

經理人過度自信對風險承擔的影響之研究

The Effect of an overconfident CEO on the Behavior of Risk Taking

翁鶯娟

國立高雄應用科技大學企業管理系 助理教授

Email Address : yjwong@kuas.edu.tw

林佩樺

國立高雄應用科技大學企業管理系

Email Address : sanntful@yahoo.com.tw

摘 要

本文主要探討經理人過度自信與風險承擔之間的影響。本研究依據 Anderson(2010)裡的風險承擔之定義，以投資於 R&D 總額相對於總投資額的比例，來衡量風險承擔的程度，因公司投資於 R&D 所承受的風險大於資本支出，如比率越高，表示風險承擔程度越高。本研究亦進一步討論家族控制程度、外部董事比率及市場競爭程度等公司治理變數對過度自信經理人與風險承擔程度間關係之干擾效果。此研究結果顯示公司經理人愈過度自信，則公司的風險承擔程度就越高，且上述三種公司治理變數對過度自信經理人與風險承擔程度之影響為負向干擾，因此為避免公司在經營決策傾向過度投資於高風險計畫，公司可考慮聘任外部董事或增加家族持股，增強監控能力，以避免公司過度承擔風險。

關鍵字：過度自信、風險承擔、家族控制、外部董事、市場競爭

Keywords : overconfidence、risk taking、family control、outside directors、market competition

1.緒 論

1.1 研究背景與動機

在企業裡，經理人一直以來扮演著影響公司決策的重要角色，然而以往關於經理人對於公司決策影響相關文獻大都聚焦於經理人持股、年資、學歷或年齡對公司決策的影響。Bertrand and Schoar(2002)以 1969 年至 1999 年公司經理人的學歷及年齡，觀察經理人特徵是否對公司決策產生不同的效果，研究結果發現，經理人的個人特徵變數確實會對公司的投資以及績效方面有不同的影響。如：擁有 MBA 學歷的經理人會較傾向投資高風險的決策，然而，經理人個人特質，亦可能影響公司之重要決策。例如，在現實生活中，公司的經理人或高階主管，大都是對自己深具信心的領導者，尤其是對於自身所握有的資訊具高度自信，因此，在決策過程中，過度自信的心理偏誤，將可能導致經理人做出錯誤的決策，降低公司價值，並產生額外的成本(Jensen and Meckling, 1976)。

公司在家族控制下，通常對公司的營運較具長期規劃的理念，亦即，家族後代持續性參與公司的經營是家族企業相當重要的課題(Zahra et al., 2000；Anderson and Reeb, 2003)，所以家族股東常有維持公司控制權於家族成員中的傾向，為了維持企業的控制權，家族股東亦須承擔公司經濟利益損失的風險，在這種情形下，家族控制公司常不願意投資於高風險計畫。

Duan(1987)則指出，外部董事被認為係具有監督公司高階管理者的力量，其主要責任係透過

對經理人之業務上指導而增進公司整體之利益，若董事會大多數皆是由外部董事所組成，會較容易去監督及控制管理。因為外部董事會具有監督公司經理人的能力(Johnson et al., 1996)，故而，當外部董事比率越高，自信經理人對風險承擔的程度將會因外部董事會的影響而降低。

Hermalin(1992)研究發現：相較於競爭程度較低的市場，在高度競爭的市場中，管理者的能力或努力會對於公司的收入有較大影響。因為企業通常以績效來衡量經理人的經營能力，而用來決定去留，固當市場競爭程度高時，為了自身利益和不被替換的原因之下，過度自信經理人在進行決策將會更謹慎，反而較不會選擇風險性高的投資。

從過去相關文獻中發現，經理人過度自信影響可能公司之舉債與財務決策(Malmendier et al., 2007)，購併績效，或創新之傾向(Galasso, Simcoe, 2011；Hirshleifer, Low, and Teoh, 2012)，但對於過度自信經理人實際承擔風險程度是否較高則較少探討。即使 Paul (1995)的研究結果發現，具自信的經理人有較高意願投入風險性較高的研發支出，但該研究未探討過度自信經理人如何影響公司之風險承擔程度。故本研究試圖探討公司經理人具過度自信特質時，對投資於 R&D 總額相對於總投資額的比例是否較高，以補充目前過度自信經理人風險承擔程度是否較理性經理人高之文獻上的缺口。

1.2 研究目的

根據上述研究背景與動機，本研究擬針對台灣證券交易所上市之公司進行研究，探討如果經理人過度自信時，是否會影響公司的風險承擔的程度。本研究之研究目的如下：

- 一、公司經理人過度自信是否影響風險承擔的程度？
- 二、家族控制程度是否干擾經理人過度自信對風險承擔的影響？
- 三、外部董事會比率程度是否干擾經理人過度自信對風險承擔的影響？
- 四、市場競爭程度是否干擾經理人過度自信對風險承擔的影響？

2.文獻探討

2.1 過度自信經理人對風險承擔的影響

過度自信的現象根據 Subrahmanyam(1998)將其定義為在處理資訊上對於收集到的資訊會高度重視，並且對於自己原先看法的訊息會給予支持，並高估精確度，對於原先反對的訊息則忽略不採用。過度自信是人們經常會對於自己所吸收的知識以及所擁有的能力會有高估的現象。延伸 Subrahmanyam(1998)，探討過度自信經理人的研究指出，經理人可能會因為某些因素而有過度自信的傾向：1.經理人通常相信自己可以掌握狀況，因此經理人會高估計的結果，低估方案的風險。2.與經理人本身的名聲或報酬有關時，也會有過度自信的傾向。3.當經理人提出很好的方案時，也會伴隨過度自信的發生。

經理人為企業策略規劃重要的主導者，為永續經營，企業需要不斷創新與研發，當公司投入較多資金於研發活動時，將有助其獲利的增加與競爭優勢的提升(Hitt, Hoskisson and Kim, 1997；Grant, 2002)，研發支出雖是企業發展競爭優勢的關鍵策略(Hitt, Hoskission and Kim, 1997; Stuart, 2000)，但研發支出本質上係屬高度風險且預期報酬不確定的投資(Holmstrom, 1989)，且研發支出的風險性以及不確定性很高，經理人在從事研發支出如此重大的決策上會比較謹慎(Paul, 1995)。由於創新活動是公司投資 R&D 支出的重要項目。倘若公司進行創新投資行為，投資失敗很可能損及未來在產業內之競爭優勢，因而管理當局在面對市場壓力與自利考量下，將縮減 R&D 投資額(Baber et al., 1991)。

