

# CEO 的過度自信對企業策略變革之影響

## CEO overconfidence impact of strategic change on the business

翁鶯娟<sup>1</sup>

國立高雄應用科技大學 企業管理系 副教授

yjwong@kuas.edu.tw

焦裕櫻<sup>2</sup>

國立高雄應用科技大學 企業管理系 研究生

1104335106@gm.kuas.edu.tw

### 摘要

過去研究顯示 CEO 特質將決定公司如何進行策略變革,本研究試圖探討 CEO 重要特質-過度自信-對策略變革之影響。此外,董事社會資本結構影響董事會功能是否彰顯,將有助於牽制過度自信 CEO 之決策或提供有利之資訊予 CEO,攸關策略變革是否得以成功。故本研究亦進一步探討董事會資本的深度和廣度與 CEO 之外部董事的網路核心對 CEO 過度自信與企業策略變革之調節效果。本研究樣本取自 2010 至 2015 共計五年之台灣證券交易所上市企業為研究樣本。實證結果顯示 CEO 過度自信傾向願意進行更多的策略變革;董事會資本深度,負向干擾 CEO 過度自信與企業策略變革;董事會資本的廣度及 CEO 之外部董事的網路核心則正向干擾 CEO 過度自信與企業策略變革。

**關鍵詞：**CEO 的過度自信、策略變革、董事會資本、網路核心

**Keywords :** CEO overconfidence、Strategic change、board capital、network centrality

### 1. 緒論

本文主要共分為三節,第一節說明本研究之研究背景及動機,第二節為本研究之研究目的,第三節為本研究之研究流程

#### 1.1 研究背景與動機

在企業生命週期中,為面臨環境瞬息萬變的環境,無論在什麼時候,企業需要維持其策略的動態能力(Boyle and Desai, 1991),企業成長間斷均勻模型(punctuated equilibrium model)也顯示了長期成功的企業是需要策略變革的,於是持續策略變革,就成為每個企業的重要課題,Harvey (1994) 表示「居住在地球村中,世界各地的變動都會影響每個人的未來,經理人必須要清楚了解整個世界可能的轉變,做好萬全的因應準備,除了調整組織結構外,還必須為組織增加彈性,強化對環境的調適能力,組織應該提倡把策略變革視為一種演進過程的價值觀和理念」。

然而在持續推動策略變革上,執行策略的領導者所扮演的是舉足輕重的角色。不同特徵的 CEO 會有不同的決策,近年來研究顯示有些管理者有過度自信的特徵,因為他們自認為自己的知識和能力要比實際上要高出許多(Ben-David et al., 2007)。CEO 的過度自信在理論上和實務上一直持續被進行各項議題進行探討,包含投資、財務、股利發放和公司合併、創新...等。過度自信的 CEO 喜歡大膽的行動並且吸引注意,進行更多策略變革(Chatterjee and Hambrick, 2007),然而過度自信的偏誤,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)。但也可能會為公司帶來更多的革新、執行更多的策略(Simon and Houghton, 2003)。

根據資源依賴理論把公司看作一個開放的系統,公司的生存能力取決於其從外部獲取關鍵資源的能力,而董事會被視為公司獲取外部資源的一條重要途徑,董事會被視為資源的提供者。董事的技能、經驗、專長和知識可能會影響他在監督 CEO、評價策略實施效果和獎勵管理層方面的效能。在資源依賴理論視角下,董事的業務專長和聲望能夠為 CEO 提供公司經營所需要的信息和資源,從而促進 CEO 執行力的發展,提升公司績效。(Hillman and

Dalziel, 2003), 而透過策略變革進行創新是企業取得競爭優勢的關鍵(Lengnick-Hall,1992), 有用的訊息傳遞有助於策略決策的正確性, 董事會是企業的最高決策機制, 因此, 董事會成員背景, 會影響決策的有效性, 當董事會成員擁有不同的產業背景經驗及擔任產業內其他公司的董事, 可以優先取得特定產業的訊息資源 (Pfeffer and Salancik,1978), 將有助於牽制過度自信 CEO 之決策或提供有利之資訊予 CEO。因此本研究以董事會資本的深度和廣度作為干擾變數, 探討董事會資本如何干擾過度自信 CEO 對策略變革的影響。

此外, 在不確定性的環境中, 必須透過網絡合作來維持優勢, Salman and Saives (2005) 指出, 經由直接或間接網絡連結來獲取廣大的知識與資源, 可以幫助公司提高創新效益。尤其是組織中執行策略的高階管理者, 可藉網絡外部董事連結與其他組織互相交流、溝通 (Geletkanycz and Hambrick, 1997)。因此加入 CEO 之外部董事的網絡核心為另一個干擾變數, 探討 CEO 因網絡連結的資源對過度自信 CEO 與企業策略變革的影響。

過去研究大多著墨在過度自信 CEO 對於特定策略或特定事件的影響, 例如併購與研發, 而過度自信 CEO 對策略變革的影響, 並加入董事會資本與網絡核心的干擾, 較少被探討, 一個企業體, 若它的長期經營策略為永續生存, 則「求變」與「應變」是非常重要的經營理念(楊復輝,1990), 因此在全球化競爭的知識經濟時代下, 若提高策略變革的能力, 可以使企業更快速的回應環境的趨勢, 然而, 要及時的回應環境的趨勢, 資訊的流通就顯得很重要, 利用董事會資本提供產業間的訊息和技能, 網絡連結能使 CEO 獲得廣大資源(Geletkanycz and Hambrick, 1997)。綜上所述, 本研究除了探討 CEO 的過度自信對企業的策略動態能力之影響外, 將進一步檢測董事會資本的深度和廣度與 CEO 之外部董事的網路核心是否會對策略變革造成影響。

## 1.2 研究目的

本研究想探討在競爭激烈的環境中, CEO 的過度自信對企業策略變革是否有影響。接著將董事會資本的深度和廣度與 CEO 之外部董事的網路核心作為干擾變數, 探討是否會影響 CEO 的過度自信和企業策略變革間之關係。因此, 本研究欲探討之內容為下列四項:

- (一) CEO 的過度自信對企業策略變革的影響。
- (二) 董事會資本深度對於 CEO 過度自信與企業策略變革的影響。
- (三) 董事會資本廣度對於 CEO 過度自信與企業策略變革的影響。
- (四) CEO 之外部董事的網路核心對 CEO 過度自信和策略變革的影響。

