

東海大學會計學系碩士班

碩士論文

在不同企業生命週期下，CEO 過度自信

對企業發生財務危機之影響

**The Impact of CEO Overconfidence on
Financial Distress in Different Business Life
Cycle**

指導教授：劉俊儒 博士

研究生：張加諺 撰

中華民國一〇八年四月

東海大學會計學系碩士班

張加諺君 所撰碩士論文：

在不同企業生命週期下，CEO 過度自信對企業發生財務危機之影響

業經本委員會審議通過

碩士論文考試委員會委員

劉俊儒 JURM

李秀英

指導教授

劉俊儒

系所主任

林亨鳳

中華民國 108 年 1 月 11 日

謝辭

時光荏苒，我的研究所四年生涯終於要在今年畫下句點，在這四年裡交織著求學、國家考試、服兵役及職場，繁忙的生活節奏常常打亂我的所有計畫，延畢的這兩年間，每當我告訴自己下學期一定要把論文完成畢業，就會有讓我必須暫緩這件事情的阻力產生，所幸所有的事情最後都能一一克服，如期的完成學業。

本論文能夠順利完成首先要感謝我的恩師劉俊儒教授，老師總是支持我的所有決定，並且在人生方向上給我很多的建議，每次的對談中總是能讓我得到很多的啟發，尤其以老師的樂觀與正面態度最值得我學習，在他每次爽朗笑聲的背後都能夠感覺他默默地在幫你加油打氣，讓人備感溫暖。另外還需感謝論文口試委員李秀英教授及黃政仁教授，在百忙之中撥冗參與論文口試，並且提供寶貴的建議與指導，使論文內容更加完善，在此致上最誠摯的感謝。

在我四年求學生涯中，要特別感謝我的所有同學、學長姐及學弟妹們，尤其曾經和我在研究室一同奮戰念書的育陞、孝儒、正霖及浚佑還有常常給我鼓勵的好友冠廷及楷雯，感謝你們的一路相伴，讓我在這苦悶的日子裡有繼續前進的動力。

最後感謝我最親愛的家人，給我一個無憂無慮的環境，並且一直給我精神上的支持讓我勇敢追夢，你們對我的愛就是我人生最大的資產，我會承載著這些愛與祝福繼續努力。

張加諺 謹誌
于東海大學會計研究所
中華民國一〇八年四月

在不同企業生命週期下，CEO 過度自信

對企業發生財務危機之影響

指導教授：劉俊儒 博士

研究生姓名：張加諺

研究生學號：G04430105

摘要

本研究探討 CEO 過度自信對企業發生財務危機是否會受到企業生命週期的影響，以 2009 年到 2017 年間台灣上市櫃公司資料進行實證分析。本文採用 Dickinson (2011) 之方法運用公司在不同時期會有不同的公司策略與資源配置的特徵，以個別公司的現金流量組合來劃分企業生命週期。研究結果發現：(1) 企業 CEO 在非衰退期中擁有過度自信導致財務危機發生的可能性較高。(2) CEO 在企業成熟期具有過度自信傾向，會導致財務危機的可能性較衰退期高。

關鍵詞：企業生命週期、CEO 過度自信、財務危機

The Impact of CEO Overconfidence on Financial Distress in Different Business Life Cycle

Advisor: Dr. Chun-Ju Liu

Graduate Student Name: Chia-Yen Chang

Graduate Student No.: G04430105

Abstract

This study examines the CEO overconfidence of business life cycle and financial distress for Taiwan's publicly companies within the period 2009 to 2017. The paper uses the method of Dickinson (2011) to divide business life cycles to process statistical analytics. The main findings are as follows (1) the firms with overconfident CEO in non-decline stage have high probability of having financial distress. (2) the firms with overconfident CEO impact of firm financial distress has better impact during mature than decline stages.

Keywords: Business life cycle, CEO overconfidence , Financial distress.

目錄

謝辭	I
摘要	II
Abstract	III
表目次	VI
圖目次	VII
第壹章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	4
第三節 研究架構圖	5
第貳章 文獻彙總	7
第一節 CEO 過度自信與財務危機	7
第二節 企業生命週期	13
第三節 CEO 過度自信與企業生命週期	23
第參章 研究設計	25
第一節 觀念性架構	25
第二節 假說發展	26
第三節 變數衡量	30
第四節 迴歸模型	38
第五節 資料選取與樣本來源	40

第肆章 實證結果與分析	42
第一節 敘述性統計及 T 檢定	42
第二節 迴歸結果分析	45
第三節 敏感性分析	48
第五章 研究結論與建議	50
第一節 研究結論	50
第二節 管理意涵	51
第三節 研究限制與建議	53
參考文獻	54



表目次

表 2-1	過度自信相關文獻彙總表	10
表 2-2	企業生命週期劃分指標	14
表 2-3	企業生命週期下之風險	19
表 2-4	企業生命週期相關文獻彙總表	20
表 2-5	CEO 過度自信與企業生命週期相關文獻彙總表	24
表 3-1	Dickinson (2011)現金流量生命週期劃分	30
表 3-2	Anthony and Ramesh(1992)生命週期劃分	31
表 3-3	變數定義彙總表	37
表 3-4	樣本年度別	41
表 3-5	樣本產業別	41
表 4-1	財務危機企業與正常企業樣本之 T 檢定	42
表 4-2	成長期企業與成熟期企業樣本之 T 檢定	43
表 4-3	衰退期企業與成熟期企業樣本之 T 檢定	44
表 4-4	迴歸分析結果	47
表 4-5	敏感性分析結果	49



圖目次

圖 1-1 研究流程圖	6
圖 3-1 觀念性架構圖	25



第壹章 緒論

第一節 研究背景與動機

台灣證券市場從西元 1962 年(民 51)開始發展到現在已經超過半世紀，從原先的 18 家上市公司發展至今，截至 2018 年底，台灣的證券市場已經有 1694 家上市上櫃公司，顯示台灣在這半世紀以來經濟蓬勃發展，把台股形容成台灣經濟發展的重要指標可以說是恰如其分。Haire (1960)認為企業的發展就像自然界的生物一樣，會歷經出生、成長、成熟到死亡等階段，因此企業要突破重重難關永續經營相當不容易¹。依照台灣證券交易所統計資料顯示，最近 20 年來，在台灣資本市場消失的上市上櫃公司超過 400 家，比例高達兩成之多，光是 2016 年就有 23 家。尤其是在 2016 年下半年爆發的樂陞案與復興航空解散事件，更是震撼了整個台灣的資本市場。檢視這些發生問題的公司，許多都是發生重大違法事件或是財務危機。

綜觀這些企業發生財務危機的可能性，大多可能都與公司的 CEO 過度自信而做出錯誤決策有很大的關係，以 2016 年復興航空宣布解散為例，在事件爆發的前幾年，著眼於兩岸航線帶來的龐大利益與景氣漸漸好轉的因素，大量向法國空中巴士公司採購飛機，希望藉此為公司擴充營運，但萬萬沒想到，復興航空會在 2014 年及 2015 年連續的發生空難，造成消費者對公司的信心難以挽回，載客率大幅降低²。不僅如此，復興對政治的預料也失準，2016 年的政黨輪替讓兩岸關係陷入急凍，陸客的減少也大幅度的打擊慘澹經營的復航營收，種種原因都有可能是壓垮復航的最後一根稻草。就連曾經是全球最大 BOT 案的台灣高鐵也不例外，台灣高鐵公司於 1997 年的競標過程中，以「政府不用出一毛錢」的優勢條件得標，但 1998 年 7 月就面臨籌資過程不順利而案件一度停擺，因當時恰逢亞洲金融風暴，全球經濟陷入萎靡，台灣高鐵的籌資更是雪上加霜，最後還是得靠政府介入和銀行團簽下融資契約才得以紓困，這都是競標期間，時任台灣高鐵的 CEO 對自己的決策過度自信所導致，讓原本 BOT 的一番美意惹來外界批評，違反當初政府不必出錢的 BOT 精神。

¹ 工商時報，2016.12.11，消失的企業 20 年逾 400 家，
<https://www.chinatimes.com/newspapers/20161211000042-260202>

² 經理人，2016，復興航空為何要解散？兩大原因，壓垮了這家本土航空公司，
<https://www.managertoday.com.tw/articles/view/53578>

國外公司也有類似的特性，日本電機製造大廠夏普曾經在液晶面板與太陽能電池的開發聞名世界，液晶電視的製造也是首屈一指，但這個國際知名的大廠卻也在 2008 年開始陷入財務危機並且積極尋求金援以擺脫困境。夏普的財務危機也與 CEO 的過度自信有關，夏普 2004 年在三重線投資了 4,000 多億日圓建造了巨大規模的液晶面板工廠，其所生產的液晶電視在全球熱銷，創造了高額的利潤。因為該次的成功經驗，讓當時的社長片山幹雄一直專注於液晶電視的發展，因此片山社長決定投資 4,300 億日圓在大阪設立製造最先進 60inch 大尺寸液晶面板的工廠，其認為基於技術的提高人們必然追求大尺寸，但這個決策種下往後財務危機的種子。片山社長寄予厚望的大尺寸液晶電視在全球的銷路不好，而在中等尺寸的液晶電視，技術被韓國的三星趕上，最終導致產品滯銷，而後在 2016 年 8 月由鴻海取得過半數股權納為旗下子公司。

2012 年美國知名企業柯達(KODAK)公司向紐約南區法庭申請破產，這家具具有百年歷史的跨國攝影器材公司倒閉的原因並非數位時代的崛起而導致傳統底片的衰落，而是公司領導人的過度自信造成錯誤決策，導致公司發生財務危機。早在 20 世紀末柯達就有能力做出數位相機，但董事會因為害怕研發數位相機會侵蝕到原本底片市場的豐厚利潤而放棄創新技術的機會，錯誤的決策讓公司為了短視近利而步上破產的危機。知名手機大廠 NOKIA 也不例外，在 1997 年時曾經是世界最大的手機供應商，才經過短短的 10 幾年，就因為市場迅速萎縮收入銳減而將其手機部門出售給微軟。NOKIA 的失敗也和公司 CEO 過度自信所導致的決策錯誤有關，執行長 Jorma Ollila 過度沉溺在過去的成功中，而沒有力求創新與改變，導致公司無法跟上時代的腳步，步入危機。

從許多的財務危機事件裡面我們可以發現，企業的 CEO 會對自己企業的技術、自己的專業知識或判斷過分的自信，因為這些過度自信確實佔了企業發生財務危機可能性相當重要的一環。過去的財務學理論都把管理者當成是理性的，但市場上陸陸續續出現許多傳統財務學無法解釋的現象，使許多學者對過去的理论存疑。在現實的環境當中，管理者並不是完全的理性，因此公司經理人如果對於其所做的決策過度自信，沒有做好適當的風險規避，有可能對企業造成相當大的危機。Heaton (2002)研究了經理人過度自信與現金流量的關係發現，在不同的現金流量下，經理人所做的投資決策不同，有可能會過度投資或是投資不足，但不管其所作的投資決策為何，投資績效都相對較差，替公司帶來危機。

企業的發展一定是先從小規模的中小企業開始，經歷過一連串的考驗與挑戰後才有機會漸漸壯大成大企業，根據經濟部中小企業處統計，在 2017 年底台灣共有 1,471,433 家中小企業，佔了台灣總就業人口將近八成³，平均壽命為 13 年。美國的中小企業每年成立 40~50 萬家，但平均壽命只有 3 年左右，第一年有將近一半的企業得以生存，但到了第三年就有 80%~85% 的企業倒閉，由此可見，在企業成長的過程中，有些企業可以源遠流長，成為百年的老字號，有些企業卻只有短短的壽命就宣告失敗。企業在每一個階段都會面臨到相關的風險，舉例來說在成長期階段企業需要投入大量的研發支出與資本支出，若未做好資金控管就會導致企業周轉金不足而引發財務危機。

企業在經營過程中不可能一切順利，隨著企業發展朝向國際化之外，同業之間的競爭更是與日俱增，尤其在這個唯利是圖、技術領先的世代裡，要在產業中生存下來更是不容易，因此公司的經營在每個環節上都必須步步為營，管理階層的任何決策都有可能讓公司造成危機。

綜合上述我們可以瞭解到企業在不同生命週期階段都有可能導致財務危機，經理人在每一個階段所做的決策都有很大的影響，因此本研究加入企業生命週期理論，探討 CEO 過度自信的行為因素對企業發生財務危機可能性的影響。

