

# 外部治理機制是否足以抑制主併公司 傲慢自大的價值破壞？

廖俊杰·陳家好\*

(收稿日期：98 年 3 月 25 日；第一次修正日期：98 年 6 月 11 日；  
第二次修正日期：98 年 08 月 19 日；接受刊登日期：98 年 09 月 22 日)

## 摘要

本研究旨在針對主併公司股東長期平均報酬為負值的現象，以行為公司財務觀點，提出新的解釋方式，驗證傲慢假說(hubris hypothesis)或過度自信假說(overconfidence hypothesis)，是否也適用於台灣的併購市場。研究的樣本期間為 1993 年到 2003 年，利用企業在併購事件日前的會計指標(相對 ROA、相對 ROE)及事件日前的相對股票報酬率，作為衡量主併者是否傲慢自大。研究發現傲慢自大指標為負值且具顯著性，顯示傲慢自大主併者，其併購後的異常報酬較低，且隨著事件窗口拉長負值愈大且顯著，顯示併購案並不能為股東創造長期價值；而上述長、短期破壞股東價值的情況，可透過外部董事席次比率、外部大股東的存在，產生不同型式的調節效果。綜言之，主併公司外部治理機制可以抑制傲慢自大主併者的長、短期價值破壞行為。研究中並進行健全性檢定，確認研究結論的健全性。

關鍵詞彙：傲慢自大，過度自信，外部治理，企業併購，價值破壞

## 壹·緒論

根據美國商業週刊(Business Week, 2006)的報導，2006 年全球併購(merger & acquisition, M & A)總金額高達 3.4 兆美元，是近 10 年的最高峰；加拿大湯姆森財務新聞(Thomson Financial, 2007)的報導也指出，2007 年上半年全球併購交易，總額已達 2.51 兆美元，較去年同期成長 53%，創下歷史新高紀錄，這已是全球併購活動連續第 5 年的成長。我國也有類似的併購浪潮(wave)，據經濟部統計，2006 及 2007 年企業併購案各有 203 及 197 件，併購金額為 1265 億及 967 億元，比起 2005 年成長近 1 倍。然而，在併購浪潮背後，卻存在著併購後長期績效報酬不佳的事實，Rostand(1994)根據經理人(chief executive officer, CEO)自我評估，認為併購失敗率為 44%到 45%；此外也有許多實證認為主併公司股東

---

\* 作者簡介：廖俊杰，中國文化大學國際貿易系助理教授；陳家好，景文科技大學財務金融系助理教授。

長期平均報酬為負值(Agrawal & Jaffe, 2000)，Sirower (1997)也得到類似的結論，認為主併公司的股價在宣佈併購交易之後一年，較 S&P 500 的平均股價低了 8.6%。

Roll (1986)首先提出 CEO 傲慢自大是企業併購中的關鍵心理因子，之後，Rau & Vermaelen (1998)、Malmendier & Tate (2008)和 Moeller, Schlingemann & Stulz (2005) 分別進行實證研究，證實 CEO 傲慢自大與併購後長期績效不佳存有關連性。然而，以 CEO 決策中之非理性因子為實證主題的文獻目前仍不多，行為財務學翹楚 Baker, Ruback & Wurgler (2006)就指出，相對於在資本市場中探討投資人非理性行為的眾多研究，企業 CEO 心理特質中的非理性心理偏誤 (behavioral biases)對公司財務決策的相關研究目前仍待急起直追，且多數實證樣式集中在美國(Hayward & Hambrick, 1997; Malmendier & Tate, 2008)。以台灣企業之主併者為研究對象，過去一直受限於樣本不足、可作為心理特質代理變數之財務資料不易取得，相關實證研究仍少<sup>1</sup>，本研究之動機之一，即欲尋求適當代理變數，衡量 CEO 之傲慢自大(或過度自信)<sup>2</sup>心理偏誤特質，思考是否可以解釋本國併購市場中主併者的價值破壞行為。

傳統財務理論探討公司治理機制是否足以抑制代理成本，使管理者與股東之間的利益更趨一致，Borokhovich, Brunarski & Harman (2005)選擇三項公司治理機制，包括：外部獨立董事比例、外部大股東投票權比率、企業章程是否訂定吞食毒藥丸(poison pills)條款作為代理成本的替代變數，研究發現外部獨立董事能有效地監督公司管理者，降低代理成本，並使資本市場對於企業政策給予較正面的解讀，以股利增發為例，相對於沒有監督機制的經理人過度樂觀情境，有效的監督機制足以阻止經理人基於樂觀所設定過高的股利水準，市場將有較正面的解讀。放到非理性的架構，公司治理機制是否足以扮演相同的監督功能？文獻中目前著墨仍少<sup>3</sup>，本研究依此將探討公司治理機制除降低代理成本、抑制併購後企業價值破壞的效應(Carpenter & Westphal, 2001; Eisenhardt, 1989)外，是否亦可扮演監督管理者傲慢自大下的併購決策。

由於不同的治理機制有不同控制 CEO 行為的作用，本研究採用 Sharma, Durrand & Gur-Arie (1981)之調節迴歸分析(moderated regression analysis, MRA)法，利用子樣本群(subgroup) MRA 的分析方法建構出一套界定各項調節變數的

<sup>1</sup> Lin, Hu & Chen (2005)將 CEO 預測的公司年度盈餘超過實際的公司年度盈餘的 CEO 視為過度自信的 CEO，研究結果發現，此類 CEO 傾向於過度投資。

<sup>2</sup> Rayna & Sarma (2007) 及 Hietala, Kaplan & Robinson (2003) 均將過度自信、傲慢自大兩者視為同義詞。

<sup>3</sup> Borokhovich et al. (2005) 認為如果公司董事會能有效地監督公司，將可使管理者傲慢自大的傾向下降。

架構，確認其是否真為調節變數的假設，即使自變數與調節變數的交互乘項不具統計顯著性，仍可能有調節原始研究模式強度的間接效果，若忽略此效果，可能低估了治理機制的有效性。研究發現外部大股東具有直接調節效果，意謂著外部大股東主動積極參與監管活動，當外部大股東意識到傲慢自大 CEO 可能採取過度投資、高估標的物價值，會積極參與影響決策 (Tihanyi, Johnson, Hoskisson & Hitt, 2003)；外部董事席次比率則有間接調節效果，也就是外部董事並不直接參與「傲慢自大 CEO 與併購決策」，而是參與一般的公司治理活動，若忽略此效果，可能低估了治理機制的有效性，現有文獻對外部董事監督機制的歧異結論，也許正是忽略了此項效果。

爲了確認研究結論的健全性(robustness)，本研究也進行了三項檢定，首先，由於傲慢自大假說與代理成本假說都會導出「主併者價值破壞」的結論，我們嘗試將兩種效果加以區隔；其次，由於本研究採用百分位編碼的方式建構傲慢自大指標，並選取得分最高的 25% 視爲「傲慢自大群」，本研究進一步考慮不同指標臨界值的選擇，是否影響結論？最後，我們進行主併公司與配對樣本傲慢程度的差異分析，並進行傲慢自大指標對併購與否的邏輯斯迴歸分析。

本研究的主要貢獻有三，首先，以次級資料衡量 CEO 心理偏誤特質對併購績效的影響，並設法排除代理成本所引發的效果，提供台灣併購研究的新證據；其次，在次級資料的指標建構上，以主併公司過去的獲利性指標及相對股票報酬率作爲衡量其是否傲慢自大，並進行健全性檢定，以驗證指標的適用性；最後，思考公司治理機制作爲降低代理成本、調節非理性 CEO 的價值破壞行爲，豐富了公司治理領域的內涵。

研究之架構編排如下，第壹節爲緒論，第貳節爲文獻探討與研究假說，第參節爲資料來源、研究變數與研究方法，第肆節實證結果與分析，第伍節爲結論。

## 貳·文獻探討與研究假說

企業 CEO 的主要任務在面對未來的不確定性做出評估(如：需求、現金流量、競爭狀態)，並依此制定企業政策，而決策制度卻可能因各種心理偏誤而遭扭曲，例如傲慢自大者會以較窄的範圍進行預測(Alpert & Raiffa, 1982)。Shefrin (2005)認爲 CEO 有三種常見的心理現象：認知偏見，包括樂觀主義、過於自信等、代表性偏誤(heuristics)和框架效果(framing effect)。而在眾多影響行爲決策的心理因子中，De Bondt & Thaler(1995)認爲，心理學上最穩健(robust)的發現，即是人們傲慢自大的行爲表現。

Hubris 一詞源自於希臘神話，代表誇大自信或驕傲(exaggerated self-confidence or pride)。Malmendier & Tate (2005)將 CEO 傲慢自大定義為高估自家企業的未來報酬，在併購決策中，通常會因忽略風險因子，產生控制幻覺(illusion of control)，而高估了併購的潛在綜效(synergies)，研究指出傲慢自大的 CEO 呈現較高的投資對現金流的敏感度(Malmendier & Tate, 2005)和從事不會成功的併購活動(Malmendier & Tate, 2008)。

## 一、CEO 傲慢自大與決策特性

傲慢自大定義為高估個人能力及現況(稱為「優於平均之效應」)(Langer, 1975)，或定義為對結果的確定性、正確性過度高估(Russo & Schoemaker, 1992)。心理學的研究指出，專業人士易高估訊息的精確性，例如臨床心理學家(Oskamp, 1965)、醫師及護士(Christensen-Szalanski & Bushyhead, 1981; Baumann, Deber & Thompson, 1991)，或低估隨機狀況的波動性，例如工程師(Kidd, 1970)、創業家(Cooper, Woo & Dunkelberg, 1988)。至於財務金融領域，Staël von Holstein (1972)認為投資銀行家總是對股票市場報酬提供錯誤預測、Deaves, Luders & Schroder (2006)認為股市分析師呈現傲慢自大，且會因過去的成功預測更加傲慢、Bar-Yosef & Venezia(2006)以實驗設計的方式也提出股市分析師對未來會計數傲慢自大的證據。

在談判和決策領域，也有許多文獻探討個人高估能力及成功機會(Bazerman & Neale, 1982; Busenitz & Barney, 1997; Neale & Bazerman, 1985)，Simon & Houghton (2003)以電腦部門經理為研究對象，發現較傲慢自大者(以事前成功經驗和事後成果的差距)較願意引入新產品。

而在萌芽階段的 CEO 心理特質與財務決策之實證研究中，大多以傲慢自大作為 CEO 心理特質的代理變數(Hackbarth, 2004; Malmendier & Tate, 2005)。自 Roll (1986)將此項心理偏誤特質引入公司財務領域，Gervais, Heaton & Odean (2007)也認為企業 CEO 由於選擇偏誤(selection bias)較一般社會大眾更呈傲慢自大。

學者著手探究影響 CEO 心理特質的前置因素，包括：教育程度、技能、專業經驗等 CEO 個人特質。由相關研究獲知，教育程度對傲慢自大有正向顯著影響(Heath & Tversky, 1991; Ben-David, Graham & Harvey, 2007)、技能對傲慢自大具正向影響(Heath & Tversky, 1991)，而專業經驗對傲慢自大卻呈現負向顯著影響(Heath & Tversky, 1991; Ben-David et al., 2007)；此外，Odean (1999)研究發現，男性較女性傲慢自大；至於跨國文化的差異上，Bertrand & Schoar (2003)實證發現，CEO 個人特質是影響公司決策的關鍵因素；Yates, Lee & Shinotsuka

(1996) 調查亞洲國家並與美國比較其傲慢自大之程度，顯示亞洲管理者傲慢自大的程度比西方強烈。

反對傲慢自大的論證有二，其一主張非理性的套利行爲，可經由企業接管或其它機制的設計而排除；其二則主張非理性 CEO 可經由經驗及學習趨於理性。但上述觀點遭反駁，因為企業接管的交易成本極高，且套利者必須承擔巨大獨特風險，因此限制了套利的權力 (Brav & Heaton, 2002)，也就是公司層面存有套利的有限性(the limits of arbitrage)，例如相關交易通常涉及一些資產(包括人力資產)交易，但沒有賣空機制，也沒有其它的衍生資產來幫助套利，此外，企業內部誘因機制 無法消除 CEO 的不理性(Brav & Heaton, 2002; Goel & Thakor, 2003)；至於 CEO 是否可經由經驗學習理性，由於此類財務政策非常態性、緩慢調整且存有噪音，並不易經學習而調整(Brehmer, 1980; Brav & Heaton, 2002)。依上述觀點，Brav & Heaton (2002)認為 CEO 會存在非理性行爲有三個理由：套利的有限性、學習法則的微弱性，及企業內部的激勵機制或企業文化未能完全協助降低 CEO 的非理性行爲。

## 二、CEO 傲慢自大與併購決策

Camerer & Lovo (1999)、Brav & Heaton (2002)和 Hackbarth (2004)皆指出，CEO 的判斷偏誤(miscalibration)將導致公司的資本配置失去效率，對公司投資、融資、資本結構、股利支付及併購決策等財務決策皆會產生重大影響。然而，目前對 CEO 非理性的研究尚未形成完整的理論架構系統。因此，運用行爲決策的觀點，對公司 CEO 非理性行爲的研究更能建立完善的財務理論體系，解釋更多資本市場中的異常現象，以彌補傳統金融理論的不足。

