果資訊不夠透明化和一致，將導致外部投資者和內部股東無法真正評估專案或投資決策的真實價值，公司的投資決策即不受支持(Boyd 1994, Daily and Dalton, 1993；Morck, Shleifer and Vishny, 1989；Mallette and Fowler, 1992)，將導致廣告的績效不佳。因此公司總經理為自信總經理，再加上總經理雙元性的影響，對廣告績效不佳的效果影響會更大。

另一方面，根據管家理論，總經理兼任董事和總經理時，因為總經理在個人的成就感、責任感和自尊的驅使之下(Donaldson, 1990)，眾人的利益考量甚於個人的利益考量，因而願意犧牲個人利益，完成組織和內部股東、外部投資者的目標(Boyd, 1995；Donaldson and Davis, 1994)。並且在董事長兼任總經理的情況之下，可使資訊流通，讓公司內部的指揮與命令統一(Hambrick and Finkelstein, 1987)，總經理因此擁有內部優勢(Boyd, 1995；Conchra, Wood and Jones, 1985；Kroll, Walters and Le, 2007)，有助於總經理與董事會、股東間溝通與整合，促使投資決策的效率提升。所以公司總經理為過度自信時，因為總經理雙元性會致使公司總經理完成組織目標，會減輕廣告不佳的效果。

除了總經理雙元性對公司績效造成影響，另外有一個對是為影響公司績效之公司內部結構重要因素，那就是家族控制。全世界有約百分之七十的企業為家族控制(Helen Nicholson, Deborah Shepherd and Christine Woods, 2009)，然而家族企業控制結構中的股權高度集中、股東財富與公司價值密切連結、家庭成員關係對於公司績效的影響，究竟是正向亦或是負向的，一直被學者廣為探討(Bruton, Ahlstrom and Wan, 2003；Casson, 1999；Chang Wu and Wong, 2010；Lubatkin, Schulze, Ling and Dino, 2005；Yeh and Woidtke, 2005)，而總經理過度自信再加上為家族控制影響，對於廣告績效的干擾效果，不利的影響會加強或減輕，也是本研究要探討的重要議題。

此研究聚焦於首播的電視廣告，是否會帶來公司異常報酬，是因為相較於宣傳單、雜誌、特定行銷事件...等，電視廣告當廣告此媒介佔大部份的廣告支出。在許多行銷的文獻和研究中，投資者評估行銷活動的效果，主要專注於特定事件的股價回應，如公司變換口號或標誌、品牌介紹、公司規模擴大的宣佈、名人支持...等(Agrawal and Kamakura, 1995；Lane and Jacobson, 1995；Mathur, Mathur and Rangan, 1997；Mathur and Mathur, 1995, 1996, 2000；Hozier and Schatzberg, 2000；Conchar, Zinkhan, and Bodkin, 2003)，而公司首播廣告，因為向大眾表露了公司目前的營運動態和方針，此舉動對市場和投資者而言是一項重大的舉動，。

第二節 研究目的

因為許多財務績效的評估中，評估廣告為公司帶來的年度收入和盈餘，受太多伴隨因素之影響(Geyskens, Gielens and Dekimpe, 2002)，如公司其它行銷事件、公司合併、增(減)資、其它投資支出、景氣波動、產業競爭、會計作帳...等，所以我們以事件研究法來衡量初首播電視廣告此單一事件，對於公司股價異常報酬的影響。事件研究法被廣泛的應用在評估衡量行銷活動所帶來的報酬，因為此方法可衡量公司獨特行銷事件所產生的股價績效影響(Hyman and Mathur, 2005)，所以本研究以事件研究法以及複迴歸方法分析：

- 一、探討公司的首播廣告是否會帶來公司股價的異常報酬
- 二、探討總經理過度自信對廣告績效的影響
- 三、探討總經理雙元性，對總經理過度自信之廣告績效產生的干擾效果
- 四、探討家族企業，對總經理過度自信之廣告績產生的干擾效果

第二章 文獻探討與假設建立

本研究的研究目的在於探討公司首播電視廣告之宣告，亦即公司在首度播出該電視廣告後，是否對該公司的股價帶來明顯的異常報酬。並進一步地探討總經理過度自信對廣告績效的影響，皆下來加入總經理雙元性和家族企業對廣告績效的干擾效果。

第一節 廣告對公司績效的影響

以消息傳遞面為基礎的投資策略，是眾所皆知的股票市場投資準則。此投資準則係基於股票價格將會快速的回應新資訊為假設依據。因為公司用打廣告此方式，作為與消費者和投資者之間的溝通管道，能適時且正確的將公司資訊和未來方針透露給社會大眾知道，所以當公司一旦有廣告播出，對投資者來說可以視為公司未來績效為正面的好指標(Jooyoung Kim and Jon D. Morris, 2003)。廣告經常可引起銷售量增加，因此廣告可以為公司帶來效益，此概念與投資是一樣的。廣告和銷售的因果關係在許多研究中指出，在理想的狀況下，如果我們投資一元在廣告支出，能產生 3 元的銷售在此廣告的效益上(Jones 1995；Broadbent, S.,1993)。我們研究公司首播廣告可能帶的影響，可以從以下幾個面向來解讀：

一、廣告對消費者行為方面的影響

其它行銷方面的研究指出，廣告可以短暫性的影響消費者的購買習慣(Clarke, D.G., 1976；Jones, 1995)，和消費者的購買態度(Kotler, P., 1994)，進而明顯影響公司未來的銷售。廣告短期之下可以發揮所謂的傳遞效應(pass-through effect)，意即在公司創造品牌權益的策略中，經由廣告宣染的方式，向社會大眾流露訊息和溝通，並發揚公司的想法、產品或服務，並經由大眾口耳相傳的效果，增加公司的名聲和產品的知名度，幫助公司實現公司品牌權益的提升(Sheinin and Beihal, 1999)。長期來說，廣告對消費者影響有所謂的遞延效果(Carry-Over Effect or Durable effect)(Assmus, Farley, and Lehmann, 1984；Berkowitz, Allaway, and D'Souza, 2001a, 2001b；Clarke 1976)，意即當廣告的注意力捕捉效果在消費者身上產生影響後，此品牌或產品已經深深植入在消費者的腦海中，當對該產品有需求時或有與廣告內容相似情節的情況發生時，消費者即會馬上投入到該廣告所帶來的印象中。所以，無論成功或失敗的廣告，皆會對消費者的記憶產生影響，消費者接下來會依他們的對該公司的印象反應該公司的品牌價值，此種廣告影響品牌價值的 effect 大約持續三年(Abraham and Lodish 1990；Lodish et al., 1995)。