³ 經濟部中小企業處，2017，〈中小企業重要統計表〉，<http://www.mocasma.gov.tw/>

第二節 研究目的

過去的學者研究財務危機時，大都以財務變數或是公司治理變數建立財務預警模型(Deakin 1972; Ward and Foster 1997; Yeh, Lee, and Woitke 2001)，但這些模型成立的前提必須要假設在經理人為理性的前提之下。然而大部分的人都會受到心理因素的影響來改變行為，進而影響其所做的決策程序。本文主要探討 CEO 過度自信的傾向與財務危機之關係，本研究加入企業生命週期的觀點加以研究，藉此理念檢測 CEO 過度自信的行為在不同階段下的影響程度。本研究之目的條列如下：

- 一、本研究探討 CEO 過度自信與財務危機之關係。
- 二、將企業生命週期階段的因子納入考量，比較 CEO 過度自信的行為在企業成長期與成熟期階段何者會造成財務危機的可能性較大。
- 三、將企業生命週期階段的因子納入考量，比較 CEO 過度自信的行為在企業衰退期與成熟期階段何者會造成財務危機的可能性較大。

近年來在財務行為學中對於過度自信的研究相當多元，但加入企業生命週期進行分析的並不多，本研究希望能夠讓投資者與企業經營者在做決策的時候有更好的依據，避免因為錯誤決策導致投資損失或是企業的財務危機。

第三節 研究架構圖

本文研究架構分五大部分，其架構如圖 1-1，內容概述如下：

第壹章 緒論

本章主要說明本研究之研究背景與動機、研究目的，以及本文之研究架構。

第貳章 文獻探討

本章首先介紹 CEO 過度自信與財務危機，接著探討業生命週期的劃分方式、現象及應用。

第參章 研究方法

分別敘述本研究之觀念性架構、研究假說、實證模型、研究變數的衡量方式、以及本研究的資料來源、期間及樣本。

第肆章 實證結果與分析

包含敘述性統計資料、迴歸結果、與研究發現及討論。

第伍章 研究結論與建議

彙總本研究重要結論與實證結果，並提出本文的研究限制與建議。

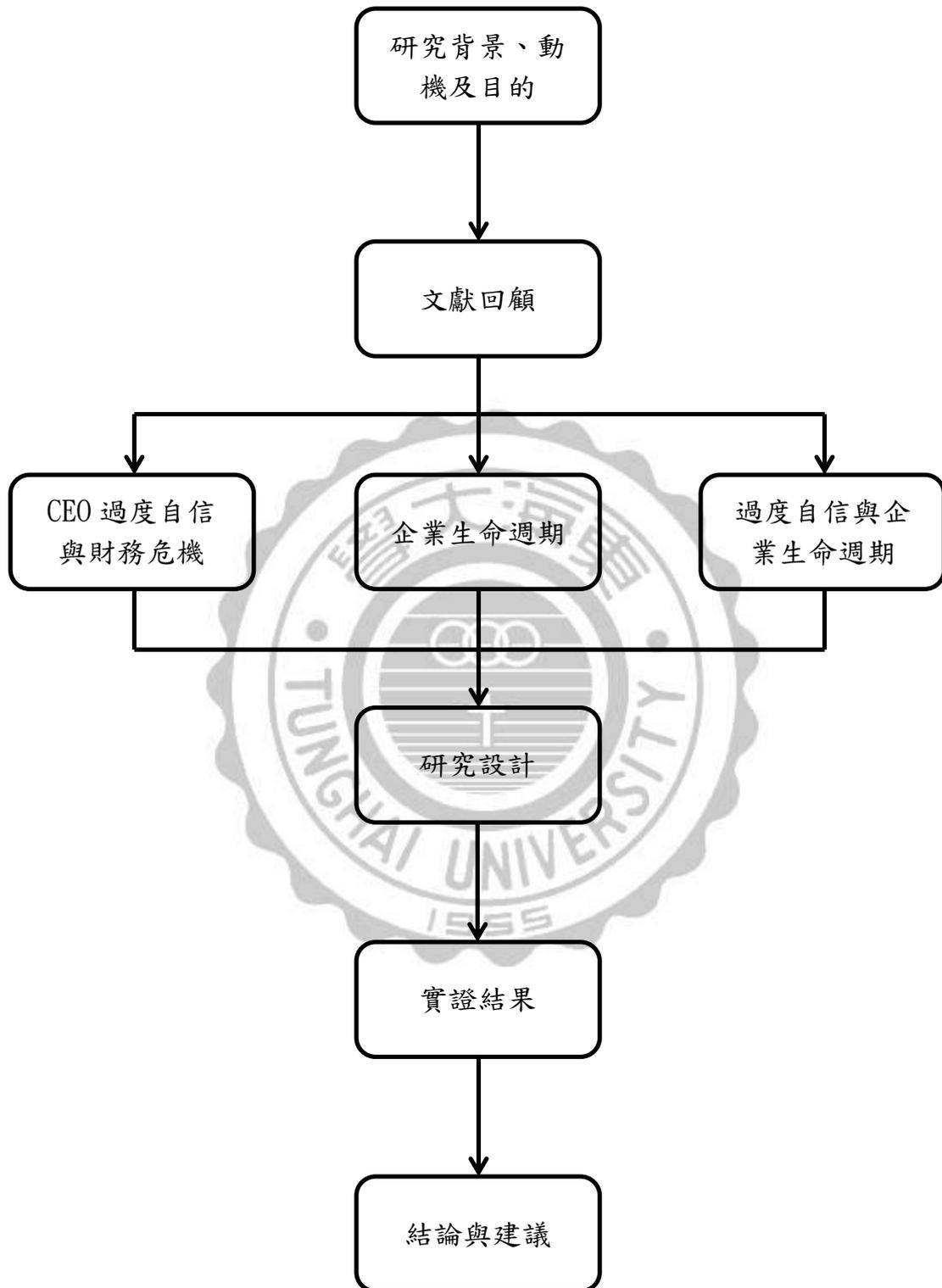


圖 1-1 研究流程圖

第貳章 文獻彙總

第一節 CEO 過度自信與財務危機

一、CEO 過度自信相關文獻

過度自信這個名詞出自於社會心理學，許多的心理學文獻都認為人們普遍存在著過度自信的心理特質，Langer (1975)透過實驗去做控制幻覺 (Illusion of Control) 的研究，而所謂的控制幻覺是指人們總是傾向高估控制事件的能力，認為可以影響他們實際上無法掌控的事件，並且高估自己成功的機率，低估自己失敗機率的心理偏差行為，這是造成人類過度自信一個很大的原因。

Roll (1986)是第一位把心理學的過度自信行為運用在經理人財務決策上的學者，並且提出傲慢假說(Hubris Hypothesis)，其發現過度自信的經理人會高估併購後的獲利狀況，但實際上的計劃並不會對公司帶來任何的效益，間接造成公司價值的減損。

Lin, Hu, and Chen (2005)運用台灣上市櫃公司為樣本作研究，其發現在融資受限的公司中，過度自信的經理人確實有扭曲投資決策的情況發生，過度自信經理人的投資現金流量敏感度比非過度自信經理人高，這個結果支持了除了傳統的資訊不對稱外，經理人的樂觀傾向也是造成企業投資流量敏感度提高的原因。當融資約束程度更大的時候，上述兩者的投資差距更大。洪榮華、蔡盈如、郭怡萍與江佳妮 (2013)採用台灣上市櫃公司 2001 年至 2007 年的資料亦提出相同的觀點，過度自信的經理人比非過度自信的經理人投資現金流量的敏感度高，與過去眾多學者的主張一致。

Malmendier and Tate (2005, 2008)實證中指出，過度自信的經理人會高估公司未來的盈餘，尤其是當公司內部的現金流量充足時，過度自信的經理人比理性的經理人更有可能導致過度投資。文獻中更進一步的提出，理性經理人能準確判斷公司現有價值，並選擇在適當時機做出滿足股東極大化的投資決策，但過度自信經理人因受到心理偏誤的影響，會時常高估併購後的效益，導致計畫並未替公司帶來實質效益。

綜上所述，企業的 CEO 普遍存在著過度自信的人格特質，而這個特質會影響其所作的投資決策。與理性的 CEO 相比，過度自信的 CEO 無法準確判斷公司現有情況，容易受到心理偏誤的影響導致高估獲利的狀況，進行過度投資。

二、CEO 過度自信與財務危機

Cooper, Woo, and Dunkelberg (1988)對美國 2994 位企業家進行調查，探討美國創業企業家對企業成功與否的感知變化。調查的結果顯示，創業的企業家認為別的企業家成功的機率只有 59%，而自己的成功機率卻高達 81%，在這當中只有 11%的人認為別人會 100%成功，而相信自己 100%會成功的機率卻高達 33%，由此可見，企業家們普遍存在過度自信的傾向，他們認為別人的企業成功機率較低，而自己的企業成功機率較高，但後續研究卻發現，這些受研究的企業有高達 66%會以失敗收場。

Ho and Chang (2009)測試了過度自信與財務危機的關聯，作者運用 1980 年至 1994 年美國財務危機公司的資料來做研究，若是經理人在任期內持續增加持股就判定為過度自信，證實過度自信確實會增加財務危機發生的可能性，並且或在投資的過程中做出偏差的決策，減少股東的財富。

Dastgir, Miraki, and Noori (2014)認為過度自信的經理人可能會將自由現金流量投資於淨現值為負的投資項目，然而該投資可能會讓企業無法履行債務的支付義務，因此可能會發生財務危機。該研究探討經理人過度自信對財務危機的影響，研究結果顯示由過度自信的經理人管理的企業造成財務危機的可能性較高，並且經理人過度自信對財務危機發生的可能性有顯著的影響。

Li (2017)研究經理人過度自信與向市場學習的關係，作者利用 Execucomp 資料庫中經理人持有選擇權的持有期間與執行與否來判定經理人是否具有過度自信。研究結果顯示，即使控制了經理人與股東之間的利益衝突，與其他經理人相比，過度自信的經理人會忽視市場有意義的回饋並且持續完成併購。

Pikulina et al. (2017)利用實驗來探討過度自信對投資決策的影響，受測的人員皆為財務金融方面的學者或專家，在這個實驗中發現，適度的自信對於投資是有益處的並且可以導致正確的投資決策，而不管是過度的自信或者是對於自己的能力沒有自信的人，會耗費較多的投資成本並且做出錯誤的投資決策。

Hsiao (2018)研究銀行重視企業社會責任對於經理人過度自信與銀行績效間關係之影響，樣本由 2006 年至 2012 年來自 23 個國家的 136 家銀行所組成，作者利用 Factiva 資料庫中有描述經理人樂觀或不樂觀的文章中來判斷經理人是否過度自信。研究結果顯示，在控制銀行與國家的特性及時間效果之下，經理人有過度自信傾向或銀行實施企業社會責任的活動都會顯著提升績效，但如果由過度自信的經理人所領導的銀行從事企業社會責任之活動則會使銀行的績效下降。

Goel and Thakor (2008)在探討選任領導者的過程及領導者的屬性的過程中發現，在無法確定經理人類型的情形下，過度自信的經理人所創造出來的公司價值比理性的經理人高，並且更進一步的指出，經理人的過度自信能幫助股東趨避其所持有的投資組合中，部分管理階層過於保守的影響，協助股東分散風險。

Gervais, Heaton and Odean (2003)在研究經理人的過度自信對股東權益的影響中提出更具體的觀點，作者設計了一個資本預算模型用以分辨過度自信或理性之經理人在投資決策以及風險承擔之間的差異，研究結果顯示，經理人適度的過度自信對股東具有正向效果，他們是一定程度的風險愛好者，能投資一些有利的方案，為股東創造價值，與股東利益一致。

綜上所述，CEO 過度自信對企業來說可能會做出錯誤的投資決策，讓企業暴露在風險之中，也有可能因為愛好風險大膽投資而產生正面的影響，簡而言之，該特質對公司價值的影響並不一致。

茲將本節之文獻探討彙總到下表 2-1：

表 2-1 過度自信相關文獻彙總表

作者	年度	研究主題	研究結論
Langer	1975	透過實際的實驗去做控制幻覺的研究，探討人類過度自信的行為。	高估自己成功的機率，而低估自己失敗機率的心理偏差行為。
Roll	1986	探討併購和投標的決策對公司價值帶來的影響。	將過度自信的心理偏誤用在探討管理階層的財務決策上，其研究發現經理人傲慢態度會導致公司購併次數增加，但額外的計畫並不會替公司帶來效益。
Cooper, Woo and Dunkelberg	1988	探討美國創業企業家對企業成功與否的感知變化。	研究結果顯示，創業企業家們認為別人的企業成功的機率較低，而自己的企業成功的機率較高。
Goel and Thakor	2000	探討選任領導者的過程及領導者的屬性。	經理人的過度自信能幫助股東趨避其所持有的投資組合中，部分管理階層過於保守的影響，協助股東分散風險。
Gervais, Heaton and Odean	2003	探討經理人的過度自信對股東權益的影響。	經理人適度的過度自信對股東具有正向效果
Lin, Hu and Chen	2005	探討在融資受限的公司中，過度自信經理人與非過度自信經理人的投資現金流量敏感度。	在融資受限的公司中，過度自信經理的投資現金流量敏感度比非過度自信經理人高。當融資約束程度更大的時候，上述兩者的投資差距更大。