Aboudy 和 Lev(2000)指出，R&D 支出會使公司的風險大於資本支出所產生的風險。如果理性經理有風險規避傾向，那麼理性經理人就會比過度自信經理人投入較少的資金在 R&D 上。但過度自信經理人常高估本身投資利益，對於投資過度樂觀，所以風險承擔程度相對較高，因此相對於資本支出，傾向選擇投資較多 R&D，導致 R&D 投資的比率相對資本支出的比率上升，使公司暴露於較高營運風險中。Calantone et al.(2003)在其研究中發現，高階主管愈有風險承擔的意願，則愈會積極投入新產品開發活動，加快新產品發展的速度及縮短上市時間；Calantone et al.(2003)也認為風險愛好者在不確定及不可預測的環境下，會比風險趨避者更容易下定決策，所以具有風險承擔的高階主管較有可能鼓勵發展新產品活動。Johnes and Storey(1998)則將產品開發和創新定義為有形或服務產品的開發或改善，新型服務開發(New Service Development, NSD)則是對於供應商而言是全新的服務產品開發。故本研究推論假設：

H1：當公司經理人愈過度自信，其風險承擔程度愈高。

2.2 家族控制程度對過度自信經理人與風險承擔的影響

公司在家族控制下通常有長期規劃的觀念，也就是說家族後代之間成功的延續是公司經營相當重要的課題(Zahra et al., 2000；Anderson and Reeb, 2003)。Blumentritt et al. (2007) 認為，家族企業之非家族成員經理人必須具有家族意識，要能夠在公司中反映出家族利益的本質和價值，也必須依據整個家族的長期利益來管理公司。所以家族股東常有維持公司控制權於家族成員中的傾向。但是為了維持企業的控制權，家族股東亦須承擔公司經濟利益損失的風險，在這種情形下，家族控制公司常不願意投資於高風險計劃，以避免危及企業存活(Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson and Moyano-Fuentes, 2007)。而在維持家族財富與控制權考量下，家族控制股東常傾向使用熟悉的經營方式，並採取風險趨避的保守性經營策略 (Donckels, Frohlich, 1991; Shepherd, Zahra, 2003)。因此，諸如創新研發這類具高度不確定性且無法在短期內回收資金的活動，通常較不為家族企業所青睞。

Schulze et al. (2002) 認為，家族企業因所有權的集中、利他主義、和所有者控制(owner control)所衍生的問題，會使家族企業隨著時間慢慢消磨掉創業的精神，並造成策略慣性的狀況，而逐漸出現保守的心態因此相較於非家族企業而言，家族企業對於投機性高的投資行為或決策會採取比較保守的態度。

所以，當家族企業深怕高風險的投資會對家族財富造成損失與企業的存續，而不青睞相對高風險的 R&D 項目的投資時，即使過度自信經理人對專案系統性的高估，可能產生過度投資 R&D 的情形，但在家族企業監督下，此種過度投資行為可能會減緩。故本研究展出假設：

H2：家族控制程度越高，過度自信經理人風險承擔程度會越低。

2.3 外部董事對過度自信經理人與風險承擔的影響

經理人代表權責，而不是職稱。此意謂經理人的權力受限於董事會，因此，唯一能任命和監督經理人只有董事會，同時也只有董事會才有權決定經理人的權責範圍和評定經理人，所以董事會對公司決策是具有最大影響力者，而這種權力的劃分，固然明確了經理人和董事會之間的權力臣屬關係。此外董事會也扮演調和股東及經理人利益衝突角色，其結構改變不但有可能影響股東及經理人的關係，同時也影響著決策過程和策略結果(Baysinger and Hoskisson, 1990)。Cadbury (1990)也指出董事會在企業營運中扮演極其重要的角色，且能下重大決策，如決定企業目標與主要政策、選任高階主管、審核公司營運結果等，都是董事會主要的功能與職責。Zahra &

Pearce(1989)則認為董事會必須同時著扮演服務、策略、及控制三種角色，服務公司與外界建立良好的關係，指導公司發展策略，及控制管理階層的營運績效。

Gugler et al.(2004)研究認為，外部董事的優點在於，當經理人與股東間產生利益衝突時，外部董事較能站在股東的立場為股東爭取權益，或是保障股東的權益不受侵害。外部董事也較可能撤換績效不佳的經理人，有助於公司績效的改善。此外Huson, Parrino and Starks(2001)也認為外部董事會具有相當專業能力與經驗，可以協助公司訂定重大決定，作出最有利於公司、股東之最佳決策，增強公司策略管理之效能，以降低經理人做錯決策的機率。所以，當外部董事會認為過度自信經理人可能高估自己能力，與專案獲利掌控程度，傾向高風險的投資，而使公司價值可能產生減損時，外部董事具的獨立特性，就能發揮監督的功能，因此在外外部董事會比率越高的情況下，過度自信經理人高風險投資行為可能會減緩。故本研究展出假設：

H3：外部董事比率越高，過度自信經理人風險承擔程度會越低。

2.4外部董事對過度自信經理人與風險承擔的影響

在傳統經濟學中，市場競爭是經常被提及的一個重要觀念，它被認為是追求公司生產及分配效率的力量。隨著市場需求逐漸飽和且企業面臨激烈之競爭，當企業於成熟時期達到經濟規模產能後，此時企業之政策也會趨於保守，其研發費用也會隨之降低(Miller and Friesen, 1984; Anthony and Ramesh, 1992)。

