

家族企業特性與經理人過度自信對 其舉債決策之影響

The Impact of Family Business Characteristics and Managers' Overconfidence on Their Capital Structure Decisions

張力 *Li Chang*

世新大學企業管理系

Department of Business Administration,
Shih Hsin University

蔡函芳 *Han-Fang Tsai*

國立中央大學企業管理系

Department of Business Administration,
National Central University

林翠蓉 *Tsui-Jung Lin*

中國文化大學財務金融系

Department of Financial and Banking,
Chinese Culture University

王禹軒 *Yu-Hsuan Wang*

國立中央大學企業管理系

Department of Business Administration,
National Central University

洪榮華* *Jung-Hua Hung*

國立中央大學企業管理系

Department of Business Administration,
National Central University

* 通訊作者：洪榮華

作者感謝國科會所提供的研究計畫補助 (計畫編號：NSC 96-2416-H-008-022-MY2)

摘要

本研究探討過度自信經理人與負債水準的敏感度是否會受到家族企業特性影響。此外，進一步將家族企業的經理人分成由家族 CEO 與非家族 CEO 擔任兩類，以釐清在同樣具有過度自信的情況下，其敏感度是受到何種類型 CEO 影響。以 2001 至 2007 年臺灣上市(櫃)公司為樣本，利用三階段最小平方方法檢測。實證結果發現：(1)過度自信經理人與負債水準的敏感度為正。(2)過度自信經理人與負債水準的敏感度受到家族企業釋放訊號需求較低且較傾向風險趨避等特性影響，使敏感度降低。(3)過度自信經理人與負債水準的敏感度減少主要是來自於家族 CEO 所導致；而非家族 CEO 使得過度自信經理人與負債水準的敏感度增加但不顯著。

關鍵詞：過度自信、家族企業、負債水準

Abstract

This study examines whether family business characteristics would affect the sensitivity between managerial overconfidence and capital structure decisions. Additionally, we further classify family business management as family CEOs and non-family CEOs to distinguish which type of CEOs mainly affect the sensitivity between managerial overconfidence and capital structure decisions. The sample is comprised of Taiwanese firms and OTC companies listed between 2001 and 2007. A three-stage least squares method is applied. The results indicate that (1) the sensitivity between managerial overconfidence and capital structure decisions is positive; (2) the sensitivity between managerial overconfidence and capital structure decisions reduces because the family business tend to be averse to the risk and the needs of signaling behaviors are relatively low; (3) the reduced sensitivity between managerial overconfidence and capital structure decisions mainly results

from the family business with family CEOs. In addition, the sensitivity between managerial overconfidence and capital structure decisions increases insignificantly for the family business with non-family CEOs.

Keywords: Overconfidence, Family Business, Financial Leverage

壹、緒論

過去國內外對於企業舉債行為的研究，主要建立在經理人為一理性行為者的基礎上，忽略現實社會中人並非完全理性的實際狀況。近來經理人的「過度自信」成為行為財務學中，影響經理人財務決策因素的研究焦點。根據 Heaton (2002)、Malmendier et al. (2007) 和 Hackbarth (2008) 的論點，由於過度自信的經理人具有高估未來獲利與低估未來風險之特質 (Roll, 1986)，使得過度自信經理人會認為公司股票被低估而選擇發行債券來進行融資，且因低估財務危機發生的可能性與破產成本 (Fairchild, 2007; Hackbarth, 2008)，使他們會選擇較高的負債水準並藉此釋放出企業未來獲利的穩定性及企業價值被低估的可能性等正面訊號。Lin et al. (2008) 採用 Heaton (2002) 的模型，發現臺灣上市公司中，具有樂觀傾向的經理人面臨資金需求時，偏好採用負債融資。然而，上述研究，皆無針對在臺灣深具影響力的家族控制型態加以探討。

近來家族企業的研究漸受重視，東亞各國的企業超過 50%由家族控制，且許多亞洲家族企業是由華人所擁有 (Tan & Fock, 2001)。Claessens et al. (2000) 以計算最終控制權的方式，發現 65.6%的臺灣上市公司屬於家族企業。Anderson et al. (2003) 更明確指出家族對公司的所有權是一種控制股東的特別型式，其具有獨特的誘因和權力結構。相較於非家族企業，臺灣家族企業的家族成員通常握有決定性的股權且普遍擔任董監事與高階管理者的職務 (葉銀華，1999)，將公司視為世代傳承的資產更是一大特點，亦成為近來研究關注的焦點。其獨特的家族企業特性對過去傳統代理問題的推論與實證結果將產生衝擊。進一步研究發現，過去探討家族企業與負債的關係並未有一致的結論。某些學者認為，由於家族為了企業的長期生存及傳承，有較強的誘因增加舉債

來維持對公司的控制權 (Harijono et al., 2004)，以獲取控制私有利益(private benefits of control)¹ (Ellul et al., 2007)。相反地，另一些研究發現，由於家族控制股東的投資通常集中於該企業 (Agrawal & Nagarajan, 1990)，相較於非家族企業，風險趨避的需求更強 (Mishra & McConaughy, 1999)，因此會降低負債水準以減少財務風險。由於家族特性對於企業舉債水準具有不同的影響，如同馬黛、李永全 (2008) 所指，家族控制權與負債比率會因集中控制權與風險控管的誘因，而呈現倒 U 型的關係。本研究希望透過家族特性的效果，將過度自信經理人與負債水準的敏感度作更進一步的探討，並找出導致此效果的主要影響因素，而家族特性亦可能影響過度自信經理人利用舉債以釋放訊號的行為。因此，本文首先探討具有過度自信的經理人當處於不同型態的企業(家族企業或非家族企業)時，其舉債水準是否具有差異。亦即家族企業維持控制權的特性會助長過度自信經理人的舉債決策，因而增加舉債行為；還是風險趨避特性會抑制經理人的過度自信，而降低負債水準，並且因對外釋放訊號的需求較低而減少舉債。不同屬性之經理人(家族企業中的家族 CEO、非家族 CEO)，其舉債行為是否有所差異，亦即過度自信經理人與負債水準的敏感度受到家族企業特性的影響，主要來自於哪一類的經理人所導致。

因此，本研究為彌補過去文獻的不足，提出以下研究目的：一、分析臺灣上市(櫃)公司的家族控制型態對於過度自信經理人與負債水準的敏感度是否具有影響。二、將家族企業中的經理人進一步區分為由家族成員擔任(家族 CEO)或非家族成員擔任(非家族 CEO)兩類，以釐清何種類型經理人是影響過度自信經理人與負債水準敏感度的主要來源。本研究與以往文獻不同之處在於：

1. 就我們所知，本文為首篇探討家族企業特性是否會對於過度自信經理人與負債水準的敏感度具有影響。本研究與 Lin et al. (2008) 最為相近，主要參照其過度自信經理人對於企業舉債的影響，然而，Lin et al. (2008) 中僅針對經理人的舉債行為做探討，並無將臺灣普遍的家族企業型態納入考量。過去文獻指出家族企業特性對於企業的舉債決策亦影響甚鉅 (Harijono et al., 2004; 馬黛、李永全，2008)。因此，本研究延伸 Lin et al. (2008)、Harijono et al. (2004) 及馬黛、李永全 (2008) 將過度自信與家族企業特性結合，希望為經理人的舉債決策提供更明確的參考指標。

¹ Bebchuk & Kahan (1990) 將控制私有利益定義為任何由公司控制股東所享有，但不会被其他股東所分享的價值。

2. 本研究將家族企業經理人加以區分為家族 CEO 及非家族 CEO 兩類。此作法將能更深入探討家族企業特性對於過度自信經理人的影響情況。同時提供投資者關於過度自信經理人舉債水準更進一步的資訊，使投資者對經理人的舉債行為能夠有更正確的評價，以利未來作出正確之判斷。

本研究以 2001 年至 2007 年臺灣上市(櫃)公司為對象進行分析，實證結果發現相較於非過度自信經理人，過度自信經理人與負債水準具有正向的敏感度，此結果與 Lin et al. (2008) 一致。考量家族企業特性的效果後，發現過度自信經理人與負債水準的敏感度會受到家族企業特性的影響而下降。顯示過度自信經理人會受到家族企業風險趨避特性的影響，而減少舉債以降低風險，同時，其舉債以釋放訊號的需求亦低於非家族企業。此外，再進一步將家族企業經理人區分為由家族 CEO 或非家族 CEO 擔任者兩類，發現家族企業中過度自信的家族 CEO 具有較低的舉債水準，即家族企業中的家族 CEO 會使過度自信經理人與負債水準的敏感度減少。顯示過度自信的家族 CEO 可能因為財富集中於企業，使其傾向趨避風險而減少舉債，且由於家族 CEO 的潛在代理問題較低，使其較不需要舉債以釋放訊號。反觀非家族 CEO 對於過度自信經理人與負債水準敏感度的影響則不顯著。

本文的結構如下：第貳章為文獻探討與研究假說。第參章為研究方法，包括資料來源與實證模型。第肆章為實證結果分析與穩健性檢定。第五章為結論。

貳、文獻探討與研究假說

本章針對過度自信經理人的舉債行為等相關文獻進行彙整，並探討過度自信與負債水準的敏感度是否會受到家族企業特性效果影響，並進一步發展出本研究之假說。

近來研究結果發現經理人的過度自信為影響融資決策的重要決定因素 (Mefteh & Oliver, 2007; Lin et al., 2008)·Malmendier et al. (2007) 認為傳統理性模型不足以解釋企業之間負債水準的差異，尚應考慮經理人的心理或行為因素才能夠更符合實際的情形。一位樂觀或過度自信的經理人可能會具有以下幾種

認知上的偏誤。第一，高估公司未來盈餘的成長率或未來的現金流量。資本市場對公司發行的風險性證券所要求的報酬率反映了其對公司表現的預期，然而此偏誤使得過度自信的經理人會認為投資者低估了公司風險性證券的價值且要求過高的報酬率。在認為外部融資成本過高的情況下，當公司面臨融資需求時，該經理人將傾向以內部融資為優先。若內部資金仍不足以支應，而必須進行外部融資時，由於相較於權益，債券的風險性較低，就過度自信經理人的觀點而言，其價值被市場低估的程度較小，融資的成本也將比權益低。同時，經理人可藉由發行負債，釋放出企業未來獲利的穩定性及企業價值被低估的可能性等正面訊號。因此，當有外部融資需求時，過度自信的經理人將優先考慮發行債券，而選擇比一般經理人更高的負債水準 (Lin et al., 2008)。第二，低估公司在產生未來盈餘或現金流量上的風險 (Roll, 1986)。Hackbarth (2008) 和 Fairchild (2007) 認為過度自信的經理人會因為低估財務危機發生的可能性和破產成本(亦即過度自信的經理人會高估公司未來的現金流量，認為公司有應付隨舉債而來的還本付息之義務)，而選擇承擔高於最適水準的負債，並增加發行新債券的頻率。Fairchild (2006) 則在 Heaton (2002) 的理論基礎上，將資訊不對稱和代理問題的因素納入考量，認為一個理性的經理人原本就有誘因去舉債以放射出正面的訊號(此指經理人的能力)或是藉由舉債來提高努力的程度²。而透過模型推導，即使放寬 Heaton (2002) 對經理人和外部市場之間資訊對稱的假設，一個過度自信的經理人仍傾向利用更多或過度的負債融資³。

理論上，過度自信可能會造成經理人採取一個過度、非最適的負債資本結構(overly-heavy, sub-optimal, debt-laden capital structure) (Shefrin, 2000)；實證上，Oliver (2005)，Meftah & Oliver (2007) 和 Malmendier et al. (2007) 均支持傳統的融資順位理論，亦即過度自信的經理人在有外部資金需求時，相較於權益，會優先考慮負債，導致公司有較高的負債水準。此外，Ben-David et al. (2006)

² Fairchild (2007) 指出經理人可能會自願增加負債水準，以促使自己提高努力的程度。因為在一個有效率的資本市場中，理性的投資者會對其投資支付公平的價格，經理人努力程度愈高，投資者願支付的價格愈高，而現有的股東（包括管理階層）將能夠自該投資獲取所有的正淨現值。

³ 根據 Heaton (2002) 的理論架構，經理人所認知的資本市場對其公司價值低估的程度將決定他在融資順位上的偏好，而此偏好的形成將不用透過資訊不對稱或代理問題的觀點來解釋。此處因為資訊不對稱的存在，使得經理人高估權益的價值，而市場則低估之，與 Heaton 假設沒有資訊不對稱下，市場將對權益價值做出正確判斷的情況不同，亦即 Fairchild 認為經理人和市場之間資訊不對稱的差距比 Heaton 假設的還大。