二、廣告對投資者的影響

學者發現廣告可提供資訊給股票投資者，投資者則以廣告流露出的消息，預期公司目前的營運動態和未來的現金流量，對公司的市場價值有正向的影響(Chauvin and Hirschey, 1993；Mathur and Mathur, 1995)。依 Efficient markets hypothesis(EMH：Fama and French, 1992)，股價反應出主觀的投資者，基於有用的資訊作預期(e.g., Shiller, 1981)，例如投資者會視廣告支出為一項可提升未來現金流量的資訊，所以當電視廣告播出時對投資者來說，可當成公司有系統的投資在未來收益的訊號，而投資者將依公司投資在廣告活動的程度，調整他們對股票的評價(Erickson and Jacobson, 1992；Margy P. Conchar, Melvin R. Crask and George M. Zinkhan, 2005)。

公司的宣傳通常被設計為產生短期效應(e.g., Pauwels, Silva-Risso, Srinivasan and Hanssens, 2004)，而廣告這項舉動不只要是在公司品牌知覺、消費者忠誠、節省公司成本和阻撓競爭者等各方面產生影響，短期不只為公司帶來銷售成長，長期則會增加公司各方面的利益(Margy P. Conchar, Melvin R. Crask and George M. Zinkhan, 2005)。

Metron(1987)指出，公司依該公司投資者作預期的報酬預測，其原因是基於投資者對該公司的識別程度(Stephen R. Foerster and G. Anerev Karolyi, 1999)，舉例來說，投資者選擇投資組合的方式，是基於該公司股票的可見度和投資者認為此股票是否吸引人，而股票的可見度衡量方式，是基於該股票的價格、公司名聲、廣告活動和公司產品的受歡迎程度，大量的股票交易量可以吸引投資者對該公司的注意力，進而提高投資者對公司的識別度，能吸引更多的投資者購買該股票，最後致使股票價格上漲(Merton, 1987；Daniel J. P. Chai and Daniel F. S. Choi, 2010)，而資產價值模型假設每一個公開資訊散播，例如廣告播出，會提高此股票的可見度，並會立刻在每一個投資者產生效用，致使公司的股票交易量上漲，所以當投資者在收到廣告首播此資訊時，就會馬上反應在公司的股價上(Robert C. Merton, 1987)。

H1：首播廣告對公司股價會帶來正向的異常報酬。

第二節 總經理過度自信對首播廣告的影響

一、過度自信總經理的個人特質

過度自信被定義為過度評估個人之能力與事情的結果，和個人在某種情況下持有過度樂觀的態度，過度自信經常發生在財務行為上。基於大量的心理學文獻，發現人們普遍過度自信(Frank, 1935；Weinstein, 1980)，舉例來說，人們會傾向持過度樂觀的態度，來評估與他們能力相關的事物(Larwood and Whittaker, 1997)。總經理相對於一般民眾，因為選擇性偏差(Selection bias)，會有過度自信 (Gervais, Heaton and Odean, 2003)的傾向，所謂選擇性偏差，即人們慣性的將事物分為幾個典型的類別，然後對事件的結果進行概率估計預測時，過分強調這種典型類別的重要性，而忽略了其他可能存在的證據，總經理有選擇性偏差情況下，會傾向將面對的情況，會模式性的列為平常處理事物的典型類別中，因為缺乏客觀的分析，進而造成系統性的預測偏差，導致決策和專案價值的誤判。所以人們任職於管理上的位置，因處理的事物與自我能力、專業相關，則較可能會有過度自信於他們本身的能力的現象。有兩個主要的看法對於信總經理為過度自信，對公司有負面的影響，第一個看法為非理性的總經理會有套利的行為，即過度自信總經理為了個人的欲望和需求，會做出滿足自己利益，而忽略公司股東、投資大眾的自利行為；第二個看法為非理性的總經理無法藉由經驗學習，成為理性總經理，因為從公司財務決策中所得到的回饋是不常發生且緩慢的，在此種非理性總經理因為缺乏成功的經驗和案例的情況之下，很少總經理能夠進而從自己成功的經驗中學習，成為理性的總經理(Brehmer, 1980；Heaton, 2002)。

二、過度自信總經理對公司決策的影響

過度自信總經理會因為低估或忽略專案和決策所帶來的風險，導致專案和決策所帶來的風險更大(Bernardo and Welch 2001, Goel and Thakor, 2008)，此發現可幫助解釋普遍的總經理決策未最佳化的投資行為(Malmandier and Tate 2005a, 2005b, 2008, 2010)。大量的研究指出管理上的過度自信影響了各種公司決策，例如投資策略、財務方針、合併和併購及盈餘管理(Ben-David et al., 2007；Hribar and Yang, 2006；Malmendier and Tate 2005, 2008；Malmendier et al., 2007)。另外管理上的過度自信，幫助解釋了負債保守主義和融資順位理論行為在公司財務上的決策，他們發現過度自信總經理較不會採取外部的資金，且如果需要外部資金時，過度自信總經理會較可能以舉債的方式而非發行股票，他們的結果指出管理上的過度自信會使公司財務決策失真(Malmendier et al., 2007)。

心理學家有充足的證據證明個人會有過度高估自己能力的情況(The Better-Than-Average Effect) (Langer, 1975；

Svenson, 1981), 而總經理更特別容易被此傾向影響, 在行動和結果的聯結是未知、複雜的情況之下, 因為總經理居於領導者的地位, 相信自己的能力在眾人之中是最強的, 會特別容易產生過度自信的情形(Camerer and Lovo, 1999)。例如在公司各項投資決策中, 因為投資專案評估的複雜性和報酬的不確定性, 總經理往往認為自己的判斷和認知是對的, 導致將自己暴露在更高的決策失敗風險中。我們可以推論過度自信的狀況, 在投資過程扮演了非常重要的角色, 事實上, 已經有許多企業家過度自信的研究(see Shane 2003, pg. 12 for a review), 但是文獻上很少提及關於公司總經理心理學上的傾向, 和強調總經理過度自信之實務影響。我們相信總經理過度自信在各種大、小不同規模的公司中的影響是非常重要的, 本研究的另一個研究目的, 就是要衡量過度自信總經理在廣告投資方面的直接影響。