表 2-1 過度自信相關文獻彙總表(續)

作者	年度	研究主題	研究結論
Malmendier and Tate	2005	探討管理者的過度自信與企業投資扭曲。	理性經理人能準確判斷公司現有價值，並選擇在適當時機做出滿足股東極大化的投資決策。但過度自信經理人因受到心理偏誤的影響，會時常高估購併後的效益，導致計畫並未替公司帶來實質效益。
David, Graham and Harvey	2007	以管理者對股票市場的預期來研究管理者是否過度自信。	過度自信的管理者會投資較多項目並支付較少的股利，舉債也以長期負債為主。
Moore and Cain	2007	探討在專業領域上，一般人是否認定自己的專業低於平均水準。	高度專業的工作更容易造成管理者過度自信。
Malmendier and Tate	2008	探討經理人過度自信是否有助於併購決策。	過度自信的經理人會高估公司未來的盈餘。
Goel and Thakor	2008	探討過度自信經理人與理性經理人的升遷。	具有過度自信傾向的人較容易獲得升遷機會。
Ho and Chamg	2009	探討過度自信與財務危機之關聯。	證實經理人的過度自信行為確實會增加財務危機發生之可能性。
Pikulina, Renneboog and Tobler	2017	探討過度自信與投資之間的關係。	強烈的過度自信會導致投資過度，低度的過度自信會導致投資不足，而溫和的過度自信會有最準確的投資。
Li	2017	探討過度自信與向市場學習的關係。	研究結果顯示，過度自信的經理人會忽視市場有意義之回饋。

表 2-1 過度自信相關文獻彙總表(續)

作者	年度	研究主題	研究結論
Hsiao	2018	研究銀行重視企業社會責任對於經理人過度自信與銀行績效間關係之影響。	由過度自信的經理人所領導的銀行從事企業社會責任之活動則會使銀行的績效下降。
洪榮華 蔡盈如 郭怡萍 江佳妮	2013	探討家族企業樂觀經理人樂觀傾向對投資現金流量敏感度的影響。	樂觀的 CEO 比非樂觀的 CEO 投資現金流量的敏感度高。
王育偉 鄭揚耀 尤涵星 吳慧珍	2014	探討過度自信經理人對股票購回決策的影響。	經理人過度自信與股票購回頻率呈現正相關，其研究也發現融資限制能減緩上述行為的發生。
王韻怡 池祥萱 周冠男	2016	整理與分析以台灣資料探討行為財務學相關議題的發展與成果。	將過度自信、處分效果、私房錢效果、投資人情緒從眾行為的文獻回顧與探討，並加以做結合，歸納出行為投資學未來研究方向。
蘇迺惠 陳雲英 黃勝華	2017	探討經理人過度自信傾向與盈餘穩健性之關係。	具過度自信心理特質之經理人會有樂觀的盈餘報導及正向的盈餘管理，因而減少盈餘穩健性，不利影響盈餘品質。

第二節 企業生命週期

凡是自然界的生物皆遵循著一定的成長規則，在這當中必定會經歷出生、成長、成年、極盛而衰，而後步入衰退、死亡，對於這個重複發生的演化過程，我們將此稱作是「生命週期」(life cycle)。社會科學的學者也將生命週期的理論運用在社會科學的研究範疇，他們認為企業與生物具有相同的生命特徵，在不同階段有不同的問題和疾病，與自然界的生物一樣，需要隨時讓體質保持在良好的狀態，才能適應環境並且成長茁壯，因而發展出一套「企業生命週期」(Business life cycle)理論。

一、 企業生命週期之劃分方式

Haire (1960)是第一位將生物成長與企業組織結合的學者，其認為企業的發展會存在著一種類似並且可以預期的法則，就像自然界當中的生物一樣，會歷經出生、成長、成熟到死亡等階段。企業生命週期與生物生命週期最大的差異在於當企業面臨重大危機時，可以藉由策略的調整來獲得重生和突破的機會，Kazanjian (1988)認為企業在不同的生命週期階段需要運用不同的策略和方法，只要找對方法對症下藥，企業就得以繼續經營。

根據過去的文獻，劃分企業生命週期的方法並無一致性。Scott and Bruce (1987)認為，企業的發展有規則可循，依其發展的規則劃分為五個階段，分別是初始期、生存期、成長期、擴張期與成熟期。Anthony and Ramesh (1992)的文獻中，使用股利支付率、銷售成長率、資本支出率與企業成立年數當作是生命週期的變數，並將這些變數細分為高、中、低三個等分，再將不同企業生命週期所面臨到的情況詳細區分為三個階段，分別是成長期、成熟期和衰退期，探討股票市場對會計績效指標的反應。Black (1998)也是引用 Anthony and Ramesh (1992)的方法將企業生命週期劃分成創立期、成長期、成熟期、衰退期等四個時期。Miller and Friesen (1984)是將各個生命週期給予他們不同的定義，透過他的主觀定義去將企業生命週期區分為創立期、成長期、成熟期、再生期與衰退期五個階段，由於該認定方法較為主觀，可能因認知不同而導致偏差。Gomez-Mejia (1992)的文獻中則是採用問卷的方式來蒐集資料，用以探討公司多角化之結構與企業績效之關連，進而將企業生命週期區分為四個階段，分別為創立期、成長期、成熟期與衰退期，但此方法會因為問卷回收率不彰而導致研究上的偏誤。Dickinson (2011)則是利用企業的現金流量來區分企業的生命週期，將企業劃分為草創期、成長期、成熟期及衰退期。

王炳成 (2011)針對了歷年來學者劃分企業生命週期階段的方法做研究，如表所示。衡量的指標都各有不同，最少的1個，最多的有8個，在階段數的區分上，劃分的標準也從最少的3個到最多的10個。由此可知，企業生命週期的概念會因為不同學者的理念不同而做出不一樣的區分方法。茲將其所劃分的方式彙總到下表 2-2：

表 2-2 企業生命週期劃分指標

提出者	年度	階段數	劃分衡量指標
Mcguire	1963	5	經濟成長階段模型
Lippitt	1967	3	組織複雜程度
Steinmetz	1969	4	業主對企業控制方式
Scott	1971	3	組織結構複雜程度
Greiner	1972	5	管理風格
Tobert	1974	8	員工心理狀態
Downs	1977	3	組織結構複雜程度
Galbraith	1982	5	高科技企業
Quinn and Cameron	1983	4	管理制度
Churchill and Lewis	1983	5	管理風格、組織結構、營運統與 策略、業主涉入管理程度
Miller and Friesen	1984	5	策略、結構、環境、決策型態
Smith, Mitchell and Summer	1985	3	企業規模
Flamholt	1986 1990	7	以銷售額計算的企業規模
Kazanjian	1988	4	產品與技術的生命週期
Adizes	1989	10	企業目標、行政、創新精神、整 合程度
Timmons	1990	4	銷售額、成立年數
Rowe	1994	5	組織規模、管理風格

資料來源：王炳成(2011)，企業生命週期研究評述

表 2-2 企業生命週期劃分指標(續)

提出者	年度	階段數	劃分衡量指標
Daft	2007	4	結構、產品服務、員工獎勵與控制制度、創新、企業目標、對經理人的管理
Dickinson	2011	5	營運、投資以及籌資之現金流量。
陳佳貴	1998	5	企業規模
李業	2000	4	銷售額
周三多與鄒統千	2002	3	策略
單文與韓福榮	2002	10	企業規模、掌控性、靈活性
熊義杰	2002	4	成立年數
陶長琪	2003	4	成立年數
孫建強、許秀梅與高潔	2003	4	員工數成長率、市場佔有成長率、科技轉換成長率、成本節省率、規模成長率
李永峰與張明慧	2004	6	總資產、無形資產、銷售成長、現金流量、生長成本、利潤、研發投入、營運能力
吳琛越	2008	N/A	銷售額、淨利
孫正林、王要武與劉紅娜	2009	6	企業規模

資料來源：王炳成(2011)，企業生命週期研究評述

二、企業生命之週期之現象

Anthony and Ramesh (1992)的研究結果顯示，成長期的企業強調市場佔有率，因此會透過增加資本支出來擴大產品市場，成長期的企業也會因為產品的需求增加，呈現銷貨成長率遽增之情形。成熟期的企業會因為已經達到經濟規模而減少資本支出，此時的企業最為穩定。企業來到衰退期後，銷售成長率會大幅下滑，並且資本支出率有可能會因為變賣資產而產生負值。

Dickinson (2011)在文獻中利用企業的現金流量的特徵來區分企業的生命週期，其結果顯示企業在草創階段，對於任何事情都還在摸索，因此在該階段最重視成本控制和了解整體企業，所以在草創階段，營運現金流量為負，在該階段，因為現金不足以應付企業所需的成長，將使企業需要對外融資，因此融資的現金流量為正。企業進入成長期階段，營運狀況漸漸步上軌道，營運現金流量由負轉正，但因為企業處於擴張階段，依然需要大量資金的挹注，因此融資的現金流量亦為正。到達成熟期時，企業整體營運穩定，獲利能力逐漸趨緩，營運的現金流量依舊為正，但是在成熟期階段，由於企業改變融資的方式為發行債權，因此融資的現金流量由正轉負。衰退期時，由於營業收入與獲利能力皆下降，將使營運的現金流量轉為負值。

Adizes (1992)在文獻中指出，企業在每一個階段都會遇到成長的挑戰，若無法跨過上一個階段的成長邁向下一階段，企業將會面臨營運及外在環境問題而無法繼續前進，因而直接進入衰退期，作者將企業生命週期分為初創期、成長期、成熟期與衰退期。位於初創期的企業創業維艱，初期所做的投資決策風險相當高，是企業成敗的關鍵，再加上創業初期企業尚未步上軌道，干預創業者的因素眾多，在這個階段需要考驗公司對於整體環境的應變能力。當市場需求開始提升，公司營業收入開始穩定成長，公司即步入成長期，企業規模也隨著產量增加開始擴大，需要面臨更激烈的市場競爭以及做好成本控制。當公司技術逐漸成熟，營業收入非常穩定並且擴大至一定規模後，即進入成熟期階段，在此階段公司制度已經相當完備，也因為企業規模擴大需要經營權與所有權分離，公司內部的競爭相對提高。然而，若公司沉浸於成熟時期的傳統，員工工作效率不彰並且無法持續創新，或是公司的決策錯誤，企業終將演變至衰退期甚至步入死亡。由此可知，每個階段都會遇到不同的成長瓶頸，每個瓶頸都有可能導致財務危機，唯有能突破這些瓶頸的企業，才能在這高度競爭的環境中生存下去。

Bender and Ward (2002)文獻中指出，在草創階段會進行大量的投資，但是因為市占率不足因而銷售成長遲緩，在此階段現金流量可能為負，面臨相當大的風險，可以發行權益證券解決財務問題。在成長期中，銷貨量增長，此階段競爭者眾多，可能需要削價競爭，還是需要發行權益證券解決資金問題。成熟期時，企業趨於穩定，資金壓力降低許多，可改以舉債的方式來募集資金。進入衰退期後，企業的產品沒有推陳出新，雖然相對於其他階段，企業風險相當低，但是因為銷售急速下滑，資不抵債，導致財務壓力極大，面臨倒閉危機。

綜上所述，每位學者對生命週期的劃分方法並不一致，綜合過去所有的文獻，並考量本研究之應變數為財務危機，以現金流量的方式衡量較能呈現企業之特徵，故本研究係採用 Dickinson (2011)之劃分，排除草創期與停滯期，將企業生命週期區分為成長期、成熟期和衰退期。



三、企業生命週期之應用

Selling and Stickney (1989)探討企業環境對企業資產報酬率的影響，在草創期與成長期，為了提升市占率，廣告費用與研發費用較高，又因初期市占率不高，因而資產報酬率小於零，經過成長階段後，因為市占率的提升使得銷售成績鉅額增加，因此在資產報酬率上為正。

