臺大管理論叢 2013/6
第 23 卷 第 2 期 65-96
DOI: 10.6226/NTURM2013.SEP.R10043

經理人過度自信對企業發生財務危機之影響：以家族企業特性為調節效果

The Impact of Managerial Overconfidence on Financial Distress and Moderating Effect of Family Business Characteristics

洪榮華／國立中央大學企業管理系教授
Jung-Hua Hung, Professor, Department of Business Administration, National Central University

王文聖／國立中央大學企業管理系博士生
Wen-Sheng Wang, Ph.D. Student, Department of Business Administration, National Central University

李易政／國立中央大學企業管理系博士
I-Cheng Li, Ph.D. Department of Business Administration, National Central University

陳香如／國立台中技術學院國際貿易系副教授
Hsiang-Ju Chen, Associate Professor, Department of International Trade, National Taichung Institute of Technology

張瑋珊／國立中央大學企業管理系碩士
Wei-Shan Chang, MBA, Department of Business Administration, National Central University

Received 2010/8, Final revision received 2011/9

摘 要

本文探討經理人過度自信及家族企業特性對於企業發生財務危機的影響，並以家族企業特性做為調節變數。樣本包含 2002 至 2007 年的台灣上市櫃公司，利用 Logit 迴歸來檢測。結果發現，過度自信的非家族企業經理人與不具過度自信的家族企業經理人分別可降低企業發生財務危機的可能性。然而，經理人過度自信與企業發生財務危機間之關係會受到家族企業特性的正向調節，亦即過度自信的家族企業發生財務危機的可能性升高，本研究更進一步發現，此一調節效果主要來自於家族企業所聘用的家族成員經理人 (家族 CEO)。

【關鍵字】家族企業、過度自信、財務危機

Abstract

This study examines the effect of managerial overconfidence and family business characteristics on financial distress. We then investigate whether family characteristics can moderate the effect of managerial overconfidence on financial distress. Finally, we try to clarify whether there is a moderating effect related to family or non-family CEOs. The sample includes Taiwanese listed and OTC companies, and Logit regression is used for analysis. The empirical results show that overconfident CEOs in non-family businesses and non-overconfident CEOs in family businesses are significantly and negatively correlated with financial distress, respectively. However, the relationship between managerial overconfidence and financial distress is positively moderated by family business characteristics and this moderating effect is mainly caused by family CEOs.

【Keywords】family business, overconfidence, financial distress

臺灣大學學術期刊資料庫

壹、緒論

綜觀以往有關財務危機的文獻，多以財務性變數建立財務危機預警模式 (陳晉棻，1997；吳文德，2000)，或加入公司治理變數來建立財務危機預測模型 (Yeh, Lee, & Woidtke, 2001)，值得注意的是，上述觀點均建立在人為完全理性的前提下。然而，人類心理與行為學中已有廣泛的文獻指出，大多數人 (包含投資者與經理人) 會由於認知程序上受到限制，而產生行為偏差的現象，最終影響他們的決策過程。在眾多行為因素中，「過度自信」 (Overconfidence) 可能是行為財務學中被用來解釋各種行為和金融現象最廣泛的觀念之一 (周賓凰、池祥萱、周冠男、龔怡霖，2002)。

經理人過度自信主要是指經理人系統性高估公司未來盈餘 (Growth Perception Bias) (Malmendier & Tate, 2008)，以及低估未來盈餘的風險程度 (Risk Perception Bias) (Hackbarth, 2008)。Heaton (2002) 認為在不考慮傳統的代理問題與資訊不對稱下，經理人存在樂觀可能導致扭曲的投資決策，包括過度投資或投資不足。Malmendier 與 Tate (2008) 發現當公司有充足的內部資金時，過度自信的經理人相較於非過度自信經理人更有可能從事購併活動，然而其併購決策的績效，平均而言卻低於非過度自信經理人。另方面，Goel 與 Thakor (2000) 則認為，就股東的投資組合而言，若包含具有過度自信傾向經理人的企業，可以有抵銷其他部分管理者過於風險趨避的效果，達到風險分散的目的。Hackbarth (2008) 更進一步指出微過度自信的經理人，可降低管理者與股東間以及債權人與股東間的衝突，對企業價值具有正面效果。由於過去文獻對於過度自信經理人對公司決策與價值的影響方向並未有一致性的結論，因此，本研究選擇經理人過度自信 (註 1) 此一行為因素，來探討其對企業發生財務危機可能性的影響。

另一方面，過去文獻指出，除了美國、英國與日本以外，全世界超過百分之六十的上市公司都有一個最終控制者 (Ultimate Owner)，且大多數國家的最終控制者係為家族 (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Faccio & Lang, 2002)。Claessens et al. (2000) 以 1996 年東亞九國共 2980 家企業為樣本，其中包含台灣上市企業共 92 家，計算其最終控制權，發現 65.6% 的台灣上市公司屬於家族企業；Yeh et al. (2001) 也發現 1994 到 1995 年 208 家台灣上市公司中，有 81.4% 屬於家族公司，可見國內的企業普遍存在家族化的現象。因家族對公司的所有權是一種控制股東的特別型式，具有獨特的誘因和權力結構 (Anderson, Mansi, & Reeb, 2003)，故家族企業和所有權分散的企業在財務決策上可能會產生很大的差異。

Fama 與 Jensen (1983) 指出家族企業應該比一般企業更有效率，因為其監督的成本較少。Demsetz 與 Lehn (1985) 亦指出家族企業因擁有多數且不可分散之股權並且控

註 1　文獻有時會交互使用「過度自信」和「樂觀」這兩個字眼來描述同樣的特質 (Brown & Sarma, 2007)。因此本文參照 Malmendier 與 Tate (2005, 2008) 等多數文獻的做法，不刻意去區分過度自信和樂觀的不同，並以使用「過度自信」為主。

臺灣博碩學術期刊論文

制了管理與董事之職位，使家族控制股東居於可以影響並監督企業的地位。此外，根據管家理論，家族經理人對於追求企業的利益已經超過了自身的經濟利益；許多家族企業經理人已經長久存在於企業中且擔任管家而非代理人之角色，因此，這些經理人希望對於組織之使命、壽命與公司利益相關者有所貢獻 (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997)。然而，Morris (1989) 認為家族企業因為未能將所有權與管理權分離，導致公司陷入財務危機的可能性增加。La Porta et al. (1999) 指出當大股東可以有效的控制公司時，會為了尋求私人利益而剝削少數股東之利益。這些觀點可能造成家族企業和非家族企業有不同的財務危機可能性。因此，本研究亦探討家族企業特性對於企業發生財務危機可能性的影響。

本研究發現過度自信的非家族企業經理人與不具過度自信的家族企業經理人可分別降低企業發生財務危機的可能性。然而，過度自信經理人在受到家族企業特性調節後，反而會提高企業發生財務危機的可能性。因此，本文進一步探討此調節效果是否與家族企業聘用何種類型的經理人有關。實證結果發現，家族企業特性的調節效果主要來自於家族企業所聘用的家族 CEO。

綜合上述，本研究的貢獻如下：

第一、本文探討家族企業與非家族企業發生財務危機之可能性，是否有顯著差異。這是以往文獻中未曾直接探討過，而且根據 Claessens et al. (2000) 以及 Yeh et al. (2001) 指出，台灣企業多屬於家族企業，因此有必要研究家族控制因子對於台灣企業發生財務危機可能性的影響。本研究結果將能作為台灣的投資人更好的決策依據，藉由辨識企業所有權結構的特性，避免投資於較可能發生財務危機的企業。

第二，除了公司治理因子外，本研究也將行為面的「過度自信」納入考量。以往文獻中，Heaton (2002)、Malmendier 與 Tate (2008) 分別探討過度自信與融資決策、併購決策的關係；Lin、Hu 與 Chen (2005, 2008) 分別針對過度自信與投資—現金流量敏感度、過度自信與財務缺口 (Financial Gap) 之融資的關係進行研究。本文則著眼於過度自信與財務危機的關係，並以家族企業特性為調節變數，探討家族企業對於過度自信與財務危機間的關係是否有調節效果。就本文結果而言，忽略家族特性，將無法清楚衡量經理人的過度自信傾向對於財務危機的真正影響。雖然近年來行為財務學中，經理人過度自信對於不同公司決策的影響之相關研究與日俱增，然而，以家族企業特性為調節變數做進一步分析者不多，本研究希望填補此一文獻上的缺口。

第三，本研究進一步將家族企業的經理人區分為家族 CEO 與非家族 CEO 兩類，探討當家族企業聘用的 CEO 身分不同時，其調節效果是否有所差異。此結果可作為家族企業選擇經理人時的參考，藉由選擇適合家族企業特性的經理人，以降低發生財務危機的可能性。

本文其他章節包括：貳為文獻探討，彙整過度自信、家族企業與財務危機的相關

臺灣大學學術期刊資料庫

文獻，並發展研究假說；參為研究方法，說明樣本及變數之選取與模型之建立；肆為實證結果與分析；伍為結論，並說明研究限制與提出未來研究的建議。

貳、文獻探討

首先探討過度自信經理人與企業發生財務危機可能性之關係；其次，探討家族企業特性與企業發生財務危機可能性之關係；接著探討過度自信經理人與財務危機的關係是否會受到家族企業特性所調節；最後，探討家族企業特性的調節效果是否係因家族企業所任用的經理人為家族成員 (家族 CEO) 或是非家族成員 (非家族 CEO) 之不同所致。

一、過度自信與財務危機

過度自信源自於社會心理學的文獻，即「正向幻想 (Positive Illusion)」效應，也就是大多數人傾向認為自身能力優於他人，或至少在平均之上，尤其高階主管特別容易展現過度自信，出現正向幻想效應 (Kidd, 1970; Larwood & Whittaker, 1977; Moore, 1977)；從另一個角度來看，具有過度自信傾向的人也比較容易獲得董事會青睞，被拔擢為公司的經理人 (Goel & Thakor, 2008)。

文獻認為過度自信經理人傾向高估公司未來盈餘 (Growth Perception Bias) (Malmendier & Tate, 2008)，以及低估未來盈餘的風險程度 (Risk Perception Bias) (Hackbarth, 2008)。在排除傳統代理問題與資訊不對稱的解釋後，經理人的樂觀傾向仍可能導致扭曲的投資決策，包括過度投資或投資不足 (Heaton, 2002)。當內部資金充足時，由於樂觀的經理人系統性的高估績效，可能會投資負淨現值專案；一旦內部資金耗盡且融資受限時，因樂觀經理人認為股價被低估，而不願意發行新股籌措所需資金，可能會拒絕正淨現值專案。Lin et al. (2005) 研究台灣企業樣本，發現在財務危機公司中，過度自信經理人的投資對現金流量敏感度相對高於非過度自信經理人。Malmendier 與 Tate (2008) 亦指出，過度自信經理人因為高估公司未來盈餘，故其投資對現金流量敏感度較高；當公司有充足的內部資金時，過度自信經理人比非過度自信經理人更有可能從事購併活動；然而，過度自信經理人的購併活動所產生之平均價值，比非過度自信經理人的還低。綜合上述，當現金流量充足時，過度自信經理人會比非過度自信經理人有較多投資；當現金流量不足時，則反而有投資不足的情況。由於過度自信經理人之投資活動績效較差，嚴重者會影響公司正常運作，導致發生財務危機的可能性增加。