## 1.3 研究流程

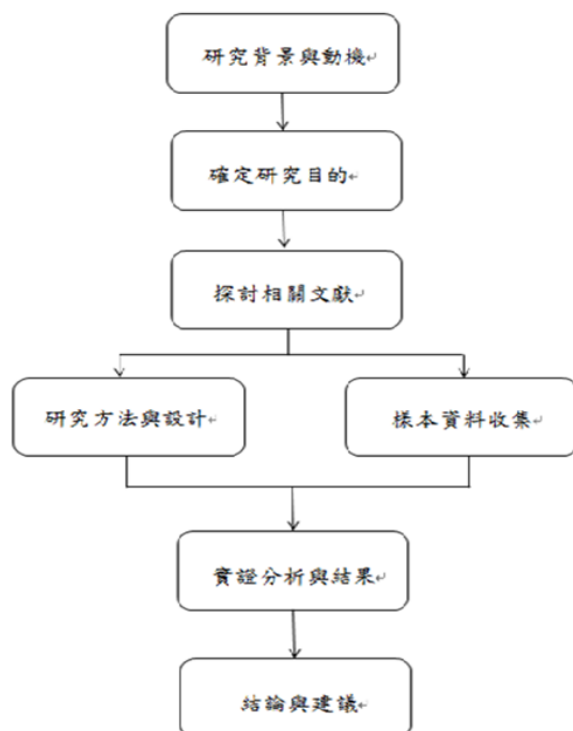


圖 1-1 研究流程圖

資料來源：本研究整理。

## 2. 文獻探討與假說發展

### 一、 CEO 的過度自信對企業策略動變革的影響

策略動態或組織策略的變化程度是策略管理研究的中心結構。(Birkinshaw, Morrison and Hulland, 1995), 周佳欣 (1997) 認為, 企業策略變革是「企業對環境、競爭變化下的一種基本的、全面性的、大規模的革命性改變, 其企圖調整或改變企業現有的營運架構, 突破現狀, 重創企業活力的一種行為現象」。針對一個具有持續性競爭優勢的企業應該要有怎樣的管理方式, 一直是策略管理最主要的探討議題。大多數學者一致認為, 想要建立了可持續的競爭優勢企業, 應該要能夠維持高獲利狀態並持續發展變化 (Rumelt, Schendel and Teece, 1994)。實證發現, 產業條件、組織規模, 和其他背景因素影響了公司策略的動態能力。且在控制情境條件之後, 管理者的特徵與在策略中發生的變化是相關的。Wiersem and Bantel (1992) 認為高層管理團隊成員的平均教育程度以及他們教育專業化的異質性與策略變革呈現正相關。因此, 證據顯示高管人員比其他人更傾向於改變他們的公司策略、執行更多的策略變革。

CEO 是制定企業策略的決策者, 可能是支持企業策略變革的啟動者, 亦可能採取維持現狀, 或者簡單地改進和闡述現有的策略。追求穩定策略的 CEO 會比較偏向 Miles and Snow (1978) 的防禦性策略, 然而防禦性策略難以適應過度自信 CEO 的需求, 因此, 過度自信的 CEO 將支持策略的流動或動態性 (Chatterjee and Hambrick, 2007)。過度自信的 CEO 是積極的, 策略是誇大的, 會有強烈的慾望帶動競爭 (Maccoby, 2004), 為了滿足 CEO 自己的需求, 可能會指揮他們的公司採取更膽大、更積極的策略行動 (Covin and Slevin, 1991)。更進一步的, Hirshleifer et al. (2012) 認為, 具有過度自信的 CEO 公司會投入更多的創新, 獲得更多的專利, 並且會比其他公司更容易有成功的革新。在投資上, 認為過度自信的 CEO 會低估他們的投資風險, 因此他們會更頻繁的交易。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, 2008)。綜上所述, 因此本研究認為過度自信的 CEO 會傾向願意推動企業策略變革, 故推導出研究假說一:

#### H1: CEO 的過度自信正向影響企業策略變革

### 二、 董事會資本深度對於 CEO 過度自信與企業策略變革的影響

Haynes and Hillman (2010) 認為董事會資本深度是指董事會成員在核心企業的產業鑲嵌性 (industry embeddedness), 資源依賴理論 (Pfeffer and Salancik, 1978) 認為透過董事會成員可以獲取行業的特定信息, 像是獲得競爭對手的優勢知識和產業機會, 使企業能夠預測和應對競爭對手的行動, 處理策略的不確定性和趨勢。在產業經驗方面, 無論是通過產業職位還是董事的連結, 都能提供有價值的產業相關信息。雖然產業的嵌入性使組織成員產生了類似的背景、共同的生活經驗和價值觀, 使得彼此交互更容易 (Williams and O'Reilly, 1998)。若董事會成員間具有高度的產業嵌入性, 將迫使推薦和批准的策略變革計畫採取類似於產業競爭者的策略行動 (Pralhad and Bettis, 1986)。因為具有相似產業背景和關係的管理者對於策略決策的各個方面持有相似的看法和信念, 產業內的共享知識“被認為是理所當然”(Huff, 1982; Hambrick, Geletkanycz and Fredrickson, 1993)。產業內的關係越緊密會增加策略和產業規範的一致性; 而產業外的關係越緊密會減少策略和產業規範的一致性, 也就是說產業外的關係能夠使策略做較多的改變 (Geletkanycz and Hambrick, 1997)。董事會資本在產業內深度越深時, 由於董事間具有相似產業的背景, 具有共同語言與經驗, 給予 CEO 的意見就會偏向一致性, 越難考慮替代解決方案、質疑策略變革的正確性, 或提供有利於創新之建言 (Huff, 1982), 降低 CEO 過度自信對策略變革的正面影響。

綜上所述, 如果董事會資本是透過產業內知識、任期和經驗而集中, 例如董事連結、產業職位或產業相關性的支持角色, 董事會所制定的策略決策將會反映產業中所主導的策略模式。因此董事會資本越深, 具有同質性的董事會可能只會考慮較少的選擇和策略, 表示董事在特定產業的嵌入性越高, 越容易透過產業內共享知識來建議過度自信之 CEO 策略與方案, 使得策略與產業規範趨向於一致性, 減弱過度自信 CEO 去進行策略變革之動力。故本研究假設:

#### H2: 董事會資本深度負向干擾 CEO 過度自信對策略變革的正面影響

### 三、董事會資本廣度對於 CEO 過度自信與企業策略變革的影響

較廣的董事會資本廣度來自於董事的非冗餘、多樣性的職能和職業背景，以及他們與各種產業的關係，即董事的異質性(Coleman, 1988)。正如 Golden and Zajac (2001)所指出的，擁有更廣泛的董事經驗的董事會可能會考慮更廣泛的策略選擇。為了支持這一個觀點，Miller, Burke and Glick (1998)指出，認知異質性能夠提高策略選擇的全面性和廣泛性，由於董事會多元的背景，可以提供不同的意見。因為，異質性的董事會具有更廣泛的知識、創造力和經驗，以及可以接觸更多公司外的寶貴資源。研究指出，人力和社會資本(董事會資本廣度)的異質性不僅可以使更多的選擇被納入考慮，而且導致更多的策略被採取行動，使潛在的策略得以實現而進行策略變革。例如，Golden and Zajac (2001)發現董事會成員的職業異質性與董事會成員的經驗和專業知識有關，而這又與策略變革成正相關。相反，具有同質性的董事會可能只會考慮較少的選擇和策略，例如，Eisenhardt, Kahwajy and Bourgeois (1997: 48)實證發現具有銷售和營銷方面背景的人通常看到的機會和問題，與那些具有工程經驗背景的人有所不同，表示當組織中異質性背景成員愈多，將更容易看到產業的其他機會。因此董事會資本越廣，表示董事不同之專業背景與經驗，可以提供有用之專業知識予過度自信之 CEO，增強過度自信 CEO 去進行策略變革之動力，因此本研究推論假設三：