理性的 CEO 在制定併購決策時，會考慮併購綜效對主併者股東是否有利，理性的 CEO 也不在乎併購支付方式；反之，傲慢自大 CEO 則在乎融資工具，會權衡併購綜效、與發行遭低估的股權所造成的損失，若前者大於後者，則進行併購。

在一般以出價最高者得標的拍賣行爲中，要避免贏家的詛咒是一件很困難的事，尤其當參與競標的人越多，爲了獲取勝利，必須更積極的出價時，就越有可能受到贏家的詛咒，但如果被動消極的出價，則只好眼睜睜的看著其他人得標，在這種兩難的情況下，唯一可能獲利的情況就是讓所有參與競標的人都認知到高估價格後可能面臨的風險、分享資訊以估計出正確的預期報酬率。Cox & Isaac (1984)認為如果所有買家都是理性的，就不會有贏家的詛咒發生。Thaler (1992)指出贏家的詛咒來自於人們決策時常見的心理偏誤，這種非理性的因素將使真實市場的結果與理論所預期的大不相同。

Roll (1986)首先探討傲慢自大對於公司併購活動之影響，後來相關研究證實，在市場進入決策中確實存在 CEO 傲慢自大行為(Camerer & Lovo,1999)和併購活動中存在低估企業文化衝突的破壞作用(Weber & Camerer, 2003)。

Hayward & Hambrick (1997)分析 106 家美國大型公司之併購，並定義出三種 CEO 傲慢的代理變數，證實傲慢自大與併購溢價之大小相關；Malmendier & Tate (2005)分析 CEO 傲慢自大對併購決策的影響，認為傲慢自大的 CEO，將會過高估計現有公司和潛在接管目標公司中創造利潤的能力，同時也會認為外部投資者低估了現有公司的實際價值，容易做出造成價值損失的併購決策。當傲慢自大 CEO 能夠從公司內部融資從事併購時，傲慢自大對 CEO 決策的影響力最強。

本研究認為企業 CEO 如果在過去有較佳的經營績效，可能會存有傲慢自大之傾向，因為管理者可能據此對於自己的管理能力有高度信心。據此建立 H<sub>1</sub>：

**H1：其它條件不變之下，傲慢自大程度較大的主併者，併購宣告後之累積平均異常報酬較低。**

### 三、外部治理機制的監督功能

傳統財務理論以代理動機假說解釋併購後主併公司的價值下跌，指的是管理層發動併購重組是出於自身利益考量，藉此掘取主併公司股東利益，降低主併公司股東價值(Shleifer & Vishny, 1989)，如目標公司有議價能力，目標公司亦可分享部份從主併公司管理當局由其股東處所得之利益，且管理當局掘取的利益愈高，具議價能力的目標公司可分享愈多利益(Malatesta,1983;Lewellen, Loderer & Rosenfeld, 1985; Morck, Shleifer & Vishny, 1990)。

Borokhovich et al. (2005)選擇三項公司治理機制，包括：外部獨立董事比例、外部大股東投票權比率、企業章程是否訂定吞食毒藥丸條款作為代理成本的替代變數，研究發現外部獨立董事能有效地監督公司管理者，降低代理成本，並使資本市場對於企業政策給予較正面的解讀。本研究試圖延續 Borokhovich et al. (2005)的觀點，探討上述外部治理機制，是否同樣適用於非理性 CEO 的研究架構。

#### (一)外部大股東

從代理成本的角度觀之，外部大股東的監控亦為公司外部控制機制之一(Demsetz & Lehn, 1985)，因其有重要的經濟誘因從事公司的監控活動，Shleifer & Vishny (1986)認為，外部大股東在公司治理中發揮著向內部大股東(控股股東)和管理層提供監督的職能，外部大股東的股權制衡能有效制約控股股東靠其絕

對的控股地位肆意向其公司輸送資源，甚至通過低價出讓等方式轉移上市公司資產，以獲取私人控制權收益；Agrawal & Mandelker (1992)以防禦併購為研究主題，以積極監督假說 (active monitoring hypothesis) 推論出當大股東所持有的股權較多時，更有誘因去監督管理當局，因此對於公司的價值有正向影響。

在台灣有些大股東即是經營團隊成員，需依賴外部大股東才能達到真實監督的功能，減少高階管理者掠奪性的程度。針對台灣的特性，外部大股東受到證券交易法第 22 條之 2 與第 25 條的規範，轉讓持股方式受到約束且必須每月申報持股數，因此不容易脫離政府規範。

本研究推論外部大股東的外部監督力量，對資本市場釋出正面訊，具調節高階管理者傲慢自大對併購績效的效果，建立假說 2-1：

**H<sub>2.1</sub>：外部大股東的存在，可使減弱主併公司 CEO 傲慢自大與併購宣告後之股票累積平均異常報酬之負向關係。**

## (二)外部董事席次比率

從降低代理成本的角度觀之，Fama (1980)和 Fama & Jensen (1983)指出董事會有降低代理問題的功能，然而該功能發揮之強弱則與其組成結構有關，因內部董事任職於公司，在董事會的決策上無法表達客觀的立場，使監督功能及績效評估之客觀性受到質疑(Weisbach, 1988)。因此，外部董事的監督效率顯著優於內部董事。

除降低代理成本的功能外，就訊號效果觀之，資本市場通常會將外部董事的存在解讀為有效的監督功能(Byrd & Hickman, 1992; Weisbach, 1988; Fuerst & Kang, 2000)，增進公司經營績效；Rosenstein & Wyatt (1990)發現，市場對公司額外增加一名外部董事的事件有正向的反應，支持外部董事的設立將可能對市場傳遞出正面的訊息；Rosenstein & Wyatt (1990) 發現，當外部董事任命的消息發佈後，公司股票會有正向的超額報酬產生；Byrd & Hickman (1992)以收購公司(tender offers)為研究對象，發現主併公司其外部董事所佔席位超過 50% 時，會比其他的主併公司有較高的收購宣告異常報酬；Borokhovich, Parrino & Trapani(1996)研究顯示，聘任外部人做為管理者的機率會隨著獨立董事的席次比例而提高，且公司股價具有正向的反應。

在治理機制的調節功能上，Le, Walters & Kroll (2006)探討外部治理在研發支出與企業績效間的效果，認為外部董事會影響兩者之間關係，也就是基於資源依賴理論(resource dependence theory)，外部董事可在決策過程中提供資訊、知識，而有助於策略方案的達成(Pfeffer & Salancik, 1978; Hillman & Dalziel, 2003)。

以上關於外部董事的存在所傳遞的訊號效果，及其調節功能，不論放在傳統財務理論的理性架構，或放在非理性的行為財務架構下，都有相同的推論基礎，本研究據以建立假說 2-2：

**H<sub>2.2</sub>：**外部董事席次比率提高，可使減弱主併公司 CEO 傲慢自大與併購宣告後之股票累積平均異常報酬之負向關係。

## 參· 資料來源、研究變數與研究方法

### 一、資料來源

本研究的樣本期間為 1993 年到 2003 年，資料取自公開資訊觀測站、中華徵信社所出版之「台灣地區集團企業研究」、公司股東會年報及台灣經濟新報 (TEJ)。

本研究併購樣本資料選自以下標準：(1)所有主併公司須為台灣曾上市上櫃及公開發行公司；(2)併購特質須為吸收合併、資產收購或股權收購，至於新創合併的樣本則予以剔除；(3)由於產業特性不同，金融業之併購樣本予以剔除；(4)主併公司須有併購前 24 個月的財務資料；(5)主併公司併購的類型包含純現金併購、純股權併購及混合併購；(6)主併公司須具備自併購宣告日後至少 3 年的財務資料及公司治理資料；(7)若併購公司於研究期間因重大事件成為全額交割股或停止交易下市者，於當月起停止計入研究範圍內；(8)宣告期間沒有其他競合的重大事件者，在宣告期間如果有股利宣告、盈餘宣告、現金增資宣告、公司重大投資宣告等競合事件，皆可能會使交易出現異常現象，可能會干擾併購的宣告效果，因此予以剔除。

根據以上標準，本研究有效樣本共計 178 筆資料。

### 二、自變數：傲慢自大衡量指標

在心理學及行為決策領域，對傲慢自大的測量大多採取問卷調查法或是實驗法，定義如下：

偏差(bias)=受測者認為自己選擇正確的平均概率(accurate judgment)— 受測者選擇的實際正確率(percentage correct)。

其中，偏差越大意味著傲慢自大越高。問卷調查方法多為常識題或有客觀正確答案的題目，題目形式通常有三種類型，包括：二分測量法、信賴區間法、分類任務法。

但關於 CEO 心理特質與財務決策之研究領域中，Bollaert & Petit (2009)指出目前文獻中用於捕捉此項特性的代理變數，均未與其心理學上的明確定義相聯



結，Malmendier & Tate (2005)指出，目前所面臨的最大挑戰在於如何建立一個適切衡量傲慢自大的標準。

而常用以衡量傲慢自大的代理變數，最早是 Hayward & Hambrick (1997)檢驗 Roll 的傲慢自大假說，提出三項代理變數(企業股票報酬、媒體大量正面報導、相對薪酬較高)，其他還包括：內部交易(Aktas, de Bodt & Roll, 2007)、股票選擇權交易狀況(Malmendier & Tate, 2005; 2008)<sup>4</sup>、相對薪酬(Hayward & Hambrick, 1997) 及媒體新聞對 CEO 或公司決策的報導與描述<sup>5</sup> (Malmendier & Tate, 2005)等。此外，Hribar & Yang (2006)沿用媒體次級資料法，指出自認優於平均值的 CEO 會以點估計、或較窄的區間進行盈餘預測，且會設法以盈餘管理來達成預測目標；Oliver (2006)以消費者情緒指數來衡量 CEO 的傲慢自大程度<sup>6</sup>；Lin, Hu & Chen (2005)則提出另一種衡量 CEO 傲慢自大的方法，這也是台灣學者對此一議題的少數研究之一，將 CEO 預測的公司年度盈餘超過實際的公司年度盈餘的 CEO 視為傲慢自大。

本研究未選擇上述衡量方式，原因包括，一為原因在於本國 CEO 選擇權制度實施期間仍短，二為媒體資料庫則因中文表達方式多元及複雜不易執行，其三則因本國併購事件樣本較少，以上述衡量方式，扣除資料無法取得之樣本，將造成可研究樣本過少；最後，前述各項衡量方式，在探討傲慢自大與企業價值變動關聯時，其結論並未收斂(convergent)，本研究嘗試已另一種衡量方式，希望得到更多實證意涵。

本研究以併購事件前的股票報酬建構 CEO 傲慢自大的衡量指標，認為曾經擁有的輝煌戰績，讓個人志得意滿，導致決策上的心理偏誤。在立論基礎，追溯 Einhorn & Hogarth (1978)即已建構理論模型，認為人們在決策制度時，在有良好的歷史績效下，人們會傾向對自身的能力產生信心，而忽視可能是拜外在干擾因子之賜，透過這樣的自我歸因機制(self-attribution mechanism)，形成傲慢自大的心理特質；Gervais & Odean (2001)<sup>7</sup>將上述概念應用在交易行為，得到相

<sup>4</sup> Malmendier & Tate (2005)以 CEO 持有公司的股票或認股選擇權(stock option)的數量作為傲慢自大衡量指標，在到期日之前，若執行認股權機會良好，CEO 卻繼續持有或繼續購買自家股票，可能是基於相信公司的未來績效會更好。研究發現，CEO 保留自家股票和認股選擇權的傾向，與公司股票未來的超額收益無顯著相關，意味著自願持有認股選擇權，反映 CEO 的傲慢自大。

<sup>5</sup> 此類研究的立論基礎是：人格特質具有長期一致性，自信類 CEO 會經常傳遞出自信的訊息，而保守類 CEO 則經常傳遞出謹慎性訊息。依據新聞資料庫，把自信、樂觀等列為同類，而保守、務實、理性等列為另一類進行統計分析。在選定的樣本中，當對某 CEO 的描述次數，自信、樂觀類出現的次數大於保守、務實、理性類的次數時，視為該 CEO 具有傲慢自大傾向。

<sup>6</sup> 這個指數是由美國密西根大學通過對美國消費者進行定期電話訪問，調查社會大眾對當前及預期的經濟狀況的個人感受，並以此為基礎編製而成的。

<sup>7</sup> 此外，Alba, Hutchinson & Lynch (1991)和 Soll & Klayman (2004)也均主張人們會依過去的極端經驗，形成對未來的預測，並形成對不確定變數的預測分配。

同結論；Hilary & Menzly (2006)則發現證券分析師會在連續成功預測盈餘之後，展現更積極的決策風格； Ben-David et al. (2007)亦認為傲慢自大的重要前置因子即為「過去的良好績效」。

至於變數衡量方式，主要的構想源自三篇文獻(Hayward & Hambrick, 1997；Lin, Michayluk, Oppenheimer & Reid, 2008；Aktas et al., 2007)。分述如下：