然而 Goel 與 Thakor (2000) 認為，經理人具有過度自信傾向符合股東分散風險之利益，可以抵銷股東所持有的投資組合中，有部分管理者過於風險趨避的影響。Gervais、Heaton 與 Odean (2003) 進一步指出，微過度自信的經理人 (Moderately

臺灣大學醫術期刊資料庫

Overconfident Managers) 較理性經理人更傾向承擔風險，處理投資決策也較迅速，可掌握有利可圖的專案，增加公司價值。Gervais、Heaton 與 Odean (2005) 亦指出，過於風險趨避的管理者因不願承擔高風險，會放棄一些可以增加公司價值的專案；而過度自信經理人因高估自身能力，願意接受高風險高報酬的專案，與股東利益一致，將有助於公司價值的提升。雖然過度自信經理人在投資高報酬專案的同時，也可能提高公司所承擔的風險，然而若經理人的過度自信傾向並不嚴重，則企業因為專案所獲得的報酬可能高於所承擔的風險，進而達到公司價值提升的目的。Barros 與 Silveira (2007) 認為過度自信的經理人 (特別是同時身為企業創辦人者) 傾向於高舉債，而 Hackbarth (2008) 則指出高舉債的微過度自信經理人 (Mildly Biased Managers)，在投資決策上降低了管理者與股東間以及債權人與股東間的衝突，對企業價值具有正面的效果。

綜上所述，過去文獻有關過度自信經理人對公司價值的影響並不一致，一方面，其可能容易過度投資，加上績效不佳，而傷害公司價值；另一方面，可能因為願意承擔風險，或者是經驗較豐富、能力較強因而較能做出正確的投資決策以掌握正淨現值專案，公司價值提高而財務危機的可能性下降。也就是說，過度自信對公司績效，乃至於對公司財務危機的影響可能為正，亦可能為負。因此，本研究認為過度自信對財務危機的影響為一實證的問題 (Empirical Issue)，乃建立假說如下：

H_1：過度自信經理人對於企業發生財務危機的可能性有影響。

二、家族企業特性與財務危機

家族企業為一種特別的控制股東型式，有獨特的誘因結構，家族股東有很強的動機去管理企業 (Anderson et al., 2003)。因此，本文欲探討家族企業發生財務危機的可能性是否與非家族企業不同。

家族企業具有以下幾種特性：第一，家族持股多集中於該企業，故其投資組合多角化程度低 (Anderson et al., 2003)。Jensen 與 Meckling (1976) 指出，所有權的集中可以減輕監督成本。Demsetz 與 Lehn (1985) 亦認為，家族控制股東的存在可以減輕管理者的剝削行為，因其擁有多數不可分散之股權，可控制管理者與董事之職位，並有效監督企業。Fama 與 Jensen (1983) 提出家族控制企業應該會比專業經理人營運之企業更有效率，因為家族控制企業的監督成本較少。然而，Kets de Vries (1993) 指出，家族成員之間的心理衝突 (如兄弟姐妹間之競爭、獨裁行為與任用近親) 可能會抵銷掉因股權集中所減少的監督成本之利益。La Porta et al. (1999) 亦發現，當大股東可以有效控制公司時，他們會為了尋求私人利益而剝削少數股東之利益。例如，家族會傾向藉由金字塔結構 (Pyramids) 或交叉持股 (Cross-shareholding) 來控制公司。因此，在控制權與所有權偏離的情況下，家族企業可能會使用其控制權將企業的獲利轉移到另一個由家族所控制的公司。Lee 與 Yeh (2004) 研究台灣上市公司發現，家族企業的控制

臺灣大學圖書館期刊資料庫

權與所有權之分歧程度愈大，企業發生財務危機的風險愈高。

第二，家族控制股東希望企業可以永續經營 (Anderson et al., 2003)。在此特性下，當公司價值最大化和家族財富最大化間發生衝突時，家族控制股東會傾向選擇前者。根據管家理論，家族企業經理人與所有者對於追求企業利益已經超過了自身的經濟利益。家族控制股東通常對於企業有很深的投資，如此一來，家族的未來發展、個人身心之滿足與家族聲譽都和企業息息相關。因此，家族企業經理人為了公司長期的營運，會關注他們公司的聲譽與績效 (Miller & Le Breton-Miller, 2003)。McConaughy、Walker、Henderson 與 Mishra (1998) 認為家族有更高的誘因促使公司價值最大化，家族控制型態與公司績效有顯著正向關係。Anderson 與 Reeb (2003) 探討美國 S&P 500 之家族企業與公司績效之間的關係發現，無論是市場績效或會計績效，家族企業都比非家族企業表現更好。Villalonga 與 Amit (2006) 也發現家族企業在 Tobin's Q 與資產報酬率 (Return on Assets；ROA) 上的表現，皆優於非家族企業。

家族企業所有權的集中雖然可能導致家族股東的剝削行為，但另一方面卻也可以降低監督成本，因其身為大股東具有誘因來監督其經理人，加上台灣家族企業強調將所有權傳承給後代的特性，為了公司長期的營運，會更關注公司的名聲與績效。故本研究認為家族企業較可能積極降低發生財務危機的可能性，並建立假說如下：

H_2：家族企業發生財務危機的可能性相對低於非家族企業。

三、家族企業特性對於過度自信與財務危機關係間的調節效果

由於過度自信經理人的投資決策可能符合股東利益，進而提升公司價值 (Goel & Thakor, 2000)、降低財務危機發生的可能性；另一方面，家族企業亦可能因較瞭解企業營運，使得資訊不對稱程度較低，而減輕了型 I 代理問題 (管理者與股東間的代理問題)，進而降低財務危機發生的可能性。故本文進一步探討過度自信經理人與企業發生財務危機可能性間的關係，是否會受到家族企業特性所調節而改變。

首先，探討過度自信經理人的投資態度與家族控制股東投資組合風險之間的關係。就過度自信經理人而言，Gervais et al. (2005) 指出，過於風險趨避的管理者因不願承擔高風險，會放棄一些可以增加公司價值的專案；而過度自信經理人因高估自身能力，願意接受高風險高報酬的專案，與股東利益一致，將有助於公司價值的提升。Goel 與 Thakor (2000) 亦認為，過度自信經理人符合股東分散風險之利益，可以抵銷股東所持有的投資組合中，有部分管理者過於風險趨避的影響。然而，相較於非家族企業，家族企業的控制股東持股集中程度較高，故所持有的投資組合多角化程度較低，若該家族企業之經理人具有過度自信傾向，將使家族控制股東之投資組合風險程度提高，加上過度自信經理人投資績效相對低於非過度自信經理人，隱含投資組合中所主要仰賴的經理人績效不佳，將造成家族控制股東的投資組合價值下降，亦即企業價值

臺灣大學圖書館期刊資料庫

下降。因此，過度自信經理人分散股東投資組合風險的優點，會受到家族企業持股集中的特性影響而有負面調節效果，反而提高企業發生財務危機的可能性。

其次，探討過度自信經理人在家族企業中的投資態度。由於過度自信經理人傾向高估公司未來盈餘 (Malmendier & Tate, 2008)，以及低估未來盈餘的風險程度 (Hackbarth, 2008)，因此容易導致扭曲的投資決策，而其投資決策所產生之平均價值，往往低於非過度自信經理人。Lee 與 Yeh (2004) 指出，公司價值的下降會導致更高的財務危機發生機率。雖然家族企業基於保守的投資態度以及長期經營的角度，理應約束家族企業經理人的過度自信傾向。然而，基於情感面的因素，家族企業經理人可能較不受到家族董事成員的監控 (James, 1999)。因此，過度自信經理人處於家族企業時，雖然須配合家族控制股東的利益做出決策 (Chua, Chrisman, & Bergiel, 2009)，但是一方面因其高估自身能力而誤以為所做的決策有益於家族控制股東；另一方面，其所制定投資決策的價值往往較低，故在家族董事成員的包容下，過度自信的家族企業經理人所做的頻繁且績效差的投資決策將導致企業更有可能發生財務危機。因此，過度自信經理人所制定的扭曲投資決策，會受到家族企業包容特性影響而有更負面的調節效果，使財務危機可能性上升。

故可推論過度自信經理人因為同時受到家族持股集中以及家族包容的特性所調節，導致企業發生財務危機的可能性提高，假說如下：

H_3：過度自信經理人發生財務危機的可能性，會受到家族企業特性的調節效果影響而上升。

家族企業在任用經理人時，可能出於傳承企業的考量而聘用家族成員 (以下稱為家族 CEO)，亦可能因為專業考量而任用專業的非家族成員 (以下稱為非家族 CEO)。過去文獻指出家族企業中，家族 CEO 和非家族 CEO 的決策行為有所差異 (McConaughy, 2000; Anderson & Bizjak, 2003; Blumentritt, Keyt, & Astrachan, 2007)，故本文進一步釐清，過度自信經理人導致企業發生財務危機的可能性若受到家族企業特性所調節，是否係因家族企業中的家族 CEO 或非家族 CEO 所致。

從能力來看，不論是在選擇投資方案或是降低企業所承受的風險上，過度自信經理人容易高估自身能力，因此如果沒有專業能力作為後盾，容易使企業暴露在過高的風險下。由於家族 CEO 的任用主要是因為家族企業在選擇經理人時，係以傳承企業為考量 (Anderson et al., 2003)，而家族 CEO 的利益與家族控制股東較為一致，故能獲得青睞，然而此舉將使得家族企業人力資本的來源受限 (Lin & Hu, 2007)，即便家族成員能力低於非家族成員，亦有可能出任 CEO；反之，非家族 CEO 所面對的人力市場競爭較激烈 (Lin & Hu, 2007)，其任用係出於專業考量，借重的是其專業的能力與經驗，故非家族 CEO 的能力理應與非家族企業的專業經理人無異。因此，若過度自信經理人為家族成員，雖然就動機而言，其為了使家族企業能夠永續經營，會想要盡力

臺灣土地銀行股份有限公司

提升公司價值，但是因為其專業能力可能較為不足，在判斷專案的價值上，也許更容易出現誤判的情況；加上過度自信傾向使其容易產生過度投資的情形 (Heaton, 2002)，意味著家族 CEO 會有更高的機率投資在負淨現值的專案上，導致公司陷入財務危機的可能性增加；反之，若過度自信經理人為外聘的專業經理人，由於其擁有專業能力作為後盾，在判斷專案的價值時也較為精準，因此雖然同樣具有過度自信傾向，但是非家族 CEO 仍較有可能提升公司價值，降低財務危機發生的可能性。