#### H3：董事會資本廣度正向干擾 CEO 過度自信對策略變革的正面影響

### 四、CEO 之外部董事的網絡核心對於 CEO 過度自信與企業策略動態能力的影響

Tsai(2001)認為成員或組織在網絡中的中心性愈高，愈有助於獲得權力與外部資源。相對於其他高管成員，CEO 位居公司內部網絡核心，對於策略決策的選擇更具影響力(Bigley and Wiersema, 2002)，在各種對外的網絡活動中，擔任其他公司董事的「外部董事網絡連結」係組織取得外部關鍵資源的有效方式 (Geletkanycz and Hambrick, 1997)。提高網絡核心被認為是 CEO 積極執行各項策略的來源，Burt(1980)指出，董事會連結提供公司間所處環境資訊及決策之交流管道；Mizruchi (1996)指出董事會連結可協助網絡成員間知識與資訊的移轉及交換。因此，藉著 CEO 擔任其他公司的外部董事，增加公司與公司之間的互動與合作關係，且 CEO 的網絡展現了公司在產業間的連結活動，可幫助 CEO 在面臨各個產業事件時，能夠預測期潛在的影響，因此，強化 CEO 的外部網絡結構，能夠提升公司的核心地位 (Madhavan, Koka, and Prescott, 1998)，Tsai (2001)指出，網絡核心地位會影響公司創新結果及接近資源的程度。若 CEO 與其他公司有越多的接觸，則在其網絡的影響過程中處於較好的網絡位置或擁有高度中心性，能夠取得關鍵資源、控制資訊流動，並且執行策略時具有較大的優勢。(Madhavan et al, 1998)。

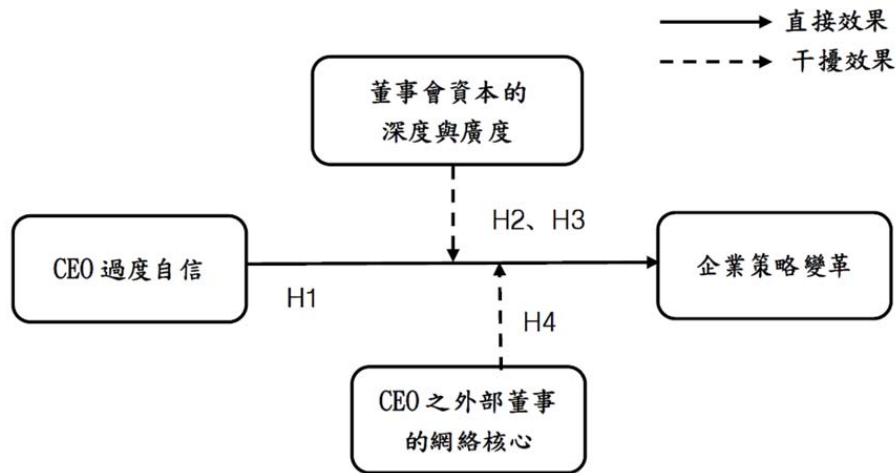
鑑於 CEO 會負責諸如研發創新方向等重要決策的制訂去採取適當的行動(Geletkanycz and Hambrick, 1997)，過度自信的 CEO 若擁有來自外部的資源，可能利用此優勢，採取創新的策略，由於網絡成員之間的經驗累積與合作目標會不斷的改變，使企業網絡始終呈現著動態的演化狀態 (吳建明等, 2009)，換句話說，CEO 所處的外部網絡成員因網絡環境會有所變動，可透過工具 (IT、流程改善、系統導入等) 將網絡成員擁有的資源，內嵌於企業經營流程、且相互結合，提升自我能力，並善用本身的關鍵資源，於身處的網絡中取得較高的優勢，以進行企業變革。本研究預期透過 CEO 之外部董事網絡連結，可傳回所獲見聞與知識，促使各成員整合公司核心能耐，為企業帶來創新的策略與績效，以提升 CEO 過度自信對策略變革的正向影響。據此，建立假說如下：

#### H4：CEO 之外部董事的網絡核心正向干擾 CEO 過度自信對策略變革的正面影響

## 3. 研究方法

### 3.1 研究架構

綜合文獻整理，本研究認為 CEO 的過度自信會影響企業策略變革，並以董事會資本的深度與廣度和 CEO 的網絡核心作為干擾變數，董事會資本深度對 CEO 過度自信與策略變革有負向的干擾效果；而董事會資本廣度對 CEO 過度自信與策略變革有正向的干擾效果；CEO 之外部董事的網絡核心對 CEO 過度自信與策略變革有正向的干擾效果。圖二為本研究依文獻探討發展出的研究架構圖：



資料來源：本研究。

### 3.2 研究樣本與資料來源

本研究以西元 2010 年 1 月 1 日至西元 2015 年 12 月 31 日五年間台灣證券交易所上市企業為研究樣本，探討公司 CEO 的過度自信對企業策略變革之影響性。樣本均取自台灣經濟新報資料庫 (TEJ)、公開資訊觀測站各公司年報與台灣證券交易所公司代碼前兩碼相同，來判定董事會資本的深度與廣度和 CEO 之外部董事的網絡核心對 CEO 的過度自信與企業策略動態能力之影響性。本研究涵蓋研究範圍之變數資料，CEO 異動宣告之樣本公司資料與相關財務資料，均取自台灣經濟新報資料庫 (TEJ)、公開資訊觀測站及公司年報與台灣證券交易所公司網站資料。

### 3.3 變數定義及衡量

#### 一、依變數：企業的策略變革

策略變革的持續性的計算方式為：以“T”作為焦點年，首先計算每一樣本五年 (t-1 到 t+3) 6 個策略尺度的變異數；然後各構面之變異數，以現有樣本為基礎，算出各樣本平均數與標準差之後，再以其為依據，計算每一樣本的標準化值；最後將 6 個構面之標準化分數加總。衡量企業變革的 6 個關鍵策略尺度：(1) 廣告密集度(廣告/銷售)，(2) 研發密集度(研發/銷售)，(3) 廠房及設備新穎(廠房設備淨值/廠房設備毛利率)，(4) 非生產性開銷(銷售, 行政〔SGA〕費用/銷售)，(5) 庫存程度(庫存/銷售)，和 (6) 財務槓桿程度(債務/股本)。這些尺度能夠研究出企業中策略面的不同(finkelstein and Hambrick, 1990, Yan Zhang and Nandini Rajagopalan, 2010)。故本研究將採用上述六個關鍵指標作為策略變革之代理變數，探討 CEO 過度自信與策略變革之間的關聯性。

#### 二、自變數：CEO 的過度自信

過去文獻衡量經理人過度自信傾向，有以是否執行其選擇權或是大量購買股票作為過度自信傾向的衡量 (Malmendier and Tate, 2005a; Hall and Murphy, 2003)，或是以媒體敘述評價衡量者 (Malmendier and Tate, 2005b)，由於國內缺乏對於經理人選擇權之資料庫，而媒體敘述指標又過於主觀。由於過去文獻指出，CEO 的個人財富及聲譽與公司績效有關且會受到企業特殊風險的影響，因此 Malmendier and Tate(2005b)認為當 CEO 對於企業未來表現持有過度自信的預期時，CEO 便會逐漸增加其持股數以期從未來好的表現中獲利。因此，本文參考 Lin et al. (2008)的方式，以 CEO 持股變動作為過度自信衡量方式。亦即任期至少五年的 CEO 為樣本，再計算每位 CEO 任期五年中每年對自家公司股票的持股數，而若該經理人在這五年中至少有三年的平均持股數是增加的，也就是對公司股票屬於淨買入的年數大於淨賣出的年數，就判斷該 CEO 具有過度自信傾向。