三、過度自信總經理對廣告決策的影響

我們分析過度自信在廣告決策方面的影響, 是建立於普遍的市場是無效率的理論上, 例如資訊不對稱和管理上的磨擦、代理成本的產生和管理者個人利益的考量(Malmendier and Tate, 2004, 2008)。而過度自信的與代理理論所衍生出來的問題非常相似(Jensen, 1986, 1988), 過度自信總經理相信他們的所作所為是股東所感興趣的, 並相信投資者願意投資在他們的公司, 認為自己公司的價值是被市場所低估的, 所以總經理開始在自己公司過度投資, 導致公司資源浪費, 進而破壞公司價值, 全是因為總經理過度自信的決策誤判所造成。心理學家指出, 個人相信在他人的控制下, 對於結果會特別自信(Langer, 1975; March and Shapira, 1987), 且會高度的承諾擔保(Weinstein, 1980; Weinstein and Klein, 2002), 此準則應用在廣告的決策也不例外, 當公司有新產品上市或新的營運方針時, 過度自信總經理高估公司向大眾流露的新產品或營運方針的資訊價值, 而花大筆費用投資在廣告支出上, 但大眾或投資者對於此資訊所帶來的價值, 是抱持負面的態度, 此舉不只導致公司資源濫用, 更造成公司首播廣告的績效不如預期。H2: 總經理過度自信對首播廣告績效呈負相關。

第三節 總經理雙元性之干擾效果

本節探討總經理過度自信與廣告績效之間的關係, 加入總經理雙元性的干擾效果之影響。所謂的總經理雙元性, 即總經理同時任職總經理加上董事的職位, 總經理過度自信將帶來決策績效評估高估的結果, 而根據代理理論, 總經理雙元性因為總經理本身為董事會的一員, 缺乏董事會的監督, 致使決策缺乏董事會考核的客觀性和總經理持有過高的決定權(Boyd, 1995; Daily and Dalton, 1997; Fama and Jensen, 1983; Hambrick and Finkelstein, 1987; Sanders and Carpenter, 1998)。因為總經理過度自信對廣告績效缺慎重衡量和專業的評估, 加上廣告專業本身的高成本、高不確性和高風險性, 當總經理雙元性在缺乏董事會的監督之下, 使自信總經理的決定權過大, 過度投資在績效不好的廣告專案上, 又因總經理雙元性和過度自信總經理, 皆可能會有為自身利益的著想, 做出利於自己的投機行為和套利舉動, 不只加深代理成本, 更降低了廣告的績效。

H3a: 總經理雙元性正向干擾過度自信總經理對廣告的負向關係。

另外根據管家理論(Stewardship Theory), 雖然總經理有過度自信的傾向, 但是為了維護公司的利益、善盡公司的資源和自身的責任, 會慎重考量廣告投資決策的風險和達成組織、股東和投資者的目標(Boyd, 1995; Donaldson and Davis, 1994), 反而對自信總經理所帶來的廣告績效不好效果會有減弱的現象。所以依管家理論的觀點, 總經理同時任職總經理職位和董事職位, 可達成公司內部指揮與命令系統統一(Hambrick and Finkelstein, 1987), 促進董事會與公司策略的結合, 加上總經理重視成就感和責任感更甚於自身利益考量, (Donaldson, 1990)會仔細考量投資決策

的利害關係，更因總經理過度自信降低了投資上的風險趨避行為，反而有利於投資決策的形成和績效。

H3b：總經理雙元性負向干擾過度自信總經理對廣告的負向關係。

第四節 家族控制之干擾效果

本研究認為，過度自信總經理對於廣告績效的影響，將因公司結構是否為家族控制，也有正向和反向兩種不同方向的影響。家族控制亦有可能加深總經理過度自信與廣告績效之間的負面關係，因為家族企業附帶的成員親子關係，使家族企業選擇總經理的優先考量為家族成員，即所謂的非自家成員不任用的情形(Nepotism)，而非總經理的績效，在此情況之下家族總經理職位取得為直接繼承職位，而非以自己的能力力爭上游取得，所以可能造成家族總經理有搭便車(Free Rider)的情況發生，意即只享家族企業上一代奮鬥所留下來的成果，自己卻不願意貢獻，或是家族總經理忽視自己的職責之情況(Lubatkin et al., 2005; Perez-Gonzalez, 2006 Schulze et al., 2003)，甚至造成經驗、能力不足或績效不佳的家族成員擔任公司的總經理(Lansberg, 1983；Lubatkin et al., 2005；Weidenbaum, 1996；Yen, 1994；Yeh and Woidtke, 2005)而家族企業因為親人關係鑲嵌在整個企業體內，重視成員關係更甚於實際績效，通常會容忍此種總經理不適任的情況發生。所以除了總經理本身過度自信對決策所帶來的負面影響，再加上不適任的家族成員擔任總經理或是容忍總經理一再做出不佳的決策，會使總經理過度自信造成的廣告績效不佳更雪上加霜。

H4a：家族控制正向干擾過度自信總經理對廣告的負向關係。

另一方面，家族控制因股權高度集中、股東財富與公司價值高度連結和公司內部之家庭關係影響(Bruton, et al., 2003；Casson, 1999；Chang et al., 2010；Lubatkin et al., 2005；Yeh and Woidtke, 2005)，為了維護家族企業的財富，家族控制股東會有較高的總經理監督機制，使過度自信總經理之決策符合公司、股東和投資者的利益，造成廣告投資績效高估的影響降低。另外，家族控制會將企業的價值與財富留給後代繼承者(Casson, 1999)，所以通常以較甚重、長遠的眼光來看待投資決策，所以過度自信總經理若在家族控制之下，總經理所帶來的廣告負面影響將會降低。

H4b：家族控制負向干擾過度自信總經理對廣告的負向關係。

第三章 研究設計

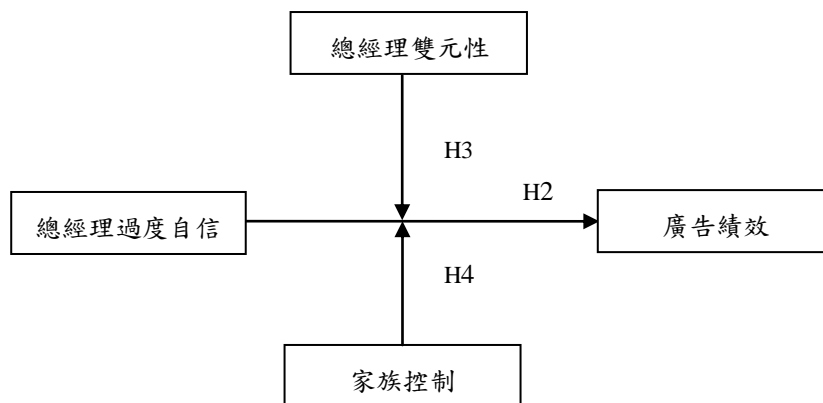


圖 1 研究架構

本研究以公司首播廣告當日當宣告日，並認為初次上演的廣告會引起投資者的注意，使公司股價有異常報酬。

第一節說明為何以股價衡量廣告的績效，第二節說明樣本和資料來源，第三節說明股價異常報酬之衡量，第四節說明過度自信總經理之衡量方式，第五節說明干擾控制變數，也就是總經理雙元性和家族控制此二控制變數的說明，第六節為控制變數之說明。