和 Landier & Thesmar (2009) 分別以美國和法國公司為樣本，發現就籌措資金而言，相較於發行權益證券，過度自信的經理人不是較為依賴長期負債就是短期負債。Lin et al. (2008) 亦採用 Heaton (2002) 的模型，發現臺灣上市公司中，具有樂觀傾向的經理人面臨資金需求時，更會採用負債融資。故建立本研究假說 1。

假說 1：相對於非過度自信經理人，過度自信經理人與負債水準的敏感度為正

由上述可知，相較於非過度自信經理人，過度自信經理人會傾向舉債，然而，當經理人當處於家族企業時，過度自信與負債水準的敏感度是否會受到「家族特性」影響？

承假說 1 所述，相較於非過度自信經理人，過度自信經理人可能會傾向於舉債以對於市場釋放訊號。然而，此舉動可能會受到家族企業特性的影響，降低其釋放訊號的需求，使得過度自信經理人與舉債行為的敏感度下降。第一，相較於非家族企業，家族企業的股權集中 (Anderson et al., 2003)，家族控制股東有較強烈的動機來監督經理人，使得經理人與股東之間的代理問題與資訊不對稱程度較低，因此，經理人舉債以釋放自身能力訊號的需求亦較低 (Fairchild, 2006; Fairchild, 2007)。第二，相較於非家族企業，家族會將企業視為一項傳承後代的資產 (Zahra, 2005)，家族長期經營的特性，使得銀行等金融機構通常會與家族企業的經理人發展私人且訊息互通的關係 (Anderson et al., 2003)，Hoshi et al. (1991) 亦指出，企業與銀行關係密切時，資訊不對稱程度低且融資管道穩定。在此情況下，過度自信經理人較不需要針對短期的股價波動做出釋放訊號的動作。第三，與財富的追求相比，家族企業經理人更重視的是家族企業本身的聲譽 (Schulze et al., 2002)，且股權集中較不受市場監督 (Gomez-Mejia et al., 2003)，因此，相較於非家族企業，家族企業對於績效敏感度較低(其績效普遍低於非家族企業) (Smith & Amoako-Adu, 1999; Filatotchev et al., 2005)，且比非家族企業更注重企業的長期生存 (Casson, 1999)，而非短暫的績效表現，在此情況下，過度自信經理人較不需要利用負債來對市場釋放正面訊號，造成過度自信經理人與負債水準的敏感度下降。

另外，由假說 1 可知，相較於非過度自信經理人，過度自信經理人可能會高估公司未來盈餘的成長率或未來的現金流量，或是低估公司在產生未來盈餘或現金流量上的風險 (Roll, 1986)，而傾向於使用負債融資。因此，相較於非

過度自信經理人，過度自信經理人與負債水準的敏感度為正。然而，家族的風險趨避特性，可能會為過度自信經理人與負債水準的敏感度帶來負向的影響。可能原因為，家族資金的投資通常多集中於該企業 (Agrawal & Nagarajan, 1990)，且家族經理人的個人財富和家族未多角化的人力資本都與公司直接相關 (Mishra & McConaughy, 1999)。Schulze et al. (2002) 即指出當家族企業經理人面臨風險性決策時，會因家族財富安全的考量而延緩該投資，不願致使公司暴露在過高的財務風險下 (Casson, 1999)。此風險趨避的特性亦可能使過度自信經理人偏好高舉債的行為受到壓制，降低過度自信與負債水準的敏感度。同時，家族企業與一般外部投資人的資訊不對稱程度較高，使其進行投資時，更傾向使用內部資源，以避免財務風險 (James, 1999; Millet-Reyes, 2004)。Agrawal & Nagarajan (1990) 也指出其樣本中那些沒有長期負債的公司比較可能是家族所控制的公司。而家族公司發行短期負債的意願可能更低，短期債券的保護債權人條款通常較為嚴格，加上重新取得融資利率的不確定性，無法即時透過發行新債來償還舊債的風險性高，這些都會影響到家族公司發行短期債券的意願 (Mishra & McConaughy, 1999)。

因此，過度自信經理人較非過度自信經理人更容易傾向舉債的行為，在家族企業中可能會由於上述原因而改變。家族特性可能造成過度自信經理人釋放訊號的需求減少，及家族企業風險趨避等因素，使得過度自信經理人與負債水準的敏感度下降。因此提出假說 2-1。

假說2-1：因為家族企業釋放訊號的需求較低或風險趨避的特性，使過度自信經理人與負債水準的敏感度減少。

另一方面，假說 1 中，相較於非過度自信經理人，過度自信經理人與負債水準的敏感度為正的效果亦可能受到家族企業維持控制權的特性影響，使得敏感度更增加。

Casson (1999) 認為家族控制股東和家族經理人視公司為一種可流傳於家族成員的資產，他們希望能將該事業傳承給下一代，因此家族企業的控制股東有很強的誘因去維持其對公司的控制權 (Harijono et al., 2004)。若自控制私有利益理論的觀點而言，家族控制股東為獲取如利己交易、內部人交易和維繫家族聲譽等利益，有動機藉由操縱負債水準，以剝削小股東來鞏固自身的控制私有利益 (Shleifer & Vishny, 1997; Ehrhardt & Nowak, 2001)。Bebchuk (1999a, 1999b) 認為所有權的集中程度是視控制權所能帶來的私有利益之大小而定，

當握有控制權所能帶來的私有利益愈大，維持公司的控制權將可獲得大部分的好處；又對現有股東而言，負債可以作為維持控制權的一種工具 (Harris & Raviv, 1988)，因此，控制股東為獲取大部分的私有利益，將會增加負債水準以維持控制權。管理據守效果(entrenchment effect)亦有可能會驅使控制股東利用提高負債水準的方式來維持其控制權，同時藉此阻礙外部投資者可能的收購行為 (Stulz, 1988)。DeAngelo & DeAngelo (1985) 則認為若家族人力資本越集中，維持控制權的利益也越大，故會增加舉債。Kim & Sorensen (1986) 主張內部人控制公司(insider-controlled firms)的內部管理者會透過增加舉債來維持其控制權，甚至會選擇超過最適資本結構的負債水準。因此，相對於非過度自信經理人，當過度自信經理人身處於家族企業時，其高估未來盈餘或低估風險而傾向舉債的行為，將受到家族維持控制權的影響，更以舉債為首要融資選擇，導致過度自信與負債水準的敏感度增加。

以上所述為家族企業對於負債的需求面，另外，以負債的供給面而言，Anderson et al. (2003) 自負債代理成本的角度切入，認為債權人視家族所有權為一種能夠為其利益提供較佳保護的治理結構。因此，家族企業相較於非家族企業面臨較低的負債代理成本，亦即舉債的資金成本較低。使得過度自信經理人處於家族企業時，會因為較容易獲得負債融資的來源，而更強化過度自信經理人高舉債的效果。據此，相較於非過度自信經理人，過度自信經理人與負債水準的敏感度為正時，可能受到家族企業維持控制權的特性影響，或是負債代理成本較低而使敏感度增加。因此提出假說 2-2。

假說2-2：因為家族企業維持控制權的特性或是負債代理成本較低，使過度自信經理人與負債水準的敏感度增加。

McConaughy (2000), Anderson & Bizjak (2003) 和 Blumentritt et al. (2007) 等皆認為有必要區別家族企業中家族成員經理人(家族CEO)和非家族成員經理人(非家族CEO)決策行為的差異。家族企業中家族成員經理人(家族CEO)和非家族成員經理人(非家族CEO)決策行為的差異，主要來自於這兩類經理人身份的不同，而使得其動機與能力產生差異，最後導致不同的決策行為。以動機而言，McConaughy (2000) 認為有別於非家族CEO，家族CEO身為家族成員，會因為想要傳承公司或是維持家族聲譽等獨特的誘因而極大化公司價值。然而，就能力而言，Blumentritt et al. (2007) 則指出，非家族CEO是自人力市場聘請而來，應同時具有專業能力以及與家族成員溝通的能力，才能有效提升

公司價值。正因為家族CEO和非家族CEO在動機與能力上的差異，導致其在各項財務決策(如投資決策、融資決策或是股利決策等)上均可能有不同的考量。

因此，本研究希望進一步分析，若假說2-1與假說2-2中，家族企業特性會對於經理人過度自信與負債水準的敏感度具有影響，此影響效果究竟是家族企業中何種類型經理人所造成？因此，本研究分別就家族企業中的家族CEO與非家族CEO差異，來探討相較於非家族企業中的專業經理人，家族企業的家族CEO和非家族CEO在均具有過度自信特質的情況下，何者的舉債行為受到家族企業特性的影響較大？

首先，就家族企業中的家族CEO而言，Tsai et al. (2009) 指出，家族CEO地位較鞏固而不容易被替換 (Gomez-Mejia et al., 2001)，且在決策的考量上更重視家族的財富及聲譽，且相較於非家族企業中的專業經理人，家族CEO的持股多集中於該企業。其股權集中的特性使得代理問題與資訊不對稱程度較低，因此，經理人舉債以釋放自身能力訊號的需求亦較低 (Fairchild, 2006; Fairchild, 2007)。在此情況下，當過度自信經理人為家族CEO時，可能因釋放訊號的需求較低，使得過度自信經理人與負債水準的敏感度下降。同時，自型一代理問題⁴的觀點而言，經理人與股東利益不一致時，經理人可能會採取有害公司價值極大化之行為，以獲取自身利益 (Jensen & Meckling, 1976)。然而，家族的投資多集中於該企業 (Agrawal & Nagarajan, 1990)，且家族CEO的個人財富和家族未多角化的人力資本都與公司直接相關 (Mishra & McConaughy, 1999)，因此，經理人對公司的持股會影響到經理人風險承擔的傾向 (Eisenhardt, 1989)。Chen & Steiner (1999) 指出，當經理人持股愈高時，其涉險程度愈大，當其持股達到某種程度時，會傾向於趨避風險。在持股過高而無法分散風險的考量下，可能會減少舉債以避免財務風險。此情況下，當過度自信的經理人為家族CEO，過度自信與負債的敏感度亦會降低。綜上所述，假說2-1所述之家族釋放訊號的需求較低與風險趨避特性使得過度自信經理人與負債水準的敏感度降低的情況，主要可能來自於家族CEO所導致。因此，提出假說3-1。

假說3-1：當過度自信經理人為家族CEO時，可能因為釋放訊號的需求較低或風險趨避的特性，使過度自信經理人與負債水準的敏感度減少。

⁴ Jensen & Meckling (1976) 指出，當企業股權過於分散，所有者與管理者不同，可能會導致權益代理問題，此為型一代理問題。

然而，相較於非家族企業中的專業經理人，家族企業中的家族CEO股權集中，此情況亦可能使得過度自信經理人與負債水準的敏感度增加。特別是當經理人持股過高時，可能產生型二代理問題⁵，此時可能會透過高舉債方式剝削小股東或是債權人利益。Bebchuk (1999a, 1999b) 認為維持控制權可幫助企業獲得私有利益。因此，相較於非家族企業中的專業經理人，若家族企業中的過度自信經理人為家族CEO時，可能提高舉債以維持其對企業的控制權以從事剝削的行為。因此，當過度自信經理人為家族CEO時，亦可能為了維持控制權的考量，使得過度自信經理人與負債水準的敏感度增加。因此，提出假說3-2。

假說3-2：當過度自信經理人為家族CEO時，可能因為維持控制權的考量，使過度自信經理人與負債水準的敏感度增加。

另外，就家族企業中的非家族CEO而言，Solomon et al. (2003) 發現，臺灣家族企業中的非家族CEO多由家族董事所指派，非家族CEO在進行決策時，常會受到家族控制股東的監控。相較於非家族企業中的專業經理人，家族企業中非家族CEO本身的特質，會特別受到家族企業特性的牽制。在控制股東與經理人之間資訊不對稱較低的情況下，過度自信的經理人利用舉債以釋放自身能力訊號的需求可能較低，因此，當過度自信經理人為非家族CEO時，過度自信經理人與負債水準的敏感度可能下降。另一方面，Chen (2005) 指出，相較於非家族企業中的專業經理人，由於家族企業的股權較非家族企業集中，在經營權與所有權較為分離的情況下，經理人與股東之間的代理問題較不嚴重，且非家族CEO易受到家族董事的嚴密監控，使其績效與薪酬的敏感度高於非家族企業的專業經理人。在此情況下，相較於非家族企業的專業經理人，當家族企業中的過度自信經理人為非家族CEO時，會更在乎企業績效，且在面對人力市場的競爭下，可能會更傾向於風險趨避而減少舉債，以避免過高的財務風險。如此當過度自信的經理人為非家族CEO時，過度自信與負債水準的敏感度亦可能降低。因此，提出假說3-3。