Hill and Jones (1991)在文獻中探討產業在不同的生命週期中，是否會有不同的產業特質，透過分析整個市場的結構與上下游產業價值鏈，其指出在草創期與成長期的企業，投資的活動會是整個企業的生命週期中最龐大的，必須藉由資金的挹注去發展創新的技術與擴大公司的規模。當企業進入成熟期時，企業必須要想辦法設立進入的障礙，以防競爭者進入，並且持續的強化公司的能力去確保公司在產業中的地位。當公司進入衰退期時，管理者需要想出好的策略去維持公司的一線生機，以確保公司能持續地在業界生存或者是進行撤資退出該項產業。

金成隆、林修葳與邱煒恒 (2005)於研究台灣企業的文獻中指出，在不同的生命之期階段時，資本市場會給予研發資本與資本支出不同的評價。在企業成長階段，需要大量的創新與技術，在此階段投入的研發成本，是企業是否成功的關鍵因素，因此市場會給予較高的評價，認為研發支出的效益大過於資本支出，但在企業衰退期時，並沒有該現象的產生。

楊朝旭與黃潔 (2004)在探討不同生命週期下，資產的組合與公司績效之關聯時指出，當企業位於成長期的階段時，在無形資產支出的比例會比成熟期和衰退期高，但會隨著企業進入成熟期和衰退期漸漸地減少，在固定資產的購置方面，會隨著進入衰退期有漸漸增加的趨勢。此外該研究還發現，企業在成長期階段，無形資產的投資比重越高，公司的績效亦就會越好，在衰退期時，長期投資與固定資產的比重越高，公司的績效就會越好。

綜合本章的文獻顯示，企業生命週期的差異對於企業發生財務危機的可能性可能會有影響，因此本研究將生命週期分為三個階段去探討是否會對企業財務危機產生影響，並將各階段企業生命週期下之風險彙總成下表 2-3。茲將本節之文獻探討彙總到下表 2-4：

表 2-3 企業生命週期下之風險

企業生命週期階段	可能造成財務危機之風險
成長期	<ol style="list-style-type: none"> 1. 資本資出的增加，導致資金不足。 2. 產品的研發資本投入較高，導致資金不足。 3. 銷貨成長率迅速提升，沒有足夠資金購置存貨或原料。 4. 應收帳款收款時間長，週轉金不足。 5. 股東的干擾，導致創業者無心經營。 6. 企業過度擴張，成本控管不佳。 7. 競爭者出現，產生價格競爭。
成熟期	<ol style="list-style-type: none"> 1. 企業擴張至一定規模，內部結構漸趨複雜，需要更多的人才。 2. 部門間目標不一致，甚至產生股權問題。 3. 公司收入與成長漸緩。 4. 改以舉債方式獲得資金，財務風險上升。 5. 研發費用降低，較無創新產品。
衰退期	<ol style="list-style-type: none"> 1. 銷貨成長率下降。 2. 只重視短期的財務指標，忽略長期投資。 3. 只能夠透過併購進入新市場，無創新及開發能力。 4. 產品市佔率下降、市場需求減低。 5. 銷貨利潤降低。 6. 依賴補助或是政府的幫助。 7. 內部人員衝突不斷，解決問題能力下降。 8. 資不抵債，財務壓力大。

表 2-4 企業生命週期相關文獻彙總表

作者	年度	研究主題	研究結論
Haire	1959	探討企業週期與生物週期之間的差異。	企業的發展就像生物一樣，會存在出生、成長、成熟、衰亡等可預期的週期現象。
Adizes	1979	探討企業在各個企業生命週期階段的應變模式。	研究出企業在十個生命週期階段最有可能能來運用的方法，以協助企業繼續往下一階段前進。
Scott and Bruce	1987	探討小型企業在每個階段都應該考慮的主要策略。	銷售成長率、盈餘成長率、每股盈餘成長率、投資報酬率、權益報酬率等財務特徵在不同策略或組織群集上有顯著差異性。
Kazanjian and Robert K.	1988	探討新企業各個階段的生長模式。	企業在不同階段需要找出不同的策略及方法。
Selling and Stickney	1989	探討企業環境對企業資產報酬率的影響。	企業在成熟期時會有較高的資產報酬率，草創期和成長期偏向較低的資產報酬率。
Hill and Jones	1991	探討產業於不同生命週期會有不同的產業特質。	企業在不同的生命週期有不同的策略去確保公司在市場中不會產生危機。
Anthony and Ramesh	1992	探討股票市場對會計績效指標的反應。	在成長期未預期的銷貨成長率及未預期的資本支出的反應係數較衰退期大。
Black	1998	探討在不同生命週期下，盈餘、營業現金流量、投資現金流量與融資現金流量，存在的差異。	企業生命週期會影響盈餘指標和現金流量的價值攸關性。

表 2-4 企業生命週期相關文獻彙總表(續)

作者	年度	研究主題	研究結論
Bender and Ward	2002	探討企業生命週期在不同階段所造成的風險。	企業在不同階段所面臨的風險因子不同。
Dickinson	2011	建立和驗證一個有效代理企業生命週期使用現金流模式，探討企業資源配置和公司策略的交互效果。	當企業處於草創期時，現金流量為負但籌資現金流量為正。成長期階段，此階段之經營現金為正數與籌資現金流量皆為正數。成熟期階段，經營現金流量仍為正數但投資現金流量轉為負。於衰退期時，營收與獲利減少，將使營運現金流量呈現負值。
O'Connor and Byrne	2015	探討公司治理實踐和企業生命週期之間的關係。	研究結果表明，由於公司治理質量最大的時候是處於成熟期，更多的資源用於維持企業產品、政策穩定，而較少於創造額外的目標。
Habib and Hasan	2017	研究了企業在不同的企業生命週期所面臨的風險和績效結果。	研究結果顯示，企業在萌芽期與衰退期有較大的管理風險，成長期和成熟期所承擔的風險較低。
楊朝旭 黃潔	2004	探討在不同生命週期下，資產的組合與公司績效之關聯。	企業在成長期時，會有較高比重的營運資金與無形資產支出，但在長期投資與固定資產的運用比重在成長時期最低，衰退期反之。

表 2-4 企業生命週期相關文獻彙總表(續)

作者	年度	研究主題	研究結論
金成隆 林修葳 邱煒恆	2005	探討企業處在不同生命週期下，資本市場對於各期的研究發展支出的影響。	企業在成長期時，資本市場認為研發支出效益高於資本支出，但隨著進入成熟期與衰退期，差距逐漸縮短。
王炳成	2011	針對歷年來學者劃分企業生命週期階段的方法做研究。	企業生命週期的概念會因為不同學者的理念不同而做出不一樣的區分方法。衡量的指標都有 1 到 8 個，在階段數的區分上，劃分的標準有 3 到 10 個。
詹家昌 許月瑜	2012	探討不同的公司生命週期是否會造成不同的投資與現金流量敏感度。	企業處於不同的生命週期階段時，對投資及現金流量的敏感度會有所不同。
劉若蘭 許永聲 劉力維	2014	探討在不同的生命週期下，董事會組成特性對公司經營績效是否有不同程度的影響。	企業在不同生命週期下，對於，董事長兼總經理、外部董事比率、董事會規模、董事持股比率與，股份控制權偏離盈餘分配權程度與績效皆有不同的關聯性。
蘇玄啟 羅先法 施懿宸 李汶育	2016	探討現金持有與現金持有價值如何隨著企業生命週期而變化。	公司現金持有比例隨著公司年齡增長而逐漸下降。亦發現發現台灣上市公司的現金持有價值亦隨著公司年齡增長而逐漸下降。

第三節 CEO 過度自信與企業生命週期

Malmendier and Tate (2005)的以美國 477 家企業為樣本作研究，探討公司的資本結構與過度自信經理人投資決策之關係，研究結果發現過度自信的經理人比其一般人都有過度樂觀的傾向，因此經理人的過度自信行為會使他們高估投資所帶來的綜效，進而高估目標公司的價值。所以過度自信的經理人會付出過高的現金收購公司，進而傷害到公司整體的價值，導致計畫並未替公司帶來實質效益。

在排除資訊不對稱的問題與傳統的代理問題後，Heaton (2002)以投資現金流量的敏感程度來探討過度樂觀經理人的投資行為，研究指出，過度自信的心理會使得經理人認為有效的市場不看好公司的專案價值，當企業需要外部資金時，因為外部融資成本過高，經理人有時寧願放棄一些淨現值為正的方案，也不願意從進行融資，這樣會導致企業投資不足(Underinvestment)。另一方面，過度自信的經理人會高估投資專案的獲利能力，把一些淨現值為負的專案誤認為是正的，造成過度投資(Overinvestment)的現象，這些情況都使得過度樂觀的經理人對內部資金的依賴度提高，投資現金流量的敏感度因而上升。

Lin et al. (2008)為了驗證 Heaton (2002)所提出的理論，運用 1989 至 2004 年台灣的上市公司資料作為研究，衡量經理人過度自信的方法為預測誤差的方式，若經理人發布的預測收益高於實際盈餘，就認定為過度自信，研究結果顯示，運用台灣的經理人為樣本顯現出更強的關係，其結果支持 Heaton (2002)所提出的理論。而 Hackbarth (2008) 在研究中更發現過度自信的經理人會選擇發行更多的債務，並且不遵照融資順位原則，他還指出過度自信雖然可以減低投資不足的問題，但可能會加劇企業發生風險的可能性。以上這些研究都顯示過度自信和負債之間有著正向的關聯性。

Aswath (2001)的研究指出，企業在萌芽階段與成長期階段公司可能需要資金來投資，為了保持財務的彈性，負債的比率應當最低，進入成熟期與衰退期之後，其認為公司沒有太多的投資機會，不需要保持財務彈性，因此會產生較高的負債，此外在企業成熟期後，管理階層的道德風險上升，財務紀律變得尤其重要，沒有好的財務紀律隨時都有可能陷入財務危機之中。

Fairchild (2007)指出具有過度自信傾向的經理人會高估公司未來的現金流量且低估舉債所發生的成本，造成企業陷入財務危機或面臨破產。並且發現過度自信的經理選擇較高的負債，理性經理人總是選擇中等的債務，而過度自信的經理人會在企業生命週期的早期選擇低債務，在後期選擇高債務，因此該研究提出企業生命週期與經理人過度自信程度之間呈現正相關之論點。茲將本節之文獻探討彙總到下表 2-5：

表 2-5 CEO 過度自信與企業生命週期相關文獻彙總表

作者	年度	研究主題	研究結論
Heaton	2002	探討過度自信的經理者過度投資或是投資不足的現象。	內部資金充裕時，過度自信的經理人可能會投資淨現值為負的方案，但內部資金短缺時，會因為資金成本過高而放棄淨現值為正的投資。
Aswath	2001	探討及分析企業的各階段的營運與財務處理。	企業在創立之初因為投資機會較多，必須保持財務彈性，進入成熟期後，投資機會減少，不需保持財務彈性，因此會產生較高的負債。
Fairchild	2007	探討經理人過度自信與融資決策之關係。	過度自信傾向的經理人會高估公司未來的現金流量且低估舉債所發生的成本。
Hackbarth	2008	探討經理人的行為特徵與資本結構決策。	過度自信的經理人會選擇發行更多的債務，且過度自信雖可以減低投資不足的問題，但會增加企業風險。
Lin, Hu and Chen	2008	以台灣上市櫃公司資料驗證融資順位理論。	運用台灣上市櫃公司樣本與 Heaton 得出相同結論，並得到更強的關聯性。

