

經理人過度自信對企業盈餘管理行為之影響： 以家族特性為調節效果

戚靜玟*、張瑞晃**、李馨蘋***、張書郁****

摘要

過往探討經理人過度自信議題的相關文獻皆著重於投資策略、績效、融資、舉債等面向的影響，本文主要在針對經理人若過度自信對於盈餘管理行為之影響加以討論。因家族企業在全球的商業活動中扮演著重要的角色，因此我們進而探討家族企業是否會干擾過度自信經理人的盈餘管理行為。此外，考量了股權結構與董事會結構亦可能影響企業進行盈餘管理行為，本研究分別探討控制權與盈餘分配權偏離程度以及獨立董事比例對於過度自信經理人與盈餘管理之間的干擾效果。本研究以 2011 年至 2016 年間台灣上市公司為研究對象，實證結果顯示，經理人若過度自信則企業確實較會採取盈餘管理之行為；而家族企業體系對於過度自信經理人之盈餘管理行為具有牽制效果，可減少過度自信經理人對盈餘操控的行為。此外，我們發現家族控制股東的控制權主要是抑制過度自信之非家族 CEO 的盈餘管理行為，對於家族 CEO 的控制效果不顯著。因此，研究結果建議企業需要加以管控經理人的裁決權與嚴謹的監督機制並且落實獨立董事之獨立性。

關鍵字：過度自信、盈餘管理、家族企業、公司治理

JEL 分類代號：G32, G34, M41

* 銘傳大學國企系助理教授

** 銘傳大學國企系副教授

*** 銘傳大學會計系副教授

**** 銘傳大學國企系碩士

壹、緒論

當投資人決定投資策略後於選擇股票投資標的時，對個股投資所需之分析資訊，一般而言僅能透過企業所提供之財務報表等公開資訊，來了解該企業的經營能力與財務績效等表現，故企業評價報表中所揭示之會計盈餘，為衡量一家企業價值的重要指標。在資訊不對稱的情況下，當企業經理人或控制股東欲謀取個人利益或掩飾企業經營不佳狀況時，會選擇操控盈餘的方式，造成財務報表失真而無法正確呈現實際經營狀況之資訊，使得任何一個再健全的內部控制及稽核制度亦成為虛假不實(Haw et al., 2004; Shleifer & Vishny, 1997; Zingales, 1994)。

當經理人能充分掌控公司未來績效時，將更為自信並且更為樂觀，因為他相信能完全掌握投資專案的成功或失敗(March & Shapira, 1987)。若經理人因過度自信而高估公司的投資收益，並且低估公司的投資風險，當經理人對盈餘期望值與現實狀況不符合時，為滿足投資人之期待，因此有了調整盈餘的動機(張力等, 2013)。Goel and Thakor (2008)指出過度自信的經理人有時會做出有損公司價值的投資，為求呈現較佳的經營績效，可能會對盈餘進行調整。參考過去文獻，針對過度自信的經理人與盈餘管理間探討並不多見，因此本文主要目的在討論經理人之過度自信特徵對企業盈餘管理行為之影響。

公司聘用專業經理人管理公司，形成專業經理人持有經營權而股東持有所有權，在經營權與所有權分離的情況下，管理者無須承擔經營失敗的全部責任與風險，因此在資訊不對稱時，管理者可能會利用其所擁有的資訊優勢，追求個人效用最大化。當管理者不能以追求股東最大利益為考量時，即產生管理者和股東之間的代理問題(Jensen & Meckling, 1976)。過去，探討有關盈餘管理之文獻大多以代理理論為出發點，然台灣及東南亞國家的企業大多為家族企業的經營型態，根據台灣董事學會《2014 華人家族企業報告》統計，至 2013 年底台灣上市櫃公司中近 75% 為家族企業。家族企業中具有控制權的股東，常利用交叉持股(cross-holding)與金字塔結構(Pyramid structure)等方式增加其控制權，且家族企業的成員多半任職於董監事與高階管理者之職務，由於經營權與所有權皆掌握在家族成員手中，因此家族控制股東可能有動機剝奪小股東的利益以謀取私人利益，導致家族控制股東和小股東之間的代理衝突(La Porta et al., 1999)。Chen et al. (2013)指出家族控制股東往往透過資訊不對稱的環境進行盈餘管理行為以侵佔小股東的利益。

一些學者由代理理論觀點延伸提出了管家理論，此理論將家族控制股東視為可被信任且善盡職守的管家，控制股東會發揮管家精神，將企業整體利益凌駕於個人利益之上，以追求企業永續經營及聲譽(Davis et al., 1997; Oyserman et al., 2002)。由於家族企業重視永續經營、未來績效以及聲譽維護等，並將企業視為世代傳承之資產，因此，在考量決

策時會為了傳承予下一代，家族控制股東有絕對的誘因維護企業控制權(Harijono et al., 2004)。此外，因家族控制股東皆以投資自家企業為主，為避免公司發生財務危機，故會有風險趨避的心態(Agrawal & Nagarajan, 1990)。基於上述之特點，家族體系下經理人之盈餘管理行為，必然會受到家族控制股東一定程度的牽制與影響。過往研究探討家族企業對盈餘管理行為的影響，並未得出一致的結論(Martin et al., 2016; Li & Hung, 2013; Chen et al., 2023)，因此，本文將探究家族企業體制下，家族控制股東是否會牽制過度自信經理人之盈餘管理行為。

此外，許多學者針對國內外企業之弊案進行探討，發現這些企業缺乏完整的監督體制來規範大股東及管理者的行為，此突顯完整的公司治理機制對盈餘管理的重要性，而公司治理有兩大制衡機制，一是股權結構，一是董事會。Claessens et al.(2000)調查在 9 個東亞國家公開發行公司之股權結構型態，研究結果顯示這些國家之控制股東通常使用金字塔結構與公司交叉持股的方式來控制公司，造成控制權與現金流量請求權有很大程度的偏離，股權的偏離使得控制股東有機會剝奪小股東之權益。再者，過往相關研究指出內部董事可能與管理者勾結制定不利股東的決策；反之，外部董事因獨立性高，較能監督管理當局將公司盈餘的管理發揮董事會之監督效能(Kang & Kim, 2012)。考量完善的公司治理機制可能影響過度自信經理人進行盈餘管理行為，本研究進一步以股權結構與董事會獨立性為干擾變數，分別探討控制權與現金流量權偏離程度以及獨立董事比例對過度自信經理人與盈餘管理之間關係的干擾效果。

貳、文獻探討

一、經理人的過度自信與其盈餘管理行為

在不考慮傳統的代理問題與資訊不對等因素的情況下，當資金充裕時，企業經理人若過度自信或樂觀，可能投資於負淨現值專案，故易做出過度投資的扭曲決策(洪榮華等人)。Malmendier and Tate (2008)研究結果發現，當公司資金充裕的情況下，過度自信與樂觀之企業經理人有較高的機率從事購併行為，且此行為所產生之平均價值較一般經理人低。另外，當公司有資金需求時，過度自信的企業經理人會高估公司未來的現金流量，而傾向利用更多或過度的負債融資。Fairchild(2007)發現過度自信經理人與負債程度呈正向關係。Hackbarth (2008)亦指出過度自信經理人會低估財務危機發生的可能性、高估公司未來的現金流量及償還債務能力。由此可知，經理人若過度自信傾向容易高估企業未來盈餘且低估未來盈餘風險程度，這些決策偏差的估計可能導致管理者操縱獲利，以傳達他們能夠達到預期獲利的印象。此外，管理者的過度自信往往會操縱公司獲利，以滿

足股東的要求和吸引市場投資者的注意力(Li and Hung, 2013)。因此本研究推論，經理人若過度自信則代表該經理人具有冒險特質，因具備冒險特質故很有可能在某些動機驅使下或為了掩飾投資失利的結果會對企業盈餘加以調整，故本研究假說 H1 如下：