而Nickell(1996)實證發現：競爭與公司生產力呈正相關。表示競爭程度越高，經理人的怠忽行為就會降低，公司資源浪費則越少，因而公司的生產力就會提升。另外Yafeh and Yosha(2003)則用日本電子業公司為樣本解釋，因電子業的競爭較為激烈，市場競爭已經減少經理人自利行為的發生機會。另外DeFond and Park(1999)發現相較於低度競爭產業，處在高度市場競爭產業的企業相較於低度競爭產業，較常採取績效評估來進行總經理替換決策。

故由以上文獻可看出在高度競爭的市場上，企業特別容易採用績效來衡量總經理的經營能力，以決定去留，故總經理為自身利益，當進行經營決策時，將會更為謹慎。所以，當市場競爭程度高時，若經理人績效表現不好可能被替換的機率較高，亦使原本常傾向於投資高風險高報酬投資的過度自信經理人而言，做決策時將會較於謹慎，並較不會選擇風險性高的投資。故本研究展出假設：

H4：市場競爭越高，過度自信經理人風險承擔程度會越低。

3. 研究設計與方法

3.1 研究架構

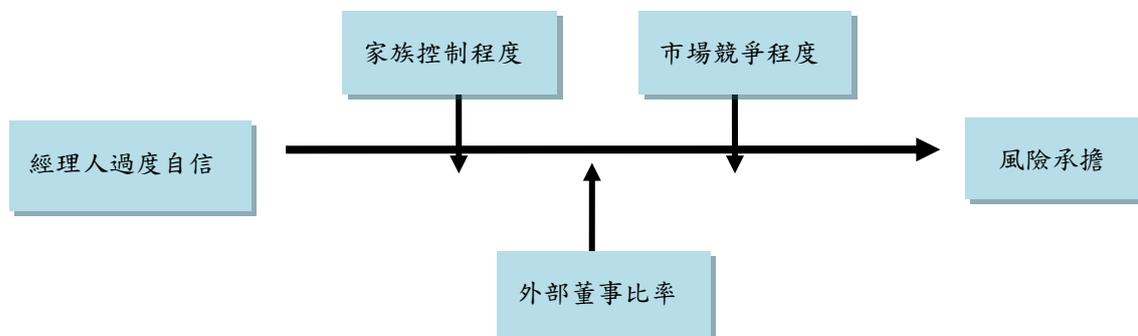


圖1 研究架構圖

3.2 研究樣本之來源與限制

3.2.1 研究對象與期間

本研究的研究對象為台灣上市之公司，樣本期間自2004年至2010年底為止，共計7年。

3.2.2 研究資料來源

本研究所需之資料，包括過度自信經理人、R&D及資本支出、家族控制程度、外部董事會比率、市場競爭程度及控制變數的相關資料等。其資料來自如下：

1. 台灣經濟新報社資料庫(TEJ+)
2. 公開資訊觀測站

3.3 研究方法

本章內容主要說明如下：第一節詳述變數衡量方式；第二節變數類別代號及定義彙整；第三節實證模型。

3.3.1 變數衡量方式

3.3.1-1 風險承擔程度之衡量

風險是由風險因素、風險事故和風險損失等要素組成。換句話說，是在某一特定環境下、在某一特定時間段內，人們所期望達到的目標與實際出現的結果之間產生的距離稱之為風險，如果這個比例越高，則代表風險承擔的程度越高。Robbins(1991,2001)在組織行為研究之領域上提出風險承擔是指「每個人碰運氣的意願不同」，當危險來臨時，個體選擇承擔危險或逃避危險的傾向，因此，根據上述定義，人們承擔風險的意願為風險態度也就是風險承擔，本研究參考Anderson(2010)的定義以總投資額中，投資於R&D的比例來衡量風險承擔的程度，公式如下：

$R\&D \text{ 比例} = R\&D / \text{總投資}$

$\text{總投資額} = R\&D \text{ 投資} + \text{資本支出的總額}$

資本支出是指投入現有的產品和項目，或相對明確的經濟利益。而R&D支出則是投資在新技術、產品和服務上，且比資本支出更難預測出結果(Chan, Lakonishok,和 Sougannis, 2001)，一般來說，R&D投資會使公司和股東承受更大的不確定性和個別風險，因此選擇較多R&D投資，會對公司本身帶來較高的風險，因此若公司的經理人有過度自信之特質，則可能會傾向於投資高風險的R&D。總投資額中，投資於R&D的比例會相對較高。

3.3.1-2 過度自信經理人之衡量

本研究參考Malmendier and Tate(2005)的方法來衡量經理人是否過度自信：

方法(一)

Malmendier and Tate(2005)以經理人持有公司股數變動作為過度自信傾向的衡量，由於CEO們的個人財富、名聲和就業都和其公司的表現緊密相關，亦即他們都暴露在公司特有的風險(idiosyncratic risk)之下。不過他們無法透過賣空(short-selling)其自家公司的股票來避險，因此Malmendier and Tate(2005)認為CEO們應最小化對其自家公司的持股。而一個過度自信的經理人因為看好其公司的未來表現，將會在其任期之初持續增加股權的持有，以從預期的未來收益中獲利。本論文將參考Lin et al.(2008)，取任期至少五年的經理人為樣本，再計算每位經理人任期五年中每年對自家公司股票持股數，而若該經理人在這五年中至少有三年的持股數是增加的，也就是對公司股票屬於淨買入的年數大於淨賣出的年數，就分類該經理人為過度自信的經理人，虛擬變數設為1。

方法(二)

為強化研究結果，本研究亦參考 Malmendier and Tate(2005)以經理持有之股票選擇權來衡量經理人是否過度自信。Malmendier and Tate(2005)研究指出若公司經理人為理性時，當選擇權位於價內，經理人應會選擇其選擇權以獲得利益，且經理人會選擇以個人投資組合多元化的方式，短期賣出公司股票或減少持有公司股票數量，來降低自身的公司特有風險暴露，因過度自信的經理人始終相信市場低估公司的股票價值，而對未來股價看好，故經理人會不顧自身對於公司特有風險是否有高度暴露，仍然會持續買進公司股票。因本研究參考 Malmendier and Tate(2005)定義，如經理人持有之股票選擇權超過選擇權價內的 67% 仍未出售時，則將其視為過度自信經理人，虛擬變數設為 1。