1. Hayward & Hambrick (1997)分析 106 家美國大型公司之併購並斷定出三個 CEO 傲慢自大的代理變數(企業併購前的股票報酬、媒體大量正面報導、相對薪酬較高)。其中，企業併購前的股票報酬的計算方式是：先定義出併購事件發生前，完全無任何併購資訊的月份，將此月份的股價與之前 12 個月的股價相除，計算出其報酬率。

2. Lin et al.(2008)選取日本 1989 年到 2003 年間的併購樣本，採用兩種途徑來作為傲慢自大的代理變數，第一種方法認為管理者的傲慢自大與財務報表之獲利性指標相關，計算事件日之前的資產報酬率(return of assets, ROA)、權益報酬率(return of equity, ROE)及利潤邊際，作為代理變數；第二種方法認為管理者的傲慢自大也與該公司過去在股票市場的超額報酬呈正相關，計算事件日之前 12 個月、36 個月及 60 個月的股票報酬，作為代理變數。之後，將併購樣本分為傲慢自大高低不同的五組，進行併購後長短期績效的差異性檢定，研究結果顯示：傲慢自大程度較高的樣本群，事件後的累積異常報酬負值更大，而傲慢程度最低的群組，甚至有正的報酬。

3. Aktas et al. (2007)則考慮第一次併購後的學習效果，對下一次併購決策的影響。作法是：先將目標公司依公開發行與否分為兩群，分別計算其第一次進行併購所產生的累積超額報酬，遞減排序，給予排名名次的序號，除以樣本數後，據此算出其傲慢自大得分；最後以虛擬變數的方式處理，排名最前的 25% 視為傲慢自大傾向。

綜合上述主要文獻，Lin et al.(2008)的作法是分別採用財務及會計指標，將併購樣本分為五群，並比較最高與最低(高度傲慢自大群與低度傲慢自大群)兩群的差異，但這樣的作法卻常無法排除離群值的干擾，此外，該研究以平均數差異檢定為主要實證的方法，並未將各項可能的控制變數、干擾變數納入考量；Aktas et al. (2007)則提出併購的學習假說(learning hypothesis)，考量第一次併購後的績效，同時探討傲慢假說與學習假說。

本研究在處理傲慢自大的代理變數上，聚焦於傲慢假說的檢定，採用兩項處理方式：一為同時考量併購事件前的財務和股票報酬指標，來捕捉「因輝煌歷史而志得意滿的心理狀態」；另則採用排序的方式，為傲慢程度編碼。此外，有別於前述文獻，本研究加入外部治理機制的調節效果，希望得到更豐富

的政策意涵。

詳細作法上，以主併公司併購前一年的獲利性衡量指標(相對 ROA、相 ROE)及主併公司併購前一年及二年的相對股票報酬率(stock return)共四項，作為衡量主併者是否傲慢自大，將各上述的衡量指標依大小順序排列，並按照數值大小遞減給予序號(rank)(ri)，將各序號(ri)除以總併購樣本數(N)，令  $h_i = r_i / N$ ，若  $h_i$  大於 0.75，則傲慢自大虛擬變數，其值為 1，當  $h_i$  小於 0.75，其值為 0，符號分別為 OVROA、OVROE、OVSTR1 與 OVSTR2，此為本研究傲慢自大的代理變數；並進行其他不同臨界值的健全性檢定。

### 三、公司治理變數

#### (一) 外部大股東(BLOCK)是否存在

外部大股東定義為主併公司持股比率 5%以上的股東<sup>8</sup>，該股東非經營團隊、公司職員或非經營團隊、公司職員的二等親以內的親屬，本文以虛擬變數表示之，若有外部大股東則 BLOCK=1，否則 BLOCK=0。

#### (二) 外部董事席次比率(OUTBD)

外部董事比率定義為主併公司的「外部董事席次數目」除以「董事會席次總數」。本研究的外部董事定義為沒有兼任公司管理職務、與高階主管不具二等親關係、非總經理所屬控制家族成員以及非控制家族所控制的投資公司法人代表之董事。其中控制家族係指，公司內同一家族成員直接持股及間接透過投資公司持股之比率最高，且持股超過 20%之家族<sup>9</sup>，家族成員包括董監事、管理者等二親等以內親屬，此一衡量方式與李春安、吳欽杉和葉麗玉(2003)、蔡柳卿(2007)類似。

### 四、控制變數(control variables)

#### (一) 併購支付方式(PAYMENT)

為虛擬變數，若主併公司以現金併購其值為 1，以股權併購或混合併購(含

<sup>8</sup> 國外 Denis, Denis & Sarin (1997)與李佳玲、葉穎蓉與何晉滄(2005)均以外部股東持股比 5%作為區別外部大股東的臨界值，本研究沿用此一作法之原因有二，其一為國內由內部人士持股之現象很普遍，根據本研究收集之資料，CEO 的持股比接近 5%，與外部股東具抗衡作用；其次以 5%為最低之門檻，來驗證持股比 5%之外部大股東是否具外部治理效果。

<sup>9</sup> Morck, Yeung & Yu (2000)以投票權(voting right)來定義所有權結構，如果存在一個股東或團體直接(透過登記在其名下的股份)或間接(透過其所控制個體所持有的股份)的投票權超過 20%，便定義該公司為存在控制股東的企業，而非股權分散的企業(wildly held firms)。

現金及股權併購)其值則為 0。

關於併購支付方式的選擇，文獻探討的主題之一是探討支付工具對主併者股東財富的影響，Travlos (1987)主張股權支付之異常報酬為負，現金併購則為正。此外，Antoniou, Arbour & Zhao (2007)也支持股權支付的事件後報酬低於其它兩種交易媒介(現金支付及混合支付)，也有許多實證文獻主張目標公司在現金併購下有較高的報酬(Huang & Walking, 1986; Franks, Harris & Mayer, 1988; Eckbo & Langohr, 1989)，以上均證實併購支付方式確會影響交易雙方事件後的股票報酬，且現金支付優於股權交換。

在訊號效果上，現金併購廣泛被認為具有正向訊號效果，而股權併購則傳達負向訊號效果，Jensen (1986)指出，採用現金的併購方式可以藉由降低公司內部超額自由現金流量來降低代理問題，因此不論是訊號理論或者是代理理論，現金的併購方式都會比股權併購有更好的併購後績效。

## (二)負債比(DR)

依據負債監督假說，高負債比率控制了管理者的自主能力 (managerial discretion)，即負債限制了管理者可獲得的自由現金流量 (Jensen, 1986)，且迫使其工作更加努力、較少貼補性消費及作較好投資決策以避免破產風險，預期適當的提高負債比率應有助於增加公司的價值。然 Agrawal & Knoeber (1996)、葉銀華和邱顯比(1996)的研究卻發現負債比例愈高時，公司經營績效反而降低。本研究採用 Zantout (1997) 之定義， $DR = \text{總負債} / \text{總資產}$ 。

## (三)相關併購(correlative, COR)

此為虛擬變數，若主併公司與目標公司為相關併購，其值為 1，非相關併購則為 0。相關併購係指主併公司與目標公司其 TEJ 產業別代號前兩碼相同的產業。

多數文獻也認為相關併購之績效優於非相關併購(Lubatkin, 1983; Singh & Montgomery, 1987; Gregory, 1997; Hubbard, 1999; Sudarsanam, 2004; Dash, 2004)，大約 42%複和式多角化(conglomerate)併購案績效不彰，主要是因主客雙方缺乏認識(Chandra, 2001)。非相關併購通常財務績效較差、資本生產力較低、績效變異性較大，原因包括：區域知識及產業知識不足、無法聚焦、及沒有獲得綜效的能力，Datta, Pinches & Narayanan (1992)就認為多個主併者的存在及複和式多角化都對主併者財富有負向效應。Sudarsanam, Holl & Salami (1996)指出若企業具互補性(資金寬裕及超額投資機會)，則對雙方股東有價值創造的效果，當高評價企業併購較低評價之企業，主併公司股東會有財富損失，目標公司則

獲利，此現象與傲慢自大假說一致<sup>10</sup>。

#### (四)產業特性(ELEC)

Conn, Cosh, Guest & Hughes (2005) 基於內部化理論(internalization theory)，認為高科技產業的購併活動應會提高國際購併的內部化效應。在國內文獻中，陳鴻林(2002)探討電子業者從事相關購併是否更有助於企業長期價值的提升；林哲鵬與陳玟靜(2002)之研究證實出不同產業的併購公司所產生之異常報酬情況並不相同。因此本研究亦加入產業別因素探討其對主併併購公司長短期績效之影響，此為虛擬變數，若主併公司為電子產業，其值為1；非電子產業則為0。

### 五、應變數：異常報酬

本研究以併購事件後之異常報酬(abnormal return, AR)為應變數，探討主併公司 CEO 傲慢自大對併購宣告後異常報酬之關係。

#### (一)短期績效計算方式

為檢定上市上櫃及公開發行公司併購宣告短期報酬率之變化，本研究採用 Sharpe (1963)之市場模式，以估計併購宣告之異常報酬，市場模式如下：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \zeta_{it} \quad (1)$$

式中  $R_{it}$  為第  $i$  種證券在第  $t$  日之報酬率， $R_{mt}$  為市場投資組合在第  $t$  日之報酬率， $\alpha_i$  為第  $i$  種證券市場模式迴歸式的截距， $\beta_i$  為第  $i$  種證券市場模式迴歸式的斜率， $\zeta_{it}$  為第  $i$  種證券在第  $t$  日之隨機誤差項。

本研究估計併購後異常報酬率的步驟如下：

以併購宣告日前 192 天至前 372 天共 180 個日資料，估計市場模式係數。

1. 以併購宣告日前 2 天至後 2 天共 5 個日資料計算市場實際日報酬率。
2. 將步驟 1 式所推估的  $\alpha_i$ 、 $\beta_i$  與步驟 2 所推估的市場實際日報酬  $R_{mt}$  代入(1)式中，以估計每一併購樣本在事件期內每一交易日的期望報酬率，即  $E(R_{it})$

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (2)$$

3. 將併購事件期內各日之實際報酬率與期望報酬率相減，即可得出各日異常報酬率估計值：

<sup>10</sup> Gregory(1997), Zhang (1998) 和 Moeller, Schlingemann & Stulz (2004)也都支持此觀點。

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3)$$

4. 將所有併購樣本事件期內之日異常報酬率相加後，再除以併購樣本數，即可求出第 t 日之平均異常報酬(average abnormal return, AAR)

$$AAR_t = \sum_{i=1}^N AR_{it} / N \quad (4)$$

5. 將每日之平均異常報酬累加，即可求得累積平均異常報酬 CAAR。

$$CAAR_t = \sum_1^t AAR_t \quad (5)$$

本研究計算併購宣告三天期(-1,+1)和五天期(-2,+2)事件窗口之 CCAR，係採自 Fuller et al. (2002) 與 Dong, Hirshleifer, Richardson & Teoh (2006)的標準事件研究法。

## (二)長期績效計算方式

本研究採用 Fama (1998) 作法，採用日曆時間投資組合迴歸分析法 (calendar-time portfolio regression, CTPR) 計算長期異常報酬，控制了併購活動中產業群聚所產生的橫斷面相依問題，並控制多次併購者 (frequent bidder) 的報酬重疊性。

日曆時間投組的形成，係於研究期間內之第 t 年第 n 月時，將該月之過去 5 年間曾經發生併購事件的樣本公司形成一投資組合，且每個月皆須重新形成一組新組合，直到無法再納入最後一個月的樣本為止。例如本研究樣本期間為 1993 年 1 月至 2003 年 12 月，為衡量 5 年的長期異常報酬，於第 t 年一月時須選取第 t-5 年一月到第 t-1 年十二月間曾發生併購事件的公司形成一投資組合，到了下個月(即 2 月)時，則必須選取第 t-5 年 2 月到第 t 年 1 月間曾發生併購事件的公司形成一投資組合。

本研究使用 Fama-French 三因子模型衡量日曆時間投資組合報酬，公式如下：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + s_p SMB_t + h_p HML_t + \varepsilon_{pt} \quad (6)$$

其中  $R_{pt}$  為日曆時間投資組合之月平均報酬， $R_{ft}$  為第 t 期的無風險利率，以郵匯局一個月定存利率代替<sup>11</sup>。 $R_{mt}$  為第 t 期的台灣集中市場加權指數月報酬率； $SMB_t$  為第 t 期小型公司投資組合的價值加權平均報酬減去第 t 期大型公司投資

<sup>11</sup> 因台灣國庫券採不定期不定量發行，資料不完整，以郵匯局一年期定儲機動利率轉化為月報酬率代理之。

組合價值加權平均報酬； $HML_t$  為第  $t$  期的高帳面價值對市場價值比組成的投資組合之價值加權平均報酬減去第  $t$  期低帳面價值對市場價值比組成的投資組合之價值加權平均報酬；截距  $\alpha_p$  為估計期間各投資組合的月平均異常報酬； $\beta_p$ 、 $s_p$  與  $h_p$  為投資組合之參數值。