H1：企業經理人若具過度自信傾向，企業較容易從事盈餘管理之行為。

二、家族企業特性與過度自信經理人之盈餘管理行為

由於多數家族企業的經營權與所有權皆掌握在家族成員手中，對企業有實質的控制力及影響力，家族成員主導企業之經營模式，故家族企業的代理問題已不再是單純的管理者與股東間的利益衝突，而是管理者(控制股東)與小股東間的衝突。台灣是一個新興市場，股市規模較小，對投資人保護較弱，家族企業可以透過交叉持股、金字塔結構和財務報告等方式控制現金流，而擁有過度控制權的家族控制股東往往會透過較弱的資訊環境和監督機制來侵占小股東的利益(Khattak et al., 2020; Allaya et al., 2018)。Chen et al.(2023)指出台灣家族控制企業比非家族控制企業更容易從事盈餘管理行為，導致後續經營績效較差。此外，家族企業中經理人多由家族成員擔任，因此，當家族經理人本身具有過度自信的特質時，可能會強化盈餘管理的行為。基於上述分析，本研究假說 H2-1 如下：

H2-1：相較於非家族企業，家族企業之經理人若具過度自信傾向，企業較更容易從事盈餘管理行為。

另一方面，東亞國家為高度集體主義，集體主義文化促使管理者負起管家精神，將企業整體利益擺放於個人利益之上。家族企業之經營模式與東亞國家民族性進而發展出「管家理論」(Muth & Donaldson, 1998)。管家理論主張管理者的動機建立在非自我利益之上，重視成就感和認同感、工作倫理，並追求工作滿足感。台灣大部分的企業皆由家族所掌控，家族企業的管理者在乎企業整體的長遠發展與形象，並且願意投入更多資源，進而獲取長期利益以維護企業長久經營。家族控制股東因持股比率高，將企業與家族成員視為利益共同體，家族成員共同利益的結合與強大向心力使其更有意願維護企業穩健成長，促使控制股東與小股東雙方利益目標一致，以發揮利潤極大化(Anderson & Reeb, 2003; Fan & Wong, 2002; Lee & Liao, 2004; Tsai et al., 2006)。當家族持股比率越高，家族成員為讓企業永續經營並傳承於後代子孫，制定具有長期導向及規劃決策，有助於企業未來的成長。相關文獻指出家族企業的績效確實優於非家族企業，而在家族控制的企業組織架構與集體主義的文化下，家族企業之管理者更加督促自己要更為用心經營，並扛起企業永續經營之責(Gomez-Mejia et al., 2007; Miller & Le Breton-Miller, 2005; Miller et

al., 2008)。由於家族財富與企業價值相輔相成，為維護企業聲譽及形象，即便操控盈餘可獲得短期利益也會因有可能損及企業長期績效而作罷。因此，當經理人本身具有過度自信的特質時，其投資決策或方針常常會受到家族控制股東所影響，因而減少盈餘管理的行為。基於上述分析，本研究假說 H2-2 如下：

H2-2：相較於非家族企業，家族企業之經理人若具過度自信傾向，企業較不容易從事盈餘管理行為。

三、股權結構與過度自信經理人之盈餘管理行為

過往相關研究採用盈餘分配權和控制權分離程度來衡量家族控制股東對小股東的利益剝奪行為，依據代理理論之觀點，當控制權與盈餘分配權偏離程度加大時，使得家族控制股東有較大的動機去掠奪公司或小股東的利益，引發嚴重的代理問題，導致績效變差以及降低公司價值(Claessens et al., 2000)。然而，管家理論則主張家族企業的控制股東會延續致力於發展家族企業的精神，將公司經營的成敗視為個人或家族的成敗。Donaldson and Davis (1991)指出，若國家文化屬於高集體主義特性時，家族控制股東傾向願意犧牲個人利益以成就組織利益。當企業的經營權與所有權偏離程度越高時，雖然控制股東擁有相當高的控制權，但為了家族整體利益的考量，其會採行公司價值極大化的決策，對公司整體績效將有正面的影響。由於家族企業內存在家族成員兼任經理人(家族 CEO)以及非家族成員擔任經理人(非家族 CEO)兩種類型之經理人，本研究分別探究此兩類 CEO 當具有過度自信的特質時，公司盈餘管理行為是否會受到家族特性影響。

家族 CEO 可能缺乏資歷和投資經驗，若具有過度自信特質，當資金充足時更可能導致過度投資，進一步導致道德風險問題(Lin et al., 2016)。此外，家族 CEO 較不會受到家族約束，故擁有較高的裁量權，並且可能配合家族剝奪小股東的利益，發佈低品質的盈餘資訊(洪榮華, 2013)。另一方面，家族 CEO 重視公司聲譽，可能需要較少的薪酬來使自己的利益與家族企業的利益保持一致，故不太可能為了薪酬而進行盈餘管理(Li and Hung, 2013)。另外，非家族 CEO 對自己的專業知識和經驗過度自信，可能會強化盈餘管理行為。另一方面，非家族 CEO 可能不被家族成員所信任，因此決策常會受到家族成員的限制，並進一步限制他們的盈餘管理行為(Li and Hung, 2013)。當控制股東的投票權與盈餘分配權偏離程度較大時，控制股東對公司的控制權大於其資金投入的金額，代表控制股東所擁有的控制權超過其應有的範圍，故其越能有效地掌控公司的營運。

由於 CEO 的類型和過度自信傾向特徵可能對公司盈餘管理行為有不同的影響，本研究進一步分別探討家族控制權在家族 CEO 和非家族 CEO 管理者過度自信傾向與盈餘管理行為之間的關係是否具有調節作用。因此，本研究假說 H3-1 和 H3-2 如下：

H3-1：公司控制權與盈餘分配權偏離程度越大，過度自信之家族經理人越不容易從事盈餘管理行為。

H3-2：公司控制權與盈餘分配權偏離程度越大，過度自信之非家族經理人越不容易從事盈餘管理行為。

四、董事會結構與過度自信經理人之盈餘管理行為

獨立董事擁有專業能力，且因其具有獨立超然的特性，可客觀參與公司決策的制定，並具有效監督公司之功能。Beasley(1996)指出發生財務報表舞弊之公司，其獨立董事比例明顯低於未發生舞弊之公司獨立董事比例。Klein(2002)發現審計委員會的獨立性及董事會的獨立性與異常應計數呈現負相關；因此公司營運至少須維持多數獨立董事之規定，才能有效地監督公司財務報導之過程，降低管理當局盈餘管理的可能性。Xie et al.(2003)研究結果顯示，審計委員會的成員應為獨立董事並且具備財務背景，當公司有較多之獨立董事並且具有管理公司之經驗時，可降低盈餘管理情況的發生。另外，他們的研究結果顯示董事會規模與盈餘管理呈現負相關，意即當董事會規模越大時，可降低盈餘管理可能性，且相關經驗之董事能有效牽制管理者盈餘管理之行為。

Kao and Chen(2004)探討台灣公開發行公司之董事會結構特性與盈餘管理之關聯性，以了解台灣上櫃公司之董事會是否與美國董事會有相同之治理功能，他們發現董事會規模大小與盈餘管理呈現正相關，獨立董事之比例與盈餘管理呈現負相關。蔡昇峰(2003)發現當公司之獨立董事比例較高時，即可降低公司管理者之盈餘管理行為；吳祥福(2003)則分別針對 35 家財務報表重編公司及未重編公司之董事會、監察人之獨立性及專業性進行研究。實證結果顯示，財務報表重編的公司其董事會之獨立董事比率較低。由此可推論，董事會獨立性與財務報表品質有相當的關聯性，當董事會獨立性較高而公司監督治理機制較完善時，財務報表品質愈好。

Heaton(2002)指出公司獨立董事對於公司財務政策會產生一定程度的影響，並且降低經理人過度自信、過度樂觀的情形。由於獨立董事可避免許多不利於股東(例如：過度投資、併購、舉債…等)之相關活動，進而抑制經理人因過度自信所導致的盈餘管理行為。因此，獨立董事的存在使得公司經理人較不容易產生自利行為，能夠對企業經營決策進

行專業評估，當獨立董事監比例越高，越可能揭露有關董事會及管理階層決策的過程，若經理人有過度投資的行為時，將受到董事會的牽制，故降低經理人從事盈餘管理的行為。因此，本研究假說 H4 如下：