假說3-3：當過度自信經理人為非家族CEO時，可能因為釋放訊號的需求較低或風險趨避的特性，使過度自信經理人與負債水準的敏感度減少。

⁵ La Porta et al. (1999) 指出，當企業股權集中導致控制權與經營權無法分離時，會產生控制股東與小股東之間的代理問題，此時控制股東將有動機及能力做出傷害小股東利益的決策，此為型二代理問題。

然而，家族企業之非家族CEO可能較不被家族成員所信任 (Anderson & Bizjak, 2003)，因此，當家族企業聘請非家族CEO時，家族成員亦可能會有更大誘因去維持控制權以積極牽制該非家族CEO (Solomon et al., 2003)。同時，非家族CEO可能為了取得家族成員對其能力的認同，透過舉債方式對外放射訊號證明其自身能力，藉由負債提高其努力程度 (Fairchild, 2007)。因此，當過度自信經理人為非家族CEO時，由於家族企業維持控制權的特性，或其身為非家族成員需要藉由負債對外釋放訊號的原因，使得過度自信與負債的敏感度可能隨之增加。

假說3-4：當過度自信經理人為非家族CEO時，可能因為家族維持控制權的考量，或是非家族CEO藉由舉債釋放訊號的需求，使過度自信經理人與負債水準的敏感度增加。

參、研究方法

本章首先說明本文的研究對象以及資料來源，其次進行實證模型的設計，說明本文使用的統計分析方法，並針對模型中的變數建立操作性定義，以驗證研究假說。

一、研究對象與資料來源

本研究以臺灣證券交易所上市(櫃)公司為研究對象，由於金融保險業屬管制性產業，其財務與會計處理和其他產業差異較大，故參照 Lin et al. (2008) 的做法排除金融保險業。研究期間含括 2001 年至 2007 年，由於政府在 2001 年對公司法有重大的修正，針對董監事資格、選任及解任等相關規定有突破性的變革，因此選取 2001 年為起始年度，以避免橫跨修法年度所產生的潛在影響。再者，為避免「存續偏差」(survivorship bias)，本研究也參照 Lin et al. (2008) 的做法，將已下市公司的歷史資料納入。資料來源為臺灣經濟新報資料庫(Taiwan

Economic Journal Database, TEJ Database), 以及臺灣各上市(櫃)公司年報與公開說明書(主要來源為公開資訊觀測站)。本研究之樣本公司共計有 1215 家, 扣除資料有所缺漏致無法判斷是否為家族企業者後, 共計有 8081 個觀察值。又本研究採用 3SLS 的實證模型, 若負債水準、成長機會、股權偏離程度及股利率等內生變數之資料有遺漏時, 將導致模型因缺乏應變數而使估計產生偏誤, 故進一步將內生變數遺漏之樣本加以刪除, 最後得到 6862 個觀察值。其中, 家族企業計有 3266 個觀察值, 約占總觀察樣本的 47.59% (其中由家族成員擔任 CEO 者(即家族 CEO)共計有 2197 個觀察值, 約占家族企業觀察樣本的 67.27%。由非家族成員擔任 CEO 者(即非家族 CEO)計有 1069 個觀察值, 約占家族企業觀察樣本的 32.73%) ; 非家族企業計有 3596 個觀察值, 約占總觀察樣本的 52.41%。

二、變數定義

本節針對研究所需之各主要解釋變數作詳細定義, 而控制變數部分之操作性定義則列於表 1。

(一) 過度自信

本研究主要探討過度自信經理人與負債水準的敏感度, 及其敏感度是否受到家族企業特性的效果所影響, 因此建立過度自信的虛擬變數(O)來測試。本研究以 CEO 來代表公司的經理人, O_{it} 代表第 i 家公司在會計年度 t 的 CEO 過度自信虛擬變數。若該 CEO 具有過度自信則為 1, 否則為 0。Malmendier & Tate (2005) 認為 CEO 的個人財富、名聲和事業都和其公司的表現緊密相關, 而暴露在公司特有的風險(idiosyncratic risk)之下, 但卻無法透過賣空(short-selling)其自家公司的股票來避險, 因此 CEO 應有誘因最小化其對自家公司的持股。但一個過度自信的經理人卻會因為看好其公司的未來表現, 不僅不會最小化對其自家公司的持股, 反而會持續增加股權的持有, 以從預期的未來收益中獲利。因此 Malmendier & Tate (2005) 取任期至少十年的經理人為樣本, 再計算每位經理人任期前五年中每年對自家公司股票的平均持股數, 若五年中至少有三年的平均持股數是增加的, 亦即其公司股票屬於淨買入的年數大於淨賣出的年數, 即判斷該經理人具過度自信的傾向。而 Lin et al. (2008) 則是考量臺灣

現況後，採用任期至少五年的經理人，並以經理人的任期前三年的平均持股數來判斷過度自信的傾向。然而，由於公司法規定經理人三年一任，且本研究必須將樣本細分為家族企業與非家族企業子樣本，若採用 Malmendier & Tate (2005) 或是 Lin et al. (2008) 的衡量方式，會使本研究樣本數大幅減少。因此，本文取任期至少三年的 CEO，若在此三年中其公司股票屬於淨買入的年數大於淨賣出的年數，即將之判定為過度自信的經理人。而 Lin et al. (2008) 原本取 CEO 任期至少為五年的作法將留待做為穩健性測試⁶。

(二) 家族企業

本研究另外探討過度自信經理人與負債水準的敏感度是否受到家族企業特性影響。因此納入家族企業的虛擬變數(FB)來檢測。FB_{it}代表的是第 i 個公司在會計年度 t 是否為家族企業的虛擬變數。若該公司為家族企業則為 1，否則為 0。參照 Mok et al. (1999) 和葉銀華 (1999) 的定義：(a)家族成員⁷或其控制的公司等最終控制者之直接持股與間接持股之持股比率總和超過 10%；(b)家族成員或家族成員之親屬擔任董事長或總經理；(c)家族成員或其控制之公司占董事會席位超過 50%。符合上述(a)與(b)或(a)與(c)情形之一者，即定義為家族企業；FB_{it} * O_{it} 此交乘項的兩個變數若都代入 1，表示該經理人是家族企業經理人且具有過度自信的特質。若 FB_{it} 代入 1，O_{it} 代入 0，則表示該經理人是家族企業中不具有過度自信傾向的經理人；FCEO_{it} 代表的是第 i 個家族公司在會計年度 t 的 CEO 是否由家族成員擔任的虛擬變數。由家族成員擔任者為 1，否則為 0；FNFCEO_{it} 代表的是第 i 個家族公司在會計年度 t 的 CEO 是否由非家族成員擔任的虛擬變數。由非家族成員擔任者為 1，否則為 0。FCEO 之

⁶ 本文採用的過度自信衡量指標，主要參考Malmendier & Tate (2005) 與Lin et al. (2008) 的研究，並考量台灣現況後予以修改。過去研究亦有採用盈餘預測誤差 (Lin et al., 2005)、內部人持股淨買入除以淨賣出比率 (Doukas & Petmezas, 2007) 等衡量方式，然而，盈餘預測誤差的部分，其樣本期間僅止於2004年，在2005年以後的樣本數極少，無法涵蓋本研究的樣本期間。在內部人持股淨買入除以淨賣出比率的部分，由於內部人持股的增加無法直接而僅能間接反映經理人的過度自信傾向，故並未以此為主要的衡量方式。本研究所採的過度自信衡量指標是在考量各方面因素後，最能反映台灣上市公司經理人過度自信傾向的指標，但為求研究的嚴謹性，乃將其它衡量方式置於穩健性測試。

⁷ 在此將二等親之內，如父子、兄弟及配偶等關係納入家族成員，較符合國內的實情 (葉銀華，1999；馬黨、李永全，2008)。

判斷，利用 TEJ 資料庫提供之最終控制者名單，比對公司年報總經理資料，若總經理屬於最終控制者名單之家族成員，則視其為 FCEO。

(三) 控制變數

關於模型控制變數的選取，本研究參考Rajan & Zingales (1995)、Baker & Wurgler (2002)、Frank & Goyal (2007) 及Lin et al. (2008) 等相關文獻的做法。DEV_{it}為第i個公司在會計年度t控制權和現金流量權偏離的程度，又稱股權偏離。Du & Dai (2005) 發現當股權偏離情況嚴重時，表示控制股東透過極少的現金流量權來握有極高的控制權。高槓桿水準雖會導致高財務風險，但當股權偏離嚴重時，控制股東將較不在意此風險，因為較低的現金流量權，使控制股東不用去承擔過多上述風險所產生的損失。透過舉債融資，除可解決公司資金不足的問題外，亦可轉嫁風險給債權人，因此股權偏離越嚴重，控制股東越有誘因選擇較高的槓桿水準；PRF_{it}是指第i個公司在會計年度t的獲利能力。依據Myers & Majluf (1984) 融資順位的觀點，獲利能力越高的公司，可以產生越多的內部資金以因應公司的融資需求，公司較不必要進行外部融資，因此獲利能力與負債水準呈負向關係；SIZE_{it}是指第i個公司在會計年度t的公司規模。Oliver (2005) 指出，較大的公司規模在發行債券時交易成本較低，或資訊不對稱的程度較不嚴重，更容易利用舉債來融資，故預期公司規模與負債比例呈正向關係；Q_{it}是指第i個公司在會計年度t的未來成長機會。Myers (1977) 指出未來投資機會的現值屬於無形且具不確定性，債權人無法從其中獲得保障，債權人會採取減少貸款額度或設定限制條款等措施，使公司舉債成本提高。因此，本研究預期未來成長機會與負債水準呈負向關係；COL_{it}是指第i個公司在會計年度t的資產抵押價值。Oliver (2005) 認為，有形資產較無形資產更能改善資訊不對稱的狀況，或在公司破產時通常具有較高的價值。若公司以有形資產來作為抵押品，債權人所面臨的經理人道德風險之程度會減輕，這也對債權人釋放出一個正面的訊號。因此，本文預期資產抵押價值與負債水準呈正向關係；DIV_{it}是指第i個公司在會計年度t的股利發放率。Fama & French (2002) 指出發放股利的公司可能表示在考量投資機會後其仍屬於高盈餘的公司，融資需求較低，因而可維持較低的負債比率。因此，本文預期股利率和負債水準呈負向關係；DEP_{it}是指第i個公司在會計年度t的折舊稅盾。折舊稅盾為企業最主要的非負債稅盾，具有節稅的利益，因此與負債稅盾具有抵換的關係 (馬黛、李永全，

2008)。本文預期折舊稅盾越大，企業透過舉債以取得負債抵稅利益的動機越低，因此折舊稅盾與企業的負債水準呈負向關係； RD_{it} 是指第*i*個公司在會計年度*t*的研發支出率，研發支出越高表示公司對無形資產的投入越多，由於有形資產較無形資產更能改善資訊不對稱的狀況，或在公司破產時通常具有較高的價值 (Oliver, 2005)，再加上研發失敗的風險性大，都使負債融資的成本提高，因此本文預期研發支出率與負債水準呈負向關係； CF_{it} 是指第*i*個公司在會計年度*t*的現金流量權，現金流量權越高時，代表控制股東的所有權越集中而與管理者的經營權分離程度越大，造成管理者與股東間的代理問題 (Jensen & Meckling, 1976)，使得外部融資成本提高。然而，若現金流量權集中於管理者，則亦可能導致其因職位鞏固而從事自利行為 (Morck et al., 1988)，使代理問題惡化。因此本文預期現金流量權與負債水準呈負向關係； IND_{it} 為第*i*個公司在會計年度*t*所處的產業虛擬變數； Y_{it} 為第*i*個公司在會計年度*t*所處的年度虛擬變數。而變數之操作性定義見表1。