3.3.1-3 調節變數之衡量

1. 家族控制程度(FC)

本文依循 Yeh and Woidtke(2005)，以盈餘分配權作為衡量家族對企業的控制程度，也代表本文公司治理的主要變數。林玉霞(2001)則是透過盈餘分配權(又稱現金流量請求權)的情形，來衡量是否有明顯的股權集中現象，且其最終控制型態係以家族為最主要的控制型態，而研究顯示，家族控制型態確實有較高的盈餘分配的現象，因此本研究採用盈餘分配權程度來衡量家族控制程度。

2. 外部董事會比率(OUTBD)

本研究將外部董事會定義為沒有兼任公司管理職務、與高階主管不具有二等親關係、非總經理所屬控制家族成員以及非控制家族所控制的投資公司法人代表之董事。本研究干擾變數之外部董事會控制是以研究期間每年年底的外部董事席次數除以全部董事會席次數來衡量。(Weisbach, 1988; Byrd 及 Hickman, 1992; Brickley et al., 1994; Bhagat 及 Black, 1999; Klein, 2002)

3. 市場競爭程度(MC)

在市場競爭的理論中，常透過市場集中率(CR)來計算集中程度，並且以賀芬達指標(Herfindahl-Hirschman Index)分析市場競爭程度，我們使用以銷售量為基礎的賀芬達指標估計該公司的市場集中程度。公式如下：公司銷售量平方/該產業所有公司平方總額。(Lang and Stulz, 1992; Comment and Jarrell, 1995; Firth, 1996; Erwin and Miller, 1998)

3.3.1-4 控制變數之衡量

以往研究發現有其他因素也會影響 R&D 支出(Anderson 2010)，本研究亦控制這些變數對 R&D 支出的影響，控制變數如下：

1. 企業規模(BS)

由於企業規模或大小的不同，投資能力也不同，企業規模定義為該公司淨銷售額。

2. 流動資金(LC)

公司的流動資金的差異可能會影響資本資源分配到研發和資本支出水準。流動資金=現金+現金等值/總資產。

3. 以前企業績效(FBE)

以前企業績效也影響了公司的投資選擇。本研究以資產報酬率(稅後息前)來衡量以前企業績效。

4. 企業成立年數(YOI)

公司的成立年數和生命週期的不同，也有不同的投資選擇；成立年數較少、生命週期在成長期的公司可能在研發上花費較多，而成立年數較多、生命週期在成熟或衰退期公司，相對的在資本支出上花費較多。

5. 負債比率(DR)

一個公司的現有債務水平也可能會影響其取得用於投資之融資的能力。負債比率=長期債務/資產總額。

3.3.2變數類別代號及定義彙整

表 1 變數類別代號及定義彙整

變數類別	變數名稱	變數代號	定義
應變數	風險承擔	RT	R&D 投入金額/(R&D 投入金額 + 資本支出總額)
自變數	過度自信經理人	OCC	以經理人持有公司股數變動或股票選擇權持有行為作為過度自信傾向的衡量
干擾變數	家族控制程度	FC	以盈餘分配權來衡量股權集中程度
	外部董事會比率	OUTBD	外部董事會控制為外部董事席次數除以董事會總席次
	市場競爭程度	MC	以銷售量為基礎的賀芬達指標估計該公司的市場集中程度
控制變數	企業規模	BS	公司淨銷售額
	流動資金	LC	流動資金=現金+現金等值/總資產
	以前企業績效	FBE	資產報酬率(稅後息前)
	企業成立年數	YOI	公司的成立年數
	負債比率	DR	長期債務/資產總額

3.3.2實證模型

此為驗證本研究所建立的研究假說，瞭解經理人過度自信家族控制、外部董事會及市場競爭對風險承擔之影響，本研究驗證假設實證模型如下。如果經理人過度自信對風險承擔為正向影響，OCC 的係數預期為正數如家族控制對過度自信經理人對風險承擔具負面干擾，則 OCC*FC 之係數為負數；如果董事會對過度自信經理人對風險承擔具負面干擾，則 OCC*OUTBD 之係數為負數；如果市場競爭高的情況下，過度自信經理人對風險承擔具負面干擾，則 OCC*MC 係數將為負數。

假設 1：公司經理人愈過度自信時，則風險承擔程度愈高。

$$RT = \beta_0 + \beta_1 OCC + \beta_2 BS + \beta_3 LC + \beta_4 FBE + \beta_5 YOI + \beta_6 DR + \varepsilon$$

假設 2：家族控制程度越高，過度自信經理人風險承擔程度會越低。

$$RT = \beta_0 + \beta_1 OCC + \beta_2 FC + \beta_3 OCC * FC + \beta_4 BS + \beta_5 LC + \beta_6 FBE + \beta_7 YOI + \beta_8 DR + \varepsilon$$

假設 3：在外部董事會控制下，過度自信經理人風險承擔程度會減少。

$$RT = \beta_0 + \beta_1 OCC + \beta_2 OUTBD + \beta_3 OCC * OUTBD + \beta_4 BS + \beta_5 LC + \beta_6 FBE + \beta_7 YOI + \beta_8 DR + \varepsilon$$

假設 4：市場競爭越高，過度自信經理人風險承擔程度會越低。

$$RT = \beta_0 + \beta_1 OCC + \beta_2 MC + \beta_3 OCC * MC + \beta_4 BS + \beta_5 LC + \beta_6 FBE + \beta_7 YOI + \beta_8 DR + \varepsilon$$

4.實證分析

本章共分成兩節，除樣本敘述統計資料外，本研究採用多元迴歸進行研究假說的實證，茲將各分析結果分別說明如下：

4.1 敘述統計分析

本研究共4215筆樣本，其中有2299筆樣本為經理人過度自信，1916筆樣本為經理人非過度自信。從表2可看出，家族控制股權的平均數為24.4159、外部董事會比率的平均數為0.2588、市場競爭程度的平均數為0.0697。