依循 Fama & French (1993) 之作法， $SMB_t$  係按每年 12 月底的所有上市公司之收盤價乘以該公司流通在外股數所求得之市值，作為規模之排序基礎，市值排序在前 50% 者為小型公司組合(S)，後 50% 者為大型公司組合(B)； $HML_t$  則以前一年年底的所有上市公司按帳面價值對市場價值比(不含負債)分成低(0%-30%，L)、中(31%-70%，M)，高(71%-100%，H) 三群；將上述依規模及帳面價值對市場價值比所得之分界點交會後可形成六個投資組合(S/L、S/M、S/H、B/L、B/M、B/H)，並且每年重覆此作法重組一次，然後再計算各投資組合在每年 1 月至 12 月間，以每月市值為權數，分別計算每一組標竿投資組合每個月的價值加權平均報酬。由於  $SMB_t$  是第  $t$  期小公司投資組合與大公司投資組合的平均報酬之差異， $HML_t$  是第  $t$  期高淨值市價比組成的投資組合價值加權平均報酬率減低淨值市價比組成的投資組合價值加權平均報酬率之差異，其計算方式如下：

$$SMB_t = 1/3(S_t/L_t + S_t/M_t + S_t/H_t) - 1/3(B_t/L_t + B_t/M_t + B_t/H_t) \quad (7)$$

$$HML_t = 1/2(S_t/H_t + B_t/H_t) - 1/2(S_t/L_t + B_t/L_t) \quad (8)$$

## 肆·實證結果與分析

### 一、樣本分類與敘述統計分析

表一為併購樣本之產業與年度分配概況，樣本數最高的產業為資訊電子相關產業，約占總併購樣本的 51.12%，而汽車產業的樣本數最低，約占總併購樣本的 0.56%。

表一 併購樣本之產業與年度分配表

產業	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	合計
水泥			1			1						2
食品	1		2	2			1	2		3		11
塑膠				3	1	1				3	1	9
紡織				1	1	1			1		4	8
機電		1		2				3	2		2	10

電線電纜						1		1				2
化學					1						2	3
造紙		1					2			1		4
鋼鐵								2		3	5	10
橡膠			1		1		1	1	1			5
汽車							1					1
資訊電子				2	5	3	13	11	13	21	23	91
營建					1		1	1	2			5
運輸			1			1			1	1	1	5
百貨				2				2		1		5
其他				1				1	1	2	2	7
合計	1	2	5	13	10	8	19	24	21	35	40	178

由表二 Panel A 列示主併公司主要變數的敘述統計量，在 Fama & French 三因子模型中，平均組合股票溢酬( $R_{pt} - R_{ft}$ )為 0.28%，市場風險溢酬( $R_{mt} - R_{ft}$ )為 0.21%，平均規模報酬差距(SMB)為 1.86%，平均淨值市價比報酬差距(HML)為 5.05%。而外部治理變數方面，外部董事席位比率(OUTBD)平均為 12.53，外部大股東(BLOCK)平均值為 0.26。主併公司併購事件日前一年的相對 ROA、相對 ROE 之平均值分別為 9.53 和 12.72；主併公司併購事件日前一年、前二年的相對股票報酬率之平均值分別為 17.03 及 15.92。

表二 敘述統計及差異分析

	平均值	標準差	最小值	中位數	最大值
$R_{pt} - R_{ft}$ (%)	0.28	2.67	-17.03	0.17	5.25
$R_{mt} - R_{ft}$ (%)	0.21	1.42	-3.64	0.17	2.95
SMB (%)	1.86	5.31	-14.56	-1.69	6.47
HML (%)	5.05	6.84	-17.06	4.93	21.53
PAYMENT	0.14	0.36	0.00	0.00	1.00
DR	0.41	0.19	0.05	0.42	0.91
COR	0.45	0.39	0.00	0.00	1.00
ELEC	0.51	0.35	0.00	0.00	1.00
FIRM SIZE (ln)	14.78	1.49	11.93	14.57	19.60
AGE	52.124	6.17	26.00	50.00	75.00
OUTBD (%)	12.53	25.73	0.00	11.21	100.00
BLOCK	0.26	0.38	0.00	0.00	1.00
PASTROA (%)	9.53	7.24	-13.43	9.45	21.46
PASTROE (%)	12.72	12.41	-81.21	12.66	46.53



PASTSTR1(%)	17.03	4.83	-54.15	16.82	78.12
PASTSTR2(%)	15.92	5.06	-72.93	15.73	63.17

Panel B

	總樣本	傲慢自大	非傲慢自大	兩群差異
(-1,+1)CAAR (%)	-0.24* (-1.71)	-2.42** (-2.31)	0.50* (1.73)	-2.92* (-1.84)
(-2,+2) CAAR (%)	-0.85* (-1.77)	-5.08* (-1.72)	0.58* (1.85)	-5.66* (-1.87)
CTPR(t=M&A+1年)(%)	-1.07* (-1.89)	-8.64** (-2.18)	1.49* (1.91)	-10.13* (-1.92)
CTPR(t=M&A+2年)(%)	-8.62* (-1.91)	-40.37** (-2.24)	2.12* (1.87)	-42.49* (-1.88)
CTPR(t=M&A+3年)(%)	-11.36* (-1.84)	-52.14** (-2.09)	2.44* (1.75)	-54.58* (-1.76)
CTPR(t=M&A+4年)(%)	-24.04* (-1.92)	-97.26* (-1.93)	0.73* (1.82)	-97.99* (-1.91)
CTPR(t=M&A+5年)(%)	-37.72* (-1.86)	-163.86** (-2.33)	4.96* (1.89)	-168.82* (-1.93)

說明：

1.  $R_{pt}$  為日曆時間投資組合月平均報酬， $R_{ft}$  為第  $t$  期的無風險利率，以郵匯局一個月定存利率代替。 $R_{mt}$  為第  $t$  期台灣集中市場加權指數月報酬率； $SMB_t$  為第  $t$  期小型公司投資組合的價值加權平均報酬率減去第  $t$  期大型公司投資組合價值加權平均報酬率； $HML_t$  為第  $t$  期的高淨值市價比投資組合價值加權平均報酬率減第  $t$  期低淨值市價比投資組合價值加權平均報酬率。
2.  $PAYMENT$  為主併公司併購支付方式； $DR$  為主併公司負債比； $COR$  為相關併購； $ELEC$  為產業虛擬變數，主併公司為電子產業，其值為 1；非電子產業則為 0； $FIRM\ SIZE$  為主併公司規模； $AGE$  為 CEO 年齡； $OUTBD$  為主併公司外部董事席次比率； $BLOCK$  為主併公司外部大股東； $PASTROA(PASTROE)$  為併購前一年的相對資產(股權)報酬率； $PASTSTR1(PASTSTR2)$  為併購前 1(2)年的相對股票報酬率。
3. (-1,+1) 為主併公司併購宣告前 1 日至宣告後 1 日的累積平均異常報酬；(-2,+2) CAAR 為主併公司併購宣告前 2 日至宣告後 2 日的累積平均異常報酬； $CTPR(t=M\&A+1年)$ 、 $CTPR(t=M\&A+2年)$ 、 $CTPR(t=M\&A+3年)$ 、 $CTPR(t=M\&A+4年)$  及  $CTPR(t=M\&A+5年)$  分別為主併公司併購宣告後 1、2、3、4 及後 5 年以日曆時間投資組合迴歸計算的異常報酬。
4. Panel B 中數字為其平均數，括號內為  $t$  值。\*\*\*、\*\*、\* 表示達 1%、5%、10% 的顯著水準。

表二 Panel B 主要是依照主併公司「併購事件日前一年的相對 ROA」依大小順序排列，並按照數值大小遞減給予序號(rank)( $r_i$ )，將各序號( $r_i$ )除以總併購樣本數( $N$ )，令  $h_i = r_i / N$ ，若  $h_i$  大於 0.75，則歸類為傲慢自大，當  $h_i$  小於 0.75，則歸類為非傲慢自大。總樣本數為 178 個；傲慢自大主併者之樣本數為 45 個；

非傲慢自大主併者之樣本數則為 133 個。由 Panel B 可知傲慢自大群組的主併公司，其異常報酬平均而言低於非傲慢自大群組的主併公司，且二群樣本的異常報酬差異均達顯著水準，且隨觀察期間愈長，異常報酬的差異愈大，此結果說明了，傲慢自大的主併公司可能與績效不佳有關。另外三項過去績效排序指標(併購事件日前一年的相對 ROE、併購事件日前一年、前二年的相對股票報酬率)，因結論類似，不再贅述。

表三為變數間相關性分析，整體而言，併購後之長短期績效與各控制變數之間相關性，大體上亦呈現與過去文獻相同的相關性，分別與併購支付方式(PAYMENT)、負債比(DR)、相關併購(COR)及產業特性(ELEC)之間，具有一定程度正相關。另外，外部董事席次比率與自變數之間相關性很低，不具統計顯著性；外部大股東與自變數之間的相關性則很高，具統計顯著性。在各自變數之間的相關性方面，不具統計顯著性。此外，本研究另以變異數膨脹因子(variance inflation factor，簡稱 VIF)輔助判斷自變數間是否存在共線性。分析結果發現，在每一條迴歸式內所有自變數的 VIF 值均小於 10，因而整體而言，並無自變數間線性重合的問題。

## 二、併購宣告後市場的反應

本研究探討 CEO 心理偏誤特質、公司特性、公司外部治理變數對併購後異常報酬的影響，相關迴歸式如下：

模型 1

$$AR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PAYMENT_i + \alpha_2 DR_{it} + \alpha_3 COR_i + \alpha_4 ELEC_i + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

模型 2

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 PAYMENT_i + \beta_2 DR_{it} + \beta_3 COR_i + \beta_4 ELEC_i + \beta_5 OV_i + \beta_6 OUTBD_{it} + \beta_7 BLOCK_{it} + \psi_{it} \quad (10)$$

模型 3

$$AR_{it} = \delta_0 + \delta_1 PAYMENT_i + \delta_2 DR_{it} + \delta_3 COR_i + \delta_4 ELEC_i + \delta_5 OV_i + \delta_6 OUTBD_{it} + \delta_7 BLOCK_{it} + \delta_8 OV_i * OUTBD_{it} + \delta_9 OV_i * BLOCK_{it} + \zeta_i \quad (11)$$

AR 為異常報酬，短期係以 CAAR 衡量，長期則以 CTPR 衡量。模型 1 為控制效果(control effect)模型，係探討公司特性對異常報酬之影響，模型 2 為直接效果(direct effect)模型，係探討公司特性、傲慢自大代理變數及外部治理變數對異常報酬之影響，模型 3 為完全(full effect)模型，係探討公司特性、傲慢自大

代理變數、外部治理變數及傲慢自大代理變數與外部治理變數交互作用對異常報酬之影響。

### (一)短期分析

表四 Panel A、Panel B 分別以主併公司併購宣告前一年的相對 ROE、相對股票報酬率作為排序依據，所建構之傲慢自大之虛擬變數分別為 OVROE 和 OVSTR1。CAAR 則為併購宣告期間(-1,+1)及(-2,+2)事件窗口所計算的累積平均異常報酬。

不論 Panel A、Panel B，各模型中 OVROE、OVSTR1 之迴歸係數均為負值且具顯著性，且隨事件窗口的拉長，負值更大，顯示傲慢自大的主併者會高估接管目標公司後創造利潤的能力，併購決策造成企業價值損失，此實證結果與 Roll(1986)、Malmendier & Tate(2005)的研究結論一致，支持假說 1，傲慢自大的主併者，造成主併公司股東在併購後累積平均異常報酬較低。

至於控制變數，由表四，支付方式(PAYMENT)之迴歸係數均為正值且具顯著性，顯示現金併購之主併者其併購宣告後之 CAAR 較高，與 Myers & Majluf (1984)的資訊不對稱假說(asymmetric information hypothesis)一致；負債比(DR)之迴歸係數為正具顯著性，代表高負債比率限制了管理者可獲得的自由現金流量，此將迫使其工作更加努力、較少貼補性消費及作較好投資決策以避免破產風險，提升公司價值，與 Jensen (1986)的負債監督假說一致；相關併購(COR)之迴歸係數為正且具顯著性，顯示相關併購的主併者，其併購宣告後之 CAAR 較高，與 Lubatkin (1983)、Singh & Montgomery (1987)、Gregory (1997)、Hubbard (1999)、Sudarsanam (2004)及 Dash (2004)的研究結論一致；而產業特性(ELEC)之迴歸係數亦為正值具顯著性，顯示電子產業較非電子產業的購併活動在併購宣告後享有顯著的正向異常報酬，與 Cosh, Guest & Hughes(2003)內部化理論(internalization theory)一致。

至於調節效果，表四 Panel A 之模型 3 及模型 6，外部大股東(BLOCK)之迴歸係數分別為 0.029 及 0.067，具 10% 顯著性，在 Panel B 則分別為 0.096 及 0.134，亦具 10%顯著性。而在 Panel A，OVROE 與 BLOCK 及 OVSTR1 與 BLOCK 之交互作用迴歸係數分別為 0.082 與 0.048，上述交互作用在 Panel B 之迴歸係數則分別為 0.041 與 0.057，亦具顯著性，顯示外部大股東的存在具調節效果，支持假說 2-1。