第一節 樣本及資料來源

本研究的目的是在探討自信總經理對於廣告績效的影響，並加入總經理雙元性和家族控制此兩種情境之下分別對總經理雙元性和廣告績效的影響。樣本涵蓋範圍為從 2007 年至 2011 年共五年的資料，以台灣潤利艾克曼廣告監測公司所提供的首播廣告資料為觀察值，並挑選出在台灣證券交易所掛牌之上市和上櫃公司，解釋變數之計算總經理過度自信的持股資料，來自台灣公開資訊觀測站和台灣經濟新報資料庫，干擾變數之董事長兼任總經理、家族持股資訊來自台灣經濟新報資料庫及公司年報，控制變數之公司財務報表、公司基本資料、股權結構等相關資料，來自台灣經濟新報資料庫，。

我們並且依循 Mc Williams and Siegal's (1997)之建議，移除掉樣本公司資訊關於收入、預算、合併和購買、資產分派、股份分割、更換主要主管、裁員、重整、合資、法律訴訟、宣布主要新產品、管理上的宣告、庫藏股買回、廣告首播前四天和後二天的未預期股息改變。

第二節 以事件研究法衡量首播廣告的股價績效

一、主要目的與假設

衡量公司投資的績效表現有很多指標，一般來說常用的有指標有資產報酬率(return on assets, ROA)、股東權益報酬率(return on equity, ROE)、銷售報酬率(return on sales, ROS)、持有期收益率(Holding Period Return, HPR)、銷售...等，因為這些指標數據都是以公司過去之營運表現來衡量，無法反應即時性，且這些指標為衡量整體的營運績效，會受到期間內各種不同因素影響，無法評估單一投資事件真正的績效(Geyskens, Gielens and Dekimpe, 2002)。故本研究以事件研究法之股價衡量首播廣告此事件，是為了要瞭解廣告此特定事件發生時，對市場真正影響的程度，其事件研究法的主要最基本假設為資本市場是有效率的(Fama, 1970)。也就是說，當新廣告此訊息在市場揭露時，投資者會依所接收的訊息，對其公司態度和預期做調整，並直接反應在該公司的股價上。

二、時間參數的決定

(一) 事件宣告日

我們以廣告首播當天為事件宣告日($t=0$)，若廣告首播當天為週末，因週末股市市，因此將以廣告首播之當週之週一為宣告日。

(二) 估計期間與事件期間

我們擷取宣告日前 220 至前 35 天作為估計期間。至於事件期間的設定，因為廣告宣告資訊通常不會有事前洩漏，但是資訊會有事後散播的情形發生，本研究決定事件期間為宣告日前 4 天至後 4 天，更清楚此事件之影響效果。

(三) 異常報酬率之計算

我們依 Brown and Warner (1985)所提出的市場模式(Market Model)來估算股票市場正常報酬，並台灣經濟

新報資料庫所提供的股價，其模式如下：

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

R_{jt} ：觀察值公司 j 在 t 日之報酬

R_{mt} ：市場投資組合在第 t 期的報酬率

α_j ：截距

β_i ：第 i 種股票的系統風險

ε_{it} ：第 i 種股票在第 t 期的差項，須符合兩項假設

(1) e_{it} 為 $N(0, \sigma^2)$ 獨立隨機變數

(2) e_{it} 與 R_{mt} 彼此獨立

未預期的股東報酬，我們在事件法中稱為異常報酬(AR)，其事件期間每日異常報酬的計算方式如下：

$$AR_{jt} = R_{jt} - (a_j + b_j R_{mt}) \quad (2)$$

AR_{jt} ：觀察值公司 j 在 t 日之股價異常報酬

$(a_j + b_j R_{mt})$ ：公司 j 在天數 t 預期的股價報酬

R_{jt} ：為公司 j 在天數 t 的實際股價報酬

將全部的異常報酬相加，可以計算出宣告事件期間累積異常報酬(CAR)：

$$CAR(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_t \quad (3)$$

CAR ：累積股價異常報酬

最後，事件法之統計上的假設測試為：發生異常報酬為($H_1: CAR \neq 0$)，若沒有異常報酬的發生為($H_0: CAR=0$)。

第三節 解釋變數(總經理過度自信)

本研究衡量總經理是否為過度自信，依 Malmendier and Tate (2005)發展的方式，以總經理於該公司股票之買進和賣出年度數計算，他們定義自信總經理為五年之內對自己公司股票之購入年數大於賣出年數。所以本研究以首播廣告播出日起，同一位總經理五年之股票購入年數減賣出年數無正值，即視為過度自信總經理人，所設之虛擬變數為 1，否則為 0。

H2 之公式為：

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1(CONFIDENT) + \alpha_2(BOARDSIZE) + \alpha_3(STAR) + (IND) + \sum_{j=1}^{J-1} \phi_j IndDum_t + \sum_{t=1}^{T-1} \delta_t YrDum_t + \varepsilon_i \quad (4)$$

第四節 干擾變數

一、總經理雙元性(DUALITY)

本研究以虛擬變數衡量總經理與董事長是否為同一人擔任職務，其公司有首播廣告活動時之前五年之總經理和董事長為同一人，則虛擬變數為 1；若非同一人，則設虛擬變數為 0(Boyd, 1995；Kor 2006；Zhra et al., 2000)。

H3 之公式為：

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1(CONFIDENT) + \alpha_2(DUALITY) + \alpha_3(CONFIDENT) \times (DUALITY) + \alpha_4(BOARDSIZE) + \alpha_5(STAR) + (IND) + \sum_{j=1}^{J-1} \phi_j IndDum_t + \sum_{t=1}^{T-1} \delta_t YrDum_t + \varepsilon_i \quad (5)$$

二、家族控制(FAMILY)