從管理者更迭 (Managerial Succession) 的角度來看，由於過度自信經理人受到家族企業特性的調節，使得企業發生財務危機的可能性上升，如果不能適時更換經理人，或是延遲開除績效不佳的 CEO，將導致公司績效更加惡化，甚至是破產或下市 (Ertugrul & Krishnan, 2007)。Gomez-Mejia、Nunez-Nickel 與 Gutierrez (2001) 研究顯示，家族 CEO 較不會因公司績效表現不佳而被撤換。因為家族 CEO 與家族控制股東利益一致，而且會配合家族控制股東的利益做出決策 (Chua et al., 2009)。然而，Chen、Cheng 與 Dai (2007) 指出，如果家族控制股東無法有效約束績效差的家族 CEO，造成企業價值受損，將傷害到企業的小股東，形成型 II 代理問題 (大股東與小股東間的代理問題)。相反地，非家族 CEO 在遴選的過程中注重的就是專業能力與經驗，其薪酬契約的制訂主要也是參考其績效，Chen (2005) 研究顯示，相對於非家族企業，家族企業雇用專業經理人的薪酬契約，對於公司績效表現更為敏感。因此，非家族 CEO 相對於非家族企業的專業經理人而言，更有誘因提高公司績效；另一方面，非家族 CEO 因為面對開放的人力資本市場，因此對於個人聲譽相當注重，可能較不會配合家族控制股東的利益做決策，故當非家族 CEO 的績效不佳時，家族控制股東較能夠負起監督責任，撤換失職的非家族 CEO。由此可知，當過度自信經理人為家族 CEO 時，即使績效不佳，也較不會被撤換，使企業發生財務危機的可能性升高；而當過度自信經理人為非家族 CEO 時，若績效不佳，就會遭到撤換，因此有誘因極大化公司價值，使企業發生財務危機的可能性下降。

綜合前述，本研究推論，過度自信經理人若為家族企業中的家族 CEO，一方面因為能力較為不足，使企業暴露於風險中；另一方面，當其績效不佳也較不會被撤換，導致企業發生財務危機的可能性提高。反之，過度自信經理人若為家族企業所聘用的非家族 CEO，由於專業能力與非家族企業的專業經理人無異，加上本身薪酬對績效敏感度較高，若績效不佳，也容易被撤換，使得企業發生財務危機的可能性相對降低。因此，建立如下假說：

$H_{4\text{-}1}$：過度自信經理人導致企業發生財務危機的可能性，會受到家族企業內家族 CEO 的調節效果影響而上升。

$H_{4\text{-}2}$：過度自信經理人導致企業發生財務危機的可能性，會受到家族企業內非家族 CEO 的調節效果影響而降低。

臺灣大學學術期刊資料庫

參、研究方法

首先說明樣本之選取，建立變數之操作性定義，最後針對研究問題建立實證模型。

一、研究對象及樣本期間

由於公司法在 2001 年針對股權結構、董監事資格、選任與解任有大幅度的修正，因此本研究選取 2002 年為樣本起始年度，而非橫跨修法前後的樣本期間，以避免相關法規修正的潛在影響。以 2002 至 2007 年為樣本期間，蒐集上市 (Taiwan Stock Exchange；TSE) 及上櫃 (Over the Counter；OTC) 企業的資料，資料來源包括企業的公開說明書、年報及台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal Database；TEJ) 等，並以財務危機事件最早發生日為基準日，設定為財務困難時點 (T)，除了財務危機虛擬變數外，其他變數資料時點須往前追溯一年 (T-1) 資料。因金融保險業與一般公司所採用的會計原則不盡相同，故將其從樣本中刪除。得到財務危機樣本 80 家，80 個觀察值，配對的正常公司樣本為 152 家，160 個觀察值，共計 232 家公司，240 個觀察值 (註 [2])。本研究採配對抽樣法選取配對的非財務危機公司 (註 [3])，並依 Loderer 與 Sheehan (1989)，選擇與財務危機公司發生財務危機的前一年之資產帳面價值相近且未陷入財務危機的同產業公司做為配對樣本。通常財務危機預警模式的研究大都是採用「B-A 配對」之方式，即發生危機公司與正常公司之比率為 1：1，但此舉會造成危機公司過度取樣的問題 (Zmijewski, 1984)，故本研究改採一家危機公司與兩家正常公司配對的方式。

樣本包括 10 種產業與 6 個年度，其分布統計表如表 1 及表 2 所示。電子業樣本即佔總樣本的 58.75%，與臺灣上市櫃公司產業分布情形相符。另外，家族企業樣本 115 個，約佔總樣本的 47.92%，其餘非家族企業樣本有 125 個 (52.08%)；家族企業樣本中，由家族成員擔任 CEO 者有 77 個觀察值，約佔家族企業樣本的 66.96%，其餘由非家族成員擔任 CEO 的樣本則有 38 個 (33.04%)。

表 1 樣本公司年度別統計表

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	總計
財務危機公司	18	5	8	22	21	6	80
配對公司	36	10	16	44	42	12	160
總計	54	15	24	66	63	18	240
百分比 (%)	22.5	6.25	10	27.5	26.25	7.5	100.00

註 [2] 正常公司可能在不同年度都被選為配對樣本。

註 [3] 配對時通常採用隨機抽樣法或 Beaver (1966) 首創之配對抽樣法，因後者的選擇基礎偏誤與樣本偏誤不會影響財務危機預測之分類準確性 (Zmijewski, 1984)，故本文採用之。

臺灣期刊學術期刊資料庫

表 2 樣本公司產業別統計表

產業	財務危機公司	配對公司	總計	百分比 (%)
12 食品工業	1	2	3	1.25
14 紡織工業	4	8	12	5.00
15 電機機械	1	2	3	1.25
16 電器電纜	1	2	3	1.25
17 化學生技醫療	2	4	6	2.50
18 玻璃陶瓷	2	4	6	2.50
20 鋼鐵工業	4	8	12	5.00
23 電子工業	47	94	141	58.75
25 建材營造	11	22	33	13.75
99 其他	7	14	21	8.75
總計	80	160	240	100.00

二、研究模型與變數定義

(一) 研究模型

由於應變數為企業是否發生財務危機的虛擬變數，無法直接套用一般的迴歸模型，因此採用 Ohlson (1980) 所提之 Logit 迴歸 (Logistic Regression) 作為分析工具。模型一主要用來驗證假說 H_1、H_2 及 H_3，分別探討過度自信、家族企業特性及以家族企業特性為調節效果對企業發生財務危機的影響。

$$FD_{it}=\alpha_0 + \alpha_1 O_{it-1} + \alpha_2 FB_{it-1} + \alpha_3 O_{it-1}\times FB_{it-1} + \alpha_4 Overinvest_{it-1}+\alpha_5 LEV_{it-1} + \alpha_6 CAS_{it-1} + \alpha_7 Lnsize_{it-1} + \alpha_8 (CON\text{-}OWN)_{it-1} + \alpha_9 PID_{it-1} + \alpha_{10} SLS_{it-1} + \alpha_{11} Foreign_{it-1} + \alpha_{12} Analyst_{it-1} + \alpha_{13} Institutional_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (\text{模型一})$$

模型二則在驗證假說 $H_{4\text{-}1}$ 及 $H_{4\text{-}2}$，而將模型一的家族企業 (FB) 變數以家族 CEO (FCEO) 與非家族 CEO (FNFCEO) 代替之，藉以探討家族企業特性的調節效果，是否是因家族企業內 CEO 身分之不同所致。

$$FD_{it}=\lambda_0 + \lambda_1 O_{it-1} + \lambda_2 FCEO_{it-1} + \lambda_3 FNFCEO_{it-1} + \lambda_4 O_{it-1}\times FCEO_{it-1} + \lambda_5 O_{it-1}\times FNFCEO_{it-1}+\lambda_6 Overinvest_{it-1} + \lambda_7 LEV_{it-1} + \lambda_8 CAS_{it-1} + \lambda_9 Lnsize_{it-1} + \lambda_{10} (CON\text{-}OWN)_{it-1} + \lambda_{11} PID_{it-1} + \lambda_{12} SLS_{it-1} + \lambda_{13} Foreign_{it-1} + \lambda_{14} Analyst_{it-1} + \lambda_{15} Institutional_{it-1} + \mu_{it-1} \quad (\text{模型二})$$

(二) 研究變數及定義

本研究主要探討過度自信與家族企業特性對企業發生財務危機的影響，以下依序

臺灣大學學術期刊資料庫

說明模型中所採用的應變數、主要自變數與控制變數之操作性定義，並彙總於表 3。

1. **財務危機** (Financial Distress；FD)

參照 Donker、Santen 與 Zahir (2009) 的研究，定義財務危機為有以下任一種情形：破產 (Insolvency)、宣告破產 (Declared Bankrupt)、暫停交易 (Suspension of Quotation by the Stock Exchange)、下市 (Delisted) 或清算 (Liquidated)。 企業當年度有任一種財務危機，設虛擬變 為 1， 為正常企業，則設為 0。

2. **家族企業** (Family Business；FB)

參照 Mok、Lam 與 Cheung (1992) 及葉銀華 (1999) 定義家族企業為符合下述 (a) 與 (b) 或 (a) 與 (c) 之一者，設虛擬變數為 1，否則設為 0。(a) 若家族成員或其控制的公司等最終控制者之直接與間接之持股比率總和超過 10%；(b) 家族成員或二親等以內之親屬擔任董事長或總經理；(c) 家族成員或三親等以內之親屬擔任公司董事席次超過全部董事席次一半以上。

為了驗證假說 $H_{4\text{-}1}$ 以及 $H_{4\text{-}2}$，以釐清家族企業特性對於經理人過度自信傾向與財務危機關係的調節效果，是來自於家族企業中家族 CEO (Family CEO；FCEO) 或是非家族 CEO (Non-Family CEO；FNFCEO)，故設立兩個虛擬變數。若家族企業的經理人為創立者或是家族成員，則 FCEO 設為 1，否則為 0；若家族企業的經理人非創立者或其家族成員，則 FNFCEO 設為 1，否則為 0；故若樣本為非家族企業，則兩虛擬變數值皆為 0。

3. **經理人過度自信** (Overconfidence；O)