表 2 各變數之平均數、標準差

變數名稱	平均數	標準差
企業規模	14957951.59	65777172.64
流動資產	樣本數量497	樣本百分比(8%)
以前企業績效	675761693	8.96272158
負債比率	520942862	1316543367
企業成立年數	380712595	1617246866
家族控制程度	24.4159028	1619389375
外部董事會比率	0.2587884	0.19802044
市場競爭程度	0.0696846	0.15882986

表 3 研究樣依年度統計表、產業本分類

2010	729	17.30
Total	4215	100.00

表 3 總結了年度及產業的樣本分配表，年度樣本分配表從 2004 年至 2010 年共計七年，因部分變數遺漏關係致每年公司樣本數不同，A 部分為年度樣本分配表，由表 3 可得知，2004 年到 2010 年的七年間，樣本數量有微幅的上升，因為有些公司開始上市或是成立。B 部分的兩位數字的工業代碼係根據台灣證券交易所整理出來，就整體樣本而言，大多主要集中於電子工業，其所佔比重約為 56.18%，約佔樣本的半數，其次為紡織纖維、其他及化學生技醫療，其所佔比例分別為 7.43%、5.65%、4.56%。而比例最小的為鋼鐵工業以及證券業，所佔比重為 0.17%。

表 4 產業本分類統計表

B. 產業樣本分配表							
代碼	產業群	樣本數量	樣本百分比	代碼	產業群	樣本數量	樣本百分比
11	水泥工業	19	0.45	41	生技醫療	38	0.90
12	食品工業	103	2.44	43	塑膠工業	7	0.17
13	塑膠工業	96	2.28	44	紡織纖維	14	0.33
14	紡織纖維	313	7.43	45	電機機械	14	0.33
15	電機機械	188	4.46	47	化學工業	15	0.36
16	電器電纜	61	1.45	49	電子工業	18	0.43
17	化學生技醫療	192	4.56	50	鋼鐵工業	7	0.17
18	玻璃陶瓦	12	0.28	52	電子工業	7	0.17
19	造紙工業	19	0.45	53	電子工業	14	0.33
20	鋼鐵工業	154	3.65	54	電子工業	28	0.66
21	橡膠工業	30	0.71	55	建材營造	42	1.00
22	汽車工業	12	0.28	56	航運業	14	0.33
23	電子工業	423	10.04	57	觀光業	7	0.17
24	電子工業	555	13.17	60	證券業	7	0.17
25	建材營造	193	4.58	61	電子工業	210	4.98
26	航運業	112	2.66	62	電子工業	203	4.82
27	觀光事業	44	1.04	65	塑膠工業	7	0.17
28	證券	7	0.17	66	電機機械	7	0.17
29	貿易百貨	77	1.83	67	航運業	7	0.17
30	電子工業	406	9.63	80	電子工業	77	1.83
31	光電工業	28	0.66	81	電子工業	56	1.33
32	電子工業	28	0.66	82	電子工業	49	1.16
33	電子工業	63	1.49	83	塑膠工業	7	0.17
34	電子工業	62	1.47	89	綜合其他	14	0.33
35	電子工業	120	2.85	99	其他	238	5.65

36	電子工業	37	0.88	Total	4215	100.00
37	電子工業	12	0.28			

4.2 迴歸統計分析

本研究採用多元迴歸分析，並進一步將控制變數加入迴歸模型中進行檢驗，觀察其他重要因素是否會影響本研究的結果。為了降低驗證干擾變數的干擾效果產生之潛在的多重共線性問題，我們依 Cohen, Cohen, West, Aiken (2003) 建議，將三種干擾變數數值都進行中心化，即將數值減去該變數的樣本平均數得之。

Model 1 檢測假設一經理人過度自信時是否風險承擔程度越高。表 4 的 Model 1 實證結果顯示經理人過度自信之 Beta 值為 0.016，t 值為 2.726，因此，由結果得知，經理人過度自信對風險承擔有顯著正向影響，H1 獲得支持。Model 1 之 VIF 值皆小於 2，判斷無共線性問題。

為了檢驗假設二，我們在 Model 2 加入家族控制程度干擾變數。Model 2 顯示，經理人過度自信與家族企業之交乘項，呈顯著的負相關，P 值也達顯著水準，迴歸結果顯示家族企業對經理人過度自信具有顯著負向干擾效果，表示家族控制程度越大將會降低經理人過度自信所產生之過度承擔風險問題，因此，H2 獲得支持。Model 2 中 VIF 值均小於 2，亦無共線性問題。

為了檢驗假設三，我們在 Model 3 中加入外部董事會比率作為干擾變數。表 4 的 Model 3 顯示經理人過度自信與外部董事會交乘項的係數為 -0.001，P 值也達顯著水準，亦呈顯著的負相關，因此，迴歸結果顯示外部董事會對經理人過度自信具有顯著負向干擾效果，H3 獲得支持，而 Model 3 中 VIF 值均小於 2，亦無共線性問題。

為了檢驗假設四，我們在 Model 4 加入市場競爭程度干擾變數。Model 4 顯示，經理人過度自信與市場競爭之交乘項，呈顯著的負相關，P 值也達顯著水準，因此，迴歸結果顯示市場競爭對經理人過度自信具有顯著負向干擾效果，H4 獲得支持。而 Model 4 中 VIF 值均小於 2，亦無共線性問題。

表 5 經理人過度自信對風險承擔影響之迴歸分析-以股權變動衡量過度自信

應變數	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
截距項	0.138 (8.879) ***	0.156 (9.235) ***	0.144 (8.314) ***	0.137 (8.786) ***
過度自信	0.016 (2.726) ***	0.019 (3.003) ***	0.021 (3.285) ***	0.016 (2.636) ***
干擾變數				
家族企業		-0.001 (-6.403) ***		
家族企業*過度自信		-0.001 (-3.109) ***		
外部董事會			-0.027 (-1.587)	
外部董事會*過度自信			-0.001 (-3.772) ***	

