

經理人過度自信與投資效率：可分散風險觀點

■ 張哲嘉/東海大學財務金融學系教授

■ 高立翰/東吳大學會計學系副教授

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 144 期(2024 年 12 月出版)

本研究聚焦傳統代理問題，即因職業生涯及財富累積主要來自所屬公司股權造成的不可分散風險，經理人會傾向避免雖具有價值但高風險的投資，換句話說，風險趨避的經理人可能會做出對公司特有風險敏感的投資決策。但從可以藉由投資組合分散公司特有風險的股東角度來看，這些決策是次佳的。Panousi and Papanikolaou (2012)將股票報酬波動分解為系統性波動與公司特有波動後發現，對於管理層持股比例較高的公司而言，資本支出對公司特有波動的敏感性更高。後續研究並致力於探討鼓勵經理人承擔風險並緩解該代理問題的機制，如薪酬政策、外部監督、職員責任險與財務會計資訊等(Chang and Chen, 2022; Chen and Chang, 2022; Panousi and Papanikolaou, 2012)。

本研究的動機源於企業會因應不確定性而制定各種投資政策，進而探討一種減緩投資對公司特有波動敏感性的替代機制。具體而言，本研究聚焦於高階管理階層的過度自信，該特質反映了高階管理階層對投資項目未來收益的信念以及其對承擔風險的態度。這一焦點具有直觀性與意義，因為能分散公司特有風險的股東需要經理人承擔並接受可分散的風險。

Elon Musk 曾說過：「I don't mind being detested or despised by others, craving to be popular or well liked is a

weakness, and I'm not having this flaw.」他也曾說過：「If something is important enough, even if the odds are against you, you should still do it.」不管Elon Musk是否過度自信，不可否認的，他是位充滿自信但也褒貶不一的經理人。同樣的，高階管理階層過度自信對公司的效益也是充滿爭議。

早期研究主要提供了關於高階管理階層過度自信對投資效率產生負面影響的實證結果(Malmendier and Tate, 2005, 2008)。雖然分析性研究預測聘任過度自信經理人的正面效益(Hackbarth, 2008, 2009)，但實證性研究多聚焦於研發支出或廣告支出，並發現過度自信經理人僅對特定產業公司具有正面影響(Bharati et al., 2016；Hirshleifer et al., 2012)。由於聘任過度自信經理人的淨效益仍是未解的實證問題，本研究旨在從一個相對直接的角度探討高階管理階層過度自信與投資效率之間的關係。具體而言，本研究的核心問題是：過度自信的高階管理階層如何在面對波動性時進行投資決策。

經理人多數財富與其所屬公司股權連結使其難以分散風險，因此其投資決策會受到公司特有風險的影響。Panousi and Papanikolaou (2012)進一步指出，隨著公司特有波動、經理人風險趨避程度與經理人投入成本的增加，公司投資對其特有波動的敏感性也會提高。經理人的過度自信會改變其對承擔風險的容忍度，因此，本研究預測高階管理階層過度自信能減緩公司投資對其特有波動的敏感性是直觀且合理的。

本研究以臺灣上市與上櫃公司為研究對象。由於公司治理與經

理人過度自信及投資效率密切相關，臺灣資料使本研究能夠全面控制公司治理品質的影響。本研究預期可為臺灣及亞太地區其他國家的資本市場與監管機構提供可比較與可信的實證結果。

公司投資對其特有風險的敏感性代表資本資出與公司特有波動呈現負相關，且越敏感代表該負相關係數越高。透過將股票報酬波動性分解為系統性波動與公司特有波動，並使用 Schrand and Zechman (2012)提出的指標作為高階管理階層過度自信的代理變數，本研究發現高階管理階層過度自信可減緩公司資本資出對其特有波動的敏感性，而該波動性從股東的角度看是可分散的。此外，本研究發現高階管理階層過度自信不影響公司資本資出對系統性波動的敏感性，系統性波動反映了與高階管理階層能力無關且超出其控制範圍的不確定性。這些結果隱含，經理人過度自信有助於緩解經理人與股東對投資機會價值評估之間的衝突。