第參章 研究設計

第一節 觀念性架構

本研究主要探討 CEO 過度自信對企業發生財務危機之影響，討論的方式主要是套用生命週期的理念，藉此理念檢測兩者之間的影响程度。因此建立觀念性架構如下圖 3-1：

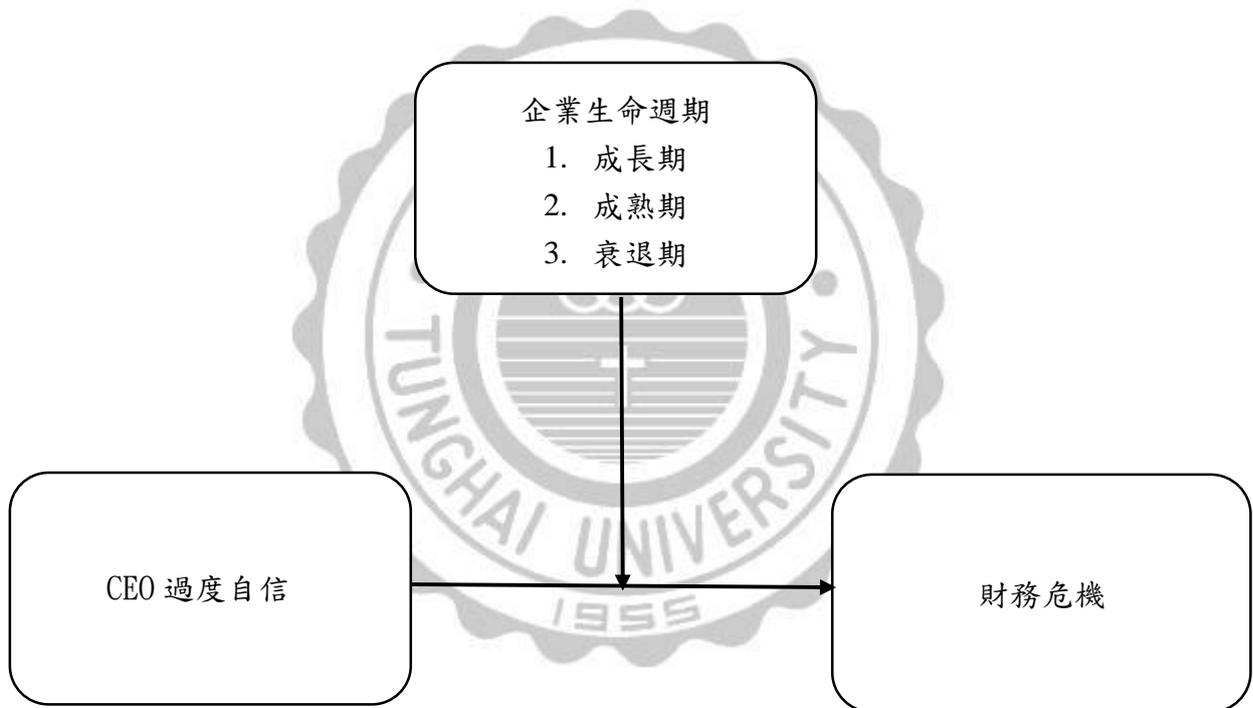


圖 3-1 觀念性架構圖

第二節 假說發展

在傳統的理论中，主要都是把人類的投資與決策行為設定成是理性的，但現實生活中我們往往可以發現，很多的投資與決策行為其實都是非理性的。過度自信一詞源自於社會心理學，Langer (1975)提出所謂的過度自信為個人傾向於高估自己成功的機率，而低估自己失敗機率的心理偏差行為。Cooper et al. (1988)對美國企業家調查的結果顯示，創業的企業家認為別的企業家成功的機率只有 59%，而自己的成功機率卻高達 81%，在這當中只有 11%的人認為別人會 100%成功，而相信自己 100%會成功的機率卻高達 33%，由此可見，企業家們普遍存在過度自信的傾向，他們認為別人的企業成功機率較低，而自己的企業成功機率較高，但後續研究卻發現，這些受研究的企業有高達 66%會以失敗收場。過度自信會發生在各行各業人士身上，特別是具有高度專業的工作，更容易造成管理者的過度自信 (Moore and Cain 2007)。

Malmendier and Tate (2005)實證結果顯示，理性的經理人能夠在正確的時間點作出適當的投資決策，而過度自信的經理人會受到心理偏差行為的影響，高估他們所作決策的實質效益。在國內的研究方面，洪榮華等人 (2013)指出過度自信的 CEO 比理性的 CEO 投資現金的敏感度高，此與 Heaton (2002)的主張一致，文獻認為管理者的過度自信傾向會扭曲投資決策，當管理者為過度自信傾向，內部資金充裕時，可能會投資淨現值為負的方案，一旦內部資金短缺時，過度自信傾向的管理者會因為外部融資成本過高，而放棄投資淨現值為正的方案，進而導致企業投資不足。Lin et al. (2005)以台灣企業為研究樣本指出，在融資受限的公司中，過度自信傾向經理人的投資現金流量敏感度比理性的經理人高，導致投資決策扭曲。綜上所述，當 CEO 有過度自信的傾向時，公司的投資績效反而較差，如果決策錯誤，嚴重者甚至還會影響到公司的財務結構，導致財務危機。

然而 CEO 過度自信對公司可能也有優點，具有過度自信的傾向的人與理性的人競爭時，過度自信傾向者比較容易獲得升遷的機會 (Goel and Thakor 2008)。對於股東來說，CEO 的過度自信能幫助他們趨避其所持有的投資組合中，部分管理階層過於保守的影響，協助股東分散風險 (Goel and Thakor 2008)。Gervais et al. (2003)提出經理人適度的過度自信對股東來說有正向的效果，他們是一定程度的風險愛好者，能投資一些有利的方案為股東創造價值，與股東利益一致，雖然過度自信的經理人更加愛好風險，但同樣也面臨高風險的狀況，有可能讓公司承受損失，因此適度的過度自

信對於企業來說，所得到的報酬可能高過其所承擔的風險，達到增加公司利益的目的。

綜合以上幾點，過去的文獻有關於 CEO 過度自信對於公司價值的影響並不一致，有可能因為過度投資或投資不足而傷害公司利益，也有可能因為 CEO 是願意承擔風險的風險愛好者，而把握投資高報酬的方案，增加公司的利益，降低財務危機發生的機會。由此可見，過度自信對財務危機的影響可能為正，亦可能為負，本研究認為此議題為實證問題，故建立假說如下：

H1：過度自信傾向的 CEO 對企業發生財務危機的可能性有影響

許多文獻中皆提出成長期之企業期望自己能夠快速的增加市佔率，創新研發活動在此階段就較容易發生(Miller and Friesen 1984)，因此在資本支出及研發費用的金額就會增加。金成隆等人 (2005)的實証研究上亦發現企業在研發費用的支出上，成長期比其他階段來的高。此外公司成立初期，資金週轉尤其重要，Berger and Udell (1998)指出，企業在每個階段的融資需求各有不同，企業在成立之初，由於資訊不對稱的關係，難以取得外部資金。Fluck, Holtz-Eakin, and Rosen (1998)的研究也指出，在企業生命週期的前期階段，因為新成立的公司借在借貸市場的聲譽較差，貸款困難且利率較高，所以從企業內部取得資金的比例較高，從企業外部取得資金的比例較低。因此，企業前期大都依賴內部資金，大量的投資可能讓企業內部沒有過多的週轉金，決策錯誤或運用不當就會讓企業陷入危機。

蘇玄啟、羅仙法、施懿宸與李汶育 (2016)探討現金持有與企業生命週期而的研究中發現，公司的現金持有比例會隨著公司的年齡增長而下降，相較於成熟期公司，前期階段的公司融資限制程度高，會持有大量的現金以運用在投資機會上，但同時也需要面臨現金流量不穩定與高融資成本所帶來的風險。

高維義與謝科范 (2001)的研究中提到，當企業位在成長階段時，因為歷經了創業初期的艱難而業務蒸蒸日上，創業者也因為這個原因而信心大增，但這樣的信心有可能會讓公司面臨決策風險，初期的成功會帶給創業者錯覺，表現不切實際的樂觀傾向，造成決策錯誤。

Lin, Hu, and Chen (2008) 亦採用 Heaton (2002) 的模型進行研究發現臺灣上市公司中，具有過度自信傾向的經理人確實有可能會扭曲投資決策，使投資的現金敏感度提升，造成過度投資或投資不足，由於具有過度自信傾向的經理人投資績效較差，有可能導致企業的財務危機。

綜上所述，企業在成長期階段需要大量的投資，而大量的投資就須仰賴大量的現金，錯誤的投資或決策有可能讓企業內部因為沒有過多的週轉金而陷入財務危機，再者有過度自信傾向的 CEO 投資績效較差，增加財務危機發生的機會，因此建立以下假說：

H2：相較於成熟期階段，具有過度自信傾向的 CEO 在企業成長期階段發生財務危機的可能性比較高。

Berger and Udell (1998) 指出，企業在每個階段的融資需求各有不同，企業成立之初，由於資訊不對稱的關係，難以取得外部資金，當公司到達成熟階段時，以消除資訊不對稱的因素，因而取得外部資金容易。Fluck et al. (1998) 的研究也指出，在企業生命週期的前期階段，因為新成立的公司，在借貸市場的聲譽較差，貸款困難且利率較高，所以從企業內部取得資金的比例較高，從企業外部取得資金的比例較低。因此企業在進入成熟期後，取得資金的管道較多，依據許多學者的研究，公司在此階段會偏好以發行債券的方式來獲得資金，但是相對的也造成公司財務壓力提高，營業風險上升(Bender and Ward 2002)。Dickinson (2011) 在文獻中指出企業進入成熟期時，企業整體營運穩定，獲利能力雖然逐漸趨緩，營運的現金流量依舊為正，但是在成熟期階段，由於企業改變融資的方式為發行債權，融資的現金流量逐漸減少，因此融資的現金流量由正轉負。

在投資活動方面，楊朝旭與黃潔 (2004) 指出台灣的企業在長期投資以及固定資產的運用比率在成長階段最低，並且隨著企業進入成熟及衰退階段而有逐漸增加的趨勢，再者長期投資與固定資產支出，對於衰退期的企業在未來績效表現也是有最高的顯著正向關係。Hill & Jones (2001) 在「策略管理」一的著作中完整描述了產業於不同生命週期中所展現的不同產業特質，其認為邁入成熟期的公司目標，是要在一個穩定的市場中持續強化與鞏固公司的競爭地位，建立該產業的進入障礙和市場區隔以減少其它可能的競爭者，進而累積足夠的資本以因應未來可能面對的公司產業衰退期。

Fairchild (2007)指出具有過度自信傾向的經理人會高估公司未來的現金流量且低估舉債所發生的成本，造成企業陷入財務危機或面臨破產。Lin et al. (2008)也指出，具有過度自信傾向的經理人會認為市場不會低估公司的價值，因此發行債務的成本會比發行權益證券來的低，同時又可以藉由發行負債的舉動，來釋出未來或裡穩定的訊號。Meftah and Oliver (2007)和Malmendier and Tate (2008)的文獻中，其結果也是同意融資順位理論，當過度自信傾向的經理人需要資金挹注時，會優先選擇發行負債，導致公司有較高的負債水平。

由上述可知過度自信的 CEO 偏愛發行負債，而在企業進入成熟期之後，公司因為資訊不對稱的情形降低，許多公司會選擇發行債務來取代權益證券，而在衰退期的企業，已經度過成熟期時所需面對的舉債風險，並且累積足夠的資本，導致財務危機的可能性就相對降低。因此本研究推論，企業在成熟期階段有可能因為高估公司未來的現金流量且低估舉債所發生的成本而陷入財務危機，並建立以下假說

H3：相較於衰退期階段，具有過度自信傾向的 CEO 在企業成熟期階段發生財務危機的可能性比較高。

第三節 變數衡量

一、企業生命週期的劃分

本研究使用 Dickinson (2011)運用現金流量的方法以及過去文獻最常引用 Anthony and Ramesh (1992)的分位法來劃分生命週期。

本研究在測試中將採用 Dickinson (2011)運用公司在不同時期會有不同的公司策略與資源配置的特徵，以個別公司的現金流量組合來劃分企業生命週期，並且以個別公司現金流量表所呈現的營運、投資及融資活動現金流量的正負作為判標指標。

表 3-1 Dickinson (2011)現金流量生命週期劃分

指標名稱	初創期	成長期	成熟期	停滯期	衰退期
營運現金淨流量	-	+	+	-	-
投資現金淨流量	-	-	-	+	+
融資現金淨流量	+	+	-	+	-

本研究再額外測試中援引了 Anthony and Ramesh (1992)與 Black (1998)的方法來分類，但台灣的上市櫃公司皆已成立多年，大都已经跳脫草創期，故將其排除，將企業生命週期劃分為成長期、成熟期與衰退期，並使用股利發放率、研究發展費用率、銷貨成長率、資本支出率與公司成立年數來劃分企業生命週期階段。然而，侯運神 (1993)針對我國已上市特定產業做研究，其結果顯示企業在發放股利時，會將企業生命週期階段列入考慮並決定股利政策的情況並不多見，因此本研究將股利發放率排除。

1.銷貨成長率($SG_{i,t}$)： $SG_{i,t}=(SALE_{i,t}-SALE_{i,t-1})/ SALE_{i,t-1}*100$

$SALE_{i,t}$ 為 i 公司第 t 年淨銷貨收入。

2.研究發展費用率($RD_{i,t}$)= $(RD_t/SALES_t)*100$

$RD_{i,t}$ 為的 t 年之研發支出，以營業收入加以平減。

3.資本支出率($CEV_{i,t}$)： $CEV_{i,t}=(CE_{i,t}/SALE_{i,t})*100$

$CE_{i,t}$ 為 i 公司第 t 年之現金流量表中的資本支出。

4.公司成立年數($AGE_{i,t}$)：以 i 公司成立年度至樣本觀察值所屬年度(t 年)的年數衡量。

本研究首先利用 Anthony and Ramesh (1992)的方法將每一個樣本的四個單一指標，分別給予 0 分(成長期)、1 分(成熟期)、2 分(衰退期)，並將每一個樣本所得到的四個指標值加總，以得到一個綜合指標。依據綜合指標下所得到的加總數值劃分企業生命週期，指標值總分為 0 分、1 分、2 分時，歸類為成長期，指標值總分為 3 分、4 分、5 分時，歸類為成熟期，指標值總分為 6 分、7 分、8 分時，則歸類為衰退期。