#### 三、干擾變數

本研究參考 (Haynes and Hillman, 2010) 用以衡量董事會資本深度和廣度之構面，使用 Blau's (1977) 的異質性指數  $Heterogeneity = (1 - \sum P_i^2)$  來計算。其中 P 是構面之指標的比例，i 是樣本數。

#### (一) 董事會資本深度

董事會深度是指董事會成員在企業所屬主要行業的嵌入程度。行業嵌入性是董事會成員當前或以前行業工作經驗的結果，也是他們在行業中與企業垂直和水平聯繫的結果。廣義地講，就是通過連鎖董事身份、目前或以前的

職業以及服務行業角色的扮演(例如具體行業的法律顧問或諮詢服務)而獲得的嵌入性。董事會資本深度測量指標包括產業連鎖嵌入程度和行業職業嵌入程度兩個指標,產業連鎖嵌入程度的計算公式是董事成員在與本企業屬同一行業的兼任單位所擔任董事職務數量之和除以所有董事會成員所兼任的董事職務數量之和;第二個指標是通過具有本企業工作經驗的董事會人數與董事會總人數相除得出的比率來測量。最後,兩個比率值求和便可得出董事會資本深度測量值,指標值範圍是 0 與 2 之間,表示董事會在目前企業所屬行業中的嵌入程度,數位越高表明嵌入程度越高。

## (二)董事會資本廣度

董事會資本廣度由功能、職業、關係異質性作為指標,並使用 Blau's (1977) 的異質性指數來做計算。

1. 功能背景使用 Hillman、Cannella and Paetzold (2000) 分類法做歸納,將董事分為三個董事會的職能角色,商業專家、支持性專家和社團影響力。商業專家(business experts)是具有豐富的一般管理知識和專業知識的主管;支持性專家(support specialists)包括法律專家(例如律師)、金融專家(例如銀行家,風險投資家和投資銀行家)以及銷售和營銷專業人員(例如廣告主管);社團影響力(community influential)包括政治家、學術界或擔任其他社團成員,他們在一般非營利環境中都會受到尊重和擁有權力。
2. 職業背景被編為以下類別:一般管理、財務/會計、銷售/營銷、法律、資訊系統、工程、人力資源、政府和房地產。
3. 產業關係異質性由經濟新報產業代碼來統計兼任不同產業公司職務之總次數。

董事會資本寬度是衡量各個指標的總和,由於該構面具有三個指標,數值的範圍在 0 和 3 之間,值接近 3 的數值表示有更高的異質性。

## (三)CEO 之外部董事的網絡核心

根據社會理論之觀點 (Burt, 1992),以 CEO 擁有之外部董事連結居網絡關係的中心性程度,來獲取 CEO 擔任之外部董事連結的品質。植基於過去文獻 (Salman and Saives,2005),網絡位置的中心性係從四大構面來衡量:

- (1) 程度 (Degree): 在網絡中與其他節點直接連結的個數。本研究係指公司之 CEO 擔任其他公司董事的家數;較多外部董事連結者其潛在活動力較高。
- (2) 中介 (Betweenness): 計算特定節點在網絡中擔任其他節點最短捷徑連結之居中位置次數,用以捕捉一家公司擔任主要中間媒介的程度,若接收公司充當許多其他上市櫃接收公司的「橋樑」(中間媒介),則掌控越多資源的流通,此時 CEO 之外部董事連結品質愈佳。
- (3) 接近 (Closeness): 衡量特定節點與其他節點的緊密程度。計算方式係某節點欲與網絡中所有節點相連結所需使用最少路徑總和的倒數,路徑愈少取倒數後該值愈大,反映其社會網絡「接近性」愈好。特定接收公司與網絡中各公司的距離越近,代表該接收公司越是靠自己與各公司接觸,不需仰賴「居中介紹」,此時 CEO 之外部董事連結品質愈佳。
- (4) 特徵向量中心性 (Eigenvector): 是一個考量所連結對象之中心性的指標。當網絡中特定節點與其他具有高度重要性的節點連結時,則該特定節點具有較高的特徵向量中心性。就本研究而言,當接收公司在網絡中的中心性愈強時,則派出公司亦因而在網絡中具有高度重要性,其特徵向量中心性數值愈高,意謂公司 CEO 社會資本愈高。

本研究將上述構念進一步操作化衡量,計算方式係先建立上市櫃公司的雙序列董事會連結矩陣,再使用網絡分析軟體 UCINET v.5.0 計算各企業在網絡中的中心程度、中介、接近與特徵向量中心性變數。本研究係採因素分析萃取這些網絡連結變數,作為衡量 CEO 之外部董事的網絡核心的代理變數。對於因素的萃取係採取主軸法 (Principal Component Method),潛伏因素的個數係依 Kaiser (1960) 的標準選取特徵值大於 1 的因素,並要求因素負荷量絕對值大於 0.5。在萃取過程中,僅有一個因素特徵值大於 1 (特徵值為 2.6653),累積解釋變異為 0.666,故此因子衡量 CEO 之外部董事的網絡核心;其中,程度、中介、接近與特徵向量中心性的因素負荷值分別為 0.903、0.776、0.686、0.881。由於網絡連結有利於取得組織外部資源與創新知識,故本研究預期該外部董事會網絡連結與策略變革呈正相關。

#### 四、控制變數

##### 1. 公司規模：(S)

公司規模大小通常被認為是很重要的，就企業規模而言，不同的企業規模有不同的組織特性與資源的調度，因此企業規模可能會影響組織績效。其公司規模會影響企業的管理決策與組織學習。企業之規模與負債水準呈正相關。據此，公司規模(SIZE)=Log(總資產帳面價值)，而該數值愈大表示公司規模愈大。投資人對資訊較少的公司會要求風險溢酬，而許多機構投資人及財務分析師較注意大公司之資訊，因此小公司公開的資訊相對於大公司較少；小規模公司通常較無效率且財務槓桿較高，因此較不易獲得外部融資，故小規模公司風險較大，公司營運困難度較高；Fama and French (2001)則提出公司規模與其獲利能力有關，小規模公司的盈餘通常較低。

公司規模=總資產帳面價值取自然對數

##### 2. 負債比例(DE)

負債比為衡量企業於營運的資產中，債權人所佔的比例，當負債比過高時，負債到期時的清償可能會使企業破產危機大幅增加，而過多的利息負擔也會影響到企業的策略動態能力。該比例越大代表企業破產的危機就越大，對債權人也越沒有保障，對於策略變革的動力也會降低。故本研究將負債比作為探討策略動態能力之控制變數，算法為年底之負債總額除以年底之資產總額，再轉化為百分比。