基於 Panousi and Papanikolaou (2012)的理論預測與實證結果，本研究進一步探討經理人過度自信與公司投資風險承擔之間的三種橫斷面分析。具體而言，本研究預測並發現，在高波動性及財務受限的公司中，經理人過度自信有較強效果。此外，經理人過度自信的效果在缺乏外部監督迫使經理人接受風險的公司中更加顯著。

本研究的發現對於投資效率與經理人過度自信的文獻具有貢獻。首先，Panousi and Papanikolaou (2012)指出，股東可以透過股票選擇權的薪酬政策來提高經理人財富對風險變化的敏感性。然而，在採用公允價值衡量股權類薪酬成本後，公司實際上大幅減少了股票選擇權的使用，而該種薪酬機制與經理人的風險承擔行為甚至未

必有關連性。在過去文獻指出財務會計資訊、職員責任險以及外部監督是提供經理人風險承擔誘因的有效替代方案基礎上(Chang and Chen, 2022; Chen and Chang, 2022; Panousi and Papanikolaou, 2012)，本研究的發現進一步提出了一種與經理人風險容忍度直接相關的替代機制，即聘任過度自信的經理人。

第二，聘任過度自信的經理人在理論上有助公司投資與融資活動的效率性，因為其具有較高的風險容忍度。先前研究探討了過度自信的經理人如何做出投資決策、承擔風險，並得出了不同的結果(Bharati et al., 2016; Hirshleifer et al., 2012)。本研究則從可分散公司特有風險的股東角度，探討了風險趨避的經理人如何在其難以分散風險的處境下制定公司的投資決策。本研究探討經理人過度自信的潛在優點，並指出過度自信的經理人會做出對公司特有風險較不敏感的投資決策。本研究的發現預期能夠深化對經理人過度自信優缺點的理解，並指出過度自信經理人存在的價值。

Elon Musk 曾說過：「The first step is to establish that something is possible; then probability will occur. 」他也曾說過：「Don' t let anything hold you back. Imagination is the limit. 」當 Elon Musk 宣告把人員和貨物送上月球、最終飛往火星的目標時，因為他的能力，大眾樂見其成。但若換成其他經理人，大眾的看法便未必相同了。過去文獻與本研究在定義並衡量經理人過度自信時的确無法否認過度自信是相對的，且是否過度自信還會因經理人其他特質而有所不同，這是實務上與學術上在評估聘任過度自信經理人的成本與效益時所面臨的挑戰。

參考文獻

- Bharati, R., T. Doellman and X. Fu (2016), "CEO Confidence and Stock Returns," *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 12, No.1, 89-110.
- Chang, C.-C. and C.-C. Chen (2022), "Investment under Uncertainty: The Perspective of Earnings Quality," *Journal of Financial Studies*, Vol. 30, No.4, 65-104.
- Chen, C.-C. and C.-C. Chang (2022), "Investment under Uncertainty: The Effect of Directors' and Officers' Liability Insurance," *Review of Accounting and Auditing Studies*, Vol. 12, No.2, 139-184.
- Hackbarth, D. (2008), "Managerial Traits and Capital Structure Decisions," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, No.4, 843-881.
- (2009), "Determinants of Corporate Borrowing: A Behavioral Perspective," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, No.4, 389-411.
- Hirshleifer, D. and A. V. Thakor (1992), "Managerial Conservatism, Project Choice, and Debt," *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, No.3, 437-470.
- Malmendier, U. and G. Tate (2005), "CEO Overconfidence and Corporate Investment," *The Journal of Finance*, Vol. 60, No.6, 2661-2700.
- (2008), "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction," *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, No.1, 20-43.
- Panousi, V. and D. Papanikolaou (2012), "Investment, Idiosyncratic Risk, and Ownership," *The Journal of Finance*, Vol. 67, No.3, 1113-1148.
- Schrand, C. M. and S. L. C. Zechman (2012), "Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 53, No.1-2, 311-329.