市場競爭				-0.028 (-1.407)
市場競爭*過度自信				-0.059 (-1.687) *
控制變數				
企業規模	1.461 (3.691) ***	1.488 (3.725) ***	1.510 (3.760) ***	1.773 (4.265) ***
流動資金	0.424 (13.759) ***	0.448 (13.944) ***	0.452 (14.020) ***	0.422 (13.683) ***
以前企業績效	0.000 (0.906)	0.000 (0.707)	0.000 (0.280)	0.000 (0.992)
負債比率	-0.001 (-4.400) ***	-0.001 (-3.975) ***	-0.001 (-4.082) ***	-0.001 (-4.490) ***
企業成立年數	-5.617 (-0.310)	0.00 (-0.572)	-7.255 (-0.384)	-2.278 (-0.125)
F	35.750***	34.741***	33.707***	34.592***
Adjusted R ²	0.350	0.364	0.356	0.351
n	4215	4215	4215	4215

***表示具 1% 顯著水準，**表示具 5% 顯著水準，*表示具 10% 顯著水準

本研究亦引用 Malmendier and Tate(2005)方式,以經理人未出售股票選擇權的價內程度判斷經理人是否為過度自信。表五亦採用多元迴歸進行分析,並進一步將控制變數加入迴歸模型中進行檢驗,觀察其他重要因素是否會影響本研究的結果。為了降低驗證干擾變數的干擾效果產生之潛在的多重共線性問題,我們依 Cohen, Cohen, West, Aiken (2003)建議,將三種干擾變數數值都進行中心化,即將數值減去該變數的樣本平均數得之。

針對假設一,表 5 的實證結果顯示經理人過度自信之 Beta 值為 0.095, t 值為 6.479, 因此,由結果得知,經理人過度自信對風險承擔有顯著的正向影響, H1 獲得支持。

我們在 Model 2 加入家族控制程度干擾變數,表 5 的實證結果顯示家族企業之 Beta 值為-0.001, t 值為-6.172, 而經理人過度自信與家族企業之交乘項,呈顯著的負相關, P 值也達顯著水準, 因此,迴歸結果顯示家族企業對經理人過度自信具有顯著負向干擾效果, H2 獲得支持。

為了檢驗假設三,我們在 Model 3 中加入外部董事會比率作為干擾變數。從表 5 看出,外部董事會比率之 Beta 值為-0.002, t 值為-0.144, 而經理人過度自信與外部董事比率的交乘項的係數為-0.193, P 值也達顯著水準,亦呈顯著的負相關, 因此,迴歸結果顯示外部董事會比率對經理人過度自信具有顯著負向干擾效果,表示外部董事會比率越大將會降低經理人過度自信所進行之研發決策而降低營運風險, H3 獲得支持。

為了檢驗假設四,我們在 Model 4 加入市場競爭程度作為干擾變數。從表 5 看出,市場競爭之 Beta 值為-0.027, t 值為-1.478, 而經理人過度自信與市場競爭之交乘項,呈顯著的負相關, P

值也達顯著水準，因此，迴歸結果顯示市場競爭對經理人過度自信具有顯著負向干擾效果，H4獲得支持。各個假設其 VIF 值小於 2，均無共線性問題。

表五結果與表四結果一致，顯示在不同過度自信經理人衡量方式下，本研究的假設均獲得支持。

表 6 經理人過度自信對風險承擔影響之迴歸分析-以選擇權持有型為衡量過度自信

應變數	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
截距項	0.160 (11.293) ***	0.177 (11.547) ***	0.151 (10.205) ***	0.160 (11.310) ***
過度自信	0.095 (6.479) ***	0.048 (2.028) **	0.124 (6.530) ***	0.091 (6.085) ***
干擾變數				
家族企業		-0.001 (-6.172) ***		
家族企業*過度自信		-0.004 (-2.121) **		
外部董事會			-0.002 (-0.144)	
外部董事會*過度自信			-0.193 (-2.278) **	
市場競爭				-0.027 (-1.478)
市場競爭*過度自信				-0.177 (-2.113) **
控制變數				
企業規模	1.534 (3.646) ***	1.677 (4.060) ***	1.535 (3.739) ***	1.700 (3.882) ***
流動資金	0.373 (13.411) ***	0.440 (15.044) ***	0.421 (14.912) ***	0.372 (13.353) ***
以前企業績效	0.001 (2.642) ***	0.001 (2.753) ***	0.001 (2.875) ***	0.001 (2.651) ***
負債比率	-0.002 (-6.738) ***	-0.002 (-5.799) ***	-0.002 (-6.006) ***	-0.002 (-6.817) ***
企業成立年數	0.000 (0.880)	-7.001 (-0.004)	4.268 (0.248)	0.000 (0.987)
F	38.880***	38.452***	39.682***	37.651***
Adjusted R ²	0.329	0.354	0.348	0.329
n	4215	4215	4215	4215

***表示具 1%顯著水準，**表示具 5%顯著水準，*表示具 10%顯著水準

5.研究結論與建議

本文共分為三節，第一節歸納此研究的結論；第二節說明研究貢獻與管理意涵；第三節列出研究的限制與對後續研究者的建議。

5.1研究結論

本研究以西元 2004 年 1 月 1 日至西元 2010 年 12 月 31 日 7 年間經理人之台灣證券交易所上市企業為研究樣本，探討經理人過度自信與風險承擔之關聯性。本研究係依據 Anderson(2010)裡的總投資額中，投資於 R&D 的比例來衡量風險承擔的程度，一般來說，R&D 投資會使公司和股東承受更大的不確定性和個別風險，因此選擇較多 R&D 投資，會對公司本身帶來較高的風險，若公司的經理人有過度自信之特質，則可能會傾向於投資高風險的 R&D。相較於以往學者聚焦於 R&D 投資額或專利數量(Deng, Lev, and Narin, 1999)，本模式可清楚衡量相對風險承擔的程度。

本研究實證結果為當經理人有過度自信傾向，經理人之風險承擔程度為顯著正相關；在家族控制下，過度傾向經理人之風險承擔程度為顯著負相關；在外部董事會控制下，過度傾向經理人之風險承擔程度為顯著負相關；在市場競爭高的情況下，過度傾向經理人之風險承擔程度為顯著負相關。