三、研究模型

為驗證本研究所提出的假說，發展模型如下(ε_{it} 、 μ_{it} 、 ζ_{it} 、 ξ_{it} 、 ω_{it} 為各式誤差項)：

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FB_{it} + \beta_2 O_{it} + \beta_3 FB_{it} * O_{it} + \beta_4 DEV_{it} + \beta_5 PRF_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Q_{it} + \beta_8 COL_{it} + \beta_9 DIV_{it} + \beta_{10} DEP_{it} + \beta_{11} RD_{it} + \beta_{12} CF_{it} + \beta_{13} LEV_{it-1} + \beta_{14} IND_{it} + \beta_{15} Y_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$LEV_{it} = v_0 + v_1 FCEO_{it} + v_2 FNFCEO_{it} + v_3 O_{it} + v_4 FCEO_{it} * O_{it} + v_5 FNFCEO_{it} * O_{it} + v_6 DEV_{it} + v_7 PRF_{it} + v_8 SIZE_{it} + v_9 Q_{it} + v_{10} COL_{it} + v_{11} DIV_{it} + v_{12} DEP_{it} + v_{13} RD_{it} + v_{14} CF_{it} + v_{15} LEV_{it-1} + v_{16} IND_{it} + v_{17} Y_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

$$Q_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 LEV_{it} + \gamma_2 DEV_{it} + \gamma_3 DIV_{it} + \gamma_4 SIZE_{it} + \gamma_5 COL_{it} + \gamma_6 FCEO_{it} + \gamma_7 OUT_{it} + \gamma_8 RD_{it} + \gamma_9 RISK_{it} + \gamma_{10} IND_{it} + \gamma_{11} Y_{it} + \zeta_{it} \quad (3)$$

$$DEV_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 LEV_{it} + \lambda_2 Q_{it} + \lambda_3 DIV_{it} + \lambda_4 SIZE_{it} + \lambda_5 COL_{it} + \lambda_6 IND_{it} + \lambda_7 Y_{it} + \xi_{it} \quad (4)$$

$$DIV_{it} = \kappa_0 + \kappa_1 LEV_{it} + \kappa_2 Q_{it} + \kappa_3 DEV_{it} + \kappa_4 GRO_{it} + \kappa_5 RISK_{it} + \kappa_6 IND_{it} + \kappa_7 Y_{it} + \omega_{it} \quad (5)$$

表 1 變數之操作性定義

變數	操作性定義	變數	操作性定義
負債水準 (LEV)	總負債的帳面價值/總資產的帳面價值	股利發放率 (DIV)	(普通股現金股利 + 特別股現金股利)/稅後淨利
家族企業 ^a (FB)	家族企業=1，非家族企業=0	折舊稅盾 (DEP)	折舊費用/營業收入淨額
家族CEO ^b (FCEO)	若該年度該家族企業是由家族成員擔任CEO，則設虛擬變數=1，否則為0	研發支出率 (RD)	研發支出/銷貨淨額
非家族CEO (FNFCEO)	若該年度該家族企業是由非家族成員擔任CEO，則設虛擬變數=1，否則為0	外部董事比例 (OUT)	外部董事 ^d 人數/全體董事人數
過度自信 (O)	該CEO過度自信=1，該CEO非過度自信=0	現金流量權 (CF)	最終控制股東之直接持股率 + Σ (各控制鏈之間接持股率乘積)
偏離程度 ^c (DEV)	控制權/現金流量權	企業成長率 (GRO)	(本年營業收入淨額/上年營業收入淨額) - 1
獲利能力 (PRF)	息前稅前及折舊前盈餘/總資產帳面價值	營運風險 (RISK)	前五年獲利能力的標準差。 獲利能力 = 息前稅前及折舊前盈餘/總資產帳面價值
公司規模 (SIZE)	\ln [總資產帳面價值]	產業別 (IND)	公司所屬產業的虛擬變數
未來成長機會 (Q)	(總負債的帳面價值 + 股東權益市值)/(總資產帳面價值)	年度 (Y)	公司所處年度的虛擬變數
資產抵押價值 (COL)	(總固定資產)/總資產帳面價值		

a.根據葉銀華 (1999) 的定義, 家族成員或其控制的公司的持股比率總和超過 10%且在董事會擁有席位或家族成員占公司董事席位過半者為家族公司。 b.家族成員 CEO 之判斷, 利用 TEJ 資料庫提供之最終控制者名單, 比對公司年報總經理資料, 若總經理屬於最終控制者名單之家族成員, 則視其為家族成員 CEO。 c. 其中控制權 = 最終控制股東之直接持股率 + Σ (各控制鏈最末端之間接持股率); 現金流量權 = 最終控制股東之直接持股率 + Σ (各控制鏈之間接持股率乘積)。 d.參照 Pearce & Zahra (1992) 的定義, 以董事未在公司或附屬機構擔任高階主管者且其配偶及二等親亦非為公司高階主管或大股東者為外部董事。

本研究採用聯立方程式三階段最小平方法(3SLS)來衡量變數間的關係, 這樣的作法具有兼顧獨立衡量與聯立決定變數關係的優點, 同時也能修正變數內生性的偏誤, 故本文將以 3SLS 的結果為主要探討的對象。彙整以往文獻 (Jensen et al., 1992; Harvey et al., 2004; 洪榮華等, 2005; 洪榮華等, 2009), 發

現負債水準、所有權結構、未來成長機會及股利率等四變數具有互為因果之關係，若忽略此情形，將導致式(1)的估計結果出現誤差。因此，本研究將利用聯立方程式 3SLS 來衡量變數間的關係，將負債水準(LEV)、股權偏離程度(DEV)、未來成長機會(Q)與股利發放率(DIV)視為內生變數，另外建立式(3)、式(4)與式(5)三式，並將式(1)與式(2)各自與式(3)、式(4)與式(5)搭配成聯立方程式，以進行三階段最小平方法的估計。式(3)、式(4)與式(5)分別以偏離程度(DEV)、未來成長機會(Q)以及股利率(DIV)這三個內生變數作為應變數，再各自根據過去文獻，加入可能影響其應變數的其他控制變數 (葉銀華、邱顯比，1996；洪榮華等，2005)。首先，參考 Harvey et al. (2004) 在式(3)中加入公司規模(SIZE)、資產抵押價值(COL)、家族 CEO(FCEO)、外部董事比例(OUT)、公司研發支出率(RD)以及營業風險(RISK)。式(4)中，參考 Harvey et al. (2004) 加入公司規模(SIZE)為解釋變數。此外，參考以往文獻 (洪榮華等，2009)，再加入資產抵押價值(COL)，由於偏離程度(DEV)之衡量方式為控制權除以現金流量權，可知控制權為影響偏離程度的主要因子。最後，在式(5)中，Miller & Rock (1985) 認為股利發放率與未來獲利能力具有關係，故藉此加入成長率(GRO)，而 Jensen et al. (1992) 認為高營業風險隱含未來獲利能力不確定性高，可能影響股利支付能力，故再加入營業風險(RISK)。

肆、實證結果與分析

實證結果與分析包含三個部分，首先，藉由敘述性統計分析樣本的分布特性，並以單變量分析(t 檢定及 Mann-Whitney U 檢定)比較家族企業與非家族企業樣本的差異。其次，考量變數間的因果關係後，採用三階段最小平方法(Three-stage Least Squares, 3SLS)驗證假說。第三部分為穩健性檢定。

一、敘述性統計與單變量分析

表 2 為家族企業與非家族企業的樣本敘述統計。家族企業占總樣本比例約 47.59%，非家族企業占總樣本比例約 52.41%。本文經由 t 檢定和 Mann-Whitney U 檢定來判斷兩群樣本之間的差異性。由表 2 得知家族企業與非家族企業之多

數變數均具有顯著差異。首先，家族企業負債水準之平均數(中位數)為 0.412(0.405)高於非家族企業之 0.396(0.395)，且在差異性檢定上達到 1%的顯著水準，顯示家族企業可能會利用高舉債的方式避免股權稀釋、維持控制權及剝削小股東以獲取「控制私有利益」。另外，過度自信傾向的經理人在家族企業的比例(0.560)顯著(在差異性檢定上達到 1%的顯著水準)低於非家族企業的比例(0.660)，顯示家族企業中的經理人可能較會受到家族企業特性的壓制。

控制變數部份，家族企業與非家族企業在偏離程度、獲利能力、未來成長機會、研發支出率、外部董事比例、企業成長率與營運風險上，非家族企業皆高(大)於家族企業且達顯著水準；但在公司規模、資產抵押價值與現金流量權上，家族企業卻高(大)於非家族企業且達顯著水準。

表 2 家族企業與非家族企業樣本之差異性檢定

變數名稱	家族企業		非家族企業		差異性檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	t值	Z值
負債水準(LEV)	0.412	0.405	0.396	0.395	3.906***	3.152***
過度自信(O)	0.451	0.000	0.540	1.000	-7.370***	-7.341***
偏離程度(DEV)	2.180	1.020	2.669	1.130	-1.697*	-20.745***
獲利能力(PRF)	0.072	0.076	0.103	0.105	-10.411***	-14.715***
公司規模(SIZE)	15.224	15.106	14.857	14.671	11.170***	13.398***
未來成長機會(Q)	1.368	1.102	1.874	1.386	-15.074***	-17.171***
資產抵押價值(COL)	0.280	0.254	0.244	0.197	7.891***	9.111***
股利發放率(DIV)	0.378	0.259	0.435	0.343	-0.961	-3.457***
折舊稅盾(DEP)	0.037	0.014	0.036	0.013	0.302	0.882
研發支出率(RD)	0.022	0.006	0.041	0.020	-6.938***	-21.401***
外部董事比例(OUT)	0.067	0.000	0.152	0.111	-23.626***	-23.505***
現金流量權(CF)	20.704	18.475	10.345	2.900	25.081***	23.089***
企業成長率(GRO)	0.132	0.056	0.307	0.118	-2.104**	-10.692***
營運風險(RISK)	0.046	0.034	0.057	0.044	-9.249***	-12.424***

說明：*表示差異達 10%顯著水準，**達 5%顯著水準，***達 1%顯著水準。

本研究進一步區分家族企業中，經理人由家族 CEO、非家族 CEO 與非家族企業中的專業經理人擔任三種類型樣本的敘述統計與單變量分析。結果如表 3 所示，家族企業在由家族成員擔任 CEO(家族 CEO)者之舉債比率(0.399)顯著低於由非家族成員擔任 CEO(非家族 CEO)者之舉債比率(0.438)。顯示家族 CEO 的舉債行為較非家族 CEO 保守。具有過度自信的家族 CEO 比例(0.590)則顯著高於非家族 CEO(0.510)，顯示家族企業中以家族 CEO 過度自信的可能性較高。比較三種類型經理人可以發現，非家族 CEO 的過度自信比例最低，但舉債水準是三種類型經理人中最高，顯示相對於家族企業中的家族 CEO 與非家族企業中的專業經理人，由於身分的衝突造成家族企業對於非家族 CEO 的信任程度會較低，代理成本較高，使得非家族 CEO 可能更需要藉由舉債釋放訊號，以對外證明其績效與能力⁸。控制變數在獲利能力、研發支出率、外部董事比例與現金流量權方面，家族 CEO 皆顯著高於非家族 CEO。而公司規模、股利發放率、折舊稅盾與營業風險部份，非家族 CEO 皆顯著高(大)於家族 CEO。另外，偏離程度、未來成長機會、資產抵押價值與企業成長率方面，兩類 CEO 並無顯著差異。

另外，分別就家族企業中的家族 CEO 與非家族 CEO 分別與非家族企業的專業經理人比較。表 3 第一欄與第三欄顯示，家族企業中的家族 CEO 之負債水準(0.340)與非家族企業的專業經理人的負債水準(0.396)並無顯著差異。具有過度自信的家族 CEO 比例(0.485)則顯著低於非家族企業的專業經理人(0.540)。在控制變數方面，家族企業中的家族 CEO，其公司規模、資產抵押價值與現金流量權顯著高於非家族企業中的專業經理人；而偏離程度、未來成長機會、折舊稅盾、研發支出率、外部董事比例、企業成長機會及營運風險則顯著低於非家族企業中的專業經理人。表 3 第二欄與第三欄顯示，家族企業中的非家族 CEO 的負債水準(0.438)顯著高於非家族企業中專業經理人的負債水準(0.396)。亦顯示表 2 中，家族企業與非家族企業舉債水準的差異，主要是非家族 CEO 的舉債水準較高所導致。具有過度自信的非家族 CEO 比例(0.382)則顯著低於非家族企業的專業經理人(0.540)。顯示在家族企業中，不論是家族 CEO 或是非家族 CEO，其過度自信的比例皆低於非家族企業中的專業經理人。在控制變數方面，家族企業中的非家族 CEO，其公司規模、資產抵押價值、折舊稅盾與現金流量權皆顯著高於非家族企業中的專業經理人；而獲利能力、未來成長機會、研發支出率、外部董事比例及營運風險則顯著低於非家族企業中的專業經理人。