H4：公司獨立董事比例越高，過度自信經理人較不容易從事盈餘管理行為。

參、研究方法

一、研究模型與變數說明

本研究之目的為探討經理人過度自信與盈餘管理行為之間的關係，以及家族企業、控制權與盈餘分配權偏離程度以及獨立董事比率等變項是否會干擾經理人過度自信與盈餘管理行為兩者之間的關係。首先，為了驗證假說 H1 經理人過度自信對公司盈餘管理行為的影響，本研究建立模型如下：

$$\begin{aligned} AbbACC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 O_{it-1} + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it-1} + \beta_4 LEV_{it-1} + \beta_5 GW_{it-1} + \beta_6 OCF_{it-1} \\ & + \beta_7 OUT_{it-1} IndEffect + YearEffect \varepsilon_{it-1} \end{aligned} \quad (1)$$

為了解決經理人過度自信傾向與公司盈餘管理行為若同時發生可能產生之內生性問題(endogeneity problems)，本研究對應變數採用當期資料，自變數及控制變數採用前一期資料，進行驗證分析。此外，本研究為驗證假說 H2-1 和 H2-2，於模型中加入「家族企業」以及「家族企業與過度自信經理人交叉項」，以探討家族企業是否於過度自信經理人與盈餘管理行為之間具干擾效果，模型如下所示：

$$\begin{aligned} AbbACC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 O_{it-1} + \beta_2 FB_{it-1} + \beta_3 FB_{it-1} \times O_{it-1} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 SIZE_{it-1} + \beta_6 LEV_{it-1} \\ & + \beta_7 GW_{it-1} + \beta_8 OCF_{it-1} + \beta_9 OUT_{it-1} \\ & + IndEffect + YearEffect + \varepsilon_{it-1} \end{aligned} \quad (2)$$

為了驗證假說 H3-1 和 H3-2，於模型中加入「股份盈餘偏離差」以及「股份盈餘偏離差與過度自信經理人交叉項」，以探討家族企業中，控制權與盈餘分配權偏離程度是否於過度自信之家族 CEO(非家族 CEO)與盈餘管理行為之間具干擾效果，模型如下所示：

$$\begin{aligned} AbbACC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 O_{it-1} + \beta_2 DEV_{it-1} + \beta_3 DEV_{it-1} \times O_{it-1} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 SIZE_{it-1} \\ & + \beta_6 LEV_{it-1} + \beta_7 GW_{it-1} + \beta_8 OCF_{it-1} + \beta_9 OUT_{it-1} \\ & + FirmEffect + YearEffect + \varepsilon_{it-1} \end{aligned} \quad (3)$$

為了驗證假說 H4，於模型中加入「獨立董事比例」以及「獨立董事比例與過度自信經理人交叉項」，以探討獨立董事比例是否於過度自信經理人與盈餘管理行為之間具干擾效果，模型如下所示：

$$\begin{aligned} AbbACC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 O_{it-1} + \beta_2 GOV_{it-1} + \beta_3 GOV_{it-1} \times O_{it-1} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 SIZE_{it-1} \\ & + \beta_6 LEV_{it-1} + \beta_7 GW_{it-1} + \beta_8 OCF_{it-1} + \beta_9 OUT_{it-1} \\ & + IndEffect + YearEffect + \varepsilon_{it-1} \end{aligned} \quad (4)$$

研究模型中的變數說明如下：

(一) 應變數：裁決性應計數(AbbACC_{it})

盈餘管理是經理人運用個人對編製財務報表的裁量權和營運交易的掌握來修改財務報表，藉由操弄盈餘的數字達成其盈餘管理的目的。然而管理當局通常利用變動會計方法或調整總應計數等方式來進行盈餘管理行為，由於透過會計原則變動來進行盈餘管理的成效較低，因此管理當局通常會透過裁決性應計項目來操弄盈餘。本研究以裁決性應計項目作為衡量盈餘管理之指標。

Jones(1991)提出 Jones 模式，以樣本公司歷史資料的總應計數與銷貨變動、固定資產總額進行迴歸，估計出非裁決性應計數，接著將事件期總應計數減去估計的非裁決性應計數差額，即為偵測盈餘管理之裁決性應計數。DeFond and Jiambalvo (1994)提出以橫斷面法來估計非裁決性應計數，即擷取產業面的資料來估計分析，由於樣本數增加，因此對資料分析有較好的解釋能力。Dechow et al.(1995)提出修正後 Jones 模式，將模型中銷貨變動扣除應收帳款變動數，並以各公司前一年底之總資產額作為平減因子，利用估計期的總應計數與調整應收帳款變動數的銷貨變動量及固定資產總額進行迴歸，得出參數估計值，將之帶入實證期之銷貨變動與固定資產總額，求得樣本公司於實證期估計之非裁決性應計數，再將實證期的總應計數扣除估算的非裁決性應計數，即得裁決性應計數。因此本研究採用橫斷面修正後 Jones 模式來計算裁決性應計數，以作為盈餘管理之替代變數，計算式如公式(5)：

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_t \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_t \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \gamma_t \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

公式中 $TA_{i,t}$ 為總應計項目，即停業部門損益與繼續營業部門純益之和，再扣除來自營運之現金流量之值； $A_{i,t-1}$ 為第 t 年之期初總資產； $\Delta REV_{i,t}$ 為第 t 年與第 $t-1$ 年之營業收

入淨額變動量； $\Delta REC_{i,t}$ 為第 t 年與第 t-1 年之應收帳款及票據變動量； $PPE_{i,t}$ 為固定資產總值。本研究以公司-年度資料(firm-year)來估計裁決性應計數，並將所有變數之期初總資產做平減予以標準化，以避免公司規模影響估計數。

本研究以歷史資料 2006 至 2010 年為估計期，將樣本公司的營業收入淨額變動量、應收帳款及票據變動量、固定資產總值等項目按期初總資產平減後，利用迴歸分析求出公式(5)之 α_t 、 β_t 、 γ_t 之估計值，接著將 α_t 、 β_t 、 γ_t 值帶入公式(6)，求出實證期 2011 至 2016 年樣本公司之非裁決應計數。公式(6)為實證期 2011 至 2016 年的總應計數減去非裁決性應計數之差額，即為本研究樣本公司之裁決性應計數(AbbACCit)。

$$AbbACC_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \left[\hat{\alpha}_t \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_t \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\gamma}_t \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) \right] \quad (6)$$

過往相關文獻常採用修正後 Jones 模式計算裁決性應計數，藉以衡量公司盈餘管理的行為，雖然有不少學者們會考量使用績效調整後之裁決性流動應計數(Performance-Adjusted Discretionary Accrual)進行穩健性測試，但實證結果證實是相似的(Nguyen et al., 2024; Bansal, 2022; Li and Hung, 2013)。另外，有學者採用真實盈餘管理(Real Earnings Management)作為盈餘管理的代理變數，研究中亦採用績效調整後之裁決性流動應計數，來進行穩健性測試或是作為控制變數，以控制真實盈餘管理與應計盈餘管理之間可能存在的關係，但實證結果仍是相似(Nguyen et al., 2024; Chen et al., 2023)，故而這些研究認為真實和應計盈餘管理是可以相互替代的(Kouaib, 2023)。

另外，為避免 Jones 模型中對盈餘管理的估計可能會出現偏向零的偏誤，本文參循 Dechow et al.(1995)的研究，使用 2006 至 2010 年的資料估計 Jones 模型的參數，再使用實證期 2011 至 2016 年的資料估計非裁決應計數。然而，本研究中估計期和實證期均是採用相同之台灣上市樣本公司的資料進行裁決性應計數的估計。

(二)自變數：過度自信經理人(O)

本研究主要探討經理人過度自信對於盈餘管理行為的影響，因此設定過度自信經理人(O)為虛擬變數，第 i 家公司在會計年度 t-1 的 CEO 若本研究認定其為過度自信時，O 設定為 1；反之 O 為 0。