以往研究對家族控制的定義不一樣，有學者認為家族股東須持有 10% 以上的公司股份，家族股東才有影響公司決策的能力(Astrachan and Kolenko, 1984；Claessens, Djankov and Lang, 2000；Morck, Wolfenzon and Yeung, 2005；Villalonga and Amit, 2006)，另外有學者認為，家族股東只要持 5% 以上的公司股份，即可視為家族控制公司(Allen and Panian, 1982)。本研究採取較嚴格的家族控制定義，以相同家族的企業成員佔公司董事席次 2 位以上，並直接持有公司股份 5% 以上 (Daily & Dollinger, 1993)，所謂相同家族的企業成員為該家族企業成員之配偶或二等親(Zeitlin, 1974; cf. Allen & Panian, 1982)，本研究另以相同家族成員佔公司董事席次 2 位以上，並直接持有公司股份 10% 以上之家族控制做穩健度測試，其結果相同。家族持股資訊來自台灣經濟新報資料庫及公司年報，若符合家族控制之樣本，虛擬變數設為 1，其他則為 0。

H4 之公式為：

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1(CONFIDENT) + \alpha_2(FAMILY) + \alpha_3(CONFIDENT) \times (FAMILY) + \alpha_4(BOARDSIZE) + \alpha_5(STAR) + \sum_{j=1}^{J-1} \phi_j IndDum_t + \sum_{t=1}^{T-1} \delta_t YrDum_t + \varepsilon_i \quad (6)$$

第五節 控制變數

本研究主要探討總經理過度自信對廣告績效的影響，為了排除其它因素也會對廣告績效造成影響，但非本研究主要探討的議題，本研究加入分別對公司特性和廣告特性的控制變數。

一、董事會規模(BOARD SIZE)

研究指出，董事會人數越多，董事與總經理之間越難達成一致的共識(Judge & Zeithaml, 1992)，導致決策形成的效率不佳。本研究預期公司的董事會規模越大，對廣告的決策形成越有不利的影响，本研究以董事席次總和，來衡量董事會的規模(Yermack, 1996; Zahra et al., 2000)。

二、明星代言(STAR)

我們控制此廣告是否為明星代言，因為明星代言會提升觀眾和投資者的注意力、記憶和購買意願(Agrawal and Kamakura, 1995)，間接影響廣告績效。其衡量上演之廣告活動若有出現明星，其則虛擬變數為 1；若非明星，則虛擬變數為 0。

三、產業類別(IndDum)

不同產業代表了不同的廣告產品，其投入廣告的程度亦不同。研究指出，廣告密集的產業有食品業、出版業、化學製品業、橡塑膠業、金屬組裝業、飲食地方(Keith W. Chauvin and Mark Hirschey 1993)。為了控制產業的影響，我們採用台灣證卷交易所所提供之產業類別分類，並以設虛擬變數的方法分類。此法可以從特定的產業評估考量，分離出不同市場的價值對廣告之影響，虛擬變數為 1 表示該產業為同等特定的產業，0 表示非同等產業(Keith W. Chauvin and Mark Hirschey, 1993；Li Li Eng and Hean Tat Keh, 2007)。

四、年度控制(YrDum)

公司之廣告績效，亦會隨著各年度的環境、經濟、重大事件而有所差異(Katila and Ahuja, 2002)，所以本研究亦以虛擬變數，將年度的影響納入控制變數中。

第四章 結果分析與討論

本章節以用蒐集到的初次上演之廣告資料來進行析，第一節為樣本的結構說明。第二節為以事件法評估公司首播廣告所帶來的股價異常報酬的結果說明。第四節以複迴歸分析，過度自信總經理對公司首播廣告所帶來的股價異常報酬，是否有負面的影響。第五節分別加入總經理雙元和家族控制干擾變數，來探討其所帶來的影響。

第一節 樣本結構

本研究選取樣本期間為 2007 年到 2011 年共五年，有首播廣告宣告的公司資料由台灣廣告監測公司潤利艾克曼提供，樣本選取公司為在台灣有上市或上櫃的公司，廣告首播前六年為同一位總經理任職。因為金融保險行業與一般行業的營運模式和財務與會計處理方式不同，依 Lin et al. (2008)的做法，樣本不包含金融保險業。起始樣本共有 80 間公司共有 2024 筆資料。

表 2 樣本特徵、年度和產業分配表

	總經理 雙元性 筆數	非總經理 雙元性 筆數	家族控制筆 數	非家族控制筆 數	總資料 筆數	百分比
(1) 年度						
2007 年	43	272	134	181	315	15.56%
2008 年	60	263	75	248	323	15.96%
2009 年	88	354	84	358	442	21.84%
2010 年	103	349	114	338	452	22.33%
2011 年	103	389	136	356	492	24.31%

總數	397	1627	543	1481	2024	100.00%
(2) 產業						
化學工業					14	0.70%
半導體					19	0.94%
生技醫療					96	4.74%
光電業					11	0.54%
汽車工業					199	10.00%
其他					155	7.70%
其他電子業					12	0.60%
玻璃陶瓷					12	0.60%
食品工業					211	10.43%
資訊服務業					274	13.54%
航運業					13	0.64%
通信網路業					303	15.00%
造紙工業					2	0.10%
貿易百貨					489	24.20%
電子通路業					69	3.41%
電腦及週邊					19	0.94%
電器電纜					3	0.15%
電機機械					7	0.03%
橡膠工業					6	0.30%
觀光事業					57	2.82%
建材營造					53	2.62%
總數					2024	100.00%

資料來源：本研究整理

第二節 宣告日後的股價異常報酬分析

本研究以 Brown and Warner (1985) 所提出的市場模式，來估算出市場股價的預期報酬，接著求出各公司在宣告日前後 4 天的單天股價報酬，最後以 t 檢定的方式，檢定公司是否會因為首播廣告的播出，而產生異常的股價報酬(AR)與累積的異常股價報酬(CAR)。檢定包含單日檢定與區間檢定，單日檢定為宣告日前 4 天($t=-4$)至宣告日後 4 天($t=+4$)共 9 天，區間檢定包含了 $(-4/+4)$ 、 $(-4/-2)$ 、 $(-3/-1)$ 、 $(-2/0)$ 、 $(-1/+1)$ 、 $(0/+2)$ 、 $(+1/+3)$ 、 $(+2/+4)$ ，共 8 個不同的事件期間。

一、單日檢定

由表 3 明顯發現，在廣告首播的前四天和第四天，均無產生股價異常報酬，表示首播廣告的公司，在廣告首播前後並無明顯的股價波動，且廣告首播並不會有事先消息流露的狀況，所以異常報酬產生在廣告首播的第一天至第三天，股價有產生異常的報酬，第一天($t=+1$)的股價異常報酬的平均數為 0.1063% ($t=2.333$)，p 值為正值且顯著 ($p<0.05$)，第二天($t=+2$)的股價異常報酬的平均數為 0.0716% ($t=1.649$)，p 值為正值且顯著 ($p<0.1$)，第三天($t=+3$)的股