5.2研究貢獻

5.2.1理論上的意義與貢獻

對於全球這幾年來經濟蕭條，經理人治理公司過程中，對於投資方面之相關決策具有相當的貢獻及意義。由於經理人投資組合的不同，所產生的風險大小也不同。以往雖然許多研究探討過度自信傾向經理人與投資決策之間的關係相關議題，如 Aghion et al. (2009)探討股東持股比例與創新之間的聯繫；Galasso and Simcoe (2011) 與 Hirshleifer, Low, and Teoh (2012)以專利來衡量創新的產出，而研究發展支出(R&D) 來衡量創新的投入，研究在經理人過度自信的情況與創新間之關係。但這些研究均未針對過度自信經理人對風險承擔傾向進行深入探討。故本研究主要貢獻為，本研究以R&D 投資額相對於總投資額比率，較能衡量過度自信經理人相對風險承擔的程度，而非僅討論過度自信經理人投資於R&D及專利數量的多寡。此外，以往關於過度自信經理人的研究較少探討在何種公司治理情境下，過度自信經理人對風險承擔之行為可能產生變化。因過度自信經理人可能受到公司內部治理機制或產業環境監督，而影響經理人風險承擔程度，所以，本研究的另一貢獻為進一步探討家族持股、外部董事會比率、市場競爭程度對過度自信經理人投資方面的監督效果。

本研究之假設一：公司經理人愈過度自信，則公司投資於研發支出的比重愈高，經本研究實證結果證實為顯著正相關。此結論與 Hirshleifer, Low, and Teoh (2012) 研究結果發現，經理人過度自信與創新具有正向且顯著的關係一致。本研究之實證結果支持假設二：家族控制程度越高，過度自信經理人風險承擔程度會越低，此研究結果與 Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson and Moyano-Fuentes (2007)的研究結論一致，該文獻指出為了維持企業的控制權，家族股東亦須承擔公司經濟利益損失的風險，在這種情形下，家族控制公司常不願意投資於高風險計劃，以避免危及企業存活，本研究假設二之結果，家族控制程度越高，過度自信經理人風險承擔程度會越低，此實證結果與 Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson and Moyano-Fuentes

(2007)的研究一致。此外，本研究之實證結果亦支持假設三：在外部董事會監督下，過度自信經理人風險承擔程度會減少，此研究結果與 Huson, Parrino and Starks (2001)的研究結論一致，該文獻指出外部董事會具有相當專業能力與經驗，可以協助公司訂定重大決定，作出最有利於公司、股東之最佳決策，增強公司策略管理之效能，本研究假設三之結果，外部董事會控制的比率越高，會減緩過度自信經理人高度承擔風險傾向，此實證結果與Huson, Parrino and Starks(2001)的研究一致。此外，本研究之實證結果也支持假設四：在市場競爭高的情況下，過度自信經理人風險承擔程度會減少。此研究結果與Fee and Handlock的研究結果一致，該文獻認為當競爭程度越高，公司遭到清算的機率增加，使得經理人更換的機率提高。所以，當市場競爭程度高時，若經理人表現不好可能被替換的機率高，亦使經理人做決策時會較於謹慎，不會做風險性高的投資，此實證結果與本研究假設四之結果，市場競爭比例越高，過度自信經理人風險承擔的程度會越低的結果一致。

5.2.1 管理實務上之貢獻

企業投資為公司營運的重要決策，而公司經理人風險偏好程度不同，亦會影響公司投資行為，當經理人有過度自信傾向，低估本身投資計畫中的風險，將對企業帶來投資上的不確定性，且這些投資行為所帶來的風險，也會影響企業存續。此外，家族控制股東的監督確實導致經理人產生不同的投資行為。董事會對公司決策具有最大影響力者，在外部董事會控制下，經理人各個層面的限制相對於非外部董事會控制下的經理人來得高，外部董事會的存在，可以監督並限制經理人過度自信所產生的過度投資於高風險的傾向，故董事會的結構將可以作為企業是否可有效端正經理人的公司治理機制。而市場競爭程度係對經理人做決策具有最大影響力者，在競爭程度高的情況下，公司遭到清算的機率增加，使得經理人更換的機率提高，故競爭程度高，亦使經理人做決策時會較於謹慎，不會做風險性高的投資。

為了避免公司經理人過度自信而產生錯誤投資企劃，讓公司處於高度經營風險，因此本研究提出以下建議，其可供(公司經理人與公司利害關係人)管理當局參考：

1. 公司可透過董事會、股東、利害關係人之限制、避免經理人因過度自信傾向，執行錯誤之投資決策，企業可以多採用與公司無直接關係之利益者來擔任這些利害關係人，這些利害關係人能夠做出公正客觀之決策，監督經理人所做的投資決策，降低過度自信產生低估風險，高估投資報酬之錯誤投資決策，像是政府、社會大眾等。
2. 企業管理者(經理人)在執行錯誤決策中，從每次的決策錯誤裡分析決策過程為何產生錯誤，從中深入探討各方面執行決策之環節，所需注意之事項，同時也必須了解自身的能力，避免本身能力高估，導致經理人無法準確預估決策會帶來的風險性，進而降低決策錯誤之產生。
3. 企業管理者(經理人)在做任何決策(包括投資決策)之前，為避免草率、輕易執行未評估過之決策，導致企業面臨高風險的情況下，企業管理者(經理人)應充分蒐集決策中各種資訊，分析決策有關之利害關係，各種層面之風險。經過分析，審慎評估之後執行決策，方可改善對公司帶來的高危險性及高風險性。
4. 企業管理者(經理人)應盡量避免一人做決策，應聽取多方意見，並讓企業管理者(經理人)了解與其他相關企業管理者(經理人)互通訊息的重要性，建立與各行業的人脈關係，以獲取更多有用的訊息，並且綜合大家所提供的意見挑選出最適當、最適合的方法，來做決策。
5. 投資人應避免在先前投資成功後，過度樂觀未來投資走向，應經過審慎評估、分析及觀察後

在執行下一步投資決策，避免過度相信前一次成功之投資決策而草率進行後續投資，以降低投資帶來的風險，避免重大風險的發生。

5.3 研究限制與建議

5.3.1 研究限制

本研究僅以我國上市公司為主要研究對象，因此，實證結果也只推論至上市公司為限，而未上市公司的部份也許會因為公司特性的不同而有所差異，此部份還有待後續學者進一步研究。