由於 CEO 的個人財富、名聲和就業都與公司績效表現緊密相關，亦即經理人暴露在公司特有風險 (Idiosyncratic Risk) 之下，卻無法透過賣空 (Short-selling) 自家股票來避險，因此 CEO 理應最小化對自家公司的持股。然而，過度自信的 CEO 因看好公司的未來，所以會在任期內持續增加持股，並預期能在未來獲利。故參考 Malmendier 與 Tate (2005) 之作法，同時為避免公司發放股票股利導致衡量過度自信時產生偏誤，乃以 CEO 於任期中持有公司股票比率的增加，代表其具有過度自信傾向。

不過依 Malmendier 與 Tate (2005) 的定義，CEO 任期須為十年以上，此定義並不符合台灣的企業現況，因此 Lin et al. (2008) 研究台灣樣本時，將 CEO 任期改為至少五年，觀察其任期前三年中至少有兩年的平均持股數是增加的，就視該 CEO 具有過度自信傾向。但是考量多數台灣上市上櫃企業的 CEO 任期為三年一任，且為了避免樣本數過少影響實證結果，故本研究在樣本選取時，乃採 CEO 任期至少三年為樣本，若 CEO 任期不滿三年，則從樣本中剔除。當 CEO 在任期內前三年中至少有兩年的持股比率是增加者，即認定該 CEO 有過度自信傾向，設虛擬變數為 1；否則為 0。

4. **控制變數**

為求模型完整性，故加入下列控制變數。

臺灣大學學術期刊論文範本

(1) 過度投資 (Overinvest)：根據 Chung 與 Pruitt (1994) 所定義，Tobin's Q ＝ (權益市值 + 負債帳面價值 - 流動資產帳面價值)/ 總資產帳面價值，以衡量公司的經營是否效率。Lang、Stulz 與 Walking (1991) 指出，若 Tobin's Q 越高，表示公司有形資產成本越低或市場價值與無形資產價值越高，因此公司可有更多投資機會；反之，Tobin's Q 太低時，則反映公司有過度投資傾向。此代表公司發生財務危機可能性上升，故預期兩者為正相關。本文將公司 Tobin's Q 小於該產業中位數者，定義為有過度投資，設虛擬變數為 1，否則為 0。

(2) 負債比率 (Leverage；LEV)：根據 Gilson (1989)，用總負債 / 總資產來衡量，並用產業平均負債比率平減以消除產業效果。LEV 可以衡量公司依賴負債融資的程度及面對財務危機時的持久度，也可衡量公司無法履行債務契約的機率。當 LEV 愈高，公司面臨付不出債息而發生財務危機的可能性就愈高，故預期兩者為正相關。

(3) 流動銷貨比 (Current Assets to Sales；CAS)：即流動資產 / 銷貨，邱垂昌 (2006) 指出，CAS 太高代表公司流動資產 (包含存貨) 很高或銷貨很低，可能因銷售效率差而存貨囤積過多，而導致財務危機，故預期兩者為正向關係。

(4) 公司規模 (Firm size；LnSize)：依定義為公司年底總資產帳面價值取對數。Gosman (1973) 指出，規模愈大的公司愈易引起主管機關的監督，因此預測與財務危機可能性呈負相關。

(5) 偏離程度 (CON-OWN)：根據 La Porta et al. (1999) 及 Claessens et al. (2000)，由最終控制股東的控制權 (Control Rights；CON) 減去其所有權 (Ownership；OWN) 來衡量偏離程度 (註 [4])。La Porta et al. (1999)、Claessens et al. (2000) 與 Faccio 與 Lang (2002) 均指出當偏離程度愈大，最終控制股東愈有誘因去剝削少數股東的利益。Lee 與 Yeh (2004) 研究台灣上市公司也發現，當控制權與所有權的分歧程度愈大且董監事受控制股東掌控時，公司導致財務危機的可能性愈大，故預測兩者為正相關。

(6) 獨立董事比例 (Proportion of Independent Directors；PID)：即獨立董事席次 / 董事會總席次，用以控制公司治理的有效性。Heaton (2002) 指出獨立董事能夠有效影響公司財務政策，並降低經理人過度樂觀的情況，進而減少不利股東的相關活動，故預測與企業發生財務危機可能性呈負向關係。

(7) 第二大股東 (Second-Largest Shareholder；SLS)：依 Yeh et al. (2001) 將第二大

註 [4] 最終控制股東控制權為最終控制股東之直接持股率加上各控制鏈間接持股率之總和，其中間接持股率以控制鏈最末端持股率為準；所有權即盈餘分配權 (Cash Flow Right) 計算方式為最終控制者之直接持股率加上各控制鏈所有持股率乘積之總和，惟不含家族擁有的財團法人 (基金會) 之持股。

臺灣人文社會期刊資料庫

股東定義為，若有其他家族或是獨立機構投資人擁有公司股份超過 3% 且佔有一席董事席次者，設虛擬變數為 1，否則為 0。Gomes 與 Novaes (2001) 推論公司中若有其他大股東，且與家族企業無關係時，可以保護少數股東的利益，進而降低企業發生財務危機的可能性。故本研究預測第二大股東與財務危機呈負向關係。

(8) 機構投資人持股：即非最大股東或第二大股東的金融機構、共同基金與外國投資人的持股比率 (Lee & Yeh, 2004)。Pound (1988) 指出，機構投資人因具備專業知識，較能有效監督管理當局，進而提升公司價值，降低公司發生財務危機的可能性。另一方面，機構投資人也可能透過持股，從與公司有關的活動中獲取利益，導致公司價值下降，提高公司發生財務危機的可能性。故本研究預測三大法人持股與財務危機的關係未有一致性的方向，亦即可能為正向也可能為負向關係。

表 3 操作性定義

變數名稱	操作性定義
財務危機 (FD)[a]	財務危機企業，設虛擬變數 =1，否則為 0。
過度自信 (O)[b]	CEO 過度自信，設虛擬變數 =1，否則為 0。
家族企業 (FB)[c]	家族企業，設虛擬變數 =1，否則為 0。
家族 CEO (FCEO)	家族企業 CEO 由家族成員擔任，設虛擬變數 =1，否則為 0。
家族企業的非家族 CEO (FNFCEO)	家族企業 CEO 由非家族成員擔任，設虛擬變數 =1，否則為 0。
過度投資 (Overinvest)	Tobin's Q[d] 小於產業中位數，設虛擬變數 =1，否則為 0。
負債比率 (LEV)	總負債 / 總資產；以產業平均負債比率作平減。
流動銷貨比 (CAS)	流動資產 / 銷貨。
公司規模 (LNSize)	Ln〔總資產帳面價值〕
偏離程度 (CON-OWN)	控制權－所有權
獨立董事比例 (PID)	外部董事席次 / 董事會總席次[e]
第二大股東 (SLS)	有其他家族或獨立機構投資人擁有公司股份超過 3% 且佔一席董事席次，設虛擬變數 =1，否則為 0。
外資持股 (Foreign)	外資持股總數 / 公司流通在外總股數。
投信持股 (Analyst)	投信持股總數 / 公司流通在外總股數。
自營商持股 (Institutional)	自營商持股總數 / 公司流通在外總股數。

[a] 參照 Donker et al. (2009) 的研究，定義財務危機為有以下任一種情形：破產 (Insolvency)、宣告破產 (Declared Bankrupt)、暫停交易 (Suspension of Quotation by the Stock Exchange)、下市 (Delisted) 或清算 (Liquidated)。

[b] 參照 Malmendier 與 Tate (2005)，以 CEO 於任期中持股的增加代表其有過度自信傾向。

[c] 根據 Mok et al. (1992) 及葉銀華 (1999)，審視三個條件：(a) 若最終控制者之直接與間接之持股比率總和超過 10%；(b) 家族成員或二親等以內之親屬擔任董事長或總經理；(c) 家族成員或三親等以內之

臺灣大學圖書館期刊資料庫

親屬擔任公司董事席次超過全部董事席次一半以上。符合上述 (a) 與 (b) 或 (a) 與 (c) 之一者，即歸類為家族企業。

[d] 根據 Chung 與 Pruitt (1994) 的定義，Tobin's Q ＝〔權益市值 + 負債帳面價值－流動資產帳面價值〕/ 總資產帳面價值。

[e] 參照 Pearce II 與 Zahra (1992) 的定義，以董事未在公司或附屬機構擔任高階主管者為外部董事。

肆、實證分析

首先針對樣本進行敘述性統計分析，接著以 Logit 迴歸分析驗證假說，最後再以穩健性分析強化結論。

一、基本統計分析與差異性檢定

本節根據不同分組標準檢視各樣本，並做群組間差異的 t 檢定及無母數 Mann-Whiteney U 檢定。另外，Pearson 積差相關分析結果顯示 (註 [5])，自變數間並無顯著共線性問題存在。

(一) 財務危機樣本與正常樣本

首先將樣本分為財務危機樣本與正常樣本。如表 4 所示，在財務危機發生的前一年 (t-1 期)，約有 23.8% 的財務危機公司經理人具有過度自信傾向 (O)，而在正常公司樣本中則高達 28%，兩者差異並未達傳統顯著水準。至於家族企業 (FB) 在兩樣本間的分佈情形分別為 37.5% 及 41.1%，在財務危機樣本中的比例略少於正常樣本，符合假說 H_2 的預期，但未達統計的顯著性。此外，家族企業中的家族 CEO (FCEO) 與非家族 CEO (FNFCEO) 的分佈略有差異：非家族 CEO 在財務危機樣本中的比例 (0.163)，略高於正常公司 (0.120)，並未達傳統顯著水準；而家族 CEO 的比例則有相反的表現，隱含家族企業聘用非家族成員擔任 CEO，導致財務危機的可能性增高。

控制變數中，財務危機公司比正常公司有較高的過度投資 (Overinvest) 比例、負債比率 (LEV) 及流動銷貨比 (CAS)，與較低的獨立董事比例 (PID)。顯示在財務危機發生前一年時，財務危機公司已顯露財務狀況與績效之惡化、公司治理較差的現象。此外，三大法人對於正常公司的持股均顯著高於財務危機公司，至少達 10% 顯著水準，顯示企業可能因受到法人監督而較不易發生財務危機。

表 4 財務危機企業與正常企業樣本之差異性檢定 (t-1 期)

	財務危機公司		正常公司		差異性檢定	
變數名稱	平均數	中位數	平均數	中位數	t 值	M-W U 檢定 (Z 值)
過度自信 (O)	0.238	0.000	0.280	0.000	-0.693	-0.693
家族企業 (FB)	0.375	0.000	0.411	0.000	-0.540	-0.539