表 3-2 Anthony and Ramesh (1992) 生命週期劃分

生命週期	銷貨成長率 SG	研究發展費用率 RD	資本支出率 CE	公司成立年數 AGE
成長期	高	高	高	年輕
成熟期	中	中	中	成熟
衰退期	低	低	低	年老

二、應變數

本研究運用王明昌，鄭揚耀與柯建全 (2015)的方法，採用台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal Data Bank；TEJ)對財務危機之定義為本研究之定義，只要發生跳票擠兌、倒閉破產、繼續經營疑慮、重整、紓困-財危、接管、全額下市、財務吃緊停工、淨值為負即為財務危機之公司。企業在當年度中，有任何一種財務危機事件，設虛擬變數為 1，為正常企業者則設為 0。

1.財務危機(Financial Distress；FD)

- (1)跳票擠兌：公司跳票或銀行擠兌。
- (2)倒閉破產：宣告倒閉、惡性倒閉或破產。
- (3)繼續經營疑慮：會計師對其繼續經營假設提出疑慮、就重大科目作保留、出具無法表示意見或否定意見等。
- (4)重整：聲請重整。
- (5)紓困-財危：向財政部申請紓困、或向銀行要求展延、減息並掛帳、個別要求或召開債權人會議，全面要求都算。與銀行之展延，原則上以見報曝光、或財報上明確寫明「展延」者為限。若僅向銀行要求降息，暫不列為財務危機。
- (6)接管：雖未跳票，但原經營者下台。
- (7)全額下市：轉列全額交割股或下市。

(8)財務吃緊停工：停工未必涉及違約，但若停工消息見報時，已確定是因財務吃緊，則後續必發展成財務危機。

(9)淨值為負：公司淨值為負數且經營層無增資打算。

三、自變數

1.CEO 過度自信(OC)

本研究採用公司與產業中位數比較後固定資產投資增長率衡量，Malmendier and Tate (2005) 指出過度自信 CEO 傾向過度投資在資本計畫上；Ben-David et al. (2010) 也認為過度自信 CEO 會有比較大的資本支出。因此本研究衡量 CEO 過度自信為當年度公司固定資產支出⁶大於產業中位數固定資產支出者為 1，其餘為 0。

2.企業生命週期 (BLC)：

各組兩兩比較的虛擬變數，例如成長期與成熟期比較時，則其值在成長期為 1，成熟期為 0；成熟期與衰退期相比，其值在衰退期為 1，成熟期為 0。。

⁶ 此處的固定資產支出為固定資產支出平減前期總資產。

四、控制變數

1. 負債比率($LEV_{i,t}$) :

本研究參考 Anderson and Makhija (1999)做法，以總負債/總資產來衡量公司的負債比率，並運用產業平均負債比平減以消除產業效果。當公司的 LEV 越高，表示公司負債越高，較有可能因為付不出利息而發生財務危機，故預期符號為正。

$$\text{負債比率} = \frac{\text{負債總額}}{\text{資產總額}}$$

2. 過度投資($OI_{i,t}$) :

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 and 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. 流動銷貨比($CAS_{i,t}$) :

邱垂昌 (2006)運用流動資產/銷貨收入來衡量流動銷貨比，由此可知 CAS 過高導因於流動資產過高或是銷貨收入過低，導致這些因素的原因可能為銷售不佳導致存貨囤積，進而造成財務危機，故預期符號為正。

$$\text{流動銷貨比} = \frac{\text{流動資產}}{\text{銷貨收入}}$$

3. 公司規模($SIZE_{i,t}$)：

運用公司年底總資產取對數來衡量。過去的研究發現，企業的公司規模越大，越有可能透過操縱會計盈餘來美化財務報表，因此規模大的公司較容易引起主管機關的注意，發生財務危機的可能性就降低，因此預期符號為負(Gosman 1973；Watts and Zimmerman 1986)。

4. 董監質押比率($PL_{i,t}$):

即董監質押股數/董監持股數。Chiou et al.(2002)的文獻中表示董監事持股的質押比率提高，會導致股價的波動和董監事間的資金有密切關聯，讓董監事無心事業，提升財務危機發生的機會，故預期符號為正。


$$\text{董監質押比率} = \frac{\text{董監質押股數}}{\text{董監持股數}}$$

5. 獨立董事比例($PID_{i,t}$)：

Fama (1980)的研究顯示設置獨立董事可以有效監督公司經理人。Daily and Dalton (1994)在探討董事會組成結構影響公司治理效果與破產之關係時發現，當公司的獨立董事席次越少，越容易因為缺乏監督而引發財務危機，因此預期方向為負。衡量方式為獨立董事席次/董事會席次。

$$\text{獨立董事比例} = \frac{\text{獨立董事席次}}{\text{董事會席次}}$$

6. 獲利能力($PRO_{i,t}$) :

即稅前息前折舊前淨利除以平均資產總額。金成隆, 林修葳與紀信義(2004)提出專利權數對公司未來的獲利能力有所幫助。本研究預期公司非財務績效指標越高獲利能力較好, 獲利能力較佳就比較不容易導致財務危機, 因此預期方向為負。

$$\text{獲利能力} = \frac{\text{稅前息前折舊前淨利}}{\text{平均資產}}$$

7. 董事長兼總經理($DUAL_{i,t}$) :

Dechow et al. (1996)發現若企業中有董事長兼任總經理的情況或是內部董事持股過高, 都會提高舞弊的風險, 對企業造成危機。因此董事長兼任總經理時則設虛擬變數為 1, 否則為 0。

8. 產業別($IND_{i,t}$) :

考慮到電子產業的規模龐大, 因此本研究加入產業別為控制變數, 電子業設虛擬變數為 1, 否則為 0。

9. 資產報酬率($ROA_{i,t}$) :

即稅後息前淨利/平均資產。公司的資產報酬率越高, 表示公司資產創造公司利潤的能力越好。林郁翎與黃建華(2009)發現公司資產報酬率越高, 企業發生財務危機的可能性越低。因此本研究將資產報酬率納入控制變數之一。

表 3-3 變數定義彙總表

變數名稱	代號	說明	預期符號
應變數			
財務危機	<i>FD</i>	採用台灣經濟新報資料庫對財務危機之定義，有任何一種財務危機或準財務危機事件，設虛擬變數為 1，為正常企業者則設為 0。	
自變數			
CEO 過度自信	<i>OC</i>	經理人為過度自信傾向者，設虛擬變數為 1，否則為 0。	?
企業生命週期	<i>D</i>	為各組兩兩比較的虛擬變數，例如成長期與成熟期比較時，則其值在成長期為 1，成熟期為 0。成熟與衰退比較時，其值在成熟期為 0，衰退期為 1。	?
控制變數			
負債比率	<i>LEV_{i,t}</i>	負債總額/資產總額	+
過度投資	<i>OI_{i,t}</i>	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。	+
流動銷貨比	<i>CAS_{i,t}</i>	流動資產/銷貨收入	+
公司規模	<i>SIZE_{i,t}</i>	公司年底總資產取對數	-
董監質押比率	<i>PL_{i,t}</i>	董監質押股數/董監持股數	+
獨立董事比例	<i>PID_{i,t}</i>	獨立董事席次/董事會席次	-
獲利能力	<i>PRO_{i,t}</i>	稅前息前折舊前淨利÷平均資產總額	-
董事長兼總經理	<i>DUAL</i>	董事長兼任總經理時則設虛擬變數為 1，否則為 0。	+
產業別	<i>IND_{i,t}</i>	電子業為 1，否則為 0。	
資產報酬率	<i>ROA_{i,t}</i>	稅後息前淨利/平均資產	-

第四節 迴歸模型

由於本研究的應變數為企業是否發生財務危機的虛擬變數，因此無法直接套用在一般的迴歸模型，必須採用 Ohlson (1980)所提之 Logit 迴歸 (Logistic Regression)作為分析工具。模型一主要用來檢測假說 H1，探討過度自信傾向的經理人對企業發生財務危機的影響。

模型一：

$$FD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 OI + \beta_4 CAS + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 PL_{i,t} + \beta_7 PID_{i,t} + \beta_8 PRO_{i,t} + \beta_9 DUAL_{i,t} + \beta_{10} IND + \beta_{11} ROA + \varepsilon_{i,t} \dots \dots (1)$$

$FD_{i,t}$ ：財務危機，採用台灣經濟新報資料庫對財務危機之定義，有任何一種財務危機或準財務危機事件，設虛擬變數為 1，為正常企業者則設為 0。

OC ：經理人為過度自信傾向者，設虛擬變數為 1，否則為 0。

$LEV_{i,t}$ ：負債比率，負債總額/資產總額，並以產業平均負債做平減。

$OI_{i,t}$ ：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。

$CAS_{i,t}$ ：流動銷貨比，流動資產/銷貨收入。

$SIZE_{i,t}$ ：公司規模，公司年底總資產取對數。

$PL_{i,t}$ ：董監質押比率，董監質押股數/董監持股數。

$PID_{i,t}$ ：獨立董事比例，獨立董事席次/董事會席次。

$CAS_{i,t}$ ：獲利能力，稅前息前折舊前淨利÷平均資產總額。

$DUAL_{i,t}$ ：董事長兼任總經理，董事長兼任總經理時則設虛擬變數為 1，否則為 0。

IND ：電子業為 1，否則為 0。

ROA ：稅後息前淨利/平均資產

本研究 H1 為檢驗具有過度自信傾向的 CEO 對企業發生財務危機的可能性有影響。實證模型如式(1)所示，本研究不預期方向。若 $\beta_1 > 0$ ，則表示具有過度自信傾向的 CEO 會提高財務危機發生的可能性。若 $\beta_1 < 0$ ，則表示具有過度自信傾向的 CEO 會降低財務危機發生的可能性。

模型二則在檢驗假說 H2、H3，加入企業生命週期變數，以不同企業生命週期為調節效果，比較具有過度自信傾向的 CEO 在哪一個階段發生財務危機的可能性比較高。

模型二：

$$FD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC + \beta_2 BLC + \beta_3 OC * BLC + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 OI_{i,t} + \beta_6 CAS + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 PL_{i,t} + \beta_9 PID_{i,t} + \beta_{10} PRO_{i,t} + \beta_{11} DUAL_{i,t} + \beta_{12} IND_{i,t} + \beta_{13} ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots (2)$$

BLC：企業生命週期，為各組兩兩比較的虛擬變數，例如成長期與成熟期比較時，則其值在成長期為 1，成熟期為 0。成熟與衰退比較時，其值在成熟期為 0，衰退期為 1。

其餘變數與模型(1)相同

本研究 H2 檢驗具有過度自信傾向的 CEO，在成長期發生財務危機的可能性大於成熟期。實證模型如式(2)所示，若 $\beta_3 > 0$ ，則表示 CEO 在成長期具有過度自信傾向導致財務危機的可能性較高。 $\beta_3 < 0$ ，則表示 CEO 在成熟期具有過度自信傾向導致財務危機的可能性較高。

本研究 H3 檢驗具有過度自信傾向的 CEO，在成熟期發生財務危機的可能性大於衰退期。實證模型如式(2)所示， $\beta_3 < 0$ ，則表示 CEO 在成熟期具有過度自信傾向導致財務危機的可能性較高。

第五節 資料選取與樣本來源

本研究所選取之樣本以 2009 年至 2017 年國內上市與上櫃公司為主，資料來源採用台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal Data Bank; TEJ)、企業的公開說明書及年報，並以財務危機事件發生日為基準日，設定為財務困難時點(T)，除了財務危機虛擬變數外，其他變數資料時間點須往前追溯一年(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，故將從樣本中刪除。在財務危機公司與非財務危機公司樣本配對方面，過去文獻幾乎都是採用「B-A 配對」之方式，即一比一的配對方法，然而該一比一的配對比率會造成危機公司過度選樣的問題產生。所以本研究改採 Lane et al. (1986)的方式，以一家危機公司與三家正常公司配對的方式。而非財務危機的公司樣本篩選須符合以下要點：