價異常報酬的平均數為 0.1105%($t=2.532$)， p 值為正值且顯著($p<0.05$)，表示公司有首播廣告播出後，市場的投資場對於此訊息是持正面的態度，並看好公司未來的營運狀況，導致公司股價上升。首播廣告播出後，造成公司有正向的股價異常報酬的天數為正一天，正二天和正三天，因此 H1 成立。

表 3 首播廣告宣告之前 4 天至後 4 天股價異常報酬表

事件日	股價異常報酬	t 值	股價異常報酬	p 值
	平均數(%)		中位數(%)	
-4	-0.0560	-1.234	-0.1616	0.217
-3	0.0160	0.359	-0.1112	0.720
-2	-0.0178	-0.391	-0.1298	0.695
-1	-0.0350	-0.798	-0.1785	0.425
0	-0.0130	-0.281	-0.1407	0.779
+1	0.1063	2.333	-0.0817	0.020**
+2	0.0716	1.649	-0.1181	0.099*
+3	0.1105	2.532	-0.0724	0.011**
+4	0.0374	0.835	-0.1526	0.404

資料來源：本研究整理

備註：***表示顯著水準 <0.001 **表示顯著水準小 <0.05 *表示顯著水準 <0.1

二、區間檢定

由表 4-2 指出，首播廣告在不同的區間結果，在(0/+2)、(+1/+3)和(+2/+4)的區間平均股價的累積異常報酬皆為正值，且股價累積異常報酬皆顯著，但又以(+1/+3)的 p 值最為顯著，代表首播廣告播出後的第一天至第三天，股價的異常報酬最大。

表 4 首播廣告不同事件之累積異常股價報酬表

事件期間	股價累積異常報酬	t 值	股價累積異常報酬	p 值
	平均數(%)		中位數(%)	
(-4/+4)	.2202	1.624	0.0176	.105
(-4/-2)	-0.0577	-0.719	-0.2564	.472
(-3/-1)	-0.0367	-0.465	-0.2478	.642
(-2/0)	-0.0657	-0.822	-0.1782	.411
(-1/+1)	0.0584	0.703	-0.1709	.482
(0/+2)	0.1650	2.048	-0.1417	.041*
(+1/+3)	0.2883	3.919	-0.100	0.000***
(+2/+4)	0.2195	2.87	-0.0313	.004***

資料來源：本研究整理

備註：***表示顯著水準 <0.001 **表示顯著水準小 <0.05 *表示顯著水準 <0.1

第三節 複迴歸分析

要做複迴歸資料分析前，必須先判斷幾個必要的指標，本研究依變異數膨脹因素 VIF 值判定是否符合自變數之間無共線性的假設，只要 VIF 小於 10，則判定樣本沒有共線的現象。另外除了符合自變數之間無共線性的假設之外，還需要符合誤差獨立性假設，本研究以 Durbin-Watson 值來判定，只要 D-W 值介於 1.8~2.2 間，即符合誤差獨立性的假設，依表 4-3 所示，本研究皆符合此兩項假設。

一、過度自信經理人帶來股價累積異常報酬負面的影響

我們以複迴歸來分析過度自信經理人，是否會對公司的股價累積異常報酬帶來任何的影響？由表 4-3 可以得知，過度自信總經理，對首播廣告所帶來的股價異常報酬有負面的影響。也就是說，當公司首播廣告播出時，若在位的總經理為有過度自信行為，因為太過於高估自己的投資決策能力，造成公司廣告播出後帶來的報酬不如預期，且因為過度投資在此無效的專案上，形成資源浪費，投資者認為公司首播廣告所帶來的資訊品質差，不看好公司前景，造成公司的股價下跌，因此 H2 成立。

二、總經理雙元性的干擾效果

表 4-3 表示，總經理過度自信、總經理雙元性和總經理過度自信與總經理雙元性的干擾作用皆顯著。其意為總經理雙元性對公司首播廣告的累積異常報酬，其影響為正向影響，也就是說，過度自信經理人會對股價累積異常報酬造成負面的影響，但當總經理兼任董事職位時，根據管家理論，因為總經理為了維護公司利益、善盡公司的資源和責任，並慎重考量決策的目標和達成組織、股東和投資者的目標，再加上公司內部的指揮與命令系統統一，反而會降低過度自信經理人對股價累積異常報酬的負面影響。但干擾效果指出，當總經理為過度自信經理人，即使加入總經理雙元性的正向影響，首播廣告所帶來的公司股價累積異常報酬影響還是負面的，H3b 因此成立。

三、家族控制的干擾

另外，當我們加入家族控制當干擾因素，因為家族控制股東為了維護家族企業的財富，會有較高的總經理監督機制，並以較長遠的態度面對投資決策，使其廣告決策有利公司未來的營運方針，其家族控制對首播廣告的股價異常報酬影響為正向影響。當總經理為過度自信經理人，而該公司為家族控制時，會降低總經理過度自信對首播廣告股價累積異常報酬負面的影響，H4b 此成立。

表 5 複迴歸分析表

變數	1	2	3
截距	0.650 (2.589)**	0.615 (2.202)**	0.438 (1.624)
總經理過度自信	-0.762 (-4.430)***	-0.489 (-2.335)***	-0.555 (-2.932)***
總經理雙元性		0.436 (1.627)*	

家族控制			0.466 (2.362)**
總經理過度自信*總經理雙元性		-0.999 (-2.532)***	
總經理過度自信*家族控制			-1.014 (-2.186)**
明星代言	0.038 (0.229)	0.015 (0.089)	0.035 (0.210)
董事會規模	-0.022 (-0.843)	-0.024 (-0.824)	-0.011 (-0.417)
調整過後的R ²	0.008	0.011	0.011
F值	6.731***	5.333***	5.517***
觀察值個數	2024	2024	2024