至於另外兩項排序方式(以併購前一年相對 ROA 排序、併購前兩年相對股票報酬排序)，因結論類似，將表格省略。

由表三顯示外部董事席次比率與自變數之間之相關性很低且不具顯著性，且由表五之 Panel A、Panel B 顯示外部董事席次比率與自變數之交互作用不具顯著性，依循 Sharma et al.(1981)之 MRA 分析法，推測外部董事席次比率為一同源變數(homologizer)，因此針對外部董事席次比率子集合進行檢驗。首先依照外部董事席次比率的中位數分成高、低兩個子集合，就每個子集合分別對控制變數及傲慢自大指標進行迴歸分析，表五之 CAAR 為併購宣告期間(-1,+1)事件窗口所計算的累積平均異常報酬。由表五模式 A 至模式 D 可知，其低(LOW)子集合下之傲慢自大指標之迴歸係數均為負且不顯著，而高(HIGH)子集合下傲慢自大指標之迴歸係數卻為正具顯著性，且兩群樣本以 Chow test 進行  $R^2$  差異檢定，亦達顯著水準，可推論外部董事席次比率具有調節自變數與因變數強度的間接效果。

表三 相關分析

變數	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1.(-1,+1)CAAR (%)	0.721***									
2.(-2,+2) CAAR (%)	0.693***	0.624***								
3.CTPR(t=M&A+1)(%)	0.574***	0.713***	0.572***							
4.CTPR(t=M&A+2)(%)	-0.622***	-0.633***	-0.531***	-0.642***						
5.CTPR(t=M&A+3)(%)	-0.591***	-0.541***	-0.594***	-0.613***	0.723***					
6.CTPR(t=M&A+4)(%)	-0.552***	-0.612***	-0.642***	-0.692***	0.681***	0.613***				
7.CTPR(t=M&A+5)(%)	0.154**	0.135*	0.103	0.161***	0.081	0.151***	0.121*			
8.PAYMENT	0.110	0.137*	0.112	0.135*	0.102	0.112	0.137*	0.101		
9.DR	0.135*	0.153**	0.154**	0.162**	0.135*	0.131*	0.152**	0.092	0.082	
10.COR	0.112	0.102	0.152**	0.136*	0.152**	0.111	0.110	0.083	0.073	0.052
11.ELEC	0.101	0.101	0.124*	0.121*	0.100	0.133*	0.116	0.115	0.111	0.103
12.FIRM SIZE (ln)	0.111	0.093	0.112	0.122*	0.111	0.132*	0.115	0.112	0.092	0.073
13.AGE	0.136*	0.162**	0.111	0.137*	0.152**	0.101	0.156**	0.153**	0.111	0.100
14.OUTBD (%)	0.102	0.136*	0.103	0.151**	0.131*	0.161**	0.093	0.100	0.112	0.115
15.BLOCK	-0.162**	-0.177**	-0.153**	-0.162**	0.172**	0.163**	0.174**	0.111	0.163**	0.116
16.PASTROE (%)	-0.171**	-0.172**	-0.162**	-0.173**	0.163**	0.176**	0.162**	0.092	0.083	0.112
17.PASTROA (%)	-0.192***	-0.151**	-0.173**	-0.177**	0.177**	0.162**	0.171**	0.101	0.102	0.164**
18.PASTSTR1 (%)	-0.163**	-0.160**	-0.181**	-0.163**	0.171**	0.171**	0.176**	0.152**	0.112	0.131*
19.PASTSTR2 (%)										
變數	11	12	13	14	15	16	17	18		
12.FIRM SIZE (ln)	0.092									
13.AGE	0.101	0.111								
14.OUTBD (%)	0.112	0.042	0.022							
15.BLOCK	0.103	0.051	0.031	0.062						
16.PASTROE (%)	0.102	0.102	0.092	-0.021	-0.154**					
17.PASTROA (%)	0.154**	0.093	0.103	-0.032	-0.171**	0.115				
18.PASTSTR1 (%)	0.116	0.081	0.092	-0.024	-0.136*	0.032	0.113			
19.PASTSTR2 (%)	0.102	0.072	0.102	-0.047	-0.161**	0.041	0.104	0.111		

說明：1. 各變數定義同表二。

2. 樣本數=178；\*\*表示達1%的顯著水準；\*表示達5%的顯著水準；°表示達10%的顯著水準。

表四 傲慢自大與短期併購績效 (以外部治理為調節變數)

Panel A 事件窗口(-1,+1)累積平均異常報酬						
	以併購前一年相對 ROE 排序			併購前一年相對股票報酬排序		
變數	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
截距項	1.826* (1.88)	2.033** (2.26)	1.251* (1.94)	1.826* (1.88)	1.527** (2.15)	1.362** (2.28)
PAYMENT	0.106** (2.41)	0.217** (2.01)	0.115** (2.23)	0.106** (2.41)	0.141** (2.07)	0.186** (2.14)
DR	0.017** (2.33)	0.062** (2.14)	0.071** (2.32)	0.017** (2.33)	0.083* (1.91)	0.115** (2.24)
COR	0.142* (1.76)	0.116* (1.89)	0.107* (1.72)	0.142* (1.76)	0.206** (2.02)	0.232* (1.75)
ELEC	0.052** (2.17)	0.082* (1.93)	0.106** (2.24)	0.052** (2.17)	0.102** (2.18)	0.224** (2.12)
OVROE		-0.107** (-2.14)	-0.241** (-2.32)			
OVSTR1					-0.229*** (-3.34)	-0.273*** (-3.91)
OUTBD		0.128 (1.36)	0.132 (1.41)		0.192 (1.43)	0.115 (1.49)
BLOCK		0.015* (1.81)	0.029* (1.88)		0.102* (1.72)	0.067* (1.76)
OVROE*OUTBD			0.103 (1.35)			
OVROE*BLOCK			0.082* (1.91)			
OVSTR1*OUTBD						0.127 (1.42)
OVSTR1*BLOCK						0.048* (1.77)
樣本數	178	178	178	178	178	178
調整後 R <sup>2</sup>	0.124	0.141	0.182	0.124	0.162	0.175
Panel B 事件窗口(-2,+2)累積平均異常報酬						
	以併購前一年相對 ROE 排序			併購前一年相對股票報酬排序		
變數	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
截距項	1.428* (1.72)	1.892* (1.92)	1.268** (2.14)	1.428* (1.72)	1.927** (2.26)	1.629* (1.72)
PAYMENT	0.127* (1.88)	0.118* (1.74)	0.173* (1.92)	0.127* (1.88)	0.161* (1.92)	0.193** (2.35)
DR	0.052** (2.01)	0.216** (2.35)	0.183** (2.04)	0.052** (2.01)	0.117* (1.93)	0.175** (2.12)
COR	0.151* (1.76)	0.107* (1.89)	0.225* (1.72)	0.151* (1.76)	0.192* (1.75)	0.204* (1.75)

	(1.75)	(1.82)	(1.74)	(1.75)	(1.76)	(1.72)
ELEC	0.118** (2.32)	0.136** (2.03)	0.093* (1.92)	0.118** (2.32)	0.143** (2.25)	0.124** (2.18)
OVROE		-0.129** (-2.04)	-0.302** (-2.16)			
OVSTR1					-0.316** (-2.03)	-0.384** (-2.11)
OUTBD		0.106 (1.31)	0.124 (1.38)		0.092 (1.48)	0.103 (1.41)
BLOCK		0.102* (1.74)	0.096* (1.82)		0.126* (1.77)	0.134* (1.87)
OVROE*OUTBD			0.084 (1.52)			
OVROE*BLOCK			0.041* (1.73)			
OVSTR1*OUTBD						0.092 (1.45)
OVSTR1*BLOCK						0.057* (1.84)
樣本數	178	178	178	178	178	178
調整後 R <sup>2</sup>	0.149	0.157	0.192	0.149	0.192	0.204

說明：1. 各變數定義同表二。

2. 模型 1 為控制效果(control effect)，模型 2 為直接效果(direct effect)，模型 3 為完整效果(full effect)模型。

本研究亦針對另一併購宣告期間(-2,+2)事件窗口所計算的 CAAR，進行外部董事席次比率子集合的檢驗，因結論類似，將表格省略。

表五 依外部董事席次比率分群下之 CEO 傲慢自大與 CAAR 之迴歸關係

事件窗口(-1,+1)累積平均異常報酬								
	模式 A		模式 B		模式 C		模式 D	
	LOW	HIGH	LOW	HIGH	LOW	HIGH	LOW	HIGH
PAYMENT	0.043**	0.108**	0.081*	0.113*	0.042*	0.104**	0.062*	0.105*
DR	0.106*	0.275*	0.159*	0.108*	0.251*	0.374*	0.103*	0.342*
COR	0.237**	0.083**	0.142*	0.171*	0.108*	0.122**	0.213*	0.106*
ELEC	0.017	0.106*	0.085	0.352**	0.051*	0.212	0.106**	0.097*
OVROE	-0.112	0.033**						
OVROA			-0.095	0.062***				
OVSTR1					-0.182	0.062**		
OVSTR2							-0.126	0.093**
調整 R <sup>2</sup>	0.106	0.123	0.092	0.242	0.116	0.184	0.105	0.237
Diff. in R <sup>2</sup>	0.136**		0.203***		0.216***		0.115*	
N	79	79	79	79	79	79	79	79

說明：模式 A 至 D 之傲慢自大指標分別為 OVROE、OVROA、OVSTR1 及 OVSTR2。

## (二)長期分析

表六為 Fama-French 三因子模型實證結果，研究發現( $R_{mt}-R_{ft}$ )係數為正值具 1%顯著性，顯示市場因子可以解釋樣本併購公司之報酬率，然規模因子(SMB)係數與成長因子(HML)係數則不顯著。實證結果與 Asquith(1983)、Agrawal et al. (1992)及 Mitchell & Stafford(2000)的研究結論一致。

表六 Fama-French 三因子模型實證結果

截距項	係數
$R_{mt}-R_{ft}$ (%)	-0.041*
SMB (%)	0.989***
HML (%)	0.137
	0.138

在長期分析上，由於企業從事併購乃企圖降低生產成本或是提高市場佔有率，是爲了追求長期的持續成長與永續經營，以求提升公司價值。是故，併購活動對股票報酬的影響不應只限於短期，而應研究其長期的影響；本研究另從長期角度探討主併公司於併購後之五年的異常報酬，希望能有效地提供公司併購決策及投資人長期投資之參考。

表七 Panel A 係以主併公司併購宣告前一年的相對 ROE、相對股票報酬率排序，所建構之傲慢自大虛擬變數 OVROE 和 OVSTR1；Panel B 則以主併公司併購宣告前一年的相對 ROA、前兩年的相對股票報酬率排序，所建構之傲慢自大虛擬變數 OVROA 和 OVSTR2；應變數則爲主併公司併購宣告後五年以日曆時間投資組合(CTPR)所計算的異常報酬。

表七中，OVROE、OVSTR1、OVROA 及 OVSTR2 之迴歸係數均爲負值，且具顯著性，研究發現，主併公司在併購後五年，傲慢自大程度較大之主併者，有負的顯著異常報酬發生，也就是併購並未創造長期的績效，與原始爲股東創造價值的企業決策目的相違背，此一結果與 Loughran & Vijh(1997)和 Mitchell & Stafford(2000)以美國併購公司爲樣本的股價長期績效分析之結論一致。而隱含在併購無法彰顯長期績效背後的可能原因，正是經理人傲慢自大的心理特質。

至於控制變數，表七依然發現支付方式(PAYMENT)、負債比(DR)、相關併購(COR)及產業特性(ELEC)，其迴歸係數值均爲正且具顯著性，顯示與 CTPR 呈現正向關係。

在調節效果上，表七 Panel A 的模型 3 及模型 6，外部董事席次比率(OUTBD)之迴歸係數分別爲 0.513 及 0.336，不具顯著性；Panel B 則分別爲 0.406 及 0.425，亦不具顯著性。而在 Panel A，OVROE 與 OUTBD 及 OVSTR1 與 OUTBD 之交互作用迴歸係數分別爲 0.128 與 0.176，在 Panel B，OVROA 與 OUTBD 及



OVSTR2 與 OUTBD 之交互作用迴歸係數分別為 0.114 與 0.192，均不具顯著性。長期而言，外部董事席次比率依然具有調節自變數與因變數強度的間接效果。

依據表七 Panel A 的模型 3 及模型 6，外部大股東(BLOCK)之迴歸係數分別為 0.410 及 0.458，具 10% 顯著性，Panel B 則分別為 0.105 及 0.361，亦具 5% 顯著性。而在 Panel A，OVROE 與 BLOCK 及 OVSTR1 與 BLOCK 之交互作用係數分別為 0.127 與 0.241，具 10%顯著性，Panel B，OVROA 與 BLOCK 及 OVSTR2 與 BLOCK 之交互作用迴歸係數則分別為 0.205 與 0.105，具 10%顯著性，顯示外部大股東具調節效果，支持假說 2-2。