註 [5] 礙於篇幅限制未列表。

臺灣大學

家族 CEO (FCEO)	0.213	0.000	0.291	0.000	-1.298	-1.295
家族企業中非家族 CEO (FNFCEO)	0.163	0.000	0.120	0.000	0.900	0.899
過度投資 (Overinvest)	0.772	1.000	0.610	1.000	2.456**	2.426**
負債比率 (LEV)	0.111	0.117	-0.013	-0.018	5.689***	5.697***
流動銷貨比 (CAS)	1.773	0.743	1.100	0.670	1.827*	1.400
公司規模 (Lnsize)	14.714	14.436	14.795	14.561	-0.467	-0.516
偏離程度 (CON-OWN)	4.790	0.355	4.625	1.240	0.124	-1.177
獨立董事比例 (PID)	0.084	0.000	0.151	0.000	-2.955***	-2.936***
第二大股東 (SLS)	0.275	0.000	0.244	0.000	0.522	0.522
外資持股 (Foreign)	3.695	0.430	4.826	1.200	-0.999	-1.917*
投信持股 (Analyst)	0.106	0.000	1.071	0.000	-3.051***	-4.718***
自營商持股 (Institutional)	0.124	0.000	0.244	0.000	-0.881	-2.563**

* 表示達 10% 顯著水準；** 表示達 5% 顯著水準；*** 表示達 1% 顯著水準。

(二) 家族與非家族企業樣本

表 5 為家族與非家族企業兩群子樣本之檢視與比較。家族企業發生財務危機 (FD) 的比例 (0.316) 略低於非家族企業 (0.350)，雖未達顯著水準，但與假說 H_2 方向一致。家族企業的 CEO 過度自信傾向較低 (0.211 對 0.308)，但並未達傳統顯著水準 (註 [6])；且家族企業的 CEO 多數為家族成員 (0.663)。其次，由控制變數可知，家族企業有較大的公司規模 (Lnsize) 與較低的獨立董事比例 (PID) 及第二大股東比重 (SLS)。至於受到投信法人 (Analyst) 監督的企業，發生財務危機的可能性顯著較低，達 5% 顯著水準。

表 5 家族與非家族企業樣本之差異性檢定 (t-1 期)

	家族企業		非家族企業		差異性檢定	
變數名稱	平均數	中位數	平均數	中位數	t 值	M-W U 檢定 (Z 值)
財務危機 (FD)	0.316	0.000	0.350	0.000	-0.540	-0.540
過度自信 (O)	0.211	0.000	0.308	0.000	-1.646	-1.639
家族 CEO (FCEO)	0.663	1.000	0.000	0.000	16.708***	11.331***
非家族 CEO (FNFCEO)	0.337	0.000	0.000	0.000	8.487***	7.443***
過度投資 (Overinvest)	0.640	1.000	0.690	1.000	-0.766	-0.765
負債比率 (LEV)	0.024	0.012	0.031	0.048	-0.316	-0.623
流動銷貨比 (CAS)	1.579	0.726	1.155	0.670	1.191	1.767*
公司規模 (Lnsize)	15.192	15.300	14.501	14.247	4.302***	4.277***

註 [6] 本研究進一步以股權偏離程度前 50% 的公司為樣本，以檢定「家族企業的經理人比較不過度自信」是否係因為「家族企業的經營權結構已趨穩定，故經理人無須再增加持股來提高影響力」。結果發現，過度自信係數的方向與顯著程度均與本文結果相仿，顯示本文所採用的過度自信衡量方式，應能適度反映經理人的過度自信傾向。因篇幅限制，故未列表。

臺灣期刊論文期刊負責

偏離程度 (CON-OWN)	5.408	0.040	4.238	1.390	0.906	-2.767***
獨立董事比例 (PID)	0.060	0.000	0.173	0.200	-5.446***	-5.337***
第二大股東 (SLS)	0.137	0.000	0.322	0.000	-3.294***	-3.226***
外資持股 (Foreign)	3.812	0.195	4.931	1.335	-1.016	-2.491**
投信持股 (Analyst)	0.344	0.000	0.988	0.000	-2.051**	-1.480
自營商持股 (Institutional)	0.268	0.000	0.157	0.000	0.829	0.207

* 表示達 10% 顯著水準；** 表示達 5% 顯著水準；*** 表示達 1% 顯著水準。

(三) 家族企業之家族 CEO 與非家族 CEO 樣本

本研究進一步將家族企業經理人由家族成員或非家族成員擔任的樣本分群，如表 6 所示。家族 CEO 發生財務危機 (FD) 比例 (0.270) 略低於非家族 CEO (0.406)，但未達傳統顯著水準；而家族 CEO 過度自信 (O) 的比例 (0.175) 略低於非家族 CEO 樣本 (0.281)，但同樣未達傳統顯著水準。在控制變數方面，家族 CEO 樣本的獨立董事比例 (PID) (0.082) 顯著高於非家族 CEO 樣本 (0.016)，達 5% 顯著水準，顯示出家族 CEO 充分發揮管家精神，有較佳的公司治理機制。另一方面，家族 CEO 樣本有較低的負債比率 (LEV)、公司規模 (Lnsize) 及偏離程度 (CON-OWN)。而其他變數的兩群組間差異均未達統計上的顯著性。

表 6 家族企業之家族 CEO 與非家族 CEO 樣本之差異性檢定 (t-1 期)

	家族 CEO		非家族 CEO		差異性檢定	
變數名稱	平均數	中位數	平均數	中位數	t 值	M-W U 檢定 (Z 值)
財務危機 (FD)	0.270	0.000	0.406	0.000	-1.351	-1.340
過度自信 (O)	0.175	0.000	0.281	0.000	-1.202	-1.193
過度投資 (Overinvest)	0.690	1.000	0.548	1.000	1.321	1.311
負債比率 (LEV)	0.002	0.008	0.068	0.052	-1.690*	-1.610**
流動銷貨比 (CAS)	1.558	0.690	1.620	0.967	-0.096	-1.933*
公司規模 (Lnsize)	14.993	14.989	15.584	15.722	-2.280**	-2.413**
偏離程度 (CON-OWN)	3.434	0.040	9.292	0.045	-2.231**	-1.051
獨立董事比例 (PID)	0.082	0.000	0.016	0.000	2.309**	2.678***
第二大股東 (SLS)	0.127	0.000	0.156	0.000	-0.388	-0.384
外資持股 (Foreign)	4.050	0.220	3.300	0.150	0.399	1.089
投信持股 (Analyst)	0.254	0.000	0.534	0.000	-0.943	-0.136
自營商持股 (Institutional)	0.184	0.000	0.445	0.000	-1.008	-0.789

* 表示達 10% 顯著水準；** 表示達 5% 顯著水準；*** 表示達 1% 顯著水準。

二、Logit 迴歸分析

表 7 列示三個模式的估計結果，模式 I 為只考慮過度自信 (O) 的模型，模式 II 為

臺灣大學學術期刊

只考慮家族企業 (FB) 的模型，模式Ⅲ則為同時考慮兩變數的模型。在模式Ⅰ中，過度自信 (O) 係數為 -0.200，並未達到傳統顯著水準。然而在模式Ⅲ卻可以發現，具有過度自信的非家族企業經理人的確可以降低企業發生財務危機的可能性 (係數為 -0.855，達到 10% 顯著水準)，此結果部分支持假說 H_1。此可能是因為非家族企業經理人相較於家族企業經理人，面對更開放的人力市場，因此須具備更專業的能力才能脫穎而出。當其因高估自身能力，而更傾向投資於高風險高報酬方案時，對於企業價值而言，具有正面效果 (Gervais et al., 2005)；儘管在投資高報酬專案的同時，也可能提高公司所承擔的風險，然而若經理人的過度自信傾向並不嚴重，加上有良好的專業背景作為後盾，則專案所獲得的報酬率可能高於所承擔風險應有之報酬率，因而提高公司價值，進而降低發生財務危機的可能性。

表 7 模型一 Logit 迴歸分析

	I	II	III
常數項 (C)	6.814** (2.685)	6.748*** (2.615)	7.578*** (2.712)
過度自信 (O)	-0.200 (0.383)		-0.855* (0.484)
家族企業 (FB)		-0.622 (0.385)	-1.106** (0.454)
過度自信 (O)× 家族企業 (FB)			1.659** (0.835)
過度投資 (Overinvest)	0.098 (0.395)	-0.049 (0.405)	0.037 (0.411)
負債比率 (LEV)	5.493*** (1.227)	5.419*** (1.228)	5.371*** (1.231)
流動銷貨比 (CAS)	0.101* (0.060)	0.107* (0.062)	0.111* (0.064)
公司規模 (Lnsize)	-0.501*** (0.177)	-0.468*** (0.174)	-0.507*** (0.178)
偏離程度 (CON-OWN)	-0.002 (0.021)	-0.001 (0.021)	0.003 (0.021)
獨立董事的比例 (PID)	-2.772** (1.158)	-3.312*** (1.213)	-3.717*** (1.266)
第二大股東 (SLS)	0.158 (0.388)	0.032 (0.396)	0.107 (0.407)
外資持股 (Foreign)	0.025 (0.023)	0.021 (0.023)	0.022 (0.024)
投信持股 (Analyst)	-0.431* (0.252)	-0.482* (0.266)	-0.490* (0.261)

臺灣大學學術期刊資料庫

自營商持股 (Institutional)	-0.165 (0.201)	-0.188 (0.196)	-0.190 (0.200)
年度 (YEAR DUMMY)	Yes	Yes	Yes
Log likelihood	-107.244	-106.161	-103.713
McFadden R-squared	0.203	0.213	0.229
觀察值	206	207	206

註：模型為 $FD_{it}=\alpha_0+\alpha_1O_{it-1}+\alpha_2FB_{it-1}+\alpha_3O_{it-1}\times FB_{it-1}+\alpha_4Overinvest_{it-1}+\alpha_5LEV_{it-1}+\alpha_6CAS_{it-1}+\alpha_7Lnsize_{it-1}+\alpha_8(CON\text{-}OWN)_{it-1}+\alpha_9GOV_{it-1}+\alpha_{10}SLS_{it-1}+\alpha_{11}Foreign_{it-1}+\alpha_{12}Analyst_{it-1}+\alpha_{13}Institutional_{it-1}+\varepsilon_{it-1}$。本研究之應變數為財務危機 (FD)，若有財務危機，設虛擬變數 =1，否則為 0。主要解釋變數兩項：家族企業 (FB)，若為家族企業，設虛擬變數 =1，否則為 0；過度自信 (O)，若經理人有樂觀傾向，設虛擬變數 =1，否則為 0。控制變數則有：過度投資 (Overinvest)，若公司之 Tobin's Q 小於產業中位數，設虛擬變數 =1，否則為 0；負債比率 (LEV)，總負債 / 總資產；流動銷貨比 (CAS)，流動資產 / 銷貨；公司規模 (Lnsize)，ln(總資產)；偏離程度 (CON-OWN)，控制權減所有權；獨立董事比例 (PID)，獨立董事席次 / 董事會總席次；第二大股東 (SLS)，當有其他家族或獨立企業持股超過 3%，且至少佔有一個董事席位者，設虛擬變數 =1，否則為 0；外資持股 (Foreign)，外資持股總數 / 公司流通在外總股數；投信持股 (Analyst)，投信持股總數 / 公司流通在外總股數；自營商持股 (Institutional)，自營商持股總數 / 公司流通在外總股數；設 5 個年度虛擬變數 (YEAR DUMMY)，以確認研究結果不受重大事件年度影響。括號內為標準誤。