##### 3. 研發費用(RD)

根據 Agrawal and Knoeber(1996)、葉銀華與邱顯比(1996)、Steiner(1996)、李詩將(2000)、Demsetz and Villalonga(2001)認為研發費用對公司經營績效具有影響力，且 Duysters and Hagedoorn(2001)認為企業於研發上的努力亦可以作為企業創新能力的指標，進一步的去影響策略的動態能力，因此本研究定義研發費用率為研發費用除以營業收入。

##### 4. 營收成長率(GRS)

營收成長率=(本年銷貨收入-去年銷貨收入)/去年銷貨收入，資料取自台灣經濟新報資料庫。營收成長是維持市場佔有率的基礎條件，此比率表營業收入的成長性，正值表示營業收入呈正成長，反之，則為負成長。當比率愈高，表示公司可供運用及分配之資源增加，即策略的動態能力愈好，故本研究將其作為控制變數之一。

##### 5. 產業類別的影響

平均而言，位處高科技產業，技術發展與變遷快速，市場競爭激烈且外部環境變化大，運用資訊科技對市場變化做快速的策略反應(呂鴻德，1992)。為控制產業的影響，本研究依據財政部 2007 年修訂「進出口貨品結構別複分類」之高科技產業的認定標準，以虛擬變數將樣本公司分為高科技與非高科技公司，如樣本公司屬高科技公司，虛擬變數設為 1，如為非高科技公司，則虛擬變數設為 0。

#### 3.4 實證模型

實證模型乃用以驗證本研究建立之研究假說，瞭解家 CEO 的過度自信對企業策略動態能力之影響。為驗證本研究所建立的研究假說，瞭解 CEO 的過度自信以及企業策略動態能力之影響，本研究驗證假設實證模型如下，並經 SC 驗證。

表 3-1 變數類別代號彙整

變數類別	變數名稱	變數代號
依變數	企業策略變革	SC
自變數	CEO 過度自信	OC
干擾變數	董事會資本深度	BCD
	董事會資本廣度	BCB
	外部董事的網絡核心	IC
控制變數	公司規模	S
	負債比例	DE
	研發費用	RD
	營收成長率	GRS
	產業類別	IT

一、探討 CEO 的過度自信對企業策略變革的影響。

假設 1：CEO 的過度自信正向影響企業策略變革。

$$SC(\text{策略變革})=\beta_0+\beta_1OC+\beta_2S+\beta_3DE+\beta_4RD+\beta_5GRS+\beta_6IT$$

在本研究中假設 1、CEO 擁有過度自信的特徵時，對企業策略變革有正向影響關係，則 OC 的迴歸係數預期為正數。亦即過度自信的 CEO 正向影響企業策略變革。

二、探討 CEO 的過度自信是否透過董事會資本深度和廣度作為干擾而影響企業策略變革。

假設 2：董事會資本深度，負向干擾 CEO 過度自信對策略變革的正面影響。

$$SC(\text{策略變革})=\beta_0+\beta_1OC+\beta_2BCD+\beta_3OC*BCD+\beta_4S+\beta_5DE+\beta_6RD+\beta_7GRS+\beta_8IT$$

假設 3：董事會資本廣度，正向干擾 CEO 過度自信對策略變革的正面影響。

$$SC(\text{策略變革})=\beta_0+\beta_1OC+\beta_2BCB+\beta_3OC*BCB+\beta_4S+\beta_5DE+\beta_6RD+\beta_7GRS+\beta_8IT$$

在本研究中假設 2 中提到，董事會資本深度，會減緩 CEO 的過度自信對企業策略變革的正向影響；因此 OC\*BCD 交叉相乘後的係數預期為負數。

在本研究中假設 3 中提到，董事會資本廣度，會加深 CEO 的過度自信對企業策略變革的正向影響；因此 OC\*BCB 交叉相乘後的係數預期為正數。

三、探討 CEO 的過度自信是否透過 CEO 之外部董事的網絡核心作為干擾而影響企業策略變革。

假設 4：CEO 之外部董事的網絡核心，正向干擾 CEO 過度自信對策略變革的正面影響。

$$SC(\text{策略變革})=\beta_0+\beta_1OC+\beta_2IC+\beta_3OC*IC+\beta_4S+\beta_5DE+\beta_6RD+\beta_7GRS+\beta_8IT$$

在本研究中假設 4 中提到，CEO 之外部董事的網絡核心，會加深 CEO 的過度自信對企業策略變革的正向影響；因此 OC\*IC 交叉相乘後的係數預期為正數。

## 4. 實證結果

### 4.1 樣本資料敘述統計分析

本研究檢視台灣上市公司中的過度自信 CEO 對企業變革的影響效果，在「公開資訊觀測站」及台灣經濟新報資料庫 (TEJ) 中，以公司所發布的訊息與公告收集 2011 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日的變動資訊，除了刪除因計算五年間 CEO 之過度自信的持股變動時，當 CEO 的任期未超過五年之企業樣本，以及其他如董事會資本、CEO 之外部董事的網絡核心以及公司規模、營收成長率、研發費用及負債比率等變數缺漏值，最後樣本總共為 4,172 個觀察值。

#### 一、敘述統計表

表 4-1 為敘述統計表與 Pearson 相關係數的相關檢定，從 2011 年-2015 年，本研究 4,172 個的樣本的情形。本研究利用相關分析進行探討，結果如表 4-1 所示。策略變革與董事會資本廣度、網絡核心、負債比率三變數無顯著相關外，與其他變數均有顯著且低度相關；CEO 過度自信與研發費用及營收成長率無顯著外，與其他變數均有顯著且低度相關；董事會資本深度與網絡核心、研發費用及營收成長率無顯著外，與其他變數均有顯著且低度相關；董事會資本廣度與研發費用及營收成長率無顯著外，與其他變數均有顯著且低度相關；網絡核心與負債比率、研發費用及營收成長率無顯著外，與其他變數均有顯著且低度相關；公司規模與營收成長率無顯著外，與其他變數均有顯著且低度相關；負債比率與其他變數均有顯著且低度相關；研發費用與營收成長率無顯著相關。

表 4-1 敘述統計表與 Pearson 相關係數的相關檢定

	平均值	標準差	SC	OC	BCD	BCB	IC	S	DE	RD	GRS
SC	-0.243	1.32	1	.075**	-.062**	-0.027	0.013	-.032*	-0.005	.145**	.069**
OC	0.6	0.49		1	.033*	.070**	.086**	.058**	.041*	-0.009	-0.020
BCD	0.23	0.28			1	.114**	-0.020	.059**	-.044**	0.026	-0.014



表4-1 敘述統計表與Pearson相關係數的相關檢定(續)

	平均值	標準差	SC	OC	BCD	BCB	IC	S	DE	RD	GRS
BCB	1.05	0.73				1	-.044**	.069**	.049**	0.018	-0.025
IC	-0.01	0.8					1	.142**	-0.003	-0.023	0.000
S	15.77	1.34						1	.193**	-.079**	-0.009
DE	36.18	17.55							1	-.132**	.038*
RD	3.6	14.11								1	-0.004
GRS	1990.14	120958.61									1