- (1)選樣年度為對應財務危機同一年度。
- (2)與對應財務危機公司具有相同的 TEJ 產業名稱。
- (3)與對應財務危機公司總資產差額之絕對值不超過財務危機公司總資產 40%。
- (4)各項資料完備齊全。

根據篩選結果得到財務危機樣本 65 家，配對的正常公司樣本為 195 家，共計 260 家公司。樣本包括 8 種產業與 9 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%，與臺灣上市櫃公司產業分布情形相符。樣本年度別詳見表 3-4。樣本產業別彙總於表 3-5。

表 3-4 樣本年度別

年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
財務危機公司	9	5	5	7	6	8	5	6	14
配對公司	27	15	15	21	18	24	15	18	42
總計	36	20	20	28	24	32	20	24	56
百分比	14%	8%	8%	11%	9%	12%	8%	9%	22%

表 3-5 樣本產業別

產業	財務危機公司	配對公司	總計	百分比
14 紡織工業	6	18	24	9%
15 電機機械	1	3	4	2%
17 化學生技醫療	6	18	24	9%
20 鋼鐵工業	3	9	12	5%
23 電子工業	38	114	152	58%
25 建材營造	6	18	24	9%
27 通訊網路業	1	3	4	2%
99 其他	4	12	16	6%
總計	65	195	260	

第肆章 實證結果與分析

第一節 敘述性統計及 T 檢定

依第參章之研究設計，本章將對所提出之假說進行驗證，並針對實證結果予以分析與解釋。第一節為基本統計分析；第二節為實證結果分析；第三節為敏感性分析。

首先將樣本分為財務危機樣本與正常樣本。如表 4-1 所示，在財務危機發生的前一年(t-1 期)，約有 35.4%的財務危機公司經理人具有過度自信傾向 (OC)，而在正常公司樣本中則為 44.1%，兩者差異並未達傳統顯著水準。控制變數中，財務危機公司比正常公司有較高的過度投資(OI)比例、負債比率 (LEV)、董監質押比率(PL)、董事長兼任總經理(DUAL)及流動銷貨比(CAS)，與較低的獨立董事比例(PID)、資產報酬率(ROA)及獲利能力(PRO)，且皆達到 1%的顯著水準。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。

表 4-1 財務危機企業與正常企業樣本之 T 檢定

變數名稱	財務危機公司		正常公司		T 值
	中位數	平均數	中位數	平均數	
OC	0	0.354	0	0.441	1.233
LEV	77.320	357.753	33.08	33.562	-2.516***
OI	1	0.877	0	0.492	-5.777***
CAS	0.674	9.966	0.772	1.385	-2.902***
PL	0	10.708	0	4.099	-2.790***
PID	0	0.130	0.286	0.234	4.088***
PRO	-0.020	-0.072	0.081	0.07	5.454***
DUAL	1	0.554	0	0.374	-2.56***
SIZE	6.151	6.140	6.15	6.122	-0.232
IND	1	0.585	1	0.585	0
ROA	-5.790	-12.599	4.08	2.312	5.966***

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

本研究在企業生命週期的劃分使用 Dickinson (2011)運用現金流量的方法，此方法將生命週期劃分為初創期、成長期、成熟期、停滯期與衰退期，本研究在樣本中會排除初創期與停滯期。

表 4-2 為成長期與成熟期企業兩群樣本之檢視與比較。成長期企業發生財務危機(FD)的比例(0.385)高於成熟期的企業(0.049)，且 1%達顯著水準，與假說 H2 方向一致。成熟期企業的 CEO 過度自信傾向較高(0.524 對 0.205)，達 1%顯著水準。控制變數中，成長期的企業比成熟期企業有較高的過度投資(OI)比例、負債比率 (LEV)，與較低的資產報酬率(ROA)及獲利能力(PRO)，皆達到傳統的顯著水準。

表 4-2 成長期企業與成熟期企業樣本之 T 檢定

變數名稱	成長期		成熟期		T 值
	中位數	平均數	中位數	平均數	
FD	0	0.385	0	0.049	-5.217***
OC	0	0.205	1	0.524	3.458***
LEV	44.040	61.960	33.09	32.207	-4.521***
OI	1	0.667	0	0.476	-1.986**
CAS	0.678	0.784	0.753	0.844	0.649
PL	0	6.451	0	5.749	-0.207
PID	0.286	0.209	0.286	0.228	0.524
PRO	0.071	0.057	0.1	0.107	1.815*
DUAL	0	0.487	0	0.317	-1.819*
SIZE	6.273	6.252	6.183	6.218	-0.354
IND	1	0.590	1	0.549	-0.421
ROA	2.92	1.121	5.815	5.611	1.689*

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

表 4-3 為衰退期與成熟期企業兩群樣本之檢視與比較。衰退期企業發生財務危機(FD)的比例(0.411)高於成熟期的企業(0.049)，且 1%達顯著水準。成熟期企業的 CEO 過度自信傾向高於衰退期(0.524 對 0.268)，達 1%顯著水準。控制變數中，衰退期的企業比成熟期企業有較高的過度投資(OI)比例及流動銷貨比(CAS)，與較低的獲利能力(PRO)、公司規模(SIZE)資及產報酬率(ROA)，皆達到傳統的顯著水準。

表 4-3 衰退期企業與成熟期企業樣本之 T 檢定

變數名稱	衰退期		成熟期		T 值
	中位數	平均數	中位數	平均數	
FD	0	0.411	0	0.049	-5.940***
OC	0	0.268	1	0.524	2.996***
LEV	47.3	308.204	33.09	32.207	-1.300
OI	1	0.643	0	0.476	-1.861*
CAS	0.811	3.088	0.753	0.844	-2.332**
PL	0	2.906	0	5.749	1.044
PID	0.286	0.197	0.286	0.228	1.046
PRO	-0.025	-0.054	0.1	0.107	5.899***
DUAL	0	0.429	0	0.317	-1.422
SIZE	5.965	6.032	6.183	6.218	2.115**
IND	1	0.554	1	0.549	0.038
ROA	-4.52	-9.425	5.815	5.611	5.670***

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

第二節 迴歸結果分析

本研究探討 CEO 過度自信、企業生命週期與財務危機之間的關係，分為二大主題分別探討：(一)CEO 過度自信對財務危機之影響；(二)不同企業生命週期下，CEO 過度自信對財務危機之影響。

一、CEO 過度自信對財務危機之影響

本研究針對假說 H1 提出模型(1)，探討 CEO 具有過度自信傾向對企業發生財務危機產生何種影響。由表 4-4 模式 I 結果顯示，CEO 過度自信(OC)對於財務危機(FD)具有正向之影響(係數 0.164，t 值 0.29)，但並未達到傳統顯著水準，說明被具有過度自信傾向之 CEO 所領導的公司，與發生財務危機沒有顯著之關係，根據上述結果，本研究實證結果並不支持假說 H1。

控制變數方面，負債比率(LEV)顯著為正(係數為 0.07；t 值為 5.7)，及獨立董事比例(PID)則顯著為負(係數為-3.427，t 值為-2.48)，表示公司負債比例越高及獨立董事比例越低，則公司越容易導致財務危機。

二、不同企業生命週期下，CEO 過度自信對財務危機之影響

表 4-4 模式 II 與模式 III 係針對假說 H2 與 H3 提出之模型(2)探討成長期與成熟期、成熟期與衰退期之公司，其 CEO 具有過度自信傾向在不同生命週期下，對企業發生財務危機之影響。模式 II 成長期與成熟期的組合中，由表 4-4 模式 II 結果顯示，CEO 過度自信(OC)、企業生命週期(D)皆具有正向之影響(係數別為 13.89 與 2.775；t 值分別為 0.83 與 0.40)與交乘項(OC*D)其係數為-33.17，t 值為-0.77，其結果都未達到傳統顯著水準。根據上述結果，本研究實證結果並不支持假說 H2。

模式Ⅲ成熟期與衰退期的組合中，由表 4-4 模式Ⅲ結果顯示，CEO 過度自信(OC)、企業生命週期(D)皆具有顯著正向之影響(係數分別為 6.553 與 9.454；t 值分別為 1.72 與 2.30)，其代表的意義為 CEO 在企業非衰退期中具有過度自信的確會增加企業發生財務危機的可能性，此結果部分支持假說 H1。而交乘項(OC*D)其係數為-6.465，t 值為-1.69，其結果具有顯著的負向影響，根據上述結果，本研究實證結果支持假說 H3。

控制變數方面，負債比率(LEV)、過度投資(OVERINVEST)、董監事質押比率(PLEDGE)及董事長兼總經理(CEO)皆顯著為正(係數分別為 0.08、3.324、0.118、2.342；t 值分別為 2.81、2.22、2.60、2.03)，獨立董事比例(PID)及資產報酬率(ROA)則顯著為負(係數分別為-9.590、-0.380，t 值分別為-2.51、-1.97)，表示公司越高負債比率越高、過度投資越多、董監事質押比率越高、董事長兼總經理者、獨立董事比例越低及資產報酬率越低，則公司越容易導致財務危機。



表 4-4 迴歸分析結果

	I	II	III
	FD	FD	FD
OC	0.164 (0.29)	13.89 (0.83)	6.553* (1.72)
D		2.775 (0.40)	9.454** (2.30)
OC*D		-33.17 (-0.77)	-6.465* (-1.69)
L	0.0700*** (5.70)	1.865 (0.71)	0.0800*** (2.81)
OVERINVEST	0.582 (1.02)	5.585 (0.66)	3.324** (2.22)
CAS	0.0107 (0.18)	36.37 (0.67)	-0.310 (-1.55)
PLEDGE	0.0224* (1.91)	0.900 (0.68)	0.118*** (2.60)
PID	-3.427** (-2.48)	81.05 (0.65)	-9.590** (-2.51)
PRO	1.967 (0.34)	485.8 (0.70)	23.72 (1.37)
CEO	0.699 (1.44)	39.06 (0.72)	2.342** (2.03)
SIZE	0.173 (0.34)	15.15 (0.64)	1.882 (1.35)
IND	0.905 (1.62)	1.328 (0.15)	2.061 (1.61)
ROA	-0.0851 (-1.40)	-6.515 (-0.70)	-0.380** (-1.97)
_cons	-6.962** (-2.07)	-326.2 (-0.68)	-30.10** (-2.43)
N	260	121	137

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

第三節 敏感性分析

企業之生命週期有許多不同的劃分方式，而生命週期劃分採用的指標也不同，因此會產生不同的劃分結果。為了檢驗實證結果的穩定性，本研究進一步參考過去文獻，以 Anthony and Ramesh (1992)的分位法來進行敏感性測試，將企業生命週期劃分為成長期、成熟期與衰退期，並使用股利發放率、研究發展費用率、銷貨成長率、資本支出率與公司成立年數來劃分企業生命週期階段。詳細分析結果說明如下：

表 4-3 模式 I 與模式 II 探討成長期與成熟期、成熟期與衰退期之公司，其 CEO 具有過度自信傾向在不同生命週期下，對企業發生財務危機之影響。模式 I 成長期與成熟期的組合中，由表 4-3 模式 I 結果顯示，CEO 過度自信(OC)、企業生命週期(D)皆具有正向之影響(係數別為 0.425 與 0.365；t 值分別為 0.52 與 0.39)與交乘項(OC*D)其係數為-0.723，t 值為-0.56，其結果都未達到傳統顯著水準。根據上述結果，本研究實證結果不支持假說 H2。

模式 II 成熟期與衰退期的組合中，由表 4-3 模式 II 結果顯示，CEO 過度自信(OC)、企業生命週期(D)皆具有正向之影響(係數分別為 1.069 與 0.698；t 值分別為 1.17 與 0.89)，而交乘項(OC*D)其係數為-1.753，t 值為-0.85，其結果具有負向之影響，根據上述結果都未達到傳統顯著水準，與主要結果不同。

表 4-5 敏感性分析結果

	I FD	II FD
OC	0.425 (0.52)	1.069 (1.17)
D	0.365 (0.39)	0.698 (0.89)
OC*D	-0.723 (-0.56)	-1.753 (-0.85)
L	0.0633*** (4.77)	0.0901*** (4.71)
OVERINVEST	1.049 (1.40)	0.0910 (0.12)
CAS	-0.0281 (-0.48)	0.0179 (0.18)
PLEDGE	0.0167 (0.60)	0.0250* (1.85)
PID	-4.399** (-2.52)	-1.881 (-1.04)
PRO	2.624 (0.42)	-1.216 (-0.10)
CEO	0.757 (1.28)	0.725 (1.15)
SIZE	0.507 (0.87)	0.0809 (0.10)
IND	0.817 (1.21)	1.243* (1.66)
ROA	-0.0866 (-1.30)	-0.0619 (-0.52)
_cons	-8.922** (-2.43)	-8.039 (-1.58)
<i>N</i>	203	194