由於經理人的個人財富、名聲及事業與企業績效表現緊密連結，而暴露在公司特有的風險(idiosyncratic risk)之下，卻無法透過賣空(short-selling)其自家公司的股票來避險，因此經理人應對自家公司的持股有很小的誘因。然而，一個過度自信的經理人卻會因為

看好其公司的未來表現，不僅不會降低公司持股至最小的程度，反而會持續增加持有公司的股權，預期能夠從未來收益中獲取股利(張力等, 2013)。Li and Hung (2013)採用淨買進股票比率作為台灣企業管理者過度自信的指標；Lin et al.(2008)採用任期至少五年台灣企業的經理人，並採其前三年任期之平均持股數的情況來判斷是否具過度自信傾向。另外，洪榮華等(2013)除採用經理人平均持股數來當作過度自信經理人的衡量方式外，亦採用平均持股比例的變動來判斷經理人是否具樂觀傾向。由公開資訊觀測站中可知，多數台灣上市(櫃)企業之總經理任期為三年一任，為避免樣本數過少影響衡量結果，故本研究參考台灣學者張力等(2013)對過度自信經理人的衡量方式，採取任期至少三年之經理人為樣本，若該經理人在這三年中至少有兩年對自家公司股票的平均持股數是增加的，亦即此三年中其公司股票屬於買入的年數大於淨賣出的年數，即將之定義為過度自信的經理人。

(三)干擾變數

1. 家族企業(FB)

家族企業(FB)為虛擬變數，第 i 個樣本公司在會計年度 $t-1$ 為家族企業時 FB 為 1；反之 FB 為 0。本研究欲探討經理人過度自信與盈餘管理行為之間的關係是否受到家族特性所影響，故參考 Mok et al.(1999)與葉銀華(1999)等學者對家族企業之定義，如符合下述其一者即定義本研究之樣本公司為家族企業。

- (1)所有家族成員(具三等親或配偶以內關係)或其設立之投資公司掌控集團核心公司股權比例大於 10%，並且佔有董事會席次。
- (2)家族成員佔核心公司一半以上董事席次。
- (3)家族成員或其親屬擔任董事長或總經理一職。

2. 股份盈餘偏離差(DEV)

本研究依據台灣經濟新報(TEJ)將股份盈餘偏離差定義如下：

$$\text{股份盈餘偏離差(DEV)} = [\text{控制持股比率}] - [\text{盈餘分配比率}]$$

其中盈餘分配股權即「最終控制者」之盈餘分配權，又稱現金流量請求權。

盈餘分配股權= 直接盈餘分配權(最終控制者個人持股 + 集團未上市公司持股) + Σ (各控制鏈之持股率乘積)另外，股份控制權乃採 La Porta 做法，以控制鏈「最末端」持股率所計算之股份控制權(投票權)；也就是「最終控制者」所能控制之持股率。

股份控制權=直接持股股權(最終控制者個人持股 + 集團未上市公司持股 + 集團基金會持股) + 間接持股股權(集團上市公司持股 + 經理人持股)。

3. 獨立董事比率(Proportion of independent directors, GOV)

此變數為衡量其董事會管理的獨立性與有效性，本研究依據台灣經濟新報(TEJ)將獨立董事定義如下：

- (1)不得於該企業任職
- (2)與該企業董監事無二等親關係
- (3)選任持股不得高於 1%且非為大股東

因此，獨立董事比率為：

$$GOV = \text{獨立董事人數} / \text{全體董事總人數}$$

(四)控制變數

本研究參考過往探討公司盈餘管理行為之相關文獻，採用之控制變數為公司規模、負債比率、銷貨收入成長率、營運活動現金流量、資產報酬率、外部法人持股比率，分述如下：

1. 資產報酬率(Return on asset, ROA)

企業之資產報酬率為企業之資產獲利能力，亦即在衡量企業擁有的資產是否充分利用。當企業之資產報酬率越高時，表示該企業營運使整體資產的報酬運用效率越高，則經理人較不會有動機調整會計應計數。

$$ROA = \text{淨利} / \text{資產}$$

2. 公司規模(SIZE)

由於大公司所面對的資本市場績效壓力大於小公司，因此可能藉由管理公司盈餘來平穩損益，避免盈餘下跌，並且大公司之應計項目本就大於小公司，故可能更容易會以裁決性應計項目操控盈餘(Rajgopal & Venkatachalam, 1998)。本研究將公司規模做為控制變數，其衡量公式如下：

$$SIZE = \ln(\text{總資產額})$$

3. 負債比率(LEV)

依據 Watts and Zimmerman (1978)所提出當企業財務槓桿越高，經理人會藉由調整裁決性應計項目，以避免發生違規情形。由此可知，當企業高負債時，可能會有調高或降低盈餘的行為。因此，本研究將負債比率加入控制變數，並以財務槓桿指標衡量此變數，其衡量公式如下：

$$LEV = \text{總負債} / \text{總資產}$$

4. 銷貨收入成長率(GW)

依據 Beaver et al.(1970)所提出之論點，成長型企業會利用操控應計數的手法使盈餘平穩化，因此，本研究加入銷貨收入成長率為控制變數，其衡量方式如下：

$$GW = t-1 \text{ 期至 } t \text{ 期之銷貨收入成長率}$$

5. 營運活動現金流量(OCF)

依 Dechow et al.(1995)以及 Becker et al. (1998)之研究結果發現，營運活動現金流量與裁決性應計項目為負相關，當企業其營運活動現金流量為正向成長時，經理人較不會調整應計項目，故本研究將「營運活動現金流量」做為控制變數，其衡量公式如下：

$$OCF = \text{第 } i \text{ 公司第 } t \text{ 期之營運活動現金流量} / \text{第 } t-1 \text{ 期之總資產}$$

6. 外部法人持股比率(OUT)

機構所有權在企業是否公告正確的財務報表上扮演著重要的角色(Chen et al., 2023)。因此，本文亦探討機構所有權對企業盈餘管理行為的影響。根據金融監督管理委員會證券期貨局編印的歷年證券統計要覽，其有關於上市公司資本來源明細表中共包含：政府機構、本國公司法人、信託基金機構、金融機構與自然人等，本研究參考江淑玲(1998)、洪麗芳(2004)的做法，以去除本國自然人與僑外自然人持股二項目後做為外部法人持股之定義，而外部法人持股比率即為外部法人持股數占流通在外股數之比率來衡量。

7. 產業效果(IndEffect)和年效果(YearEffect)

最後，研究模型中包含產業和會計年度的虛擬變量，以控制迴歸分析中潛在的產業和時間效應。因考量台灣上市企業中大部分屬電子產業，故若是公司為電子產業時產業效果設定為 1；反之設為 0。上述變數定義彙總說明於表 1。

表 1 變數定義及衡量方法

變數			定義
依變數	盈餘管理	AbbACC	裁決性應計項目
自變數	過度自信經理人	O	此變數為虛擬變數，經理人為過度自信時此變數設定為1，反之為0。本研究採取任期至少三年之經理人為樣本，此三年中其公司股票屬於買入的年數大於淨賣出的年數，則認定該經理人為過度自信經理人。
干擾 變數	家族企業	FB	公司符合下述其一者即定義為家族企業，此變數設定家族企業者為1，反之為0。 (a) 所有家族成員(具三等親或配偶以內關係)或其設立之投資公司掌控集團核心公司股權比例大於10%，並且佔有董事會席次。 (b) 家族成員佔核心公司一半以上董事席次。 (c) 家族成員或其親屬擔任董事長或總經理一職。
	股份盈餘偏離差		$DEV = [\text{控制持股\%}] - [\text{盈餘分配\%}]$ 。
	獨立董事比例		$GOV = \frac{\text{獨立董事人數}}{\text{全體董事總人數}}$ 獨立董事的資格須符合以下條件： (a) 不得於該企業任職 (b) 與該企業董監事無二等親關係 (c) 選任持股不得高於1%且非為大股東
控制 變數	公司規模	SIZE	總資產取自然對數
	負債比率	LEV	總負債除以總資產的比率
	銷貨收入成長率	GW	前一期至本期銷貨收入成長率
	營運活動現金流量	OCF	營運活動現金流量除以總資產的比率
	資產報酬率	ROA	淨利除以資產的比率
	外部法人持股比率	OUT	外部法人持股數佔流通在外股數之比率
	產業效果	IndEffect	此變數為虛擬變數，控制產業效果
	年效果	YearEffect	此變數為虛擬變數，控制年效果