表七 傲慢自大與併購績效 (以外部治理為調節變數)

Panel A 事件窗口(0,+5 年)CTPR						
	以併購前一年相對 ROE 排序			併購前一年相對股票報酬排序		
變數	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
截距項	2.263 <sup>*</sup> (1.82)	2.420 <sup>*</sup> (1.85)	3.081 <sup>*</sup> (1.92)	2.263 <sup>*</sup> (1.82)	2.518 <sup>*</sup> (1.91)	2.327 <sup>**</sup> (2.13)
PAYMENT	0.378 <sup>*</sup> (1.94)	0.452 <sup>**</sup> (2.35)	0.515 <sup>**</sup> (2.27)	0.378 <sup>*</sup> (1.94)	0.463 <sup>**</sup> (2.24)	0.483 <sup>**</sup> (2.25)
DR	0.175 <sup>**</sup> (2.42)	0.227 <sup>**</sup> (2.26)	0.236 <sup>**</sup> (2.08)	0.175 <sup>**</sup> (2.42)	0.248 <sup>*</sup> (1.93)	0.302 <sup>**</sup> (2.11)
COR	0.357 <sup>**</sup> (2.25)	0.369 <sup>**</sup> (2.33)	0.276 <sup>**</sup> (2.15)	0.357 <sup>**</sup> (2.25)	0.337 <sup>**</sup> (2.24)	0.223 <sup>*</sup> (1.84)
ELEC	0.391 <sup>**</sup> (2.37)	0.416 <sup>**</sup> (2.14)	0.427 <sup>**</sup> (2.38)	0.391 <sup>**</sup> (2.37)	0.178 <sup>**</sup> (2.29)	0.385 <sup>**</sup> (2.25)
OVROE		-0.217 <sup>*</sup> (-1.87)	-0.365 <sup>*</sup> (-1.92)			
OVSTR1					-0.308 <sup>**</sup> (-2.32)	-0.404 <sup>**</sup> (-2.35)
OUTBD		0.459 (1.54)	0.513 (1.47)		0.375 (1.43)	0.336 (1.52)
BLOCK		0.348 <sup>*</sup> (1.88)	0.410 <sup>*</sup> (1.83)		0.427 <sup>*</sup> (1.79)	0.458 <sup>*</sup> (1.89)
OVROE*OUTBD			0.128 (1.42)			
OVROE*BLOCK			0.127 <sup>*</sup> (1.91)			
OVSTR1*OUTBD						0.176 (1.48)
OVSTR1*BLOCK						0.241 <sup>*</sup> (1.72)
樣本數	178	178	178	178	178	178
調整後 R <sup>2</sup>	0.124	0.141	0.182	0.124	0.162	0.175
Panel B 事件窗口(0,+5 年)CTPR						
	以併購前一年相對 ROE 排序			併購前一年相對股票報酬排序		
變數	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
截距項	2.263 <sup>*</sup>	2.063 <sup>*</sup>	2.372 <sup>*</sup>	2.263 <sup>*</sup>	2.268 <sup>*</sup>	2.027 <sup>**</sup>

	(1.82)	(1.84)	(1.93)	(1.82)	(1.92)	(2.11)
PAYMENT	0.378* (1.94)	0.436** (2.17)	0.417** (2.38)	0.378* (1.94)	0.425** (2.03)	0.424** (2.02)
DR	0.175** (2.42)	0.183* (1.82)	0.209* (1.75)	0.175** (2.42)	0.192* (1.74)	0.175** (2.03)
COR	0.357** (2.25)	0.305** (2.27)	0.172** (2.03)	0.357** (2.25)	0.311** (2.15)	0.184* (1.91)
ELEC	0.391** (2.37)	0.263** (2.21)	0.217** (2.05)	0.391** (2.37)	0.226** (2.28)	0.261** (2.26)
OVROA		-0.285* (-1.92)	-0.304* (-1.97)			
OVSTR2					-0.317** (-2.26)	-0.457** (-2.11)
OUTBD		0.382 (1.51)	0.406 (1.42)		0.353 (1.54)	0.425 (1.56)
BLOCK		0.082* (1.82)	0.105** (2.04)		0.273** (2.07)	0.361** (2.03)
OVROA*OUTBD			0.114 (1.61)			
OVROA*BLOCK			0.205* (1.86)			
OVSTR2*OUTBD						0.192 (1.53)
OVSTR2*BLOCK						0.105* (1.82)
樣本數	178	178	178	178	178	178
調整後 R <sup>2</sup>	0.124	0.273	0.281	0.124	0.293	0.304

說明：1.各變數定義同表二。

2.模型 1 為控制效果(control effect)，模型 2 為直接效果(direct effect)，模型 3 為完整效果(full effect)模型。

### 三、健全性檢定

為確認研究結果的健全性，本研究並進行三項健全性檢定，首先，由於傲慢自大假說與代理成本假說都會導出「主併者價值破壞」的結論，我們嘗試將兩種效果加以區隔；其次，由於本研究採用百分位編碼的方式建構傲慢自大指編，並選取得分最高的 25%視為「傲慢自大群」，本研究進一步考慮不同指標臨界值的選擇，是否影響結論？最後，我們進行主併公司與配對樣本傲慢程度的差異分析，並進行傲慢自大指標對對併購與否的邏輯斯迴歸分析。

#### (一)健全性檢定 1：區隔傲慢自大假說與代理成本假說

Heaton (2002) 及 Lippert, Nixon & Pilotte (2000) 指出，代理理論和管理者傲慢自大都會得到「管理者進行價值破壞的決策」的結論，因此上述實證結果仍無法完全確認併購宣告後主併公司異常報酬的降低，完全導因於管理者傲慢

自大的心理偏誤。

本研究為區別主併者的股東財富降低，究竟是導因於經營階層的「代理問題」？還是導因於「傲慢自大」？依循 Lippert et al. (2000)作法，以主併公司規模、主併公司 CEO 年齡兩項變數，將樣本區分為四組，主要推論邏輯如下：

1. 根據 Lippert et al. (2000)的觀點，代理問題在規模較大的企業更加突顯，原因是監督經理人的成本更加高昂。公司規模愈大，股權愈分散及經營結構愈複雜，其代理成本愈大 (Diamond, 1985; Kross, Ha & Heflin, 1994)。此為類別變數，當主併公司規模大於中位數時，則歸類為大規模公司；當主併公司規模小於中位數時，則歸類為小規模公司。依循 Lu & Beamish (2004)作法，主併公司規模以資產總額(千元單位)取對數表示之。

2. 當 CEO 年齡越大，由於往後的職業生涯較短，代理成本較高。在傲慢自大傾向上，若 CEO 年齡較輕，往後的職業生涯較長，往往會認為自己有能力 and 時間影響公司的績效，因此易有傲慢自大的傾向 (Lippert et al., 2000)。此為類別變數，當 CEO 年齡大於中位數時，則歸類為年紀大之 CEO；當 CEO 年齡小於中位數時，則歸類為年紀小之 CEO。

據此，以公司規模和 CEO 年齡之中位數為區分點，將樣本公司區分為四個區間，I 區為公司規模大於中位數及 CEO 年齡大於中位數者，為代理成本高之區間；II 區為公司規模大於中位數及 CEO 年齡小於中位數者；III 區為公司規模小於中位數及 CEO 年齡大於中位數者；IV 區為公司規模小於中位數及 CEO 年齡小於中位數者，為傲慢自大之區間。四個區間之敘述統計列示於表八，表中之 CTPR 係以主併公司併購宣告後一年以日曆時間投資組合迴歸計算的異常報酬。

部分樣本之實證結果列示於表九，以各事件窗口的異常報酬而言，在 I 區 (代理成本高的區間)均為負，惟不具統計顯著性，而 IV 區(傲慢自大的區間)亦均為負，且具 10%統計顯著性。本研究聚焦在 I 區 (代理成本高的區間)與 IV 區(傲慢自大的區間)兩群組之差異。結果顯示，兩群樣本的報酬差距具顯著性，據此推論：在代理成本高和傲慢自大的兩個區間，傲慢自大指標的迴歸係數均為負，且對於異常報酬率負面的影響皆高於另外兩個區間，顯示傲慢自大的影響顯著高於代理成本，顯示研究結論具健全性。

表八 部分樣本的敘述統計-公司規模及 CEO 年齡

區間	規模/年齡 類型	公司規模	CEO 年齡	CTPR	樣本數
I	≥ 中位數	15.96	58.14	1.49	45
	≥ 中位數	(17.52)	(56.00)	(1.51)	
II	≥ 中位數	18.77	48.89	1.32	44
	< 中位數	(16.41)	(48.00)	(1.38)	
III	< 中位數	13.41	54.92	1.22	44
	≥ 中位數	(12.18)	(55.00)	(1.16)	
IV	< 中位數	10.92	46.54	-8.64	45
	< 中位數	(11.38)	(49.00)	(-6.51)	

表九 主併公司併購後異常報酬 CTPR 分析：控制公司規模及 CEO 年齡

公司規模 CEO 年齡年度	I	II	III	IV	I -IV
(0,+1)	-1.02 (-1.45)	-1.04 (-1.61)	-1.05 (-1.58)	-1.17* (-1.91)	0.15* (1.88)
(0,+2)	-8.57 (-1.56)	-8.59 (-1.42)	-8.61 (-1.51)	-8.71* (-1.82)	0.14* (1.69)
(0,+3)	-11.29 (-1.34)	-11.31 (-1.45)	-11.34 (-1.62)	-11.50* (-1.84)	0.11* (1.72)
(0,+4)	-23.98 (-1.56)	-24.03 (-1.42)	-24.02 (-1.51)	-24.13* (-1.83)	0.15* (1.69)
(0,+5)	-37.69 (-1.47)	-37.70 (-1.61)	-37.71 (-1.57)	-37.78* (-1.78)	0.09* (1.84)

## (二)健全性檢定 2：傲慢自大指標臨界值的選擇

本研究傲慢自大衡量指標，在前述係將 OV 的衡量指標依大小順序排列，並按照數值大小遞減排序，並以  $h_i$  大於 0.75 作為臨界值。為確認結論的健全性，本研究另外依循 Yates et al.(1992)提出的論點採納模型(argument recruitment model)，其係用來解釋傲慢自大在常識問題上的文化差異，研究發現傲慢自大在美國是最嚴重的，其次是日本，然後是台灣，最後則是大陸；Li & Fang (2004)則對美國人、中國大陸人、香港人、台灣人和新加坡華裔在估計 Y2K 問題是否引起空難時的自信心程度進行實證，研究發現最傲慢自大的群體是美國人，其次是香港人，然後是台灣人，再次是新加坡華裔，最後是大陸人；及 Yates et al.(1996)年研究發現傲慢自大的排序與國民生產總值(gross national product)呈高度相關，綜上顯示，美國人傲慢自大的程度係大於台灣人<sup>12</sup>，故本研究另外依據五分位法，當  $h_i$  大於 0.8，則傲慢自大虛擬變數，其值為 1，當  $h_i$  小於 0.8，其值為 0。

<sup>12</sup> Aktas et al.(2007)係以美國為研究樣本。

表十顯示傲慢自大指標在以  $h_i=0.8$  為臨界點區分傲慢自大樣本時，其 OVROE、OVSTR1 之迴歸係數亦為負值且具顯著性，仍支持假說 1，研究結論具健全性。

表十 健全性檢定：傲慢自大與短期併購績效（以外部治理為調節變數）

事件窗口(-1,+1)累積平均異常報酬						
變數	以併購前一年相對 ROE 排序			併購前一年相對股票報酬排序		
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
截距項	1.031* (1.81)	1.822* (1.85)	0.912* (1.69)	1.031* (1.81)	1.783* (1.92)	0.926* (1.82)
PAYMENT	0.094* (1.78)	0.106* (1.91)	0.157* (1.87)	0.094* (1.78)	0.083** (2.24)	0.025* (1.73)
DR	0.147* (1.92)	0.105* (1.77)	0.146* (1.82)	0.147* (1.92)	0.107* (1.87)	0.128* (1.86)
COR	0.087* (1.73)	0.125* (1.82)	0.267* (1.83)	0.087* (1.73)	0.183* (1.94)	0.157* (1.71)
ELEC	0.142* (1.74)	0.188* (1.94)	0.143* (1.88)	0.142* (1.74)	0.147** (2.05)	0.159* (1.76)
OVROE		-0.115** (-2.01)	-0.197* (-1.78)			
OVSTR1					-0.187** (-2.24)	-0.204* (-1.74)
OUTBD		0.084 (1.05)	0.116 (1.31)		0.108 (1.47)	0.083 (1.61)
BLOCK		0.057* (1.86)	0.071* (1.82)		0.125* (1.73)	0.104* (1.72)
OVROE*OUTBD			0.085 (1.52)			
OVROE*BLOCK			0.062* (1.75)			
OVSTR1*OUTBD						0.083 (1.61)
OVSTR1*BLOCK						0.024* (1.84)
樣本數	178	178	178	178	178	178
調整後 R <sup>2</sup>	0.179	0.181	0.195	0.179	0.186	0.191