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

第五章 研究結論與建議

第一節 研究結論

本研究旨在探討台灣發生財務危機的上市櫃公司中，CEO 具有過度自信傾向與企業生命週期之間的關係。研究主要結果如下：

第一，企業 CEO 在非衰退期中擁有過度自信導致財務危機發生的可能性較高，此結果部分支持假說 H1。此可能係企業在衰退期過度自信的 CEO 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，但因為公司已經歷過成熟期階段，公司整體財務狀況良好，儘管投資高報酬專案的同時也一併提高公司所承擔的風險，但專案所獲得的報酬可能高於所承擔的風險，則在企業非衰退期中 CEO 具有過度自信反而導致財務危機的可能性較低。

第二，CEO 在企業成熟期具有過度自信傾向，會導致財務危機的可能性較衰退期高，此結果支持假說 H3。此原因可能與過度自信的 CEO 偏愛發行負債，而在企業進入成熟期之後，公司因為資訊不對稱的情形降低，許多公司會選擇發行債務來取代權益證券，企業在成熟期階段因為高估公司未來的現金流量且低估舉債所發生的成本而陷入財務危機。

第二節 管理意涵

本研究之實證結果對於學術界與實務界有以下貢獻及管理意涵：

一、學術界

過去有關財務危機的文獻，大多以財務變數建立財務危機的預警模式，或者加入公司治理變數來建立財務危機預測模型，但值得我們去注意的是，上述所提到的觀點都是建立在假設人為理性的狀況之下。然而，心理學與行為學已經有許多的研究指出，包含各個領域的專家亦或者是大多數的人都會由於認知程序上所受到限制，而產生行為的偏差，進而導致決策的過程受影響。在眾多行為學與心理學的因素中，「過度自信」一詞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，因此本研究針對 CEO 過度自信與財務危機的關係，並加入企業生命週期為情境因素，比較 CEO 行為的階段差異。

二、實務界

1. 管理當局

在實務界，所有的企業 CEO 大多都是極有信心的人，畢竟要成為組織的最高管理階層，不僅需要過人的能力，還需要有自我的信念和信心，由 Cooper, Woo, and Dunkelberg (1988) 對美國 2994 位企業家進行調查，認為自己的成功機率卻高達 81%，就不難看出這點。而許多的研究也都指出當 CEO 過度自信的情況，企業往往無法選擇最佳投資決策，最差的情況甚至魯莽地進行投資導致損失慘重。本研究，探討不同生命週期下 CEO 過度自信與財務危機關係中發現，CEO 在企業成熟期具有過度自信傾向，會導致財務危機的可能性較衰退期高。因此本研究建議企業可以在進入成熟期階段開始正視 CEO 過度自信之風險，進而研擬策略來防止 CEO 過度自信而魯莽投資導致財務危機。

2. 外部投資者

近年來投資標的日趨複雜，景氣陰晴不定，股市也常常震盪不安，這些都讓投資人進退無據、投資困難，面臨這種時期，投資人的資金配置就顯得非常重要。企業的管理階層常常會透過報章雜誌或者是媒體來釋放許多公司績效持續成長的訊號，這些過度自信的言論，可能會間接影響投資者的投資決策，因此過度自信的 CEO 所領導的公司是否可以投資就成了很重要的課題。根據本研究的結果，投資者只要避免選擇進入成熟期且高負債的投資標的，就可以減低因為 CEO 過度自信帶來財務危機的風險，因此，投資人應該如何配置自己手上投資標的的資金，就能進退有據。



第三節 研究限制與建議

本研究以公司-年為樣本單位，因此同一家公司在不同年度可能會被歸類到不同的生命週期階段。因此，本研究採用之企業生命週期劃分方法，其指標不一定能完全顯現企業生命週期之特性。

本研究受限於台灣的財務危機樣本較少，無法獲得更多的樣本，並且台灣在 2005 年開始取消制揭露盈餘預測的規定，因此本研究在選擇過度自信的定義時，無法運用 Lin et al.(2008)研究中所使用之預測誤差(Forecast Error)的定義，該定義衡量過度自信較為客觀及準確，若要貼近預測誤差的方法，未來的研究者可以改以問卷調查的方式進行，如此一來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。

本研究在樣本配對上採 1:3 的配對方式，並且設定為財務困難時點(T)，除了財務危機虛擬變數外，其他變數資料時間點須往前追溯一年(T-1)資料。建議未來能以不同的型態來進行配對，也可以進階探討往前追溯兩年(T-2)之影響，抑或者探討特定產業中，不同企業生命週期下，過度自信與財務危機之關聯。

參考文獻

- 王明昌、鄭揚耀與柯建全，2015，企業財務危機前之媒體管理，會計評論，第 61 期(7 月)：77-119。
- 王炳成，2011，技術經濟與管理研究，企業生命週期研究述評，第 4 期：52-55。
- 林育秀與張詩婷，2014，管理者過度自信與盈餘管理，商管科技季刊，第 15 期(4 月)：499-521。
- 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，第 7 期(11 月)：195-236。
- 金成隆、林修葳與邱煒恒，2005，研究發展支出與資本支出的價值攸關性：以企業生命週期論析，中山管理評論，第 13 卷第 3 期：617-643。
- 金成隆、林修葳與紀信義，2004，專利權的價值攸關性：從企業生命週期論析，管理學報，第 21 卷第 2 期：175-197。
- 侯運神，1993，企業生命週期與股價關聯性之研究，國立政治大學會計研究所碩士論文。
- 洪榮華、蔡盈如、郭怡萍與江佳妮，2013，經理人樂觀傾向，家族企業特性對投資現金流量敏感度之研究，管理與系統，第 20 卷第 1 期：89-117。
- 高維義與謝科范，2001，企業生命週期及其風險分析，貴州師範大學學報：自然科學版，第 19 卷第 4 期：88-91。
- 楊朝旭與黃潔，2004，企業生命週期、資產組合與企業未來績效關連性之研究，商管科技季刊，第 5 卷第 1 期：49-71。。
- 蘇玄啟、羅仙法、施懿宸與李汶育，2016，台灣上市公司的現金持有，現金持有價值與公司生命週期：預防性動機假說之驗證，臺大管理論叢，第 26 卷第 2 期：173-209。
- Adizes, I. 1992. Corporate Lifecycles: How and why corporations grow and die and what to do about it. *Paramus, NJ: Prentice-Hall.*
- Ahmed, A. S., and S. Duellman. 2013. Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* 51 (1):1-30.
- Anderson, C. W., and A. K. Makhija. 1999. Deregulation, disintermediation, and agency costs of debt: evidence from Japan. *Journal of Financial Economics* 51 (2):309-339.
- Anthony, J. H., and K. Ramesh. 1992. Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics* 15 (2):203-227.
- Aswath, D. J. I. E., Willey,. 2001. *Corporate finance: theory and practice*. New

- York, Wiley International Edition.
- Beaver, W. H. 1966. Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*:71-111.
- Bender, R., and K. Ward. 2002. Corporate financial strategy. *Butterworth Heinemann* 2(2):103-115.
- Berger, A. N., and G. F. Udell. 1998. The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance* 22 (6):613-673.
- Black, E. L. 1998a. Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures. *Journal of Financial Statement Analysis* 4 (1):40.
- Black, E. L. 1998b. Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures. *Journal of Financial Statement Analysis* 4:40-57.
- Campbell, T. C., M. Gallmeyer, S. A. Johnson, J. Rutherford, and B. W. Stanley. 2011. CEO optimism and forced turnover. *Journal of financial Economics* 101 (3):695-712.
- Chen, H-j. 2018. Should overconfident managers engage in corporate social responsibility activities? Evidence from the accounting performance of the banking industry. *Journal of Financial Studies* 26 (4).
- Cooper, A. C., C. Y. Woo, and W. C. Dunkelberg. 1988. Entrepreneurs' perceived chances for success. *Journal of Business Venturing* 3 (2):97-108.
- Daily, C. M., and D. R. Dalton. 1994. Corporate governance and the bankrupt firm: An empirical assessment. *Strategic Management Journal* 15 (8):643-654.
- Dastgir, M., F. Miraki, and S. K. Noori. 2014. The impact of top executives overconfidence on financial distress. *Journal of Iranian Accounting Review* (3):37-51
- Deakin, E. B. 1972. A discriminant analysis of predictors of business failure. *Journal of Accounting Research*:167-179.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (1):1-36.
- Dickinson, V. 2011. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review* 86 (6):1969-1994.
- Fairchild, R. 2007. Managerial overconfidence, agency problems, financing decision and firm performance. Working Paper, University of Bath School

of Management .

- Fama, E. F. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*:288-307.
- Fluck, Z., D. Holtz-Eakin, and H. S. Rosen. 1998. Where does the money come from? The financing of small entrepreneurial enterprises.
- Gervais, S., J. Heaton, and T. Odean. 2003. Overconfidence, investment policy, and executive stock options. *Working Paper* no. 15-02 , Rodney L. White Center for Financial Research.
- Goel, A. M., and A. V. Thakor. 2008. Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of Finance* 63 (6):2737-2784.
- Gomez - Mejia, L. R. 1992. Structure and process of diversification, compensation strategy, and firm performance. *Strategic Management Journal* 13 (5):381-397.
- Gosman, M. L. 1973. Characteristics of firms making accounting changes. *The Accounting Review* 48 (1):1-11.
- Hackbarth, D. J. J. o. F. 2008. Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43(4), 843-881.
- Haire, M. 1960. Biological models and empirical histories of the growth of organizations. *Modern Organization Theory*: 272-306.
- Heaton, J. B. 2002. Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*:33-45.
- Hill, C., and G. Jones. 2014. *Strategic Management:Theory: an Integrated Approach* No.11, New York, Cengage.
- Kao, L., J. R. Chiou, and A. Chen. 2004. The agency problems, firm performance and monitoring mechanisms: The evidence from collateralised shares in Taiwan. Corporate governance. *An International Review* 12 (3):389-402.
- Kazanjian, R. K. 1988. Relation of dominant problems to stages of growth in technology-based new ventures. *Academy of Management Journal* 31 (2):257-279.
- Lane, W. R., Looney, S. W., Wansley. 1986. An application of the Cox proportional hazards model to bank failure. *Journal of Banking & Finance*. 10(4), 511-531.
- Langer, E. J. 1975. The illusion of control. *Journal of Personality and Social Psychology* 32 (2):311.
- Lee, T. S., and Y. H. Yeh. 2004. Corporate governance and financial distress: Evidence from Taiwan. Corporate governance: *An International Review* 12 (3):378-388.

- Li, W.-h. 2017. Do overconfident CEO ignore market. *Review of Securities and Futures Markets* 29 (4), 105-146
- Lin, Y.-h., S.-y. Hu, and M.-s. Chen. 2005. Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal* 13 (5):523-546.
- Lin, Y.-h., S.-y. Hu, and M.-s. Chen. 2008. Testing pecking order prediction from the viewpoint of managerial optimism: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal* 16 (1):160-181.
- Malmendier, U., and G. Tate. 2005. CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance* 60 (6):2661-2700.
- Malmendier, U., and G. Tate. 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics* 89 (1):20-43.
- Mefteh, S., and B. R. Oliver. 2007. Capital structure choice: the influence of confidence in France. *Paper read at French Finance Association Conference, Bordeaux, France.*
- Miller, D., and P. H. Friesen. 1984. A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science* 30 (10):1161-1183.
- Moore, D. A., and D. M. Cain. 2007. Overconfidence and underconfidence: When and why people underestimate (and overestimate) the competition. *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 103 (2):197-213.
- Ohlson, J. A. 1980. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of accounting research*:109-131.
- Pikulina, E., L. Renneboog, and P. N. Tobler. 2017. Overconfidence and investment: An experimental approach. *Journal of Corporate Finance* 43 : 175-192.
- Roll, R. 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*:197-216.
- Scott, M., and R. Bruce. 1987. Five stages of growth in small business. *Long Range Planning* 20 (3):45-52.
- Selling, T. I., and C. P. Stickney. 1989. The effects of business environment and strategy on a firm's rate of return on assets. *Financial Analysts Journal* 45 (1):43-52.
- Ward, T. J., and B. P. Foster. 1997. A note on selecting a response measure for financial distress. *Journal of Business Finance & Accounting* 24 (6):869-879.

- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall Inc.
- Yeh, Y. h., T. s. Lee, and T. Woidtke. 2001. Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan. *International Review of finance* 2 (1-2):21-48.