5.3.2 研究建議

1. 本研究係以用Anderson(2010)裡的總投資額中，投資於R&D的比例來衡量風險承擔的程度，建議未來研究可使用其他衡量風險承擔的方法做進一步探討。
2. 後續研究可考慮將台灣和其他國家的經理人做比較，是否會因文化背景不同，而承擔風險程度的結果有所不同。
3. 未來可進一步探討其他公司干擾變數經理人的學歷、年資是否影響到經理人過度自信對風險承擔的影響。
4. 由於台灣企業發展較晚，多數企業仍掌權在創業者手中，尚未進行接班人計劃，故建議後續研究者可以將世代納入考量，進一步研究世代與過度自信之間的關係。
5. 本研究僅探討過度自信經理人對風險承擔的影響，而尚未深入探討風險承擔行為對公司營運績效的影響，後續研究可更深入探討之關係。

參考文獻

一、中文部分:

1. 林玉霞(2001)，臺灣上市公司代理問題、公司治理與股東價值之研究，私立中原大學會計研究所未出版碩士論文。

二、英文部分:

1. Aboody, D., & Lev, B. Information asymmetry, R&D, and insider gains. *Journal of Finance*, 2000:2747-2766.
2. Anderson, R.C. and Reeb, D.M., 2003. Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), pp. 1301-1329.
3. Bertrand, M. & Schoar, A. (2002). Managing With Style: The Effect of Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers. *Management Science*, vol.54(6), 1037-1052.
4. Blumentritt, T. P., A. D. Keyt, and J. H. Astrachan, 2007, "Creating an Environment for Successful Nonfamily CEOs: An Exploratory Study of Good Principals," *Family Business Review* 20(4), 321-335.
5. Calantone, R., Garcia, R., & Droge, C., "The effects of environmental turbulence on new product development strategy planning", *Journal of Product Innovation Management*, Vol.20, No.2, 2003, pp.90-103.
6. Crane, F. G, *Insurance principles and practices*. New York, : John Wiley and Sons, 1980.
7. Duan, D.J. 1987, Directors are not doing their jobs, *Fortune*, p.117-119.
8. Deng, Z., B. Lev, and F. Narin (1999), "Science and Technology as Predictors of Stock Performance," *Financial Analysts Journal*, (May/June), pp.20-32.

9. Eom, Y. H., M. G. Subrahmanyam and J. Uno, "Coupon effects and the pricing of Japanese government bonds: an empirical analysis," *The Journal of Fixed Income*, 1998: 69-86.
10. Gilson, S.. Management turnover and financial distress. *Journal of*
11. Hermalin, B. E. The effects of competition on executive behavior. *Rand Journal of Economics* 23(3),1992:350-365.
12. Hitt, M. A., R. E. Hoskisson and H. Kim. International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms. *Academy of Management Journal* 40(4),1997: 767-798.
13. Holmstrom, B. Agency costs and innovation. *Journal of Economic Behavior and Organization*.1989: 305-327.
14. Jensen, M. C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover. *American Economic Review*, 1986: 323-329.
15. Johnson, J., Daily, L., Ellstrand, A., "Board of Directors: A Review and Research Agenda," *Journal of Management*, Vol.22, 1996, pp.409-438.
16. Kothari et al. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 2005: 163-197.
17. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer , 1999, "Corporate Ownership Around the World" *Journal of Finance*, 54, 471-517.
18. Lin, Y.H., S.Y. Hu, and M.S. Chen. Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2005:523-546.
19. Malmendier, U., & Tate, G. (2005a). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, vol. LX, no. 6, 2661-2700.
20. Malmendier, U., Tate, G., 2008. Who makes acquisitions? CEO over- confidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics* 89, 20-43.
21. Malmendier, U. and G. Tate, 2005, "CEO Overconfidence and Corporate Investment," *Journal of Finance* 60, 2661-2700
22. Mishra, C.S. and D. L. McConaughy, 1999, "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt," *Entrepreneurship: Theory and Practice* 23, 53-64.
23. Miller, D. and P. H. Friesen. A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science* ,1984:1161-1183..
24. Nickell, S. Competition and corporate performance. *Journal of Political Economy*104(4),1996:724-746.
25. Oskamp & Stuart . Overconfidence in case study judgements. *Journal of Consulting Psychology*, 1965: 261-265.
26. Robbins, J. L. Gibson, "Organizational behavior structure", 7TH ed.1991:111, 1
27. Weinstein, N. Unrealistic optimism about future life events.
28. Rosenbloom, J. S., A case study in risk management, NY; Meredith Corp,1972.

29. Journal of Personality and Social Psychology, 1980:806-820.
30. Scharfstein, D., 1988. Product-Market Competition and Managerial Slack. *Rand Journal of Economics*, 19(Spring): 147-155.
31. Schmidt, K. M., 1997. Managerial Incentives and Product Market Competition. *Review of Economic Studies*, 64(April): 191-213.
32. Schulze, W. S., M. H. Lubatkin, and R. N. Dino, 2002, "Altruism, Agency, and the Competitiveness of Family Firms," *Managerial and Decision Economics* 23, 247-259.
33. Solomon, J. F., S. W. Lin, S. D. Norton, and A. Solomon, 2003, "Corporate Governance in Taiwan: Empirical Evidence from Taiwanese Company Directors," *Corporate Governance* 11, 235-248.
34. Shleifer, A. and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52:737-783
35. Villalonga, B. and Amit, R. ,2006, How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417
36. Yafeh, Yishay, and Oved Yosha, Large shareholders and banks: Who monitors and how? *Economic Journal* 113,2003: 128-146.
37. Ye, B. (2008). Managerial Overconfidence and Corporate Investment:
38. Zahra, Shaker A. and John A. Pearce. 1989. Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15: 291-334.
39. Zahra, S. A., 2005, "Entrepreneurship Risk Taking in Family Firms," *Family Business Review* 18(1), 23-40.