說明：各變數定義同表二。

### (三)健全性檢定 3：配對樣本分析與傲慢自大對併購與否的 Logistic 迴歸

本研究為檢定是否從事併購公司的管理者較為傲慢自大，針對每一個併購

的樣本，尋找一個相同產業，規模最接近且沒有併購的公司，以一配一的方式進行樣本配對，共有 178 個併購樣本與 178 個未發生併購的樣本，並檢定其差異。由表十一 panel A，主併公司事件日前一年的相對資產報酬率、相對股東報酬率及相對股票報酬率與併購事件日前二年的相對股票報酬率其平均值均大於配對樣本，且兩群樣本平均值的差異均達顯著水準。

此外，為了探討是否傲慢自大的公司是否比較可能發生併購的情事，以 Logistic 迴歸模型來分析影響併購的可能原因。本研究控制了傳統財務文獻中所提及的併購影響因子，包括併購支付方式、負債比、董事會規模、外部董事席次比率及外部大股東。實證結果如表十一 panel B 所示，傲慢自大的各代理變數，其迴歸係數均為正且達顯著。

表十一 主併公司與配對樣本之差異檢定及 logit 迴歸

Panel A 主併公司與配對樣本傲慢程度的差異分析

	主併公司	配對樣本	主併-配對
PASTROA (%)	9.53* (1.71)	2.18 (1.54)	7.35* (1.77)
PASTROE (%)	12.72* (1.84)	2.05 (1.32)	10.67* (1.72)
PASTSTR1 (%)	17.03* (1.69)	-0.21 (-1.25)	17.24* (1.81)
PASTSTR2 (%)	15.92* (1.88)	-0.83 (-1.43)	16.75* (1.72)

Panel B 傲慢自大對併購的影響

	模型 A	模型 B	模型 C	模型 D
截距項	1.548*** (0.000)	2.653*** (0.000)	4.117*** (0.000)	3.764*** (0.000)
PAY	-0.084 (0.427)	-0.062 (0.825)	-0.104 (0.726)	-0.127 (0.923)
DR <sub>t-1</sub>	-0.108 (0.616)	-0.357 (0.723)	-0.274 (0.623)	-0.329 (0.347)
BOARD SIZE	0.327* (0.062)	0.211* (0.084)	0.107* (0.092)	0.072** (0.034)
OUTBD	0.269 (0.714)	0.305 (0.853)	0.367 (0.827)	0.105 (0.831)
BLOCK	0.072 (0.657)	0.068 (0.736)	0.079 (0.648)	0.084 (0.711)
OVROA	0.088** (0.021)			
OVROE		0.072**		

		(0.024)		
OVSTR1			0.052** (0.033)	
OVSTR2				0.067* (0.059)
Omnibus $\chi^2$	52.264***	51.937***	53.166***	58.388***
概要百分比	76.286	72.678	76.172	76.282
Nagelkerke-R	0.318	0.317	0.325	0.350

說明：1. PAY 為虛擬變數，若以現金併購其值為 1，其餘則為 0；BOARD SIZE 為董事會規模，定義為董事會中董事席位總數，其餘各變數定義同表二。

2. Omnibus  $\chi^2$  為 Logistic 迴歸預測模型之卡方值。

## 伍·結論

證明傲慢理論在併購市場是否存在，可以幫助預測併構效果的效率 (Hartman, 1996)，並且促使 CEO 逐漸修正其傲慢自大 (Aktas et al., 2007)。許多研究已經證實出美國併購者存在傲慢假說 (Malmendier & Tate, 2005；Hayward & Hambrick, 1997)；並開始注意到國際市場之傲慢假說與對公司價值的衝擊。Raj & Forsyth (2003) 研究英國併購者，認為傲慢之併購者在併購宣告後導致公司價值損失。

本研究利用主併公司併購前的會計指標及事件日前的相對股票報酬率作為衡量傲慢自大的代理變數。研究發現在併購宣告後傲慢自大指標係數為負值且具顯著性，顯示傲慢自大程度較大之主併者，其併購後的異常報酬較低，且隨著事件窗口拉長愈顯著。

我們進一步考慮了二種外部治理機制(外部董事席次比率及外部大股東的存在)，探討其對傲慢自大價值破壞行為的抑制效果，並在調節迴歸中考慮其所扮演的調節角色。研究結果發現：外部董事席次比率可間接調節原始研究模式的強度，外部大股東可直接調節企業傲慢自大 CEO 的併購決策。

綜言之，本研究提供了三個方向的新證據。首先，針對併購後長期低度績效之謎，提出行為公司財務面的解釋，說明 CEO 傲慢自大的心理偏誤，會造成對股東財富減損、企業價值破壞的後果，在管理意涵上，高階管理者除了可能存有理性架構下的自利動機外，某些非理性的心理特質，亦可能產生決策的偏誤，雖非圖利個人的資源掠奪，卻也無法達成企業價值極大化。從事前觀點，董事會在遴選企業舵手(CEO)時應將此心理特質因素一併考慮，從事後觀點，也可設計節制其基於浮誇而過度投資的陷阱。

其次，對於公司治理機制的相關研究，也延伸了其調節功能的思考，不同

的治理機制有不同控制 CEO 行爲的作用。研究結果顯示，外部董事席次比率雖然交互乘項不具統計顯著性，仍有調節原始研究模式的強度的效果，也就是說外部董事並不直接參與「傲慢自大 CEO 與併購決策」，而是參與一般的公司治理活動，若忽略此效果，可能低估了治理機制的有效性，現有文獻對外部董事監督機制的歧異結論，也許正是忽略了此項效果。此外，研究發現外部大股東具有直接調節效果，意謂著外部大股東主動積極參與監管活動，當外部大股東意識到傲慢自大 CEO 可能採取過度投資、高估標的物價值，會積極參與影響決策 (Tihanyi et al., 2003)。

在研究限制上，如何建構更適切的傲慢自大的代理指標，仍有待更多的嘗試；其次，在調節迴歸的分析方法上，Sharma et al. (1981) 的分析模式將各項調節效果視為互斥，但實質上，外部治理機制可能同時具有直接及間接效果，例如外部大股東可能在併購決策上具有直接效果，但對於一般性治理活動則有間接效果，未來可致力克服此種研究方法上的缺失；最後，本研究只考慮二種外部治理機制，若能納入其他型式的機制，考慮更多不同的 CEO 心理偏誤特性，當可獲致更豐富的管理意涵。

## 參考文獻

- 李春安、吳欽杉、葉麗玉，「所有權結構與公司非法行爲關係之研究—以台灣股票上市公司為例」，證券市場發展，第 14 卷第 4 期，2003 年，頁 75-138。
- 李佳玲、葉穎蓉、何晉滄，「績效、公司治理與高階管理者離職關係之實證研究」，中山管理評論，第 13 卷第 1 期，2005 年，頁 75-106。
- 林哲鵬、陳玟靜，「台灣企業購併宣告對併購公司股價之影響-加入產業別分類後之實証」，產業管理學報，第 3 卷第 1 期，2002 年，頁 73-99。
- 陳鴻林，「相關與非相關產業購併之研究-動機、股東財富、支付方式」，國立政治大學財務管理研究所碩士論文，2002 年。
- 葉銀華、邱顯比，「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」，台大管理論叢，第 7 卷第 2 期，1996 年，頁 57-90。
- 蔡柳卿，「依會計盈餘時效性設計高階主管薪酬契約：董事會所扮演的角色」，會計評論，第 44 期，2007 年，頁 61-94。
- Agrawal, A. & Jaffe, J. F. "The Post-Merger Performance Puzzle, Cary Cooper and Alan Gregory, Eds.", *Advances in Mergers and Acquisitions*, (1), 2000, pp. 7-41.
- Agrawal, A., Jaffe, J. F. & Mandelker, G. N. "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly", *Journal of Finance* (4), 1992, pp. 1605-1621.
- Agrawal, A & Knoeber, C. R. "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (3), 1996, pp. 377-397.
- Agrawal, A. & Mandelker, G. "Shark Repellents and the Role of Institutional Investors in Corporate



- Governance", *Managerial and Decision Economics*, (13), 1992, pp. 15-22.
- Aktas, N., de Bodt, E. & Roll, R. "Learning, Hubris and Corporate Serial Acquisitions", *European Finance Association Meeting*, (Aug), 2007, pp. 22-55.
- Alba, J. W., Hutchinson, J. W. & Lynch, J. G. "Memory and Decision Making", in *Handbook of Consumer Behavior*, Thomas Robertson and Harold Kassarian, eds. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1991, pp. 1-49.
- Alpert, M. & Raiffa, H. "A Progress Report on the Training of Probability Assessors", In: D. Kahneman, P. Slovic and A. Tversky (eds.): *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, New York: Cambridge University Press, 1982, pp. 294-305.
- Antoniou, A., Arbour, P. & Zhao, H. "How Much is too Much. Are Merger Premiums Too High?", *European Financial Management*, Forthcoming, 2007.
- Asquith, P. "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns", *Journal of Financial Economics*, (11), 1983, pp. 51-83.
- Baker, M. P., Ruback, R. S. & Wurgler, J. A. "Behavioral Corporate Finance: A Survey", in B. Espen Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, 2006.
- Bar-Yosef, S. & Venezia, I. "An Experimental Study of Overconfidence in Accounting Numbers Predictions", AAA Annual Meeting Washington, (August), 2006, pp. 7-9.
- Baumann, A. O., Deber, R. B. & Thompson, G. G. "Overconfidence Among Physicians and Nurses: The Micro-Certainty, Macro-Uncertainty Phenomenon", *Social Science and Medicine*, (32), 1991, pp. 167-174.
- Bazerman, M. & Neale, M. "Improving Negotiation Effectiveness Under Final Offer Arbitration: The Role of Selection and Training", *Journal of Applied Psychology*, (67), 1982, pp. 543-548.
- Ben-David, I., Graham, J. R. & Harvey, C. R. "Managerial Overconfidence and Corporate Policies", *NBER Working Paper*, (13711), Dec, 2007.
- Bertrand, M. & Schoar, A. "Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies", *Quarterly Journal of Economics*, (118), 2003, pp. 1169-1208.
- Bollaert, H. & Petit, V. "Desperately Seeking Hubris: From Executive Deviance to the Executive Self", Working Paper, 2009.
- Borokhovich, K. A., Parrino, R. & Trapani, T. "Outside Directors and CEO Selection", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (31), 1996, pp. 337-355.
- Borokhovich, K. A., Brunarski, K. R. & Harman, Y. "Firm Value and Inside Ownership: Evidence from the Unexpected Deaths of Senior Executives", Presented at the FMA Conference at Chicago, IL (Miami of Ohio), 2005.
- Brav, A. & Heaton, J. B. "Competing Theories of Financial Anomalies", *Review of Financial Studies*, (15), 2002, pp. 575-606.
- Brehmer, B. "In One Word: Not from Experience", *Acta Psychologica*, (45), 1980, pp. 223-241.
- Busenitz, L. & Barney, J. B. "Differences Between Entrepreneurs and Managers in Large Organisations: Biases and Heuristics in Strategic Decision Making", *Journal of Business*, (12), 1997, pp. 9-30.
- Byrd, J. & Hickman, K. "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender

- Offer Bids", *Journal of Financial Economics*, (32), 1992, pp. 195-221.
- Camerer, C. & Lovo, D. "Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach", *American Economic Review*, (89), 1999, pp. 306-318.
- Carpenter, M. A. & Westphal, J. D. "The Strategic Context of External Network Ties: Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision-making", *Academy of Management Journal*, (44), 2001, pp. 639-660.
- Chandra, P. "Financial Management: Theory and Practice", Fifth Edition, Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited, New Delhi, 2001.
- Christensen-Szalanski, J. J. & Bushyhead, J. B. "Physician's Use of Probabilistic Information in a Real Clinical Setting", *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, (7), 1981, pp. 928-935.
- Conn, R. B., Cosh, A., Guest, P. & Hughes, A. "The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-Border, Public, and Private Acquisitions", *Journal of Business Finance and Accounting*, (32), 2005, pp. 815-870.
- Cooper, A. C., Woo, C. & Dunkelberg, W. C. "Entrepreneurs' Perceived Chances of Success", *Journal of Business Venturing*, (3), 1988, pp. 97-108.
- Cosh, A., Guest, P. & Hughes, A. "The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public, and private acquisitions", Working Paper, 2003.
- Cox, J. C. & Isaac, R. M. "In Search of the Winner's Curse", *Economic Inquiry*, (22), 1984, pp. 579-592.
- Dash, A. "Value Creation Through Mergers: The Myth and Reality", *The ICFAI Journal of Applied Finance*, (10), 2004, pp. 20-38.
- Datta, D. K., Pinches, G. E. & Narayanan, V. K. "Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions. A Meta-Analysis", *Strategic Management Journal*, (13), 1992, pp. 67-84.
- Deaves, R., Luders, E. & Schroder, M. "The Dynamics of Overconfidence: Evidence from Stock Market Forecasters", *European Financial Management Symposium*, (April), 2006, pp. 20-22.
- De Bondt, W. M. F. & Thaler, R. H. "Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective", In *Handbooks in Operations Research and Management Science*, (9), 1995, pp. 385-410.
- Demsetz, H. & Lehn, K. "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, (93), 1985, pp. 1155-1177.
- Denis, D. J., Denis, D. K. & Sarin, A. "Ownership Structure and Top Executive Turnover", *Journal of Financial Economics*, (45), 1997, pp. 193-221.
- Diamond, D. "Optimal Release of Information by Firms", *Journal of Finance*, (40), 1985, pp. 1071-1094.
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S. & Teoh, S. H. "Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?", *Journal of Finance*, (61), 2006, pp. 725-762.
- Eckbo, E. & Langhor, H. "Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums", *Journal of Financial Economics*, (24), 1989, pp. 363-403.
- Einhorn, H. J. & Hogarth, R. "Confidence in Judgment: Persistence in the Illusion of Validity", *Psychological Review*, (85), 1978, pp. 395-416.