* 表示達到 10% 顯著水準；** 表示達到 5% 顯著水準；*** 表示達到 1% 顯著水準。

另外，在模式Ⅱ中，家族企業 (FB) 的係數未達傳統顯著水準。然而，進一步觀察模式Ⅲ中的家族企業 (FB) 係數為 -1.106，達 5% 顯著水準。其代表的意義為不具過度自信的家族企業經理人的確會降低企業發生財務危機的可能性，此結果部分支持假說 H_2。原因可能是非過度自信的家族企業經理人不僅願意配合家族控制股東的利益做出決策 (Chua et al., 2009)，而且不會因為高估自己的能力，做出過多的錯誤投資，公司發生財務危機的可能性因而降低。由假說 H_1 與 H_2 結果可知，個別檢視經理人過度自信與家族特性對於財務危機的影響，可能無法清楚看出這兩者的實際作用，需進一步考量兩者間的交互作用，才能釐清其影響程度。

模式Ⅲ加入交乘項 (O×FB)，以考量家族企業特性對於過度自信 CEO 與財務危機關係之調節效果。結果顯示家族企業特性對經理人過度自信與財務危機間之關係有正向調節效果，與假說 H_3 一致 (註 [7])。本研究進一步探討此一過度自信的家族企業，其發生財務危機的可能性提高是由家族成員 (家族 CEO) 或非家族成員 (非家族 CEO) 所導致，結果如表 8 所示。表 8 中有二個模式，模式 I 僅考慮 CEO 身分的因素，模式

註 [7] 「交乘項為正」也可以解釋為：「家族經理人即使看壞公司前景，但為了維持外界投資人與往來客戶的信心，仍必須增加持股，故家族企業之特性會減少經理人增加持股降低財務危機發生機率的邊際效果」。為排除此一可能性，本研究一方面直接檢測「經理人持股增加」與「企業發生財務危機」間是否具有內生性，結果發現兩變數並不具有內生性問題。另一方面，以第 t+1 期股票報酬率低於市場報酬率的家族企業且經理人在第 t 期有增加持股的公司作為樣本。結果發現各主要變數的係數方向與顯著程度均與本文結果類似。感謝匿名評審委員之建議。

臺灣博碩士論文知識加值系統

II 則進一步考量過度自信因素和 CEO 身份的交互項。結果發現，過度自信的家族 CEO 的確會導致企業發生財務危機的可能性提高，與假說 $H_{4\text{-}1}$ 一致；反之，過度自信的非家族 CEO 對於企業發生財務危機的影響並不顯著，此與假說 $H_{4\text{-}2}$ 不一致。綜合而言，家族企業特性的調節效果主要是來自於家族企業內的家族 CEO。本研究推論此可能一方面是因為家族企業在聘請家族成員擔任 CEO 時是以傳承企業為考量 (Anderson et al., 2003)，而非專業能力，所以即使家族成員能力較差，仍可能被拔擢為 CEO。在缺乏專業判斷能力的情況下，家族 CEO 較不能分辨投資專案的價值，但是因為具有過度自信傾向，因此容易產生過度投資的情況，隱含家族 CEO 有更高的機率投資在負淨現值的專案上，導致企業發生財務危機的可能性提高。另一方面，基於情感面因素，家族 CEO 較不會受到家族董事成員所監控 (James, 1999)，故當過度自信經理人的投資決策績效差時，因具有家族成員身分，而較不會遭撤換 (Davies, Hillier, & McColgan, 2005)，隨著績效的持續惡化，企業發生財務危機的可能性因而提高。

表 8 模型二 Logit 迴歸分析

	I	II
常數項 (C)	6.765***(2.614)	7.680***(2.732)
過度自信 (O)		-0.861*(0.484)
家族 CEO(FCEO)	-0.658(0.415)	-1.190**(0.490)
非家族 CEO(FNFCEO)	-0.512(0.608)	-0.884(0.714)
過度自信 (O)× 家族 CEO(FCEO)		1.965**(0.975)
過度自信 (O)× 非家族 CEO (FNFCEO)		1.052(1.270)
過度投資 (Overinvest)	-0.027(0.416)	0.072(0.423)
負債比率 (LEV)	5.389***(1.234)	5.230***(1.249)
流動銷貨比 (CAS)	0.108*(0.062)	0.113*(0.065)
公司規模 (Lnsize)	-0.470***(0.174)	-0.514***(0.180)
偏離程度 (CON-OWN)	-0.002(0.021)	0.001(0.022)
獨立董事的比例 (PID)	-3.283***(1.220)	-3.753***(1.278)
第二大股東 (SLS)	0.027(0.397)	0.078(0.410)
外資持股 (Foreign)	0.021(0.023)	0.023(0.024)
投信持股 (Analyst)	-0.480*(0.265)	-0.476*(0.258)
自營商持股 (Institutional)	-0.186(0.194)	-0.172(0.202)
年度 (YEAR DUMMY)	Yes	Yes
Log likelihood	-106.134	-103.505
Adjusted R-squared	0.214	0.231
觀察值	207	206

註：模型為 $FD_{it}=\lambda_0 + \lambda_1 O_{it-1} + \lambda_2 FCEO_{it-1} + \lambda_3 FNFCEO_{it-1} + \lambda_4 O_{it-1}\times FCEO_{it-1} + \lambda_5 O_{it-1}\times FNFCEO_{it-1} + \lambda_6 Overinvest_{it-1} + \lambda_7 LEV_{it-1} + \lambda_8 CAS_{it-1} + \lambda_9 Lnsize_{it-1} + \lambda_{10}(CON\text{-}OWN)_{it-1} + \lambda_{11} PID_{it-1} + \lambda_{12} SLS_{it-1} +$

臺灣大學學術期刊資料庫

λ_{13}Foreign$_{it-1}$ + λ_{14}Analyst$_{it-1}$ + λ_{15}Institutional$_{it-1}$ + μ_{it-1}。本研究之應變數為財務危機 (FD)，若有財務危機，設虛擬變數 =1，否則為 0。主要解釋變數有三項：家族 CEO (FCEO)，若家族企業聘用家族成員擔任 CEO，設虛擬變數 =1，否則為 0；非家族 CEO (FNFCEO)，若家族企業聘用非家族成員擔任 CEO，設虛擬變數 =1，否則為 0；過度自信 (O)，若經理人有樂觀傾向，設虛擬變數 =1，否則為 0。控制變數則有：過度投資 (Overinvest)，若公司之 Tobin's Q 小於產業中位數，設虛擬變數 =1，否則為 0；負債比率 (LEV)，總負債 / 總資產；流動銷貨比 (CAS)，流動資產 / 銷貨；公司規模 (Lnsize)，ln(總資產)；偏離程度 (CON-OWN)，控制權減所有權；獨立董事比例 (PID)，獨立董事席次 / 董事會總席次；第二大股東 (SLS)，當有其他家族或獨立企業持股超過 3%，且至少佔有一個董事席位者，設虛擬變數 =1，否則為 0；外資持股 (Foreign)，外資持股總數 / 公司流通在外總股數；投信持股 (Analyst)，投信持股總數 / 公司流通在外總股數；自營商持股 (Institutional)，自營商持股總數 / 公司流通在外總股數；設 5 個年度 (YEAR DUMMY)，以確認研究結果不受重大事件年度影響。括號內為標準誤。

* 表示達到 10% 顯著水準；** 表示達到 5% 顯著水準；*** 表示達到 1% 顯著水準。

控制變數部分，僅負債比率 (LEV)、流動銷貨比 (CAS)、公司規模 (Lnsize)、獨立董事比例 (PID) 及投信持股 (Analyst) 係數方向與預期相符，且至少達 10% 顯著水準。其餘變數則皆未達傳統顯著水準。

三、穩健性分析

針對結果做以下穩健性測試：第一，改採 1：1 的樣本配對方式；第二，改採不同的財務危機定義；第三，改採不同的過度自信定義，探討研究結果在不同實證作法下是否仍然成立。

(一) 樣本配對方式

本研究原採用 1：2 之樣本配對方式，為增加研究之穩健性，再使用 1：1 方式來配對，發現各主要變數之係數方向與顯著程度均與前節類似 (註 [8])。

(二) 財務危機的代理變數

本研究原依 Donker et al. (2009) 的財務危機定義，現另參考張大成、林郁翎與邱雅雯 (2008)，採用台灣經濟新報社所定義之財務危機與準財務危機為基準 (註 [9])，結果顯示各主要變數之表現與前節結果相似。

(三) 過度自信的代理變數

本研究另以經理人過去三年持股數是否增加作為衡量過度自信的方法，同時為避免持股數的增加是來自於公司股票股利的發放，乃加入公司過去三年發放股票股利的次數做為控制變數。結果發現各主要變數之表現不僅與前節相符，且至少達 5% 顯著

註 [8] 因篇幅限制，故穩健性分析均未列表。

註 [9] 張大成等人 (2008) 將公司發生下 情事中任一事項者判定為公司發生財務危機，包括：1. 倒閉破產；2. 重整；3. 跳票擠兌；4. 紓困求援；5. 接管；6. 會計師對繼續經營假設存疑；7. 淨值為負；8. 全額下市；9. 財務吃緊停工等。

臺灣學術期刊資料庫

水準 (註 [10])。

此外，若經理人看好公司未來前景時，亦會增加持股，故本研究乃依照 Malmendier 與 Tate (2008) 的研究，將此可能性予以排除。Malmendier 與 Tate (2008) 認為，若經理人增加持股是因為握有私有資訊，則公司未來的股票報酬率應超越市場的報酬率。因此，若經理人於第 t 期增加持股，且第 t+1 期公司股票報酬率高於市場報酬率，則以變數 Equity 加以控制。結果顯示，主要變數的係數之方向不變且至少達 10% 顯著水準，與本文結果相符。綜合上述，本文的結果具有穩健性。

伍、結論與建議

現有財務危機的文獻中，多以財務性變數或再加入公司治理變數來建立預警模型，而本研究則從行為面因子「過度自信」的角度出發，探討過度自信經理人對企業發生財務危機的影響。同時，因為國內企業普遍存在家族化的現象 (Yeh et al., 2001)，故本研究納入家族企業特性，檢視其是否會調節過度自信經理人對企業發生財務危機的影響。最後，探討家族企業特性的調節效果是來自於家族企業中的家族 CEO 或非家族 CEO 所致。