備註：依變數為首播廣告播出後，累積異常報酬(1/3)值。

***表示顯著水準<0.001 **表示顯著水準小<0.05 *表示顯著水準<0.1

第五章 結論與建議

第一節 研究結論

本研究主要的目的，在探討當公司有首播廣告播出宣告，是否會對公司帶來股價的異常報酬，並加入過度自信經理人、總經理雙元性與家族控制作複迴歸分析。其依事件法研究結果顯示，公司有首播廣告播出後，股價會有正向顯著的異常報酬(0.1105%)，而首播廣告為公司所帶來的股價異常報酬效果會延續三天(0.2883%)。也就是說，公司以廣告作為公司與消費者和投資者之間的橋梁，當社會大眾接收到公司有首播廣告播出時，此舉透露了公司的真實價值和營運方針，而投資者認為此一資訊是值得投資的，造成投資者大量買入公司股票，公司股價因此上升(Merton, 1987; Daniel J. P. Chai and Daniel F. S. Choi, 2010)。另外，Nelson (1974)提到，大量的廣告預算，也是訊息價值的一種，以電視廣告昂貴的廣告支出來說，企業有能力可以承擔、且願意以此管道作為與溝通管道，將讓投資對此公司更有信心(Erickson and Jacobson, 1992; Margy P. Conchar, Melvin R. Crask and George M. Zinkhan, 2005)。

進一步我們加入總經理過度自信當主變數，發現總經理過度自信，對首播廣告公司的股價異常報酬是為負面的響。其意義代表，即使首播廣告會帶公司正向的股價異常報酬，但因為過度自信經理人對公司廣告投資專案的評估不足(Langer, 1975; March and Shapira, 1987)，或是對此廣告投資專案持有過度自信的態，甚至基於個人的利益考量(Malmendier and Tate, 2004, 2008)，導致公司資源浪費在此無效的廣告專案上，再加廣告所費不貲，上造成社會大眾不看好目前公司的營運狀況和方針，反而對公司首播廣告的股票異常報酬是不利的。

在總經理過度自信和總經理雙元性的干擾效果分析我們發現，總經理雙元性雖然可以降低總經理過度自信對公司首播廣告的負面影響，但其總效果還負面的。意思是說，當總經理兼任董事職位時，雖然總經理的過度自信會破壞首播廣告的公司價值，但又因個人責任心的驅使、團體利益的考量之下，做出的專案決策更符合公司的營運目標

(Donaldson, 1990)，大眾對於此公司的前景是持正面的態度，對首播廣告的影響也會是正向的，但即使總經理雙元性會減弱總經理過度自信所帶來的負面影響，干擾效果的總經理過度自信和總經理雙元的之影響下，對公司股價的異常報酬還是負面的。

最後經由總經理過度自信和家族控制干擾效果分析，發現家族控制可以降低總經理過度自信對公司首播廣告的負面影響。家族控制之股權高度集中，股東財富與公司價值連結緊密，為了維護企業的財富和將企業的價值留給後代繼承者(Bruton, et al., 2003；Casson, 1999；Chang et al., 2010；Lubatkin et al., 2005；Yeh and Woidtke, 2005)，降低過度自信經理人判斷決策的錯誤，使總體之企業決策、股東、投資者目標一致。所以當過度自信經理人造成的負面的首播廣告績效影響，該企業為家族控制時，該負面影響將會削弱。

第二節 研究貢獻

一、以股價異常報酬衡量首播廣告宣告的影響

以往研究廣告對公司價值財務議題以及事件法的研究非常多，例如有產品市場廣告對新權益發行的影響(Thomas Chemmanur and An Yan, 2007)、以製藥業來探討其廣告價值關聯(Feng Gu and John Q, Li, 2010)、公司之R&D和廣告的價值研究(Yew Kee Ho, Hean Tat Keh and Jin Mei Ong, 2005)、廣告在未來品牌價值和市場的績效影響(Li, Li Eng and Hean Tat Keh, 2007)、廣告在雜誌方面的研究(Daniel S. Diamond, 1968)...等。然而尚未有研究是以公司股價異常報酬，來衡量廣告播出的績效，而本研究用事件法探討首播廣告事件的宣告，證明了公司的廣告決策，會對投資者和大眾產生正面影響，進而提升公司價值。

二、探討過度自信經理人對公司首播廣告之股價異常報酬影響

探討過度自信經理人的研究，近年來一直是一個發燒的議題，從如何衡量經理人是否為過度自信衡量方式的改變，如從雜誌媒體的關鍵字、計算經理人個人的股票買賣行為為一直到計算經理人個人的選擇權執行狀況(Ulrike Malmendier and Geoffrey Tate, 2005)。而過度自信經理人之行為所造成的影響議題也不一樣，如創新(Alberto Galasso and Timothy S. Somcoe, 2010)的議題、企業併購的議題(Matthew T. Billett and Yiming Qian, 2007；Rayna Brown and Neal Sarma, 2007)、(Ulrike Malmendier and Geoffrey Tate, 2008)和因為總經理有過度自信的行為而導致總經理被更換的情況(T. Colin Cambell et al., 2010)...等的議題。而本研究以廣告宣告事件的股價異常報酬，進一步深入探討總經理的過度自信傾向，是否會對首播廣告公司股價異常報酬造成影響，結果影響是也如預期一樣，是呈負面的。

三、總經理雙元和家族控制的干擾效果分析

在國內外公司治理的研究中，家族控制企業和總經理雙元性的研究也不勝枚舉，其結果各有正、反兩面的說法。本研究透過干擾效果的分析，應證公司為家族控制和總經理雙元性，反而會對首播廣告有正向的影響，進一步減弱總經理過度自信對首播廣告異常報酬的負面影響。

第三節 管理上的建議

管理上的過度自信會扭曲公司的投資決策(Malmendier and Tate 2005, Jijun Niu 2010)。在競爭的產業中，過度自

信的經理人會更渴望追求更大的報酬，過度自信和產業程度的交互影響，透露了此影響在產品市場競爭下是更激烈的。研究顯示當經理人過度自信加上投資行為沒有被受限制時，響影是非常大的(Alberto Galasso; Timothy S. Simcoe, 2011)。過度自信經理人對現金流量特別敏感，特別是當公司有更多的現金流量，並會更傾向有更多的投資行為(Malmendier and Tate, 2005)，而過度自信的經理人取得專案相關的資訊不足，此舉會增加專案的選擇錯誤機會和降低資訊品質(Anand M. Goel and Anjan V. Thakor 2008)，若加上目前公司有更多的現金流量狀況下，過度自信總經理的行為影響造成的後果，會非常嚴重。