\*\*相關性在 0.01 層級上顯著 (雙尾) ; \*相關性在 0.05 層級上顯著 (雙尾) 。

## 4.2 實證分析

### 一、CEO 的過度自信對策略變革的影響

- (一) 首先，針對 H1 假設：CEO 為過度自信時，正向影響企業策略變革來做分析。由表 4-2 Model1 證實結果顯示 Beta 值為 0.242，T 值為 5.573，P 值達顯著水準，因此由結果得知，CEO 為過度自信時，會正向影響企業策略變革，H1 假設正向影響成立，而在迴歸分析表中亦顯示 VIF 皆小於 5，判斷無共線性問題。
- (二) 在干擾模型驗證結果所示，假設 2：董事會資本深度，負向干擾 CEO 過度自信對企業策略變革的正面影響。在假設 2 中，本研究加入董事會資本深度作為干擾變數由表 4-2 Model 2 證實結果顯示 Beta 值為 -0.362，T 值為 -4.536，為了降低驗證干擾變數的效果有潛在的多重共線性問題，我們依據 Cohen, Cohen, West, and Aiken(2003)建議，將變數值進行中心化，即將數值減去該變數的樣本平均數得之。中心化後在迴歸模型中之 VIF 值均小於 5，顯示變數間無共線性問題。所以經由 CEO 過度自信與董事會資本深度交叉相乘向後，由表 4-2 Model 2 證實結果顯示 Beta 值為 -0.334，T 值為 -2.216，P 值達顯著標準，因此 H2 董事會資本深度，負向干擾 CEO 過度自信對企業策略變革的正面影響獲得成立。
- (三) 在干擾模型驗證結果所示，假設 3：董事會資本廣度，正向干擾 CEO 過度自信對企業策略變革的正面影響。在假設 3 中，本研究加入董事會資本廣度作為干擾變數由表 4-2 Model 3 證實結果顯示 Beta 值為 -0.043，T 值為 -1.403，為負向不顯著。為了降低驗證干擾變數的效果有潛在的多重共線性問題，我們依據 Cohen, Cohen, West, and Aiken(2003)建議，將變數值進行中心化，即將數值減去該變數的樣本平均數得之。中心化後在迴歸模型中之 VIF 值均小於 5，顯示變數間無共線性問題。所以經由 CEO 過度自信與董事會資本廣度交叉相乘向後，由表 4-2 Model 3 證實結果顯示 Beta 值為 0.2，T 值為 3.353，P 值達顯著標準，因此 H3 董事會資本廣度，正向干擾 CEO 過度自信對企業策略變革的正面影響獲得成立。
- (四) 在干擾模型驗證結果所示，假設 4：CEO 之外部董事的網絡核心，正向干擾 CEO 過度自信對企業策略變革的正面影響。在假設 4 中，本研究加入 CEO 之外部董事的網絡核心作為干擾變數由表 4-2 Model 4 證實結果顯示 Beta 值為 0.015，T 值為 0.570，為正向不顯著。為了降低驗證干擾變數的效果有潛在的多重共線性問題，我們依據 Cohen, Cohen, West, and Aiken(2003)建議，將變數值進行中心化，即將數值減去該變數的樣本平均數得之。中心化後在迴歸模型中之 VIF 值均小於 5，顯示變數間無共線性問題。所以經由 CEO 過度自信與 CEO 之外部董事的網絡核心交叉相乘向後，由表 4-2 Model 4 證實結果顯示 Beta 值為 0.112，T 值為 2.073，P 值達顯著標準，因此 H4 CEO 之外部董事的網絡核心，正向干擾 CEO 過度自信對企業策略變革的正面影響獲得成立。

表 4-2 CEO 過度自信、企業策略變革、董事會資本、網絡核心之迴歸分析

	Modle1	Modle2	Modle3	Modle4
常數	0.895** (2.275)	0.857** (2.410)	0.916*** (2.590)	0.989*** (2.768)
CEO 過度自信	0.242*** (5.573)	0.246*** (5.672)	0.245*** (5.633)	0.241*** (5.530)
董事會資本深度		-0.362*** (-4.536)		
董事會資本深度*CEO 過度自信		-0.334** (-2.216)		
董事會資本廣度			-0.043 (-1.403)	
董事會資本廣度*CEO 過度自信			0.200*** (3.353)	
外部董事的網絡核心				0.015 (0.570)
外部董事的網絡核心* CEO 過度自信				0.112** (2.073)
公司規模	-0.057*** (-3.32)	-0.058*** (-3.354)	-0.058*** (-3.380)	-0.062*** (-3.544)
負債比率	0.002 (1.325)	0.001 (1.129)	0.002 (1.482)	0.002 (1.302)
研發費用	0.015*** (9.442)	0.015*** (9.464)	0.015*** (9.455)	0.015*** (9.434)
營收成長率	8.010*** (4.691)	8.026*** (4.714)	7.785*** (4.563)	8.005*** (4.690)
N=樣本數	4,172	4,172	4,172	4,172
Adj -R <sup>2</sup>	0.073	0.079	0.076	0.074
F 值	6.245***	6.51***	6.290***	6.134***
VIF	<5	<5	<5	<5

1. \*表示 10%的顯著水準，\*\*表示 5%的顯著水準，\*\*\*表示 1%的顯著水準。

2. 括弧內的數字為 t 檢定值。

## 5. 結論與建議

本研究依據 2011 年到 2015 年台灣上市公司的現況，來驗證 CEO 過度自信與策略變革的關係為何。除檢測 CEO 過度自信與策略變革的關聯性外，還驗證了董事會資本深度、董事會資本廣度、CEO 之外部董事網絡核心對於 CEO 過度自信與策略變革的干擾效果。

本文共分為三節，第一節歸納此研究的結論；第二節說明研究理論之貢獻；第三節列出研究的限制與後續研究者的建議。

## 5.1 研究結論

本研究推論假設一認為 CEO 過度自信對策略變革有正向影響，其實證結果與研究假設相符。且實證結果與 Hambrick(1997)在過度自信傾向經理人的研究當中也提到，經理人的過度自信傾向會影響到經理人對於公司的策略選擇；以及 Hirshleifer and Low(2012)認為擁有過度自信經理人的公司會勇於承擔更大的風險，投入更多的變革項目，實現更多的創新之結論相符。

另本研究推論假設二董事會資本深度對策略變革有負向影響，其研究假設與實證相符。顯示董事會資本深度對策略變革有顯著的負向影響，所以，上市公司製造企業在努力提高董事會異質性的同時，也應注意減少董事會資本的深度（指董事成員的行業嵌入度），即那些擁有豐富相同產業經驗的董事會限制住產業的變革與創新，可降低比率（Haynes and Hillman,2010）。

其次，本研究推論假設三董事會資本廣度對策略變革有正向影響，其實證與假設相符。表示董事會資本廣度是影響企業策略變革的重要因素，對企業策略變革有顯著的正向影響。由此可見，上市公司在組織董事會時，應關注董事會的組合效應，如企業應選擇擁有不同的教育背景，不同的技能，不同的行業別的董事成員，適當提高董事會資本寬度，因為異質性的董事會能夠從外部獲得有價值的資源，而且能掌握廣泛的知識，積累豐富的經驗，從而更有利於企業的策略變革的實踐（Haynes and Hillman,2010）。