⁸ 感謝匿名評審的建議。

表 3 家族 CEO、非家族 CEO 與專業經理人之差異性檢定

變數名稱	家族CEO		非家族CEO		專業經理人		家族CEO與非家族CEO 差異性檢定		家族CEO與專業經理人 差異性檢定		非家族CEO與專業經理人 差異性檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數	t值	Z值	t值	Z值	t值	Z值
負債水準(LEV)	0.340	0.396	0.438	0.432	0.396	0.395	-5.852***	-5.106***	-0.754	0.482	7.109***	5.913***
過度自信(O)	0.485	0.000	0.382	0.000	0.540	1.000	5.605***	4.808***	-4.058***	-4.053***	-9.173***	-9.092***
偏離程度(DEV)	2.089	1.010	2.365	1.030	2.669	1.130	-0.728	-6.379***	-1.733*	-22.007***	-0.696	-8.687***
獲利能力(PRF)	0.077	0.080	0.062	0.068	0.103	0.105	3.696***	4.104***	-7.887***	-11.749***	-9.211***	-12.423***
公司規模(SIZE)	15.053	14.949	15.576	15.508	14.857	14.671	-11.064***	-10.945***	5.322***	7.453***	14.636***	16.494***
未來成長機會(Q)	1.375	1.100	1.354	1.106	1.874	1.386	0.604	-0.513	-12.709***	-15.016***	-9.562***	-12.412***
資產抵押價值(COL)	0.283	0.261	0.276	0.240	0.244	0.197	0.999	2.004**	7.578***	9.240***	4.684***	4.554***
股利發放率(DIV)	0.336	0.264	0.463	0.243	0.435	0.343	-1.752*	1.068	-1.484	-3.779***	0.295	-1.458
折舊稅盾(DEP)	0.033	0.013	0.046	0.016	0.036	0.013	-3.288***	-2.786***	-1.838*	-2.103**	2.716***	1.473
研發支出率(RD)	0.027	0.008	0.011	0.001	0.041	0.020	4.291***	10.615***	-4.240***	-14.771***	-7.367***	-22.074***
外部董事比例(OUT)	0.075	0.000	0.050	0.000	0.152	0.111	5.038***	5.101***	-18.460***	-18.565***	-19.051***	-18.674***
現金流量權(CF)	19.568	17.210	23.038	21.490	10.345	2.900	-4.883***	-4.837***	20.638***	18.447***	22.472***	19.771***
企業成長率(GRO)	0.115	0.061	0.166	0.038	0.307	0.118	-1.256	2.489**	-1.927*	-8.706***	-0.973	-8.758***
營運風險(RISK)	0.044	0.034	0.050	0.034	0.057	0.044	-4.015***	-1.971**	-9.995***	-12.219***	-3.551***	-6.817***

說明：*表示差異達 10%顯著水準，**達 5%顯著水準，***達 1%顯著水準。

為避免結果偏誤，本研究採用Pearson積差相關分析解釋變數間是否具有共線性的問題(限於篇幅將表省略)。除家族企業(FB)與家族CEO(FCEO)、非家族CEO(FNFCEO)之間直接相關性不論外，相關係數超過0.3者包含，未來成長機會與獲利能力(0.380)以及獲利能力與營運風險(-0.301)，但相關程度並不高，僅屬低度相關(楊世瑩，2006)。其餘各組自變數的相關係數均小於0.3，可見自變數之間相關性的問題不大。另外，二階段多元共線性的結果發現，迴歸式中所有變數皆通過條件指標(condition index)的檢定，在條件指標較嚴格的門檻值15的維度中，只有公司規模(SIZE)的變異數比例(variance proportions)超過0.9(0.98)，其餘變數的變異數比例均介於0~0.06之間，顯示變數間無多元共線性的問題。

二、3SLS 聯立方程式結果分析

為避免變數之間的內生性問題，本研究採3SLS聯立方程式加以驗證假說，即前述迴歸式中(1)(3)(4)(5)式，與(2)(3)(4)(5)式，各自以3SLS進行估計，結果則分別列於表4及表5。另外，針對家族企業中家族CEO與非家族CEO舉債決策的差異，如表6及表7所示。

(一) 假說 1 與假說 2 之實證結果

為探討過度自信傾向是否會影響企業的負債水準，以迴歸式中(1)(3)(4)(5)進行驗證假說1，實證結果如表4 Panel A第一欄所示。家族企業(FB)的係數為0.021達5%顯著水準，表示在經理人不具有過度自信的情況下，家族企業相較於非家族企業會有較高負債水準。顯示家族企業主要為了維持控制權的誘因而傾向增加負債。過度自信(O)之係數為0.023，達1%的顯著水準。顯示過度自信經理人相較於非過度自信經理人會舉借較高的負債，即過度自信經理人與負債水準的敏感度為正，符合假說1的推論。此結果亦與Lin et al. (2008)一致，即過度自信的經理人在面臨資金需求時，會優先考慮舉借價值被外部市場低估程度較小的負債而非權益來進行融資，因此他們會選擇較高的負債水準，同時亦可透過舉債來釋放經理人自身能力的正面訊號，提升努力程度(Fairchild, 2007)。家族企業與過度自信經理人之交乘項(FB*O)之估計係數為-0.017，且達5%的顯著水準。此結果表示，過度自信經理人在家族企業的舉債水準顯著

低於非家族企業。顯示若是家族企業的經理人具有過度自信的傾向時，過度自信對其舉債行為的敏感度會減少，符合假說2-1。主要可能是受到家族企業較不需要以負債放射訊號及風險趨避等家族特性影響⁹。即過度自信經理人處於家族企業時，舉債決策會受到以下幾項家族企業特性影響。第一，家族企業所有權結構集中，需透過降低負債水準來避免家族人力資源集中及財富多角化不足的風險。第二，家族企業希望該事業可代代相傳，對於控制風險(control risk)更加趨避，因此會降低舉債水準以減少公司破產的可能性，避免家族喪失控制權的風險。第三，家族亦重視聲譽的維持，會避免或降低舉債所帶來的財務風險，因此減少公司的負債水準。故過度自信經理人對於舉債的偏好，會受到家族企業風險趨避特性的調節，而選擇較低的負債水準。此外，家族企業中過度自信的經理人可能因以下原因，其藉由舉債以釋放訊號的需求較低。第一，相較於非家族企業，家族企業的股權集中 (Anderson et al., 2003)，經理人與股東之間的代理問題與資訊不對稱程度較低，因此，經理人舉債以釋放自身能力訊號的需求亦較低 (Fairchild, 2006; Fairchild, 2007)。第二，相較於非家族企業，家族長期經營的特性，使得銀行等金融機構通常會與家族企業的經理人發展私人且訊息互通的關係 (Anderson et al., 2003)，並且提供穩定的融資管道 (Hoshi et al., 1991)。在此情況下，過度自信經理人較不需要針對短期的股價波動做出釋放訊號的動作。第三，與財富的追求相比，家族企業經理人更重視的是家族企業本身的聲譽 (Schulze et al., 2002)，且比非家族企業更注重企業的長期生存 (Casson, 1999)，而非短暫的績效表現，在此情況下，過度自信經理人較不需要利用負債來對市場釋放正面訊號。因此，過度自信經理人與負債水準的敏感度在家族企業中會減少，即家族企業中的過度自信經理人負債水準會下降。但由表4 Panel B的Wald-test檢定可知，家族企業中的過度自信經理人，其舉債水準只會下降至與具有過度自信經理人的非家族企業之負債水準相當(係數為0.004，未達10%顯著水準)，但無法下降至與沒有過度自信經理人的非家族企業相當(係數為0.027，達1%顯著水準)。

⁹ 為避免家族企業經理人持股增加是為了維持控制權而非過度自信的情況，本研究另外分別以家族企業樣本中控制股東持股偏離程度前50%或是控制權分別達15%、20%及25%的企業做檢測，其過度自信係數仍達1%的顯著水準，顯示在經理人無須透過增加持股來維持控制權的情況下，其持股的增加應能適度反映出經理人的過度自信傾向。實證結果未列表，如有需要作者可提供相關資料。

表 4 負債水準聯立模型

Panel A: 3SLS 估計結果					
自變數	應變數	負債水準	未來成長機會	偏離程度	股利發放率
常數項		-0.485(0.110)***	-1.778(0.719)**	-5.716(2.043)***	0.488(0.175)***
負債水準(LEV)			1.194(0.887)	-2.730(1.504)*	-0.289(0.222)
家族企業(FB)		0.021(0.010)**			
過度自信(O)		0.023(0.007)***			
FB*O		-0.017(0.008)**			
偏離程度(DEV)		-0.057(0.007)***	0.129(0.080)		-0.027(0.020)
獲利能力(PRF)		-0.417(0.064)***			
公司規模(SIZE)		0.044(0.007)***	-0.013(0.010)	0.567(0.121)***	
未來成長機會(Q)		0.068(0.017)***		0.897(0.271)***	0.250(0.006)***
資產抵押價值(COL)		0.057(0.034)*	-0.023(0.082)	1.157(0.943)	
股利發放率(DIV)		-0.041(0.043)	3.976(0.182)***	-2.256(1.133)**	
折舊稅盾(DEP)		0.185(0.041)***			
研發支出率(RD)		-0.034(0.031)***	0.008(0.106)		
現金流量權(CF)		-0.002(0.000)***			
前期負債水準(LLEV)		0.687(0.040)***			
家族 CEO(FCEO)			0.002(0.030)		
外部董事(OUT)			0.000(0.079)		
企業成長率(GRO)					0.000(0.001)
營運風險(RISK)			11.324(2.475)***		-2.887(0.624)***
控制產業與年度因素	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
觀察值個數		6862	6862	6862	6862
Panel B: Wald-test 檢定					
			係數值	卡方值	
無過度自信的家族與無過度自信的非家族的差異(β_1)			0.021**	4.856	
過度自信的家族與過度自信的非家族 ($\beta_1 + \beta_2 + \beta_3$) - β_2			0.004	0.711	
過度自信的家族與無過度自信的家族 ($\beta_1 + \beta_2 + \beta_3$) - β_1			0.005	2.006	
過度自信的非家族與無過度自信的非家族 (β_2)			0.023***	9.314	
無過度自信的家族與過度自信的非家族 ($\beta_1 - \beta_2$)			-0.001	0.067	
過度自信的家族與無過度自信的非家族 ($\beta_1 + \beta_2 + \beta_3$)			0.027***	6.692	

說明：Panel A 中各欄標題為該方程式的應變數，也為聯立模型的內生變數。括弧內為估計係數之標準誤。

Panel B 的 Wald-test 檢定為 $LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FB_{it} + \beta_2 O_{it} + \beta_3 FB_{it} * O_{it} + \beta_4 DEV_{it} + \beta_5 PRF_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Q_{it} + \beta_8 COL_{it} + \beta_9 DIV_{it} + \beta_{10} DEP_{it} + \beta_{11} RD_{it} + \beta_{12} CF_{it} + \beta_{13} LEV_{it-1} + \beta_{14} IND_{it} + \beta_{15} Y_{it} + \varepsilon_{it}$ 式中各主要變數之係數檢定。

*表示達 10%顯著水準，**表示達 5%顯著水準，***表示達 1%顯著水準。變數操作性定義請參照表 1。

(二) 假說 3 之實證結果

由以上結果可知,過度自信經理人與負債水準的敏感度會受到家族企業特性的影響而減少。然而,家族企業可能任用自己的家族成員為 CEO(即家族 CEO),亦有可能自外延聘 CEO(即非家族 CEO)。因此,本研究欲探討過度自信經理人與負債水準的敏感度受到家族企業特性的影響而減少,主要是來自於家族企業中何種類型的 CEO 所導致。本研究利用式(2)(3)(4)(5)聯立的 3SLS 來驗證假說 3-1 至假說 3-4。在式(2)中加入下列主要解釋變數:家族企業中的家族 CEO(FCEO)、家族企業中的非家族 CEO(FNFCEO)、過度自信(O)以及兩個交乘項 FCEO*O 與 FNFCEO*O。