實證結果發現，過度自信的非家族企業經理人導致財務危機發生的可能性較低，部分支持假說 H_1。此可能係因過度自信的非家族企業經理人雖然同樣地高估自身能降低風險的能力，進而投資於高風險高報酬的方案，但因有良好的專業背景作為後盾，因此儘管投資高報酬專案的同時，也可能提高公司所承擔的風險，然而若經理人的過度自信傾向並不嚴重，則專案所獲得的報酬可能高於所承擔的風險，加上此一特性與股東的目標一致，如果搭配適當的補報償，則過度自信對於企業價值而言，反而有正面的效果 (Gervais et al., 2005)。其次，不具過度自信的家族企業經理人導致財務危機發生的可能性較低，部分支持假說 H_2。原因可能是非過度自信的家族企業經理人願意配合家族控制股東的利益做出決策 (Chua et al., 2009)，而且不會因為高估自己的能力，做出過多的錯誤投資，公司發生財務危機的可能性因而下降。此結果亦顯示在探討家族企業的議題時，應將行為面因素考量在內，方能反映出其真實狀況。再者，過度自信經理人與企業發生財務危機的關係，的確會受到家族企業特性所調節而升高，與假說 H_3 一致。此情況可能來自於過度自信經理人傾向過度投資致績效不佳的特性，受到家族控制股東基於情感面因素 (James, 1999) 而加以包容，造成企業投資績效不佳，財務危機發生的可能性因而上升。本研究進一步將家族企業內之經理人分為家族 CEO 與非家族 CEO。分析結果顯示，前述家族企業特性對於經理人過度自信與公司財務危機之間關係的調節效果，主要是來自於家族企業內的家族 CEO 所致，與假說 $H_{4\text{-}1}$ 一致。

註 [10] 感謝 匿名評審委員之建議。

臺灣大學學術期刊資訊網

本研究推論此可能一方面因為家族企業在聘請 CEO 是以傳承企業為考量 (Anderson et al., 2003)，而非專業能力，所以即使家族成員的能力較差，仍可能被拔擢為 CEO。在缺乏專業判斷能力的情況下，過度自信的家族 CEO 可能較無法分辨投資專案的價值，且容易產生過度投資的情況，亦即其有更高的機率投資在負淨現值的專案上，導致企業發生財務危機的可能性提高。另一方面，基於情感面因素，家族 CEO 較不受家族董事成員所監控 (James, 1999)，故當過度自信經理人的投資決策績效差時，因具有家族成員身分，而較不會遭撤換 (Davies et al., 2005)，導致企業發生財務危機的可能性提高。

Claessens et al. (2000) 以及 Yeh et al. (2001) 均指出，台灣公司多屬於家族企業。然而以往文獻並未曾深入探討此特殊所有權結構對企業發生財務危機可能性的影響，故本研究結果將可提供台灣投資人重要的決策依據，分析企業所有權結構的特性，同時觀察企業 CEO 於任期內的持股變動情形，以避免投資於發生財務危機可能性較高的企業。另一方面，本研究結果亦可作為家族企業選擇 CEO 時的參考，由於家族人力資本集中 (Agrawal & Nagarajan, 1990)，對於 CEO 的選擇常以家族成員為主，故需要掌握其人格特質，適時的約束 CEO，有效防範企業發生財務危機。

最後，受限於財務危機樣本公司數較少，以及台灣在 2005 年後取消強制揭露盈餘預測的規範，故本研究在選擇過度自信的定義時，無法採用 Lin et al. (2008) 所使用的預測誤差 (Forecast Error) 的定義 (註 [11])，僅能修改 Malmendier 與 Tate (2005) 的過度自信定義。未來研究者可考慮以問卷調查的方式，將過度自信傾向以其它如李克特尺度 (Likert-type Scale) 等方式來衡量，將可以更精確地反映出過度自信傾向的程度，進而將更能釐清過度自信程度對於企業發生財務危機的影響。

臺灣大學學術期刊資料庫

註 [11] Lin et al. (2008) 的研究期間為 1989 至 2004，故並未受到強制揭露法規取消的影響。

The Impact of Managerial Overconfidence on Financial Distress and Moderating Effect of Family Business Characteristics

Jung-Hua Hung, Professor, Department of Business Administration, National Central University

Wen-Sheng Wang, Ph.D. Student, Department of Business Administration, National Central University

I-Cheng Li, Ph.D. Department of Business Administration, National Central University

Hsiang-Ju Chen, Associate Professor, Department of International Trade, National Taichung Institute of Technology

Wei-Shan Chang, MBA, Department of Business Administration, National Central University

Purpose/Objective

There are two different methods regarding the study of likelihood of financial distress. On the one hand, as shown in prior studies, the forecasting model for financial distress can be constructed using financial variables (Chen, 1997; Wu, 2000). On the other hand, it can be constructed with corporate governance variables (Yeh et al., 2001). Both kinds of models are built based on the assumption that managers are rational. However, some argue that, in reality, most managers and investors are irrational due to cognition biases. Behavioral finance, which utilizes psychological factors and personal characteristics to explain managerial behaviors, may help to elucidate the likelihood of financial distress. Of the numerous concepts considered in behavioral finance, it is the concept "overconfidence" that has stimulated the most interest among researchers and managers (Chou et al., 2002). As a result, in this current study, we first examine whether managerial overconfidence affects the likelihood of financial distress. In addition, previous studies have already shown that most firms around the world are family-controlled. It is also shown that most companies in Taiwan, part of Eastern Asia, are owned and controlled by families (Anderson et al., 2003). We thus examine the impact of the family business characteristics on financial distress. Moreover, we also investigate whether family business characteristics moderate the relationship between managerial overconfidence and financial distress. Finally, we examine whether the moderating effects of family business characteristics are mainly the result of family and/or non-family CEOs.

Design/Methodology/Approach

In 2001, the Taiwanese government extensively revised its corporate laws. Therefore, to avoid the influence of such changes to the legal system, our sample includes only companies listed on the Taiwan Stock Exchange and Over the Counter from 2001 to 2007. All financial data were taken from the Taiwan Economic Journal (TEJ) database. Following previous

臺灣大學學術期刊資料庫

studies, we excluded data from financial institutions and insurance companies due to different definitions of accounting items. The final sample was obtained by matching one financially distressed firm with two normal firms. This lefe us with 80 financial distress observations and 160 observations without financial distress, representing a final sample with 240 observations. A logit regression model was used to investigate our hypotheses, and resulted in a more realistic assumption for the residual term resulting from the dummy dependent variable.

Findings

Our empirical results show that financial distress is less likely in non-family businesses with overconfident CEOs, though the underestimation of risks leads to investment in high risk projects. However, it is not clear that these types of investment will lead to financial distress. One possible reason is that, these managers have not only better professional background but also more work experience. So even they are overconfident and tend to overinvest, the potential benefits of the projects may still outshine the impairment resulting from underestimated risks. In addition, Gervais et al. (2005) find that, with appropriate compensation, mildly overconfident CEOs can increase firm value, because their decisions are consistent with shareholders' goals, representing the shareholder-value maximization. Moreover, we find that non-overconfident CEOs in family businesses can decrease the likelihood of financial distress. They might not overestimate their own abilities and make decisions in favor of the controlling shareholders' interests (Chua et al., 2009), thereby resulting in a lower likelihood of financial distress. The empirical results suggest that managerial overconfidence should be taken into account while examining topics related to real family business situations. Overconfident CEOs tend to underestimate the risks of projects, which may lead to overinvestment and increase the likelihood of financial distress. This phenomenon is more pronounced in family businesses because controlling shareholders may not intervene in the decisions of CEOs in family businesses due to emotional factors (James, 1999). All these factors can lead to poor investment performance and further increase the likelihood of financial distress. Finally, we find that the moderating effects of family business characteristics are mainly the result of hiring family CEOs. On the one hand, family controlling shareholders tend to recruit CEOs from among family members, even if these members may lack competency. The reason is that family owners tend to treat their firms as their own assets, wanting to pass their businesses on to future generations.

臺灣大學會計期刊資料庫

Overconfident family CEOs without professional competencies might underestimate the risks involved and overestimate the benefits of their investment. This would lead to higher probabilities to invest in negative NPV projects and thereby increase the likelihood of corporate financial distress. In addition, overconfident family CEOs who perform poorly are less likely to be laid off, which might also increase the likelihood of corporate financial distress.

Research Limitations/Implications

According to Claessens et al. (2000) and Yeh et al. (2001) most Taiwanese firms are controlled by families. However, prior research does not consider the potential effects of family ownership on corporate financial distress. Our empirical results are built on previous studies, providing further insight for investors into family ownership structure and financial distress. This current research might help them avoid investing in firms that are more likely to experience financial distress. Our results could also be helpful to family controlling shareholders for CEO recruitment. Constrained labor markets encourage family controlling shareholders to primarily recruit CEOs from among family members. Consequently, they need to fully understand the CEOs' characteristics and restrict their activity to avoid detrimental consequences to the firms.

Like most studies of this nature, this paper has limitations. For example, our sample size is relatively small. In addition, though we can estimate managerial overconfidence through changes in managerial shareholdings and other methods, there is no perfect measure for psychological factors. An important area thus remains for further study. In the future, perhaps managerial overconfidence could be investigated using questionnaires for more accurate measurement.

Originality/Contribution

Our study contributes to the literature in at least three ways. First, we directly investigate the differences between the likelihood of financial distress in family and non-family businesses, an issue which has largely been ignored in previous studies. Claessens et al. (2000) and Yeh et al. (2001) note that most Taiwanese firms are family-controlled, so it is necessary to study the impact of family control on corporate financial distress. Second, we examine the relation between managerial overconfidence and financial distress and whether this relation is moderated by family business characteristics. Based on our empirical results,

臺灣大學學術期刊資料庫

it would be inappropriate to discuss the impact of CEO overconfidence on financial distress while ignoring family business characteristics. Third, our study further separates CEOs in family businesses into two groups, with family CEOs and with non-family CEOs. We then examine if there is a moderating effect that comes from family CEOs and/or non-family CEOs.

臺灣大學學術期刊資料庫

參考文獻

吳文德，2000，台灣上市公司財務危機特性分析，國立高雄第一科技大學財務管理研究所未出版碩士論文。(Wu, Wen-Der. 2000. ***A study on the characteristic of the listed Taiwan enterprise in financial crisis***. Unpublished master's thesis, Department of Finance, NKFUST.)

邱垂昌，2006，「台灣企業財務危機之預警－保留意見之警訊」，當代會計，7 卷 2 期：頁 195-236。(Chiou, Chei-Chang. 2006. The study of the ability of qualified opinion to be an early warning signal for corporate failure. ***Journal of Contemporary Accounting***, 7 (2): 195-236.)

周賓凰、池祥萱、周冠男、龔怡霖，2002，「行為財務學：文獻回顧與展望」，證券市場發展季刊，14 卷 2 期：頁 1-48。(Chou, Pin-Huang, Chih, Hsiang-Hsuan, Chou, Robin K., & Guo, Yi-Lin. 2002. Behavioral finance: A literature review. ***Review of Securities and Futures Markets***, 14 (2): 1-48.)