最後，本研究推論假設四 CEO 之外部董事網絡核心對策略變革有正向影響，本研究假設與實證相符。網絡核心性高能使公司能提升創新與變革的能力（Zaheer and Bell ,2005）。因此 CEO 位居公司高層網絡核心，若擔任其他公司董事，有助蒐集創新知識與資訊，獲取資源與訊息較快，應付機會與威脅也較快速，較能提升企業變革能力與創新績效。

## 5.2 研究貢獻與管理意涵

### 一、 研究理論貢獻

過去國內外有許多過度自信 CEO 對於特定策略或特定事件影響的相關文獻，例如：Malmendier and Tate(2005; 2008)研究顯示過度自信 CEO 對於投資策略的影響，與過度自信 CEO 對於收購市場的反應；Jung-Hua Hung and Hsiang-Ju Chen(2013)發表了經理人過度自信對企業發生財務危機之影響。有鑑於近年來台灣企業經濟環境快速變遷，為因應環境，企業需要做出一些策略上的改變，而在策略改變得過程中，CEO 需要能夠即時掌握知識及資訊，如此對於公司的策略才能做出正確的改變，減少錯誤的決策。因此，本研究以過度自信的 CEO，來探討是否會對企業策略變革造成影響。經由研究實證，過度自信的 CEO，對於企業策略變革有正向影響。本研究更進一步以董事會資本和 CEO 的網絡核心作為干擾變數，來探討其對上述關係的影響性，證實董事會資本的深度廣度及 CEO 之外部董事網絡核心的干擾效果在本研究存在。

本研究提出一個更完整的研究架構，對於過度自信 CEO、董事會資本深度廣度與 CEO 之外部董事網絡核心關係，得到更進一步的瞭解。本研究之結果可彌補以往的理論缺口。

### 二、 管理實務意涵

複製過去的成功經驗，不能保證未來一定能夠成功，企業經營的迷失，往往都是一直認定過去可以，往後也一定是如此，事實證明，如此的複製，是造成失敗的原因之一；在資訊爆炸時代，經營環境及條件隨時在改變，尤其是外在環境條件，企業若未保持警覺（危機意識），隨時調整組織、改變經營策略、增強組織學習能力，很快就會被淘汰。然而 CEO 作為高層決策者，關注長期投資、併購、創新等戰略決策理所當然。CEO 過度自信往往有積極的心理暗示，會積極努力，改善決策實施的效果，因此他們有足夠的能力完成策略變革。

然而，董事會擁有豐富的人力資本和社會資本能夠更好地提供諮詢和建議，加強公司與外部組織的交流和溝通，獲取有價值的信息。董事會資本的綜合作用並不是簡單的加總，而是要將深度、廣度有效結合。所以，在考慮董事會資本的影響作用時，應該更多地關注這些資本量變的組合效應，而不是某一類型的董事會人力資本越多越好，只有這樣才能達到 1+1>2 的效果。在 CEO 之網絡核心中，公司之間的 CEO 互相連結被視為一種相互發展關

係，CEO 之間的連結不僅連結本身，也附帶與自己相關連結的公司、廠商，一併會產生相互依賴的連結效果，因此佔有網絡核心位置的 CEO 具有較大的談判力與獲取資訊的能力，因此，董事會資本深度廣度及 CEO 的網絡核心，能夠使 CEO 快速的掌握外界資訊，提高決策執行成功的可能性。

### 5.3 研究制與建議

#### 一、 研究限制

1. 台灣企業 CEO 的任期通常未超過五年，且總經理的變動很大，所以本研究在計算過度自信樣本時，只限於 CEO 任期有滿五年的企業，另任期未滿五年的總經理，即無法納入本研究樣本。
2. 由於上市公司披露的訊息有限，本研究使用的董事會成員的人口統計學數據時，例如在歸類董事會學經歷時較為主觀，因此可能無法充分代表董事會成員之間潛在的差異性或相似性。
3. 在計算 CEO 之外部董事網絡核心時，因本研究只限於計算台灣上市公司，因此當 CEO 只兼任其他上櫃公司董事時，則不納入計算。

#### 二、研究建議與未來研究方向

1. 本研究探討過度自信 CEO 對策略變革的影響，其樣本為台灣上市的公司，若以不同國家的樣本探討，也許會有不同的研究結果。
2. 未來的研究可以在我國管理實踐背景下，探索哪些因素可以用來測量董事會資本，並對這些因素做更精細的進行歸類。且由於客觀原因，本文所使用的數據都是來自 TEJ 和公司年報中的二手數據。未來在有條件的情況下，可以考慮使用問卷調查的方法，這樣得到的分析結果可能更可靠。

### 參考文獻

#### 一、 中文部分:

1. 吳建明、胡哲生(2009)，以動態能力觀點探討企業經營流程變革與網路地位重塑關係之研究，管理學報 26 卷 2 期 P145 - 166。
2. 李詩將 (2000)，台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所未出版碩士。
3. 呂鴻德 (1992)，高科技企業經營策略，科技研發管理新知交流通訊第 1 期，頁 14-18。
4. 周佳欣 (1997)，台灣中小企業策略性轉型之研究，東吳大學企業管理研究所碩士論文
5. 林穎芬、洪晨桓、陳佳成(2012)，臺灣上市公司董事薪酬影響因子之研究，臺大管理論叢 2012/12 第 23 卷第 1 期 175-212。
6. 洪榮華、陳香如(2013)，融資來源在制度變革前後對中國上市公司盈餘管理的影響，財務金融學刊； 21 卷 2 期 (2013 / 06 / 30)，P31 - 60。
7. 楊復輝 (1990)，企業轉型與企業文化重塑，中小企業發展，33 卷期，pp.25-28。
8. 葉銀華、邱顯比 (1996)，資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理成本理論，第七卷第二期，57-90。
9. 蔡柳卿、楊朝旭、許慧雯(2014)，台灣電子業家族經理人之外部董事會連結與公司創新：論控制家族代理問題之影響，臺大管理論叢第 24 卷第 2 期

#### 二、英文部分:

1. Agrawal, A. and C. R. Knoeber (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 3, pp.377-397
2. Ben-David, Itzhak, Graham J.R and C.R Harvey (2007). Managerial Overconfidence and Corporate Policies. Working Paper, American Finance Association 2007 Meeting.
3. Bigley, G. and M. Wiersema (2002). New CEOs and Corporate Strategic Refocusing: How Experience as Heir Apparent Influences Use of Power. *Administrative Science Quarterly*, Vol.47:707-727.