- Eisenhardt, K. M. "Agency Theory: An Assessment and Review", *Academy of Management Review*, (14), 1989, pp. 57-74.
- Fama, E. F. "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, (88), 1980, pp. 288-307.
- Fama, E. F. "Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance", *Journal of Financial Economics*, (49), 1998, pp. 283-306.
- Fama, E. F. & French, K. R. "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics*, (33), 1993, pp. 3-56.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, (26), 1983, pp. 301-325.
- Franks, J. Harris, R. & Mayer, C. "Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States," in A. J. Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago and London: The University of Chicago Press, 1988.
- Fuerst, O. & Kang, S. H. "Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing", *Corporate Ownership and Control*, (1), 2000, pp. 13-30.
- Fuller, K., Jeffrey, N. & Stegemoller, M. "What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions", *Journal of Finance*, (57), 2002, pp. 1763-1793.
- Gervais, S. & Odean, T. "Learning to be Overconfident", *Review of Financial Economics*, (14), 2001, pp. 1-27.
- Gervais, S., Heaton, J. B. & Odean, T. "Overconfidence, Investment Policy and Manager Welfare", Working Paper, under Revision for 3rd-round Submission at the Journal of Finance, 2007.
- Goel, A. M. & Thakor, A. V. "Why Do Firms Smooth Earnings? ", *Journal of Business*, (76), 2003, pp. 151-192.
- Gregory, A. "An Examination of the Long Run Performance of U.K. Acquiring Firms", *Journal of Business Finance and Accounting*, (24), 1997, pp. 971-1002.
- Hackbarth, D. "Managerial Optimism, Overconfidence and Capital Structure Decisions", European Finance Association Annual Meeting, Maastricht, The Netherlands, 2004.
- Hartman, R. S. "Predicting the Efficiency Effects of Mergers", *Journal of Financial Economics*, (9), 1996, pp. 295-323.
- Hayward, M. & Hambrick, D. "Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris", *Administrative Science Quarterly*, (42), 1997, pp. 103-127.
- Heath, J. & Tversky, A. "Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty*, (4), 1991, pp. 5-28.
- Heaton, J. B. "Managerial Optimism and Corporate Finance", *Financial Management*, (31), 2002, pp. 33-45.
- Hietala, P., Kaplan, S. N. & Robinson, D. T. "What is the Price of Hubris? Using Takeover Battles to Infer Overpayments and Synergies", *Financial Management*, (32), 2003, pp. 5-31.
- Hilary, G. & Menzly, L. "Does Past Success Lead Analysts to Become Overconfident? ", *Management Science*, (52), 2006, pp. 489-500.

- Hillman, A. J. & Dalziel, T. "Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives", *Academy of Management Review*, (28), 2003, pp. 383-396.
- Hribar, P. & Yang, H. "CEO confidence, management earnings forecasts, and earnings management", Working Paper. University of Iowa, 2006.
- Huang, Y. & Walking, R. "Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements—Payment, Acquisition Form and Managerial Resistance", *Journal of Financial Economics*, (19), 1986, pp. 329-349.
- Hubbard, N. "Acquisition: Strategy and Implementation", Palgrave MacMillan, 1999.
- Jensen, M. C. "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, (76), 1986, pp. 323-329.
- Kidd, J. B. "The Utilization of Subjective Probabilities in Production Planning", *Acta Psychologica*, (34), 1970, pp.338-347.
- Kross, W., Ha, G. & Heflin, Y. F. "A Test of Risk Clientele Effects Via an Examination of Trading Volume Response to Earnings Announcements", *Journal of Accounting and Economics*, (18), 1994, pp. 67-88.
- Langer, E. "The Illusion of Control", *Journal of Personality and Social Psychology*, (32), 1975, pp. 311-328.
- Le, S. A., Walters, B. & Kroll, M. "The Moderating Effects of External Monitors on the Relationship Between R&D Spending and Firm Performance", *Journal of Business Research*, (59), 2006, pp. 278 – 287.
- Lewellen, W., Loderer, C. & Rosenfeld, A. "Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms", *Journal of Accounting and Economics*, (7), 1985, pp. 209-231.
- Li, S. & Fang, Y. "Respondents in Asian Cultures (e.g., Chinese) are More Risk-Seeking and More Overconfident than Respondents in Other Cultures (e.g., In United States) But the reciprocal Predictions are in Total Opposition: How and Why?", *Journal of Cognition and Culture*, (4), 2004, pp. 263-292.
- Lippert, R. L., Nixon, T. D. & Pilotte, E. A. "Incentive Compensation and the Stock Price Response to Dividend Increase Announcements", *Financial Review*, (35), 2000, pp. 69-94.
- Lin, Y. Hu, S. & Chen, M. "Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan", *Pacific-Basin Finance Journal*, (13), 2005, pp. 523-546.
- Lin, B. X., Michayluk, D., Oppenheimer, H. R., & Reid, S. F. "Hubris amongst Japanese Bidders", *Pacific-Basin Finance Journal*, (16), 2008, pp. 121-159.
- Loughran, T. & Vjih, A. M. "Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions", *The Journal of Finance*, (52), 1997, pp. 1765-1790.
- Lu, J. W. & Beamish, P. W. "International Diversification and Firm Performance: The S-Curve Hypothesis", *Academy of Management Journal*, (47), 2004, pp. 598-609.
- Lubatkin, M. "Mergers and Performance of the Acquiring Firm", *Academy of Management Review*, (8), 1983, pp. 218-255.
- Malatesta, P. "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, (11), 1983, pp. 155-181.

- Malmendier, U. & Tate, G. "Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited", *European Financial Management*, (11), 2005, pp. 649-659.
- Malmendier, U. & Tate, G. "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Journal of Financial Economics*, (89), 2008, pp. 20-43.
- Mitchell, M. L. & Stafford, E. "Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance", *The Journal of Business*, (73), 2000, pp.287-329.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R.M. "Firm Size and the Gains from Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, (73), 2004, pp. 201-228.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M. "Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave", *Journal of Finance*, (60), 2005, pp. 757-782.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. W. "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?", *Journal of Finance*, (45), 1990, pp. 31-48.
- Morck, R., Yeung, B. & Yu, W. "The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? ", *Journal of Financial Economics*, (58), 2000, pp. 215-260.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, (13), 1984, pp.187-221.
- Neale, M. A. & Bazerman, M. H. "The Effects of Framing and Negotiation Overconfidence on Bargaining Behaviors and Outcomes", *Academy of Management Journal*, (28), 1985, pp. 34-49.
- Odean, T. "Do Investors Trade too Much?", *American Economic Review*, (89), 1999, pp. 1279-1298.
- Oliver, B. "Management Confidence and Capital Structure", Paper Presented at the AAANZ and Asia Finance Association conferences in New Zealand. Working Paper, School of Finance and Applied Statistics, Australian National University, Canberra Australia, 2006.
- Oskamp, S. "Overconfidence in Case-Study Judgments", *Journal of Consulting Psychology*, (29), 1965, pp. 261-265.
- Pfeffer, J. & Salancik, G. "The External Control of Organizations", New York, Harper and Row, 1978.
- Raj, M. & Forsyth, M. "Hubris Amongst UK Bidder's and Losses to Shareholders", *International Journal of Business*, (8), 2003, pp. 1-16.
- Rayna, B. & Sarma, N. "CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions", *Journal of Economics and Business*, (59), 2007, pp. 358-379.
- Roll, R. "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business*, (59), 1986, pp. 197-216.
- Rosenstein, S. & Wyatt, J. G. "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, (26), 1990, pp. 175-192.
- Rostand, A. "Optimising Managerial Decisions During the Acquisition Integration Process", Paper Presented at the 14th Annual Strategic Management Society International Conference, Paris, 1994.

- Rau, P. R. & Vermaelen, T. "Growth, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, (49), 1998, pp. 223-253.
- Russo, E. J. & Schoemaker, P. J. H. "Managing Overconfidence", *Sloan Management Review*, (33), 1992, pp.7-17.
- Sharma, S., Durand, R. M. & Gur-Arie, O. "Identification and Analysis of Moderator Variables", *Journal of Marketing Research*, (18), 1981, pp. 291-300.
- Sharpe, W. F. "A Simplified Model of Portfolio Analysis", *Management Science*, (2), 1963, PP. 277-293.
- Shefrin, H. "A Behavioral Approach to Asset Pricing", Elsevier Academic Press: Burlington, Massachusetts, First Edn, 2005.
- Shleifer, A. & Vishny, R. "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, (94), 1986, pp. 461-488.
- Shleifer, A. & Vishny, R. "Management Entrenchment: The Case of Managerspecific Investments", *Journal of Financial Economics*, (25), 1989, pp. 123-139.
- Simon, M. & Houghton, S. M. "The Relationship Between Overconfidence and Product Introduction: Evidence from a Field Study", *Academic Management Journal*, (46), 2003, pp. 139-149.
- Singh, H. & Montgomery, C. A. "Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance", *Strategic Management Journal*, (8), 1987, PP. 377-386.
- Sirower, M. L. "The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game", The Free Press, New York, 1997.
- Soll, J. B. & Klayman, J. "Overconfidence in Interval Estimates," *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition*, (30), 2004, pp. 299-314.
- Staël von Holstein, Carl-Axel S. "Probabilistic Forecasting: An Experiment Related to the Stock Market", *Organizational Behavior and Human Performance*, (8), 1972, pp. 139-158.
- Sudarsanam, S. "Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges, An Integrated and International Perspective", Pearson Education, New Delhi, India, 2004.
- Sudarsanam, S. Holl, P. & Salami, A. "Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure", *Journal of Business Finance and Accounting*, (23), 1996, PP. 673-698.
- Thaler, R. H. *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life*, New York: The Free Press, 1992.
- Tihanyi, L., Johnson, R., Hoskisson, R. & Hitt, M. "Institutional Ownership Differences and International Diversification: The Effects of Boards of Directors and Technological Opportunity", *Academy of Management Journal*, (46), 2003, pp. 195-211.
- Travlos, N. G. "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns", *Journal of Finance*, (3), 1987, pp. 943-963.
- Weber, R. A. & Camerer, C. F. "Cultural Conflict and Merger Failure: An Experimental Approach", *Management Science*, (49), 2003, pp. 400-415.
- Weisbach, M. "Outsider Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, (20), 1988, PP. 431-460.
- Yates, J. F., Lee, J. W & Shinotsuka, H. "Cross-National Variation in Probability Judgment", Annual

Meeting of the Psychonomic Society, St. Louis, 1992.

Yates, J. F., Lee, J. W. & Shinotsuka, H. "Beliefs about Overconfidence, including its Cross-National Variation", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, (65), 1996, pp. 138-147.

Zantout, Z. Z. "A Test of the Debt-Monitoring Hypothesis: The Case of Corporate R&D Expenditures", *The Financial Review*, (32), 1997, pp. 21-48.

Zhang, H. "US Evidence on Bank Takeover Motives: A Note", *Journal of Business Finance and Accounting*, (25), 1998, pp. 1025-1032.

## Does External Governance Mechanism Curb the Value-destroying M&As of Hubris CEOs?

CHUN- CHIEH LIAO, JIA-YU CHEN\*

### ABSTRACT

We examine the issue of hubris (over-confidence) about mergers and acquisitions (M&A) market in Taiwan. We measure past (excess) accounting performance and market return as a proxy for the likelihood of hubris. Using a panel dataset of acquirers in Taiwan from 1993 to 2003, we find that high hubris bidders have negative abnormal return subsequent to the M&A event, and the negative effect become more significant with longer event-window. We also examine the moderating effects of two sources of external monitoring (independent outside board members and external blockholders) on the relationship between CEO hubris/overconfidence and M&A performance. Results showed that outside blockholders and independent outside board play different moderating role. Our results are largely consistent with the hubris hypothesis where overconfident managers may engage in value-destroying M&A. We also perform several robustness tests to confirm the conclusion.

Keywords : hubris, overconfidence, external governance, mergers and acquisitions,  
value-destroying

---

\* Chun-Chieh LIAO, Assistant Professor, Department of International Trade, Chinese Culture University. Jia-Yu CHEN, Assistant Professor, Department of Finance, Jinwen University of Science and Technology.