二、資料來源

2018 年起發生中美貿易戰導致全球貿易環境的轉變，中、美兩國間的關稅措施和貿易壁壘加劇了不確定性，影響了全球供應鏈的運作。接著爆發 COVID-19 新冠肺炎疫情，

迫使各國實施封鎖措施，供應鏈中斷、需求下降等問題，讓許多企業面臨關閉或業務縮減的困境。針對 2018 年後全球總體環境驟然受到劇烈衝擊，此期間企業所面臨經營困境與危機致其獲利受到影響。對此，本研究考量公司管理階層評估 COVID-19 對財務報表之影響，可能會對會計揭露進行調整，故新冠疫情後的資料便不考慮列入本研究之研究範圍。因此，本研究樣本以 2011 年為基準，劃分 2006 年至 2010 年為估計期；2011 至 2016 年為實證期，利用上市公司做為樣本公司估計期，計算模型得到估計期參數值後，再進一步計算實證期所需之變數。因此，資料蒐集期間為 2006 至 2016 年。由於本研究資料蒐集期間為 11 年，為了避免估計期和實證期的樣本公司不一致而導致裁決性應計數的估計產生偏誤，故樣本以公開市場交易期間較久之台灣上市公司為研究對象。

本研究所需之公司治理和財務資料等相關數據均取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)與公開資訊觀測站資料庫企業年報，研究樣本單位將每家公司每一年度的資料視為一筆觀察值。

肆、實證分析結果

一、基本敘述性統計分析

本研究初步擷取 5,208 筆資料，刪除 305 筆不完整資料和極端值資料後，最後篩選 826 家上市公司，總計 4,903 筆樣本資料進行實證分析。表 2 列示，裁決性應計數(AbbACC)、家族企業(FB)、公司規模(SIZE)、負債比率(LEV)、銷貨收入成長率(GW)、資產報酬率(ROA)、營業活動現金流量(OCF)、獨立董事比例(GOV)、股份盈餘偏離差(DEV)之平均數、中位數、標準差、最小值與最大值等敘述性統計量。裁決性應計數(AbbACC)為本研究之依變數，其最小值為-19.557、最大值為 1.652、平均數為-0.713、標準差為 1.334。家族企業(FB)之平均數為 0.869，可得知台灣家族企業約佔 87%。過度自信經理人(O)的平均數為 0.418，顯示樣本企業中過度自信經理人的佔比約近四成。負債比率(LEV)最小值為 0.011、最大值為 1.125、平均數為 0.427，樣本公司企業負債情況約佔資產的四成。另外，本研究樣本資料之資產報酬率(ROA)最小值為-0.436、最大值為 0.958、平均數為 0.050，表示台灣企業的獲利率平均約為 5%。獨立董事比例(GOV)最小值為 0、最大值為 0.625、平均數為 0.173，顯示台灣企業之獨立董事約佔五分之一的董事席次，比例偏低。

表 2 各變數之敘述性統計

變數		平均數	中位數	標準差	最小值	最大值	觀察值
Variable		Mean	Median	Std. Dev	Min	Max	Obs
裁決性應計數	(AbbACC)	-0.713	-0.327	1.334	-19.557	1.652	4903
過度自信經理人	(O)	0.418	0.000	0.493	0.000	1.000	4903
家族企業	(FB)	0.869	1.000	0.338	0.000	1.000	4903
股份盈餘偏離差	(DEV)	0.062	0.013	0.106	0.000	0.790	4903
獨立董事比例	(GOV)	0.173	0.200	0.171	0.000	0.625	4903
公司規模	(SIZE)	15.974	15.765	1.392	12.208	21.625	4903
負債比率	(LEV)	0.427	0.427	0.1804	0.011	1.125	4903
銷貨收入成長率	(GW)	0.269	0.034	5.571	-0.997	325.934	4903
資產報酬率	(ROA)	0.050	0.047	0.080	-0.436	0.958	4903
營運活動現金流量 (OCF)		0.065	0.063	0.098	-0.753	1.806	4903
外部法人持股	(OUT)	0.100	0.073	0.100	0.000	0.740	4903

表 3 為家族企業與非家族企業的樣本敘述統計，我們經由 t 檢定和 Mann Whitney U 檢定來判斷兩群樣本之間的差異性。由表 3 得知，家族企業裁決性應計數之平均數(中位數)為 -0.734 (-0.356)低於非家族企業之-0.572 (-0.126)，且在差異性檢定上達到 1% 的顯著水準，顯示家族企業重視聲譽，較不會有操控盈餘的情況產生。另外，過度自信傾向之經理人在家族企業的平均數為 0.400，低於非家族企業的平均數 0.560，在差異性檢定上達到 1% 的顯著水準，顯示家族企業中有過度自信傾向之經理人的比率低於非家族企業。

表 3 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 (n=4259)		非家族企業 (n=644)		差異性檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	T 值	Z 值
裁決性應計數 (AbbACC)	-0.734	-0.356	-0.572	-0.126	-2.882***	-5.255***
過度自信經理人(O)	0.400	0.000	0.560	1.000	-7.572***	-7.617***
股份盈餘偏離差(DEV)	0.061	0.013	0.066	0.015	-1.054	-0.357
獨立董事比例(GOV)	0.173	0.200	0.172	0.200	0.185	-0.191
公司規模(SIZE)	15.910	15.723	16.395	16.179	-7.255***	-7.244***
負債比率 (LEV)	0.426	0.428	0.429	0.430	-0.333	-0.557
銷貨收入成長率(GW)	0.291	0.033	0.123	0.055	0.712	-2.172**
資產報酬率(ROA)	0.051	0.047	0.041	0.047	3.122***	-1.633
營運活動現金流量 (OCF)	0.063	0.061	0.075	0.072	-2.814***	-2.687
外部法人持股(OUT)	0.100	0.073	0.102	0.076	-0.486	-0.652

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

二、Pearson 相關係數分析

本研究以 Pearson 相關係數作共線性之檢驗，以了解各變數間的相關性。表 4 顯示本研究的自變數、干擾變數與控制變數間相關係數皆低於 0.5，且各自變數的變異數膨脹因子(VIF)均低於 10，因此可忽略各變數之間共線性的問題。另外，由表 4 可知，裁決性應計數(AbbACC)與過度自信經理人(O)之間的關係不具顯著性，但相關係數是正的，與本研究預期的方向是一致的。裁決性應計數(AbbACC)對家族企業(FB)呈現顯著負相關，相關係數為 -0.041 ($P \leq 0.05$)，表示家族企業較不易有操控盈餘的情況產生，此結果支持管家理論，家族企業重視整體成就感、認同感，所有營運決策皆建立在非自我利益之上。裁決性應計數(AbbACC)對公司規模(SIZE)呈現顯著正相關，相關係數為 0.714 ($P \leq 0.05$)，企業規模大小會影響公司操控盈餘的行為。裁決性應計數(AbbACC)對負債比率 (LEV)呈現顯著正相關，相關係數為 0.272 ($P \leq 0.05$)，表示當企業負債比率越高越有動機操控公司盈餘。裁決性應計數(AbbACC)對資產報酬率(ROA)呈現顯著正相關，相關係數為 0.070 ($P \leq 0.05$)，顯示企業的資產報酬率高低會影響公司盈餘操控行為。裁決性應計數(AbbACC)對營業活動現金流量(OCF)呈現顯著正相關，相關係數為 0.091($P \leq 0.05$)，表示金流狀況會影響企業操控盈餘的情形。