4. Birkinshaw, Morrison and Hulland (1995). Structural and competitive determinants of a global integration strategy. *Strategic Management Journal*, Vol. 16, 637-655
5. Boyle, R. D and Desai, H. B. (1991). Turnaround strategies for small firms. *Journal of Small Business Management*, 29(3), 33–42.
6. Burt, R. S. (1980). Models of network structure. *Annual Review of Sociology*, 6 (1): 79-141. 1992. *Structural Holes: The Social Structure of Competition*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
7. Blau PM. (1977). *Inequality and Heterogeneity: A Primitive Theory of Social Structure*. Free Press: New York.
8. Covin, J. G. and D. P. Slevin (1991). A conceptual model of entrepreneurship as firm behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Fall, pp. 7-25.
9. Chatterjee, A., and Hambrick, D. C. (2007). It's all about me: Narcissistic Chief Executive Officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative Science Quarterly*, 52, 351–386
10. Coleman, James S. (1988). Social Capital in the Creation of Human Capital. *American Journal of Sociology*, Vol. 94, Supplement: Organizations and Institutions: Sociological and Economic Approaches to the Analysis of Social Structure, pp. S95-S120.
11. Cohen, J., Cohen, P., West, S. G., and Aiken, L. S. (2003). *Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioral sciences* (3rd ed.). Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.
12. Demsetz, H. and B. Villalonga, (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance* 7, 209–233.
13. Dotzour M., Lengnick-Hall, C.A., and Lengnick-Hall, M.L. (1992). Strategies for retaining your best appraisers. *The Appraisal Journal*, 60, 218-227
14. Duysters G. and Hagedoorn, J (2001). Do company strategies and structures converge in global markets? Evidence from the computer industry. *Journal of International Business Studies* 32, 347–356.
15. Eisenhardt, K. M., Kahwajy, J. L., and Bourgeois III, L. J. (1997). Conflict and strategic choice: How top management teams disagree. *California Management Review*, 39(2), 42-62.
16. El-Khatib, Rwan, Kathy Fogel, and Tomas Jandik (2012) . CEO network centrality and merger performance, Working Paper (University of Arkansas).
17. Finkelstein S, Hambrick DC (1990) .Top-Management-Team Tenure and Organizational Outcomes: the Moderating Role of Managerial Discretion. *Administrative Science Quarterly*; 35:484-503.
18. Fama, E.F., French, K.R.(2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60, 3–44.
19. Geletkanycz, M.A., and Hambrick, D.C. (1997). The external ties of top executives: Implications for strategic choice and performance. *Administrative Science Quarterly*, 42: 654-681.
20. Golden, B. R. and Zajac, E. J. (2001) When will boards influence strategy? Inclination ≠ power = strategic change. *Strategic Management Journal*, 22: 1087–111.
21. Hillman AJ, Cannella AA Jr, Paetzold RL( 2000). The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies* 37: 235–256.
22. Hirshleifer, D., Low, A., Teoh, S.H.(2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators? *Journal of Finance* , 67(4), 1457–1498.
23. Haynes, K. T., and Hillman, A.(2010). The effect of board capital and CEO power on strategic change. *Strategic Management Journal* 31(11): 1145-1163.
24. Hribar, P., and H. Yang. (2006). CEO overconfidence, management earnings forecasts, and earnings management. Working paper, Cornell University.

25. Huff, A. S. (1982). Industry influences on strategy reformulation. *Strategic Management Journal*, 3: 119-131.
26. Hambrick, D. C., Geletkanycz, M. A., and Fredrickson, J. W. (1993). Top executive commitment to the status quo: Some tests of its determinants. *Strategic Management Journal*, 14: 401-418
27. Hall B, Murphy KJ. (2003). The trouble with stock options. *J. Econ. Perspect.* 17(3):49–70
28. Katalin Takacs Haynes and Amy Hillman (2010). The effect of board capital and CEO power on strategic change . *Strategic Management Journal Strat. Mgmt. J.*, 31: 1145–1163
29. Kaiser, H.F. (1960). The application of electronic computers to factor analysis. *Educational and Psychological Measurement*, 20, 141-151.
30. Maccoby, M. (2004). *The productive narcissist: The promise and peril of visionary leadership*. New York: Broadway Books.
31. M.C. Jensen and W.H. Meckling (1976).Can the corporation survive? Center for Research in Government Policy and Business Working Paper no. PPS 76-4, University of Rochester, Rochester, NY .
32. Malmendier, Ulrike, and Geoffrey A. Tate (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics* 89, 20-43.
33. Miles, R.E., Snow, C.C. (1978). *Organizational strategy, structure and process*, New York, McGraw-Hill.
34. Miller, C. C., Burke, L. M., and Glick, W. H. (1998). Cognitive diversity among upper-echelon executives: Implications for strategic decision processes. *Strategic Management Journal*, 19(1), 39–58
35. Mizruchi, M.S. (1996). What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directories. *Annual Review of Sociology*; Vol. 22 Issue 1, p271, 28p
36. Madhavan R, Koka BR, Prescott JE(1998). Networks in transition: How industry events (re)shape interfirm relationships. *Strategic Management Journal.*;19:439–459.
37. Malmendier, U. and Tate, G.(2005b). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction, Working Paper.
38. Malmendier, U. and G. Tate (2005a). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance* 60 (6), 2661–2700.
39. Marta A. Geletkanycz and Donald C. Hambrick (1997) .The External Ties of Top Executives: Implications for Strategic Choice and Performance. *Administrative Science Quarterly* Vol. 42, No. 4, pp. 654-681
40. Nader Salman and Anne-Laure Saives (2005). Indirect networks: an intangible resource for biotechnology innovation. *R&D Management* ,Volume 35,Issue 2,March 2005 ,Pages 203–215
41. Pfeffer, J. and Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Harper & Row, New York.
42. Prahalad, C.K. and Bettis, R. (1986). The Dominant Logic: a New Linkage Between Diversity and Performance. *Strategic Management Journal*, 7, 485-501.
43. Rumelt, R. P., Schendel, D., and Teece, D. (1994). *Fundamental issues in strategy: A research agenda*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
44. Simon, M. & Houghton, S.M. (2003). The relationship between overconfidence and the introduction of risky products: Evidence from a field study. *Academy of Management Journal*. 46 (2), 139-150.
45. Sangyong Han , Gene C. Lai , Chia-Ling Ho .(2015).confidence or Overconfidence? The Impact of CEO overconfidence on Risk Taking and Firm Performance in the U.S. Property-Liability Insurance Companies
46. Salman N.and Saives, A.-L. (2005). Indirect networks: an intangible resource for biotechnology innovation. *R&D management*, 35(2):203-215
47. Tsai, W. (2001). Knowledge Transfer in Intraorganizational Networks: Effects of Network Position and Absorptive

Capacity on Business Unit Innovation and Performance. *Academy of Management Journal*, 44(5), 996-1004

48. Wiersema, M. F. , and Bantel, K. A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management Journal*, 35, 91-121.
49. Wayne E. Ferson ,Campbell R. Harvey (1994). Sources of risk and expected returns in global equity markets. *Journal of Bankmg and Fmance* 18 ,775-803
50. Westphal, J. D., M.-D. Seidel, and K. Stewart (2001).Second-order imitation: Uncovering latent effects of board network ties. *Administrative Science Quarterly*, 46: 717–747
51. Williams, K., and O'Reilly, C. (1998). Demography and diversity in organizations: a review of 40 years of research. *Research in Organizational Behavior*, 20, 77–140.
52. Zhang, Y., and Rajagopalan, N. (2010). Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance. *Strategic Management Journal*. 31(3), 334—346.
53. Zaheer A, Bell GG (2005). Benefiting from network positions: Firm capabilities, structural holes, and performance. *Strategic Manage. J.*, 26: 809-825.