表 5 負債水準聯立模型

Panel A: 3SLS 估計結果					
自變數	應變數	負債水準	未來成長機會	偏離程度	股利發放率
常數項		-0.856(0.243)***	-1.782(0.714)**	-5.670(2.046)***	0.490(0.175)***
負債水準(LEV)			1.201(0.882)	-2.643(1.511)*	-0.293(0.222)
家族 CEO (FCEO)		0.025(0.016)	0.002(0.030)		
非家族 CEO (FNFCEO)		0.051(0.017)***			
過度自信(O)		0.069(0.018)***			
FCEO*O		-0.064(0.017)***			
FNFCEO*O		0.037(0.027)			
偏離程度(DEV)		-0.172(0.032)***	0.127(0.035)***		-0.030(0.020)
獲利能力(PRF)		0.264(0.223)			
公司規模(SIZE)		0.115(0.027)***	-0.012(0.010)	0.561(0.121)***	
未來成長機會(Q)		0.118(0.029)***		0.906(0.271)***	0.251(0.006)***
資產抵押價值(COL)		-0.020(0.096)	-0.021(0.081)	1.157(0.943)	
股利發放率(DIV)		-0.679(0.217)***	3.951(0.180)***	-2.271(1.135)**	
折舊稅盾(DEP)		0.051(0.181)***			
研發支出率(RD)		0.085(0.027)***	0.007(0.106)		
現金流量權(CF)		-0.006(0.002)***			
前期負債水準(LLEV)		0.223(0.182)			
外部董事(OUT)			0.003(0.079)		
企業成長率(GRO)					0.000(0.001)
營運風險(RISK)			10.945(2.463)***		-2.805(0.625)***
控制產業與年度因素		Yes	Yes	Yes	Yes

家族企業特性與經理人過度自信對其舉債決策之影響

觀察值個數	6862	6862	6862	6862	
Panel B: Wald-test 檢定				係數值	卡方值
具有過度自信之下					
家族 CEO 與非家族 CEO 舉債水準之差異 $(v_1 + v_3 + v_4) - (v_2 + v_3 + v_5)$				-0.126**	4.986
家族 CEO 與非家族企業專業經理人舉債水準之差異 $(v_1 + v_3 + v_4) - v_3$				-0.039**	5.286
非家族 CEO 與非家族企業專業經理人舉債水準之差異 $(v_2 + v_3 + v_5) - v_3$				0.087**	4.509

說明：Panel A 中各欄標題為該方程式的應變數，也為聯立模型的內生變數。括弧內為估計係數之標準誤。

Panel B 的 Wald-test 檢定為 $LEV_{it} = v_0 + v_1FCEO_{it} + v_2FNFCEO_{it} + v_3O_{it} + v_4FCEO_{it} * O_{it} + v_5FNFCEO_{it} * O_{it} + v_6DEV_{it} + v_7PRF_{it} + v_8SIZE_{it} + v_9Q_{it} + v_{10}COL_{it} + v_{11}DIV_{it} + v_{12}DEP_{it} + v_{13}RD_{it} + v_{14}CF_{it} + v_{15}LEV_{it-1} + v_{16}IND_{it} + v_{17}Y_{it} + \mu_{it}$ 式中各主要變數之係數檢定。

*表示達 10%顯著水準，**表示達 5%顯著水準，***表示達 1%顯著水準。變數操作性定義請參照表 1。

實證結果如表 5 的 Panel A 第一欄所示，家族 CEO(FCEO)的係數為 0.025，未達 10%顯著水準，而非家族 CEO(FNFCEO)的係數為 0.051，達 1%的顯著水準。此結果顯示，家族企業中的家族 CEO 對於負債水準的影響與非家族企業中的專業經理人無異，但家族企業中的非家族 CEO 舉債水準顯著高於非家族企業中的專業經理人。過度自信(O)的係數為 0.069，達 1%顯著水準，表示若非家族企業中的專業經理人具有過度自信，會傾向以舉債方式融資以避免企業價值被低估並且對於其管理能力釋放出正面訊號。考量家族特性的影響效果後，家族 CEO 與過度自信之交乘項(FCEO*O)的係數為-0.064，並達 1%的顯著水準，此結果表示相較於其他類型 CEO，當過度自信的經理人為家族 CEO 時，過度自信經理人與負債水準的敏感度會減少，支持假說 3-1。而非家族 CEO 與過度自信之交乘項(FNFCEO*O)的係數為 0.037，未達 10%的顯著水準。以上結果表示假說 2-1 中，過度自信經理人與負債水準的敏感度會受到家族企業特性的影響而下降，主要是來自於家族 CEO 所導致。

由表 5 Panel B 的 Wald-test 結果顯示，在家族企業特性的影響下，過度自信的家族 CEO 確實使過度自信經理人與負債水準的敏感度下降，使其負債水準非但低於非家族 CEO (係數為-0.126，達 5%顯著水準) 且也低於非家族企業的專業經理人(係數為-0.039，達 5%顯著水準)。顯示在家族企業中，家族 CEO 地位較鞏固而不容易被替換 (Gomez-Mejia et al., 2001)，且在決策的考量上更重視家族的財富及聲譽，企業的生存比成長更重要。在此情況下，當過度自信經理人為家族 CEO 時，亦可能較不需要利用負債來對市場釋放正面訊號，使

得過度自信經理人與負債水準的敏感度降低。且家族 CEO 在以家族成員身分直接或間接繼承職務的情況下，較不需要強調其管理能力 (Lin & Hu, 2007)，因此，當家族 CEO 具有過度自信時，其以舉債證明自身能力的誘因亦較低。另外，家族 CEO 的個人財富和家族未多角化的人力資本都與公司直接相關 (Mishra & McConaughy, 1999)，在持股高而無法分散風險的考量下，可能會減少舉債以避免財務風險。此家族特性造成過度自信的經理人與負債水準的敏感度顯著下降。而家族企業中的非家族 CEO 與非家族企業中的專業經理人舉債水準之差異係數為 0.087，達 5% 顯著水準，表示過度自信的非家族 CEO 其舉債水準仍高於非家族企業的專業經理人，與未考量過度自信時的情況相似。原因可能為，過度自信的非家族 CEO 處於家族企業內，其身分並非家族成員，使其須藉由負債釋放訊號的需求更為強烈，而導致有較高的負債水準¹⁰。

控制變數以式(1)和式(2)為主來做說明。在獲利能力、公司規模、資產抵押價值、股利發放率及現金流量權部分對於負債水準的影響皆與預期相符。偏離程度方面，表 4 之估計係數為-0.057，表 5 為-0.172，均達 1% 的顯著水準，此結果與預期不符，可能原因為當偏離程度高時，最終控制者越有誘因去剝削少數股東的利益 (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Faccio & Lang, 2002)，導致企業績效較差，而負債融資成本提高，使企業較不傾向以舉債方式融資。未來成長機會部分，表 4 之估計係數為 0.068，表 5 為 0.118，均達 1% 的顯著水準，與本文預期不符。可能原因為高成長公司需要大量資金支應企業的擴張，在內部資金不足的情況下，會以舉債方式融資 (Wu & Yue, 2009)。折舊稅盾方面，表 4 之估計係數為 0.185，表 5 為 0.051，均達 1% 的顯著水準，此與本文預期不符，這可能是由於臺灣上市櫃公司的經理人並不認為折舊稅盾與負債稅盾之間具有抵換的關係，兩者是可並存的。在研發支出率方面，表 4 之估計係數為-0.034，達 1% 顯著水準，與預期相符。表 5 之估計係數為 0.085，達 1% 的顯著水準，與本文預期不符。雖然研發支出率高的企業，較容易因投資在研發等無形資產上，產生資訊不對稱及管理者與外部債權人之間代理問題。然而，臺灣的債券市場較不活絡，企業的負債融資來源多為銀行等金融機構，其可透過契約等其他方式克服資訊不對稱等問題。同時，透過伴隨著負債而來的還本付息壓力，可以降低管理者的自由裁量權，使其更有效率地投資 (Ho et al., 2006)。

¹⁰ 感謝匿名評審的建議。

(三) 家族 CEO 與非家族 CEO 舉債決策差異之實證分析¹¹

由表 5 的主要結果可知，過度自信的家族 CEO 舉債水準顯著低於過度自信的非家族 CEO。然而，為了更清楚釐清此舉債決策的差異，本節進一步分析，究竟是何種原因造成家族 CEO 的舉債水準顯著低於非家族 CEO。將其可能影響因素區分為代理問題、風險趨避及資訊不對稱程度三類，分別以管理者持股、現金流量權及研發費用來衡量，結果如表 6 及表 7 所示。

表 6 為家族企業經理人為家族 CEO 的樣本，其過度自信與管理者持股的交乘項(O*MAN)結果顯示，過度自信的家族 CEO 持股越高時，舉債水準越低(係數為-0.064，達 10%顯著水準)，可能原因為當經理人持股愈高時，其涉險程度愈大，會傾向於趨避風險 (Chen & Steiner, 1999)，進而減少舉債。同時，由於家族 CEO 的持股集中於該企業，隱含其所面對的代理問題程度較低，則家族 CEO 較不需要透過舉債來突顯其努力的程度。此外，表 6 中過度自信與現金流量權的交乘項(O*CF)結果顯示，當家族控制股東的現金流量權越高時，家族企業的舉債水準越低(係數為-0.001，達 10%顯著水準)。主要原因可能是現金流量權越高，代表家族的投資越集中於該企業，隱含家族控制股東所承擔的風險越高，則當家族企業經理人面臨風險性決策時，會因家族財富安全的考量而延緩該投資 (Schulze et al., 2002)。此風險趨避的特性亦可能使過度自信經理人偏好高舉債的行為受到壓制，因而降低過度自信與負債水準的敏感度。另一方面，表 7 為家族企業經理人為非家族 CEO 的樣本，其各主要變數交乘項的結果均未達傳統顯著水準。

綜上所述，家族企業中造成家族 CEO 與非家族 CEO 對於負債決策的差異，主要來自於家族 CEO 傾向於趨避風險，以及所面對的代理問題程度較低，使其較不需要舉債以對外釋放訊號等此兩種因素，導致其過度自信傾向與負債水準的敏感度減少。

¹¹ 感謝匿名評審的建議。

表 6 家族企業經理人為家族 CEO

3SLS 估計結果					
自變數	應變數	負債水準	未來成長機會	偏離程度	股利發放率
常數項	-3.346(0.908)***	1.791(0.474)***	-21.491(4.307)***	-0.369(0.226)	
負債水準(LEV)			-1.292(0.688)*	0.690(2.520)	0.609(0.343)*
過度自信(O)	0.105(0.049)**				
管理者持股(MAN)	0.054(0.030)*				
現金流量權(CF)	-0.005(0.001)***				
研發費用(RD)	-0.288(0.098)***	0.006(0.072)			
過度自信*管理者持股 (O*MAN)	-0.064(0.034)*				
過度自信*現金流量權 (O*CF)	-0.001(0.001)*				
過度自信*研發費用 (O*RD)	-0.712(0.183)***				
偏離程度(DEV)	-0.099(0.023)***	-0.030(0.024)			0.038(0.012)***
獲利能力(PRF)	1.656(1.026)				
公司規模(SIZE)	0.244(0.073)***	-0.059(0.016)***	1.234(0.261)***		
未來成長機會(Q)	0.387(0.057)***			2.058(0.797)***	0.436(0.026)***
資產抵押價值(COL)	0.029(0.144)	-0.263(0.086)***	5.608(1.473)***		
股利發放率(DIV)	-1.618(0.652)**	2.071(0.134)***	0.021(1.990)		
折舊稅盾(DEP)	2.874(0.825)***				
前期負債水準(LLEV)	0.726(0.118)***				
外部董事(OUT)		0.014(0.071)			
企業成長率(GRO)					4.82-4E(0.007)
營運風險(RISK)		5.737(1.975)***			-2.775(0.959)***
控制產業與年度因素	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
觀察值個數	2196	2196	2196	2196	2196