表 4 Pearson 相關係數矩阵

變數	AbbACC	O	FB	DEV	GOV	SIZE	LEV	GW	ROA	OCF	OUT	VIF
1. 裁決性應計數 (AbbACC)												
2. 過度自信經理人 (O)	0.012											1.017
3. 家族企業 (FB)	-0.041***	-0.109***										1.037
4. 股份盈餘偏離差 (DEV)	0.010	0.004	-0.016									1.009
5. 獨立董事比例 (GOV)	0.022	-0.014	0.003	0.056***								1.026
6. 公司規模 (SIZE)	0.714***	-0.042***	-0.118***	0.000	0.008							1.220
7. 負債比率 (LEV)	0.272***	0.007***	-0.005	0.012	0.009	0.371***						1.304
8. 銷貨收入成長率 (GW)	0.003	-0.017	0.010	0.008	0.018	-0.011	0.007					1.004
9. 資產報酬率 (ROA)	0.070***	-0.015	0.045***	-0.015	-0.044***	0.024*	-0.235***	0.050***				1.287
10. 營運活動現金流量 (OCF)	0.091***	0.007	-0.040***	-0.039***	0.012	0.054***	-0.251***	0.026*	0.441***			1.305
11. 外部法人持股比率 (OUT)	0.011	-0.028***	-0.007	-0.054***	0.135***	-0.001	0.005	0.002	-0.019	0.009	1.024	

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

三、迴歸分析結果

本研究採用 LR (likelihood ratio) test 來檢定我們的研究模型適合採用傳統的 OLS (ordinary least squares) 模型或是同時考量時間序列與橫斷面資料的 Panel Data 模型進行分析，檢定結果確認 Panel Data 迴歸分析較適合我們的分析。我們的實證結果分析共分為三個部分，第一部分利用 Panel Data 迴歸分析估計過度自信經理人與盈餘管理行為之間的關係，並進一步觀察家族企業特性對經理人過度自信傾向與盈餘管理行為之間關係是否有調節效果；第二部分則是將家族企業內之經理人區分為家族 CEO 與非家族 CEO，並分別驗證此兩類 CEO 過度自信傾向與盈餘管理行為之間的關係是否有差異，並進一步驗證控制權與盈餘分配權偏離程度在兩類 CEO 過度自信傾向與盈餘管理行為之間的關係是否有調節效果；第三部分則是驗證獨立董事比率對 CEO 過度自信傾向與盈餘管理行為之間關係是否有調節效果。

表 5 為過度自信經理人之盈餘管理行為的 Panel 迴歸分析結果。由模型一的結果得知，過度自信經理人(O)之係數為 0.173，達 5% 顯著水準，顯示經理人若有過度自信傾向，則企業會採取盈餘操控之行為，因此研究假說 H1 獲得實證支持。為了檢視家族特性對 CEO 過度自信傾向與盈餘管理行為間之關係是否具調節效果，我們於模型中加入家族企業(FB)以及過度自信經理人與家族企業之交叉項(O x FB)進行分析。由模型二的結果得知，過度自信經理人(O)之係數為 0.503，達 1% 顯著水準，家族企業(FB)的係數為 0.297，達 1% 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盈餘管理行為，顯示家族企業於掌握較高控制權之誘因下，傾向增加盈餘管理行為。家族企業與過度自信經理人之交叉項(FB x O)的係數為 -0.375，達 5% 顯著水準，故相較非家族企業，家族企業之過度自信經理人較不會有盈餘管理的行為，故 H2-2 獲得實證支持。此結果表示，過度自信經理人在家族企業的盈餘管理行為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，過度自信對其盈餘管理行為的敏感度會減少。家族企業的控制股東通常會透過金字塔所有權結構及交叉持股結構，取得企業絕對的高度控制權。因此，家族企業裡的大股東具有更大的誘因和能力去剝奪少數股東的利益，為避免外部監督及東窗事發後帶來的法律等成本，以及維護聲譽之態度與立場，其通常會藉由操縱會計盈餘來掩飾其不當行為 (Haw et al., 2004)。然而，當經理人有過度自信傾向而過度投資時，家族控制股東會為了保障家族成員的權益及家族聲譽，將會採取防衛措施，藉由其擁有之控制權對經理人之過度投資的行為有所牽制，進而降低了經理人對公司盈餘進行操弄的行為。

另外，檢視獨立董事比率的干擾效果，我們於模型中加入獨立董事比率(GOV)以及過度自信經理人與獨立董事比率之交叉項(O x GOV)進行分析。由模型三的結果得知，過度自信經理人(O)之係數為 0.185，達 5% 顯著水準，而過度自信經理人與獨立董事比率之交叉項(O x GOV)之係數為-0.066，未達顯著水準，故本研究 H4：公司獨立董事比例愈高，過度自信經理人較不容易從事盈餘管理行為，無法獲得實證支持。

表 5 過度自信經理人之盈餘管理行為的 Panel 迴歸分析

變數	模型一	模型二	模型三
常數項	-15.971(2.01) ***	-16.308(2.05) ***	-15.963(2.01)
過度自信經理人(O)	0.173(0.68) **	0.503(0.17) ***	0.185(0.07) **
家族企業(FB)		0.297(0.14) **	
過度自信經理人(O) x 家族企業(FB)		-0.375(0.17) **	
股份盈餘偏離差(DEV)			
過度自信經理人(O) x 股份盈餘偏離差(DEV)			
獨立董事比例(GOV)			0.097(0.06)
過度自信經理人(O) x 獨立董事比例(GOV)			-0.066(0.09)
公司規模 (SIZE)	0.976(0.14) ***	0.979(0.14) ***	0.975(0.14) ***
負債比率 (LEV)	-0.793(0.52)	-0.785(0.52)	-0.793(0.52)
銷貨收入成長率(GW)	0.006(0.01)	0.006(0.01)	0.006(0.01)
資產報酬率(ROA)	0.0920(0.24)	0.091(0.24)	0.096(0.24)
營運活動現金流量(OCF)	0.089(0.28)	0.103(0.28)	0.090(0.28)
外部法人持股(OUT)	0.095(0.05)*	0.091(0.05)*	0.083(0.05)*
產業效果(IndEffect)	Included	Included	Included
年效果(YearEffect)	Included	Included	Included
R ²	0.5074	0.5072	0.5072

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

2. 括號內為標準誤

本研究為進一步釐清家族企業內經理人是否為家族成員兼任對盈餘管理行為的影響有無差異，我們將家族企業樣本區分為 CEO 為家族成員以及 CEO 非家族成員兩群，分別探究此兩類 CEO 過度自信傾向與盈餘管理行為之間的關係，並進一步驗證控制權與盈餘分配權偏離程度對此兩類 CEO 過度自信傾向與盈餘管理行為之間的關係是否有調節效果。表 6 為家族企業之過度自信經理人盈餘管理行為的 Panel 迴歸分析結果。由表 6

的結果得知，經理人由家族成員兼任時，過度自信經理人(O)之係數為 0.206，達 5% 顯著水準。當經理人非由家族成員兼任時，過度自信經理人(O)之係數為 0.168，未達顯著水準，故相較非家族 CEO，過度自信之家族 CEO 更易有盈餘管理的行為。

另外，我們進一步驗證控制權與盈餘分配權偏離程度對兩類 CEO 過度自信傾向與盈餘管理行為之間關係的調節效果。當經理人由家族成員兼任時，過度自信經理人(O) x 股份盈餘偏離差(DEV)之係數為-0.053，未達顯著水準。然而，當經理人非由家族成員兼任時，過度自信經理人(O) x 股份盈餘偏離差(DEV)之係數為-0.241，達 5% 顯著水準，故 H3-2：公司控制權與盈餘分配權偏離程度越大，過度自信之非家族經理人越不容易從事盈餘管理行為獲得實證支持。此結果意味著，家族控制股東強大的控制權主要是抑制過度自信之非家族 CEO 的盈餘管理行為。

表 6 家族企業之過度自信經理人盈餘管理行為的 Panel 迴歸分析

變數	家族 CEO	非家族 CEO
常數項	-17.437(1.66)***	-16.385(3.41)***
過度自信經理人(O)	0.206(0.10)**	0.168(0.12)
股份盈餘偏離差(DEV)	0.022(0.08)	0.248(0.09) ***
過度自信經理人(O) x 股份盈餘偏離差(DEV)	-0.053(0.16)	-0.241(0.11)**
公司規模 (SIZE)	1.067(0.11)***	1.006(0.23)***
負債比率 (LEV)	-0.560(0.28)**	-0.990(0.96)
銷貨收入成長率(GW)	-0.012(0.00)***	0.008(0.01)
資產報酬率(ROA)	0.368(0.36)	-0.052(0.38)
營運活動現金流量(OCF)	0.687(0.25)***	-0.463(0.47)
外部法人持股(OUT)	-0.038(0.09)	0.158(0.07)**
產業效果(IndEffect)	Included	Included
年效果(YearEffect)	Included	Included
R ²	0.546	0.480
樣本數	1914	2345