張大成、林郁翎、邱雅雯，2008，「考慮盈餘管理之企業財務危機預警模型」，亞太經濟管理評論，11 卷 2 期：頁 65-86。(Chang, Ta-Cheng, Lin, Yu-Ling, & Chiou, Ya-Wen. 2008. The financial warning model considering earnings management. ***Asia-Pacific Economic and Management Review***, 11 (2): 65-86.)

陳晉棻，1997，保留意見對上市公司發生財務危機之增額解釋能力，國立政治大學會計研究所未出版碩士論文。(Chen, Jin-Fen. 1997. ***The incremental explanation ability of qualified opinion on corporate financial distress***. Unpublished master's thesis, Department of Accounting, NCCU.)

葉銀華，1999，「家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究—台灣與香港證券市場之比較」，管理評論，18 卷 2 期：頁 59-86。(Yeh, Yin-Hua. 1999. Family groupings, core business and return interaction: Taiwan and Hong Kong stock markets. ***Management Review***, 18 (2): 59-86.)

Agrawal, A., & Nagarajan, N. J. 1990. Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all-equity firms. ***The Journal of Finance***, 45 (4): 1325-1331.

Anderson, R. C., & Bizjak, J. M. 2003. An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay. ***Journal of Banking and Finance***, 27 (7): 1323-1348.

Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. ***Journal of Financial Economics***, 68 (2): 263-285.

Anderson, R. C., & Reeb, D. 2003. Founding-family ownership and firm performance:

臺灣大學學術期刊資料庫

Evidence from S&P500. ***The Journal of Finance***, 58 (3): 1301-1328.

Barros, L. A. B. de C., & Silveira, A. D. M. Da. 2007. ***Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure***. Working paper, Mackenzie Presbyterian University.

Beaver, W. H. 1966. Financial ratio as predictors of failure. ***Journal of Accounting Research***, 4 (3): 71-111.

Blumentritt, T. P., Keyt, A. D., & Astrachan, J. H. 2007. Creating an environment for successful nonfamily CEOs: An exploratory study of good principals. ***Family Business Review***, 20 (4): 321-335.

Brown, R., & Sarma, N. 2007. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. ***Journal of Economics and Business***, 59 (5): 358-379.

Chen, T. Y. 2005. ***CEO compensation contract of family firms***. Working paper, University of Texas, Dallas.

Chen, X., Cheng, Q., & Dai, Z. 2007. ***Are US family firms subject to agency problems? Evidence from CEO turnover and firm valuation***. Working paper, University of British Columbia and UT Dallas.

Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Bergiel, E. B. 2009. An agency theoretic analysis of the professionalized family firm. ***Entrepreneurship Theory & Practice***, 33 (2): 355-372.

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. 1994. A simple approximation of Tobin's Q. ***Financial Management***, 23 (3): 70-74.

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. P. H. 2000. The separation of ownership and control in East Asia corporations. ***Journal of Financial Economics***, 58 (6): 81-112.

Davies, J. R., Hillier, D., & McColgan, P. 2005. Ownership structure, managerial behavior and corporate value. ***Journal of Corporate Finance***, 11 (4): 645-660.

Davis, J., Schoorman, R., & Donaldson, L. 1997. Towards a stewardship theory of management. ***Academy of Management Review***, 22 (1): 20-47.

Demsetz, H., & Lehn, K. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. ***Journal of Political Economy***, 93 (6): 1155-1177.

Donker, H., Santen, B., & Zahir, S. 2009. Ownership structure and the likelihood of financial distress in the Netherlands. ***Applied Financial Economics***, 19 (21): 1687-1696.

Ertugrul, M., & Krishnan, K. 2007. ***CEO dismissal timing and costs of delayed action: Do some boards act too late?*** Working paper, Boston College.

Faccio, M., & Lang, L. H. P. 2002. The ultimate ownership of Western European

臺灣大學學術期刊資料庫

corporation. ***Journal of Financial Economics***, 65 (3): 365-395.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983. Separation of ownership and control. ***Journal of Law and Economics***, 26 (2): 301-325.

Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. 2003. ***Overconfidence, investment policy, and executive stock options***. Working paper no. 15-02, Rodney L. White Center for Financial Research.

_____. 2005. ***Overconfidence, investment policy and manager welfare***. Working paper, Duke University.

Gilson, S. 1989. Management turnover and financial distress. ***Journal of Financial Economics***, 25 (2): 241-262.

Goel, A. M., & Thakor, A. V. 2000. ***Rationality, overconfidence, and leadership***. Working paper, University of Michigan Business School.

_____. 2008. Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. ***Journal of Finance***, 63 (6): 2737-2784.

Gomes, A., & Novaes, W. 2001. ***Sharing of control as a corporate governance mechanism***. Working paper no. 01-029, Rodney L. White Center for Financial Research.

Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. 2001. The role of family ties in agency contracts. ***Academy of Management Journal***, 44 (1): 81-95.

Gosman, M. 1973. Characteristics of firms making accounting changes. ***The Accounting Review***, 48 (1): 1-11.

Hackbarth, D. 2008. Managerial traits and capital structure decisions. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 43 (4): 843-882.

Heaton, J. B. 2002. Managerial optimism and corporate finance. ***Financial Management***, 31 (2): 33-45.

James, H. S. 1999. Owner as manager, extended horizons and the family firm. ***International Journal of the Economics of Business***, 6 (1): 41-55.

Jensen, M., & Meckling, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. ***Journal of Financial Economics***, 3 (4): 305-360.

Kets de Vries, M. F. R. 1993. The dynamics of family controlled firms: The good and bad news. ***Organizational Dynamics***, 21 (3): 59-71.

Kidd, B. J. 1970. The utilization of subjective probabilities in production planning. ***Acta Psychologica***, 34: 338-347.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world. ***Journal of Finance***, 54 (2): 471-517.

臺灣大學學術期刊資料庫

Lang, L. H. P., Stultz, R. M., & Walkling, R. A. 1991. A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns. ***Journal of Financial Economics***, 29 (2): 315-335.

Larwood, L., & Whittaker, W. 1977. Managerial myopia: Self-serving biases in organizational planning. ***Journal of Applied Psychology***, 62 (2): 194-198.

Lee, T. S., & Yeh, Y. H. 2004. Corporate governance and financial distress: Evidence from Taiwan. ***Corporate Governance: An International Review***, 12 (3): 378-388.

Lin, S., & Hu, S. 2007. A family member or professional management? The choice of a CEO and its impact on performance. ***Corporate Governance: An International Review***, 15 (6): 1348-1362.

Lin, Y. H., Hu, S. Y., & Chen, M. S. 2005. Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. ***Pacific-Basin Finance Journal***, 13 (5): 523-546.

_____. 2008. Testing pecking order prediction from the viewpoint of managerial optimism: Some empirical evidence from Taiwan. ***Pacific-Basin Finance Journal***, 16 (1/2): 160-181.

Loderer, C. F., & Sheehan, D. P. 1989. Corporate bankruptcy and manager's self-serving behavior. ***Journal of Finance***, 44 (4): 1059-1075.

Malmendier, U., & Tate, G. 2005. CEO overconfidence and corporate investment. ***Journal of Finance***, 60 (6): 2661-2700.

_____. 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. ***Journal of Financial Economics***, 89 (1): 20-43.

McConaughy, D. L. 2000. Family CEOs vs. nonfamily CEOs in the family-controlled firm: An examination of the level and sensitivity of pay to performance. ***Family Business Review***, 13 (2): 121-131.

McConaughy, D. L., Walker, M. C., Henderson, G., & Mishra, C. S. 1998. Founding family controlled firms: Efficiency and value. ***Review of Financial Economics***, 7 (1): 1-19.

Miller, D., & Le Breton-Miller, I. 2003. Challenges versus advantage in family business. ***Strategic Organization***, 1 (1): 127-134.

Mok, H. M. K., Lam, K., & Cheung, I. 1992. Family control and return covariation in Hong Kong's common stocks. ***Journal of Business Finance & Accounting***, 19 (2): 277-293.

Moore, P. G. 1977. The manager's struggle with uncertainty. ***Journal of the Royal Statistical Society, Series A (General)***, 140 (2): 129-165.

臺灣大學學術期刊資料庫

Morris, D. M. 1989. Family businesses: High candidates for financial distress. ***Small Business Reports***, 14 (3): 43-45.

Ohlson, J. A. 1980. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. ***Journal of Accounting Research***, 18 (1): 109-131.

Pearce II, J. A., & Zahra, S. A. 1992. Board composition from a strategic contingency perspective. ***The Journal of Management Studies***, 29 (4): 411-438.

Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. ***Journal of Financial Economics***, 20 (1/2): 237-265.

Villalonga, B., & Amit, R. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? ***Journal of Financial Economics***, 80 (2): 385-417.

Yeh, Y. H., Lee, T. S., & Woidtke, T. 2001. Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. ***International Review of Finance***, 2 (1/2): 21-48.

Zmijewski, M. E. 1984. Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. ***Journal of Accounting Research***, 22 (Supplement): 59-82.

臺灣大學學術期刊資料庫

作者簡介

*** 洪榮華**

國立中央大學企業管理學系教授，國立政治大學企業管理博士。主要研究領域為公司治理、財務決策等公司理財有關之主題。學術論文曾發表於財務金融學刊、管理學報、管理評論、台大管理論叢、中山管理評論、管理與系統、輔仁管理評論、亞太經濟管理評論、商管科技季刊、Applied Financial Economics, Corporate Governance: An International Review, Small Business Economics: An Entrepreneurship Journal, Family Business Review, Global Finance Journal, Asia-Pacific Journal of Financial Studies, Emerging Markets Finance & Trade, Health Services Management Research Health Policy, Journal of Air Transport Management 等。

王文聖

國立中央大學企業管理學系博士，研究領域為公司理財與公司治理。

李易政

國立中央大學企業管理學系博士。主要研究領域為股價反應、公司治理、公司理財、行為財務及盈餘管理等有關之領域。學術論文曾發表於中山管理評論、商管科技季刊。

陳香如

國立台中技術學院國際貿易系副教授，國立中央大學企業管理學系博士。主要研究領域為公司治理、財務決策等公司理財相關課題。學術論文曾發表於中山管理評論、管理與系統、輔仁管理評論、亞太經濟管理評論、商管科技季刊、Corporate Governance: An International Review 等。

張瑋珊

國立中央大學企業管理碩士，現任職於麥奇數位股份有限公司流程規劃管理師。

作者感謝國科會所提供的研究計畫補助 (計畫編號：98-2410-H-008-016)。

* E-mail: jhung@cc.ncu.edu.tw

臺灣大學學術期刊資料庫