表 7 家族企業經理人為非家族 CEO

3SLS 估計結果					
自變數	應變數	負債水準	未來成長機會	偏離程度	股利發放率
常數項	-2.488(0.612)***	2.071(0.511)***	7.414(5.417)	3.096(0.608)***	
負債水準(LEV)		-1.440(0.354)***	-6.107(4.276)	-1.762(0.699)**	
過度自信(O)	-0.011(0.037)				
管理者持股(MAN)	-0.011(0.024)				
現金流量權(CF)	0.002(0.003)				
研發費用(RD)	-0.457(0.513)	-1.523(1.635)			
過度自信*管理者持股(O*MAN)	0.062(0.040)				
過度自信*現金流量權(O*CF)	-0.003(0.003)				
過度自信*研發費用(O*RD)	-0.537(9.811)				
偏離程度(DEV)	0.041(0.048)	0.024(0.011)**			-0.117(0.016)***
獲利能力(PRF)	-1.342(0.532)**				
公司規模(SIZE)	0.042(0.042)***	0.003(0.024)	0.253(0.224)		
未來成長機會(Q)	0.500(0.157)***		0.713(1.331)		-0.603(0.236)**
資產抵押價值(COL)	-0.049(0.268)	-0.557(0.182)***	3.951(1.698)**		
股利發放率(DIV)	0.917(0.301)***	-0.160(0.244)	-6.132(1.759)***		
折舊稅盾(DEP)	0.227(0.072)***				
前期負債水準(LLEV)	1.252(0.207)***				
外部董事(OUT)		0.453(0.313)			
企業成長率(GRO)					-0.001(0.027)
營運風險(RISK)		2.539(0.746)***			1.157(1.186)
控制產業與年度因素	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
觀察值個數	1068	1068	1068	1068	1068

三、穩健性測試

本研究利用不同的變數衡量方法，來驗證前述的實證結果是否具有穩定性。本節分為兩個部份¹²：第一部分是針對應變數方面，使用不同負債水準的衡量方式，來探討經理人的家族企業特性對於過度自信與負債水準敏感度的影

¹² 考量篇幅限制，本節僅扼要說明各主要變數之實證結果，若有需要，本研究可提供相關資料。

響。第二部份則採用不同的過度自信代理變數，以確認前述實證結果是否受到影響。

(一) 負債水準

為避免單一衡量方式造成武斷，本研究分別利用長期負債的帳面價值／總資產的帳面價值和總負債的帳面價值／總資產的市場價值兩者，代替原本以總負債的帳面價值／總資產的帳面價值來做為負債水準的衡量方式。然而，採用長期負債的帳面價值／總資產的帳面價值表示只考慮到公司的財務政策面，營運面的因素並未納入考量。再者，Rajan & Zingales (1995) 和Frank & Goyal (2007) 指出槓桿水準最適當的衡量方式應該將市場價值納入考量¹³。不論以長期負債帳面價值／總資產的帳面價值或是總負債的帳面價值／總資產的市場價值做為負債水準的衡量方式，整體而言，各主要變數對負債水準的影響仍與前述3SLS的結果一致。

(二) 過度自信

本研究過度自信的衡量方式主要是參考Lin et al. (2008) 的做法但稍加改變，為強化研究結果的穩健性，本文亦採用Lin et al. (2008) 使用的方式，即取任期至少五年的經理人為樣本，再計算每位經理人任期前三年中每年對自家公司股票的平均持股數，以判斷該經理人具過度自信的傾向。整體而言，大致皆與3SLS的結果相符。上述判別方法是看經理人平均「持股數」的變動，本研究進而採用經理人平均「持股比例」的變動來做為判斷經理人是否具過度自信的方法。分別取任期至少三年的經理人樣本與任期至少五年的經理人樣本，再計算每位經理人任期前三年中每年對自家公司股票的平均持股比例。其結果也大致與前述3SLS的結果相符。另外，考量到經理人持股增加可能為私有資訊所造成，而不是因經理人過度自信而增加持股。依照臺灣證券交易法157-1條中明文規定，經理人獲有足以影響股票價格的私有資訊時，不得在未公開前或公開後十八小時內，以自行名義買入或賣出股票。因此，可以初步排除經理人可能是因其私有資訊而增加持股的可能性。另外，依據Malmendier & Tate

¹³ 定義最適當的槓桿水準衡量方式為總負債的帳面價值/總資產的市場價值。其中，總負債的帳面價值=長期負債的帳面價值+短期負債的帳面價值；總資產的市場價值=權益的市值+長期負債的帳面價值+短期負債的帳面價值。

(2008) 指出，當經理人因私有資訊而增加持股，應可預見未來股票報酬率將超越市場的平均報酬率，使經理人可從中獲利。此時，經理人持股增加並非是過度自信因素所造成，因此，本研究進一步控制此可能性。若經理人 t 期增加持股，但在 $t+1$ 期公司的股票平均報酬超越市場平均報酬，則將此筆資料以控制變數加以控制。實證結果與前述3SLS結果大致相符。

除了使用經理人持股數或持股比例的變動來衡量其過度自信傾向之外，Lin et al. (2005) 亦使用盈餘預測誤差(forecast error)來判斷CEO是否具有過度自信。根據Lin et al. (2005) 指出，假設經理人對於未來盈餘的樂觀評估可能會導致一個向上偏誤(upwardly-biased)的預測，則在經理人的任期內，如果至少有兩個預測值且向上偏誤的預測大於向下偏誤(downwardly-biased)的預測時，此經理人可被定義為是樂觀的經理人。若經理人為樂觀(過度自信)經理人時，則 O_{it} 為1，反之為0。但由於Lin et al. (2005, 2008) 之研究期間分別為1985年至2002年以及1989年至2004年，其所採用之盈餘預測數字，證期局自2005年1月1日起取消強制公告財務預測，改採自願公開制，導致本研究樣本大幅減少為3198個觀察值。因此，實證結果並不顯著，但其方向皆與3SLS之主要結果一致。整體而言，不影響到本研究實證結果的穩健性。

此外，本研究另以過度自信的程度進行檢定。由於依據公司法第202條規定，公司業務之執行，由董事會決定之。除了規定應由股東會決議之事項外，均得由董事會決議行之。因此，董事會對於融資、投資等企業決策具有重大影響力。McLaney et al. (2004) 亦指出，實務上多數企業的董事會對於融資決策的評估扮演著決定性的角色。因此，考量到融資決策並非經理人一人所決定，本文參照Doukas & Petmezas (2007) 的做法，採用內部人持股淨買入除以淨賣出比率作為過度自信的衡量方法。Doukas & Petmezas (2007) 指出，過度自信的CEO因為高估自己的能力，認為自己的決策能夠提升企業的價值，而這樣的現象也連帶影響到企業的內部人士，使內部人相信CEO的確能夠為公司增加價值，進而增加本身的持股。整體而言，各主要變數對負債水準的影響仍與前述3SLS的結果大致相符¹⁴。

¹⁴ 另外，本研究亦採用 CEO 之持股淨買入除以淨賣出比率作為過度自信的衡量方法，各變數結果皆與本文主要結果方向相符，惟未達 10%顯著水準。可能原因為 CEO 的持股往往很低(家族 CEO 平均持股為 1.12%；非家族 CEO 平均持股為 0.55%)，其買進賣出的比例也不高，導致最後所觀察到的變動幅度皆不高。同時，由於本文的主要研究對象是家族企業，其重要的決策多半由家族的控制股東所共同決定 (Ching et al., 2006)，而 CEO 往往只是決策的執行者。

伍、結論

本研究針對2001年至2007年臺灣上市(櫃)公司為對象進行分析。以往文獻指出，過度自信經理人會增加負債水準 (Hackbarth, 2008; Lin et al., 2008)，而家族企業可能為了維持控制權而增加舉債或是因風險趨避等特性而減少舉債，使家族企業具不同的負債水準 (Harjono et al., 2004; 馬黛、李永全, 2008)。本研究探討過度自信經理人對負債水準的敏感度是否會受到家族企業特性的影響。此外，進一步將家族企業的經理人分成由家族成員(家族CEO)擔任與非家族成員(非家族CEO)擔任兩類，以釐清過度自信經理人對負債水準的敏感度會受到家族企業特性的影響，主要是來自於何種類型經理人。

實證結果如下：第一，相較於非過度自信經理人，過度自信經理人會選擇較高的負債水準，即過度自信經理人與負債水準的敏感度為正，符合假說1，此結果亦與Lin et al. (2008) 一致。第二，過度自信經理人與負債水準的敏感度會受到家族企業特性的影響而減少。可能原因為家族企業經理人較不需要藉由舉債以釋放訊號，且家族具有風險趨避的特性，使其對於過度自信與負債水準的敏感度具有負向影響，符合假說2-1的推論。第三，過度自信經理人與負債水準的敏感度受到家族企業影響而降低，主要是來自於家族企業中的家族CEO所造成，符合假說3-1的推論。相較於非家族企業中的專業經理人，家族CEO的過度自信與負債水準的影響力會受到家族企業風險趨避特性的影響。此可能的原因為，家族CEO的資金集中於該企業 (Agrawal & Nagarajan, 1990)，其本身的財富與家族企業有高度關聯性，因此相較於非家族企業中的專業經理人，家族CEO更想避免財務危機的發生，故不願選擇較高的負債水準。另外，家族CEO地位較鞏固而不容易被替換 (Gomez-Mejia et al., 2001)，在決策的考量上更重視家族聲譽，其股權集中的特性使得潛在代理問題較低，在此情況下，當過度自信經理人為家族CEO時，亦可能較不需要利用負債來對市場釋放正面訊號，此時過度自信經理人與負債水準的敏感度亦會受到影響而降低。

本研究的實證結果顯示，過度自信經理人比非過度自信經理人更傾向以舉債方式融資。因此，當經理人具有過度自信的人格特質時，董事會應特別在資本結構等重大決策上，予以適當之監督，以避免企業暴露在過高的財務風險中。然而，並非所有過度自信經理人皆是如此，若過度自信經理人處於家族企業時，會受到家族企業風險趨避特性的效果影響，而降低過度自信與負債水準的敏感度，同時，亦可能降低其藉由舉債以釋放訊號的動機。因此，企業決策

除了受到經理人的人格特質影響外，其所處的企業型態也應被納入考量。此外，就家族企業中的過度自信經理人而言，當過度自信經理人為家族成員時，可能因潛在代理問題較小而減少藉由舉債以釋放訊號的需要，且所有權的集中，使其趨避風險而不願意增加舉債。然而，適度舉債對公司是有利的，因此，家族企業的管理當局宜在適當的風險範圍內積極增加舉債以享受稅盾利益，並可藉此提升企業績效。本文結果可作為企業董事會在判斷CEO決策時的參考，並給予適時的監督。最後，投資人在選擇投資標的時，除了瞭解CEO的人格特質外，更應考量各企業的型態及CEO的身分，作為投資決策之參考，才能達到風險分散的效果。

後續研究方面，第一，本文並未針對影響家族企業經理人過度自信程度的個人特質或背景因素進行迴歸分析，僅就家族企業特性對經理人過度自信的影響來推論，後續的研究應可進而探討經理人的特質或背景(包括個人的專業能力、年齡、經歷和學歷背景等)是否會影響到該經理人的過度自信傾向。第二，本研究採用3SLS的估計方法來驗證假說，但在判斷哪些變數與負債水準具有內生性方面，即使已參考相關文獻，在變數的選取上仍帶有一些主觀的判斷，或許還有其他的解釋變數與負債水準具有相互影響或共同決定的關係，後續研究可針對此部分作進一步探討。

參考文獻

- 洪榮華、李易政、陳香如、謝可杉，2009，「家族企業特性與負債水準關係之研究」，商管科技季刊，10卷3期：491~525。
- 洪榮華、陳香如、柯璟瑩，2005，「從代理理論的角度探討董事會特性、股權結構與負債之關聯性」，管理與系統，12卷4期：33~53。
- 馬黛、李永全，2008，「家族控制對負債融資決策的影響—以臺灣為例」，臺大管理論叢，18卷2期：133~170。
- 楊世瑩，2006，SPSS統計分析實務，二版，臺北：旗標出版社。
- 葉銀華，1999，「家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究—臺灣與香港證券市場之比較」，管理評論，18卷2期：59~86。
- 葉銀華、邱顯比，1996，「資本結構、股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理成本理論」，臺大管理論叢，7卷2期：57~90。

- Agrawal, A. and Nagarajan, N. J., 1990, "Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms," **The Journal of Finance**, Vol. 45, No. 4, 1325-1331.
- Anderson, R. C. and Bizjak, J. M., 2003, "An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay," **Journal of Banking & Finance**, Vol. 27, No. 7, 1323-1348.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., and Reeb, D. M., 2003, "Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt," **Journal of Financial Economics**, Vol. 68, No. 2, 263-286.
- Baker, M. and Wurgler, J., 2002, "Market Timing and Capital Structure," **Journal of Finance**, Vol. 57, No. 1, 1-32.
- Bebchuk, L. A. and Kahan, M., 1990, "A Framework for Analyzing Legal Policy Towards Proxy Contests," **California Law Review**, Vol. 78, No. 5, 1071-1135.
- Bebchuk, L., 1999a, "A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control." Working paper, Harvard University.
- Bebchuk, L., 1999b, "The Evolution of Ownership Structure in Publicly Traded Companies." Working paper, Harvard University.
- Ben-David, I., Graham, J., and Harvey, C., 2006, "Managerial Overconfidence and Corporate Policies." Working paper, Duke University.
- Blumentritt, T. P., Keyt, A. D., and Astrachan, J. H., 2007, "Creating an Environment for Successful Nonfamily CEOs: An Exploratory Study of Good Principals," **Family Business Review**, Vol. 20, No. 4, 321-335.
- Casson, M., 1999, "The Economics of the Family Firms," **Scandinavian Economic History Review**, Vol. 47, No. 1, 10-23.
- Chen, C. R. and Steiner, T. L., 1999, "Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy," **The Financial Review**, Vol. 34, No. 1, 119-136.
- Chen, T., 2005, "Executive Compensation Contracts of Family Firms." Working paper, University of Texas.
- Ching, K. M. L., Firth, M., and Rui, O. M., 2006, "Earnings Management, Corporate Governance and the Market Performance of Seasoned Equity Offerings," **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, Vol. 2, No. 1, 1-32.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. P. H., 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations," **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, No. 6, 81-112.
- DeAngelo, H. and DeAngelo, L., 1985, "Managerial Ownership and Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock," **Journal of Financial Economics**, Vol. 14, No. 1, 33-69.