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

2. 括號內為標準誤

伍、結論與建議

一、研究結論與建議

過往相關文獻大多數將研究焦點放在過度自信經理人與投資策略、績效、融資、舉債等之間的關係，然本文著重在探討過度自信經理人與盈餘管理之間的關係，主要針對經理人若有過度自信傾向對盈餘操控行為之影響加以討論。此外，本研究考量家族企業虛擬變數、控制權與盈餘分配權以及獨立董事比例等干擾變數，進一步探討這些干擾變數對過度自信經理人與盈餘管理行為之間是否具干擾效果。本研究以 2011 年至 2016 年間台灣上市公司為研究對象，篩選出 4,903 筆資料，826 家上市公司作為研究樣本，實證分析相關數據取自於台灣經濟新報資料庫(TEJ)。

本研究的實證研究結果指出過度自信經理人較容易有盈餘操控的行為發生，驗證 H1 的推論。過度自信經理人容易低估財務危機發生的可能性及高估公司未來的現金流量與償還債務能力。由於經理人過度自信的特質使其容易採取風險較高的決策，例如過度進行投資、舉債及融資……等(Malmendier & Tate, 2005a, 2005b)，這些決策易導致企業產生經營風險，輕者產生如負債比率過高的營運資金壓力，嚴重者可能會引發企業產生財務危機等風險，在這些動機驅使下經理人便容易會有操控盈餘的行為(Hackbarth, 2008)。另一方面，若經理人傾向於過度投資，則會為了保留公司盈餘進行日後投資，為避免繳交高額稅賦和發放較多股利，亦容易有操弄盈餘的行為。因此，我們認為公司需要嚴謹的監督制度並加以管控經理人的裁決權，因為透過有效的公司治理機制進行內部和外部監控，將降低經理人過度投資的機會。

此外，本文發現家族企業對過度自信經理人與盈餘管理行為之間具有調節效果，研究結果顯示過度自信經理人在家族企業體制中較不易發生操控盈餘的行為，符合 H2-2 的推論。因控制家族持有絕對多數的股權，具主導企業整體經營權的能力，亦對經理人有很強大的監督力道，能有效降低經理人為追求表面績效之短視或過度投資等行為，避免因而操弄公司的盈餘。我們進一步將家族企業樣本區分為 CEO 是家族成員和 CEO 非家族成員兩群，研究結果指出相較非家族 CEO，過度自信之家族 CEO 更易有盈餘管理的行為。此外，我們發現家族控制股東的控制權主要是抑制過度自信之非家族 CEO 的盈餘管理行為，對於家族 CEO 的控制效果不顯著。由於家族 CEO 較不會受到家族約束，對公司決策有較高的裁量權，若經理人有過度自信傾向而導致過度投資時，他們可能有更大的誘因和能力藉由窗飾財務報表，試圖掩飾其不當行為；當公司控制權與盈餘分配權偏離程度很大，意味著家族 CEO 控制權的增加，故對經理人之盈餘操弄行為的牽制效

果有限。然而，當控制權與盈餘分配權的偏離度愈大時，家族在優勢股權主導下可控制過度自信非家族 CEO 從事盈餘管理的行為。當過度自信的非家族 CEO 傾向過度投資時，家族控制股東會為了保障家族成員的權益及家族聲譽而採取防衛措施，透過家族主導權對經理人之過度投資的行為有所牽制，進而降低了經理人對公司盈餘進行操弄的行為。

再者，本研究實證結果發現獨立董事比例於過度自信經理人與盈餘管理行為之間的關係不具干擾效果。學者 Yeh et al. (2001)指出台灣上市公司中有 76% 受到家族所掌控，其中有 66.45% 的董事會由家族所控制。其說明台灣大多數公司之股權集中於家族手上，家族成員任職董事或管理階層為常態之事，造就所有權與經營權合而為一，使得董事會無法達到監督之效益。我國證期會於 2002 年起發布「上市上櫃公司治理實務守則」，強制規定自 2002 年起，新上市上櫃之公司必須設立獨立董監事，即上市上櫃公司得依規定設置二人以上之獨立董事，然此法令對 2002 年以前的上市櫃公司並未嚴格規範。戚務君與馬瑜寰(2005)探討董事會之獨立性對盈餘管理之影響，他們以台灣 2002 年期間於法令實施後之上市櫃公司為研究對象，研究結果發現政府管制機關規定新上市櫃公司須設置獨立董事，並無法完全抑制公司盈餘管理之行為。Finkelstein and Hambrick (1996)指出，外部董事缺乏與多數內部人或家族成員對公司應有的特定知識，以致於策略決定不佳。若內部權力與獨立董事無法達到相互約束、相互制衡，此必然給予從事投機行為之機會。因此，有效的董事會需建立在家族董事利益與獨立董事兩者客觀之平衡點上。Park and Shin(2004)提出，一般的外部董事對於降低盈餘管理行為並無法給予實質的幫助，如該外部董事來自於金融機構則能有效達到降低盈餘管理行為之目的。由此可知，外部董事之專業性與實務經驗對其產生之監督效力更勝於獨立性(Bhagat & Black, 1999)。另有研究指出，若外部董事具有商業銀行背景，其與公司債務呈現正相關，也就是說銀行業者提供企業舉債...等專業知識，使得公司可獲得較多的銀行貸款。因此，外部董事具有專業知識及相關實務經驗，在決策與監督上更具效率並且更能減少經理人從事盈餘管理之機率(Booth & Deli, 1999; Mehran, 1995)。

另外，由於台灣企業之獨立董事仍與控制股東或經理人有深度關係，迫使獨立董事淪為虛名或門神之情形。家族企業控制股東實際掌握公司經營決策權，當他們指派外部或獨立董事時，會考慮其與家族之裙帶關係，因而損害獨立董事的獨立性與監督功能。Kesner and Dalton(1986)指出董事會組成中若具有關係人存在時，董事會的獨立性將受到傷害，因為董事和經理人可能會基於彼此互惠的動機，將使得董事難以客觀評估高階經理人的經營績效。因此，如何讓獨立董事真正具其獨立性已成為重要課題，除了仰賴政府修訂法規之外，亦可從公司治理部分著手，以落實董事會監督之機制。

二、研究限制與未來研究方向

本研究為未來研究方向，提出幾點建議：

- (一) 本研究主要是以台灣上市公司為研究對象，建議未來研究可加入上櫃公司於研究樣本進行延伸分析。
- (二) 本研究並未針對過度自信經理人之個人特質或背景條件進行分析，僅單純以經理人過度自信的影響加以討論。因此，未來可針對經理人的特質或背景，例如：年齡、學歷、經歷……等進行分析，以了解經理人的特質、背景是否會影響其過度自信的程度。
- (三) 未來研究可以採用不同之衡量指標對經理人過度自信的特質或企業盈餘管理的行為進行分析與探討。

參考文獻

一、中文文獻

- 江淑玲 (1998)，我國上市公司股利政策之研究，國立政治大學會計系博士論文。
- 吳祥福 (2003)，財務報表重編與董監獨立性/專業性之研究，國立政治大學會計學系碩士論文。
- 洪麗芳 (2004)，股權結構、財務決策與公司績效關聯性之研究，中原大學會計學系碩士論文。
- 洪榮華、蔡盈如、郭怡萍、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》，20(1)，89-117。
- 張力、蔡函芳、林翠蓉、王禹軒、洪榮華 (2013)，「家族企業特性與經理人過度自信對其舉債決策之影響」，《中山管理評論》，21(1)，123-163。
- 戚務君、馬瑜璽 (2005)，「我國獨立董事以及獨立監察人制度對異常應計影響之研究」，《金融風險管理季刊》，1(1)，35-60。
- 葉銀華 (1999)，「家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究-台灣與香港證券市場之比較」，《管理評論》，18(2)，59-86。
- 蔡昇峰 (2003)，盈餘管理與公司治理關係之研究-以十三國新興市場為例，國立台北大學合作經濟學系碩士論文。