經研究結果顯示，一名理性、風險趨避的經理人未充份的投資與股東利益最佳相關的專案，此未充份投資的結果降底公司價值。另外研究也顯示，一名適度自信之風險趨避經理人，藉由減少未充份投資問題，以增加公司價值。而一位過度自信的經理人，對於個人的資訊的精確評價過高，並對於此資訊過度反應。因此經理人會投資此專案，甚至對此專案的資訊持有正向態度，實際上，此專案為理性經理人不會投資的。適度自信會降底未充份投資和增加公司價值，而高度過度自信造成了過度投資和降底公司價值。相對的，如果公司價值降底，不單可能是因為經理人風險趨避傾向，還可能要歸因於高度自信之低風險趨避。對於股東來說，最好的結果為經理人是自信的，但是不可以太過自信。

第四節 研究限制與未來的研究建議

此章節針對進行本研究時的研究過程提出所遇到各項問題，以及對未來研究欲進行本研究相關的議提，提出各項建議。

一、研究限制

計算總經理過度自信的方式，本研究採用 Malmendier and Tate (2005)的方式，以首播廣告前五年，總經理個人的股票買賣行為來衡量，而目前有許多研究是採以總經理個人的選擇權執行狀況來衡量(Ulrike Malmendier and Geoffrey Tate, 2008 ; T. Colin Cambell et al., 2010)，因為台灣企業以發放選擇權給員工作獎勵的方式不多見，礙於此因素，未能達成，未來分析國外樣本時，或許可以用選擇權的方式衡量。另外台灣企業總經理的任期通常未超過五年，且總經理的變動很大，所以本研究樣本只限於總經理任期有滿五年的企業，另未任期末五年的總經理，即無法納入本研究樣本。

二、未來研究建議

(一)進行不同國家的樣本分析

本研究探討過度自信經理人對首播廣告的股價異常報酬影響，其樣本為台灣上市上櫃的公司，若以不同國家的樣本探討，也許會有不同的研究結果。

(二)不同特徵的廣告分析

不同產業、類型的廣告，如廣告性質、廣告訴求、播出道頻道、...等，對股價異常報酬和總經理過度自信的影響，也是一個值得分析的議題。

(三)廣告對公司造成的長期影響

另外廣告並非只有首播廣告才會對企業的股價造成影響，長期分析也是未來研究的一個方向。

參 考 文 獻

- 林育則(2001)。廣告效果測試之研究。國立政治大學企業管理學系碩士論文。未出版，台北市。
- 蔡沐勳 (2003)。公司廣告支出宣告對競爭者的影響-以美國超級盃廣告為例。國立成功大學國際企業研究所碩士論文。未出版，台南市。
- Billett M. T. and Qian Y. (2008). Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers. *Management Science*, 54(6), p1037-1051.
- Boyd J. H. and Schonfeld E. P. (1977). The Effect of Financial Press Advertising on Stock Prices. *Financial Management*, 6(2), p42-51.
- Brown R. and Sarma N. (2007). CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59(5), p358-379.
- Campbell T. C., Gallmeyer M., Johnson A. S., Rutherford J and Brooke W. Stanley (2011). CEO Optimism and Forced Turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3), p695-712.
- Chai D. J. P and Choi D. F. S. (2010). The Investor Recognition Hypothesis: The New Zealand Case. *Applied Financial Economics*, 20(11), p891-898.
- Chang S. C., Wu W. Y. and Wong Y. J. (2010). Family Control and Stock Market Reactions to Innovation Announcements. *British Journal of Management*, 21(1), p152-170.
- Conchar M. P., Crask M. R. and Zinkhan G. M. (2005). Market Valuation Models of the Effect of Advertising and Promotional Spending : A Review and Meta-analysis. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 33(4), p445-460.
- Deleersnyder B., Dekimpe M. G., Steenkamp J. E. M. and Leeflang P. S. H. (2009). The Role of National Culture in Advertising's Sensitivity to Business Cycles: An Investigation Across Continents. *Journal of Marketing Research*, 46(5), p623-636.
- Diamond D. S (1968). A Quantitative Approach to Magazine Advertisement Format Selection. *Journal of Marketing Research*, 5(4), p376-386.
- Eng L. L. and Keh H. T. (2007). The Effects of Advertising and Brand Value on Future Operating and Market Performance. *Journal of Advertising*, 36(4), p91-100.
- Fehle F., Tsyplakov S. and Zdorovtsov V. (2003). Can Companies Influence Investor Behaviour Through Advertising? Super Bowl Commercials and Stock Returns. *European Financial Management*, 11(5), p625-647.

- Foerster S. R. and Karolyi G. A. (1999). The Effect of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States. *The Journal of Finance*, 55(3), p981-1013.
- Galasso A. and Simcoe S. T. (2011). CEO Overconfidence and Innovation. *Management Science*, 57(8), p1469-1484.
- Goel A. M. and Thakor A. V. (2008). Overconfidence, CEO Selection and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 64(5), p2737-2784.
- Gu F. and Li Q. J. (2010). The Value-Relevance of Advertising: Evidence from Pharmaceutical Industry. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(1), p85-120.
- Ho Y. K., Keh H. T., and Ong J. M. (2005). The Effect of R&D and Advertising on Firm Value: An Examination of Manufacturing and Nonmanufacturing Firms. *IEEE Transactions on Engineering Management*, 52(1), p3-14.
- Joshi A. M. and Hanssens D. M. (2009). Movie Advertising and the Stock Market Valuation of Studios: A Case of "Great Expectations?". *Marketing Science*, 28(2), p239-250.
- Kim J. and Morris J. D. (2003). The Effect of Advertising on the Market Value of Firms: Empirical Evidence from the Super Bowl Ads. *Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing*, 12(1), p53-65.
- Malmendier U. and Tate G. (2005). Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited. *European Financial Management*, 11(5), p649-659.
- Malmendier U. and Tate G. (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), p20-43.
- Merton R. C (1987). A simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 43(3), p483-510.
- Niu J. (2010). The Effect of Overconfidence on the Sensitivity of CEO Wealth to Equity Risk. *Journal of Financial Services Research*, 38(1), p23-39.
- Singh M., Faircloth S. and Nejadmalayeri A. (2005). Capital Market Impact of Product Marketing Strategy: Evidence from the Relationship between Advertising Expenses and Cost of Capital. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 33(4), p432-444.
- Wiles M. A. and Danielova A. (2009). The Worth of Product Placement in Successful Films: An Event Study Analysis. *Journal of Marketing*, 73(4), p44-63.
- Wong Y. J., Chang S. C and Chen L. Y. (2010). Does a Family-controlled Firm Perform Better in Corporate Venturing? *Corporate governance: An International Review*, 18(3), p175-192.
- Chemmanur T. and Yan A. (2007). Product Market Advertising and New Equity Issue. Unpublished master's thesis, Carroll School of Management, Boston College.