- Doukas, J. A. and Petmezas, D., 2007, "Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias," **European Financial Management**, Vol. 13, No. 3, 531-577.
- Du, J. and Dai, Y., 2005, "Ultimate Corporate Ownership Structures and Capital Structures: Evidence from East Asian Economies," **Corporate Governance**, Vol. 13, No. 1, 60-71.
- Ehrhardt, O. and Nowak, E., 2001, "Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation-Empirical Evidence from IPOs of German Family-Owned Firms." Working paper, Center for Financial Studies (CFS).
- Eisenhardt, K. M., 1989, "Agency Theory: An Assessment and Review," **Academy of Management Review**, Vol. 14, No. 1, 57-74.
- Ellul, A., Guntay, L., and Lel, U., 2007, "External Governance and Debt Agency Costs of Family Firms." Discussion paper, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Faccio, M. and Lang, L. H. P., 2002, "The Ultimate Ownership of Western European Corporation," **Journal of Financial Economics**, Vol. 65, No. 3, 365-395.
- Fairchild, R., 2006, "The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information, and Moral Hazard on Capital Structure Decisions." Working paper, University of Bath.
- Fairchild, R., 2007, "Managerial Overconfidence, Agency Problems, Financing Decisions and Firm Performance." Working paper, University of Bath.
- Fama, E. and French, K., 2002, "Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt," **Review of Financial Studies**, Vol. 15, No. 1, 1-33.
- Filatotchev, I., Lien, Y. C., and Piesse, J., 2005, "Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-controlled Firms: Evidence from Taiwan," **Asia Pacific Journal of Management**, Vol. 22, No. 3, 257-283.
- Frank, M. Z. and Goyal, V. K., 2007, "Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?" Working paper, University of Minnesota.
- Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., and Gutierrez, I., 2001, "The Role of Family Ties in Agency Contracts," **Academy of Management Journal**, Vol. 44, No. 1, 81-95.
- Gomez-Mejia, L., Larraza-Kintana, M., and Makri, M., 2003, "The Determinants of Executive Compensation in Family-controlled Public Corporations," **Academy of Management Journal**, Vol. 46, No. 2, 226-237.
- Hackbarth, D., 2008, "Managerial Traits and Capital Structure Decisions," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 43, No. 4, 843-882.
- Harijono, H., Ariff, M., and Tanewski, G., 2004, "The Impact of Family Control of Firms on Leverage: Australian Evidence." EFMA Basel Meeting paper, Monash University.
- Harris, M. and Raviv, A., 1988, "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1-2, 203-235.

- Harvey, C. R., Lins, K. V., and Roper, A. H., 2004, "The Effect of Capital Structure when Expected Agency Costs are Extreme," **Journal of Financial Economics**, Vol. 74, No. 1, 3-30.
- Heaton, J. B., 2002, "Managerial Optimism and Corporate Finance," **Financial Management**, Vol. 31, No. 2, 33-45.
- Ho, Y. K., Tjahjapranata, M., and Yap, C. M., 2006, "Size, Leverage, Concentration, and R&D Investment in Generating Growth Opportunities," **Journal of Business**, Vol. 79, No. 2, 851-876.
- Hoshi, T., Kashyap, A., and Scharfstein, D., 1991, "Corporate Structure Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 106, No. 1, 33-59.
- James, H. S., 1999, "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm," **International Journal of the Economics of Business**, Vol. 6, No. 1, 41-55.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., and Zorn, T. S., 1992, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 27, No. 2, 247-262.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, 305-360.
- Kim, W. S. and Sorensen, E. H., 1986, "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 21, No. 2, 131-144.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 1999, "Corporate Ownership around the World," **Journal of Finance**, Vol. 54, No. 2, 471-518.
- Landier, A. and Thesmar, D., 2009, "Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs," **The Review of Financial Studies**, Vol. 22, No. 1, 117-150.
- Lin, S. H. and Hu, S. Y., 2007, "A Family Member or Professional Management? The Choice of a CEO and Its Impact on Performance," **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 15, No. 6, 1348-1362.
- Lin, Y. H., Hu, S. Y., and Chen, M. S., 2005, "Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan," **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 13, No. 5, 523-546.
- Lin, Y. H., Hu, S. Y., and Chen, M. S., 2008, "Testing Pecking Order Prediction from the Viewpoint of Managerial Optimism: Some Empirical Evidence from Taiwan," **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 16, No. 1-2, 160-181.
- Malmendier, U. and Tate, G., 2005, "CEO Overconfidence and Corporate Investment," **Journal of Finance**, Vol. 60, No. 6, 2661-2700.
- Malmendier, U. and Tate, G., 2008, "Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction," **Journal of Financial Economics**, Vol. 89, No. 1, 20-23.

- Malmendier, U., Tate, G., and Yan, J., 2007, "Corporate Financial Policies with Overconfident Managers." NBER Working paper, UC Berkeley.
- 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**, Vol. 13, No. 2, 121-131.
- McLaney, E., Pointon, J., Thomas, M., and Tucker, J., 2004, "Practitioners' Perspectives on the UK Cost of Capital," **The European Journal of Finance**, Vol. 10, No. 2, 123-138.
- Mefteh, S. and Oliver, B., 2007, "Capital Structure Choice: The Influence of Confidence in France," **Paper Presented at the French Finance Association**, Vol. 1, No. 4, 294-311.
- Miller, M. and Rock, K., 1985, "Dividend Policy under Asymmetric Information," **Journal of Finance**, Vol. 40, No. 4, 1031-1052.
- Millet-Reyes, B., 2004, "R&D Intensity and Financing Constraints," **Journal of Business and Economic Studies**, Vol. 10, No. 2, 38-53.
- Mishra, C. S. and McConaughy, D. L., 1999, "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt," **Entrepreneurship: Theory and Practice**, Vol. 23, No. 4, 53-64.
- Mok, H. M. K., Lam, K., and Cheung, I. Y. K., 1999, "Family Control and Covariation in Hong Kong's Common Stock," **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol. 19, No. 2, 277-293.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1988, "Management ownership and market valuation: An Empirical Analysis," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1-2, 293-315.
- Myers, S. and Majluf, N., 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions: When Firms Have Information that Investors Do Not Have," **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, No. 2, 187-221.
- Myers, S. C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing," **Journal of Financial Economics**, Vol. 5, No. 2, 146-175.
- Oliver, B. R., 2005, "The Impact of Management Confidence on Capital Structure." Working paper, Australian National University.
- Pearce, II. J. A. and Zahra, S. A., 1992, "Board Composition from a Strategic Contingency Perspective," **Journal of Management Studies**, Vol. 29, No. 4, 411-438.
- Rajan, R. G. and Zingales, L., 1995, "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data," **Journal of Finance**, Vol. 50, No. 5, 1421-1460.
- Roll, R., 1986, "The Hubris Theory of Corporate Takeovers," **Journal of Business**, Vol. 59, No. 2, 197-216.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., and Dino, R. N., 2002, "Altruism, Agency, and the Competitiveness of Family Firms," **Managerial and Decision Economics**, Vol. 23,

- No. 4-5, 247-259.
- Shefrin, H., 2000, **Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing**, 1st, Boston: Harvard Business School Press.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1997, "A Survey of Corporate Governance," **Journal of Finance**, Vol. 52, No. 2, 737-783.
- Smith, B. and Amoako-Adu, B., 1999, "Management Succession and Financial Performance of Family Controlled Firms," **Journal of Corporate Finance**, Vol. 5, No. 4, 241-268.
- Solomon, J. F., Lin, S. W., Norton, S. D., and Solomon, A., 2003, "Corporate Governance in Taiwan: Empirical Evidence from Taiwanese Company Directors," **Corporate Governance**, Vol. 11, No. 3, 235-248.
- Stulz, R., 1988, "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, No. 1-2, 25-54.
- Tan, W. and Fock, S. T., 2001, "Coping with Growth Transitions: The Case of Chinese Family Business in Singapore," **Family Business Review**, Vol. 14, No. 2, 123-140.
- Tsai, W. H., Kuo, Y. C., and Hung, J. H., 2009, "Corporate Diversification and CEO Turnover in Family Businesses: Self-entrenchment or Risk Reduction?" **Small Business Economy**, Vol. 32, No. 1, 57-76.
- Wu, L. and Yue, H., 2009, "Corporate Tax, Capital Structure, and the Accessibility of Bank Loans: Evidence from China," **Journal of Banking & Finance**, Vol. 33, No. 1, 30-38.
- Yeh, Y. H. and Woidtke, T., 2005, "Commitment or Entrenchment? Controlling Shareholders and Board Composition," **Journal of Banking and Finance**, Vol. 29, No. 7, 1857-1885.
- Yeh, Y. H., Lee, T. S., and Woidtke, T., 2001, "Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan," **International Review of Finance**, Vol. 2, No. 1-2, 21-48.
- Zahra, S. A., 2005, "Entrepreneurship Risk Taking in Family Firms," **Family Business Review**, Vol. 18, No. 1, 23-40.

作者簡介

張力

中央大學企業管理研究所博士，目前為私立世新大學企業管理系副教授。主要研究領域為公司治理、公司理財、管理會計、醫療政策及管理等有關於之領域。學術論文曾發表於中山管理評論、台灣管理學刊、商管科技季刊、輔仁管理評論、當代會計、Health Policy, Health Service Management Review, Journal of Health Care Finance, Asia Pacific Journal of Public Health等。

E-mail: scottlichang@yahoo.com.tw

蔡函芳

國立中央大學企業管理學系博士候選人。主要研究領域為公司治理與融資決策等相關主題。學術論文曾發表於商管科技季刊。

E-mail: ines0727@hotmail.com

林翠蓉

國立中正大學企業管理學研究所財務管理組博士，目前為中國文化大學財務金融學系副教授。研究領域為公司理財、公司治理與國際財務管理。學術論文曾發表於台大管理論叢、交大管理學報、輔仁管理評論與商管科技季刊等期刊。

E-mail: ron06@mail2000.com.tw

王禹軒

國立中央大學企業管理學系碩士。

E-mail: ericherichwang@yahoo.com.tw

洪榮華

國立政治大學企業管理博士，目前為國立中央大學企業管理學系教授。主要研究領域為公司治理以及權益資金成本、融資決策、投資決策、營運資金管理決策、盈餘管理等相關主題。學術論文曾發表於財務金融學刊、管理學報、管理評論、臺大管理論叢、中山管理評論、管理與系統、輔仁管理評論、商管科技季刊、亞太經濟管理評論、Small Business Economics: An Entrepreneurship Journal, Corporate Governance: An International Review, Applied Financial Economics, Asia-Pacific Journal of Financial Studies, Global Finance Journal, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Health Policy, Health Services Management Research, Emerging Markets Finance & Trade, Family Business Review, Journal of Air Transport Management 等。

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