二、英文文獻

- Agrawal, A., and N. J. Nagarajan (1990), "Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-equity Firms." *The Journal of Finance*, 45(4), 1325-1331.
- Allaya, M., I. Derouiche, and A. Muessig (2018), "Voluntary disclosure, ownership structure, and corporate debt maturity: A study of French listed firms forthcoming." *International Review of Financial Analysis*.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.008>.
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb (2003), *Who monitors the family?* Working Paper, American University and University of Alabama.
- Bansal, M. (2022), "The Impact of Board Independence on Earnings Management: Evidence from Indian Family Firms." *Journal of Accounting, Business and Management*, 29(2), 1-21.
- Beasley, M. S. (1996), "An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud." *The Accounting Review*, 71, 443-465.
- Beaver, W., P. Kettler, and M. Scholes (1970), "The Association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures." *The Accounting Review*, 45(4), 654-682.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam (1998), "The Effect of Audit Quality on Earning Management." *Contemporary Accounting Research*, 15, 1-24.
- Bhagat, S., and B. Black, (1999), "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance." *The Business Lawyer*, 54(3), 921-963.
- Booth, J. R., and D. N. Deli (1999), "On Executives of Financial Institutions as Outside Directors." *Journal of Corporate Finance*, 5(3), 227-250.
- Chen, C. L., P. Y. Weng, and H. S. Fan (2023), "Exploring the role of excess control rights on real earnings management in family-controlled firms." *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 50, Article ID: 100526.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian corporation." *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Davis, J., R. Schoorman, and L., Donaldson (1997), "Towards a Stewardship Theory of Management." *Academy of Management Review*, 22, 20-47.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney (1995), "Detecting Earnings Management." *The Accounting Review*, 70(2), 193-226.
- DeFond, M. L., and J. Jiambalvo (1994), "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals." *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 145-76.

- Donaldson, L., and J. Davis, (1991), “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns.” *Australian Journal of Management*, 16, 49-64.
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong (2002), “Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia.” *Journal of Accounting and Economics*, 33, 401-425.
- Fairchild, R. J. (2007), *Managerial Overconfidence, Agency Problems, Financing Decisions and Firm Performance*, Working Paper, University of Bath School of Management.
- Finkelstein, S., and D. C. Hambrick (1996), *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*, West Publishing Company.
- Goel, A. M., and A. V. Thakor (2008), “Overconfidence CEO Selection and Corporate Governance.” *Journal of Finance*, 63(6), 2737-2784.
- Gomez-Mejia, L. R., K. Haynes, M. Nunez-Nickel, K. Jacobson, and J. Moyano-Fuentes (2007), “Family Owned Firms: Risk Loving or Risk Averse.” *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.
- Hackbarth, D. (2008), “Managerial Traits and Capital Structure Decisions.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 843-882.
- Haw, I. M., B. Hu, L. S. Hwang, and W. Wu (2004), “Ultimate Ownership, Income Management and Legal and Extra-Legal Institutions.” *Journal of Accounting Research*, 42, 423-462.
- Harijono, H., M. Ariff, and G. Tanewski (2004), *The Impact of Family Control of Firms on Leverage: Australian Evidence, In EFMA 2004 Basel Meetings Paper*.
- Heaton, J. B. (2002), “Managerial Optimism and Corporate Finance.” *Financial Management*, 31(1), 33-45.
- Jensen, M. C., and W. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jones, C. J. (1991), “Earnings Management During Import Relief Investigation.” *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Kang, S. A., and Y. S. Kim (2012), “Effect of Corporate Governance on Real Activity-based Earnings Management: Evidence from Korea.” *Journal of Business Economics and Management*, 13(1), 29-52.
- Kao, L., and A. Chen (2004), “The Effects of Board Characteristics on Earnings Management.” *Corporate Ownership and Control*, 1(3), 96-107.
- Kesner, I. F., and D. R. Dalton (1986), “Boards of directors and the checks and (im)balances of corporate governance.” *Business Horizons*, 29(5), 17-23.
- Khattak, M. U. K., A. Rahman, and A. Habib (2020), “Inside the “black box” of ownership structures in Russia: Evidence from stock price synchronicity.” *Journal of International Accounting Research*, 19(3), 111–132.
- Klein, A. (2002), “Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management.” *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400.

- Kouaib, A. (2023), "CEO overconfidence and subsequent firm performance an indirect effect via earnings manipulations." *Journal of High Technology Management Research*, 34, Article ID: 100452.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (1999), "Corporate ownership around the world." *Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
- Lee, J., and Y. Liao (2004), "Board of Director Characteristics and Earnings Management evidence from the Effect of Family-controlling on Taiwan Corporations." *Taiwan Accounting Review*, 5(1), 1-39.
- Li, I. C., and J. H. Hung (2013), "The Moderating Effects of Family Control on the Relation between Managerial Overconfidence and Earnings Management." *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 16(2), Article ID: 1350010.
- Lin, C. J., T. Wang, and C. J. Pan (2016), "Financial reporting quality and investment decisions for family firms." *Asia Pacific Journal of Management*, 33(2), 499–532.
- 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, 160-181.
- Malmendier, U., and G. Tate (2005a), "Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measure Revisited." *European Financial Management*, 11(5), 649-659.
- Malmendier, U., and G. Tate (2005b), "CEO Overconfidence and Corporate Investment." *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.
- March, J. G., and Z. Shapira, (1987), "Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking." *Management Science*, 33(11), 1404-1418.
- Martin, G., J. T. Campbell, and L. Gomez-Mejia (2016), "Family control, socioemotional wealth and earnings management in publicly traded firms." *Journal of Business Ethics*, 133(3), 453–469.
- Mehran, H. (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance." *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184.
- Miller, D., and I. Le Breton-Miller (2005), "Managing for The Long Run: Lessons in Competitive Advantage from Great Family Businesses," Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Miller, D., L. Breton-Miller, and B. Scholnick (2008), "Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and non-family Businesses." *Journal of Management Studies*, 45(1), 51-78.
- Mok, H. M. K., K. Lam, and I. Y. K. Cheung (1999), "Family Control and Covariation in Hong Kong's Common Stock." *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(2), 277-293.
- Muth, M. M., and L. Donaldson (1998), *Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach*, Scholarly Research and Theory Papers, 6, 5-28.

- Nguyen, Q., M. H. Kim, and S. Ali (2024), "Corporate governance and earnings management: Evidence from Vietnamese listed firms." *International Review of Economics and Finance*, 89, 775-801.
- Oyserman, D., H. M. Coon, and M. Kemmelmeier (2002), "Rethinking Individualism and Collectivism: Evaluation of Theoretical Assumptions and Meta-Analyses." *Psychological Bulletin*, 128, 3-17.
- Park, Y. W., and H. H. Shin (2004), "Board Composition and Earnings Management in Canada." *Journal of corporate Finance*, 10(3), 431-457.
- Rajgopal, S., and M. Venkatachalam (1998), *The Association between Earnings Sensitivity Measures and Market Determined Risk Exposures: The Case of Oil Price Risk for Petroleum Refiners*, Working Paper, University of Washington and Stanford University.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance." *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Tsai, W. H., J. H. Hung, Y. C. Kuo, and L. Kuo (2006), "CEO Tenure in Taiwanese Family and Nonfamily Firms: An Agency Theory Perspective." *Family Business Review*, 19(1), 11-28.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman (1978), "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards." *The Accounting Review*, 53(1), 112-134.
- Xie, B., W. N. Davidson, and P. J. DaDalt (2003), "Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee." *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316.
- 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.
- Zingales, L. (1994), "The Value of The Voting Right: A study of the Milan Stock Exchange Experience." *Review of Financial Studies*, 7, 125-148.