

南華大學管理學院財務金融學系財務管理碩士班

碩士論文

Master Program in Financial Management

Department of Finance

College of Management

Nanhua University

Master Thesis

總經理特質與股價崩盤之關聯

The Relationship between Characteristics of General  
Managers and Stock Price Crash

賴星翰

Hsing-Han Lai

指導教授：賴丞坡 博士

Advisor: Cheng-Po Lai, Ph.D.

中華民國 111 年 6 月

June 2022

# 南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

總經理特質與股價崩盤之關聯

The Relationship between Characteristics of General Managers and Stock  
Price Crash

研究生： 賴星翰

經考試合格特此證明

口試委員： 林文忠  
簡永烈  
賴亞坡

指導教授： 賴亞坡

系主任(所長)： 簡永烈

口試日期：中華民國 111 年 6 月 1 日

# 謝辭

讀研究所真的是一段相當特別的回憶，遇到不同背景的同學，一起上課，互相討論課業與分享生活，也從不同任課老師的課堂上，獲取許多財經專業知識，包含生活中的投資理財知識、國際經濟趨勢或財經軟體操作等。有時候我常想，能在這麼棒的環境中學習是多麼值得珍惜的一件事！

能夠完成這篇論文要感謝的人太多了，首先最要感謝的人就是丞坡老師了，在老師的引導下，從訂定論文題目、閱讀相關文獻、撰寫前幾章、蒐集資料、跑數據……，慢慢地，大學時期沒有讀過財經相關課程的我也能完成一本財經專業論文，回過頭想，自己深深覺得在研究所上課及做論文的每一天都是成長，而每一次的成長也都令我驚奇，謝謝丞坡老師在寫論文時給我很多指導和鼓勵，讓我能順利完成研究所的學業。

要感謝的人真的太多了，在操作 TEJ 時，我要感謝 TEJ 公司的人員，細心答覆我的問題，我才能順利且正確地抓取到我需要的資料；在考證照時，我要感謝我的好同學，順道從嘉義載我到台中，最後大家都高分通過拿到證書；在研討會前，我要感謝系主任，在課堂上提醒我們該注意的地方；也謝謝南華的任課老師，在課堂上安排校外專家教我們使用財經軟體，教我們做論文時需要用到的統計等等，讓我們的知識能像金字塔一樣一層層堆疊上去。

最後，我更要感謝我的家人，給我很大的鼓勵，當初是你們鼓勵我早點讀研究所，取得碩士學位，在求學的過程中，你們對我很放心，從來不過問課業內容，只關心我的生活日常，當我遇到問題難以自己獨自承受時，你們是最好的傾聽者與支持者，真的只想跟你們說，有你們真好。

自己從來沒想過，自己會在嘉義讀大學，在嘉義工作，也在嘉義讀研究所。南華是一所很漂亮的學校，環境清幽，學風純樸，老師在上課時偶爾會與我們分享一些正能量的文章，讓我們對人生有更正向的看法，還記得老師播的「深夜讀書」影片，裡面很多發人深省的內容，至今仍將之謹記心中。

在南華讀研究所是一段奇特的旅程，看到了許多自己沒見過的風景，接觸到了許多自己沒遇過的人和事，在外工作和求學，忙碌在所難免，但有一群好同學和好老師的陪伴，使這趟旅程豐富而多彩。希望自己在研究所畢業後，能繼續虛心學習，並以誠待人。自己在求學的過程並非最頂尖，但會勉勵自己把握每一個今天，珍惜每一次緣分。謝謝南華給我的養分，謝謝師長的諄諄教誨，謝謝同學的彼此提攜，謝謝我身邊幫助過我的每一個人！



# 南華大學財務金融學系財務管理碩士班

## 110 學年度第 2 學期碩士論文摘要

**論文題目：總經理特質與股價崩盤之關聯**

**研究生：賴星翰**

**指導教授：賴丞坡博士**

### 中文摘要

嚴重特殊傳染性肺炎(COVID-19)導致國內外崩盤，讓人也不禁回想起歷史上的重大股災，近年來股價崩盤(Stock Price Crash)相關的議題也有許多國內外學者關注，而本文從總經理特質(如過度自信、教育程度、任期等)的角度切入，探討其與股價崩盤風險之關聯。實證方面，本文自台灣經濟新報中，選取2019-2020年台灣上市櫃公司特定的股票報酬率，以觀察各公司的股票價格崩盤風險，並以迴歸模型檢視各項總經理特質變數與股價崩盤風險之間的關聯。結果顯示總經理過度自信與是否具財務、會計或法律背景對股價崩盤風險具有正向顯著影響。

**關鍵詞：總經理特質、股價崩盤風險、台灣上市櫃公司**

# Abstract

The most recent stock market crash of domestic and foreign stock markets occurred in 2020 as COVID-19 spread worldwide, which reminds the public the biggest crashes in the history of the stock market. In recent years, issues related to the stock price crash have also attracted the attention of many domestic and foreign scholars. This article explores the relationship between general manager traits (e.g., overconfidence, education, tenure, etc.) and the stock price crash risks. This article observes the stock price crash risk of each company in the Taiwan Stock Exchange (TWSE) and the OTC market in Taiwan from 2019 to 2020. The data derives from TEJ database. This article also uses regression model to examine the relationship between various general manager trait variables and stock price crash risk. The results show that overconfidence and educational background of general managers have a significant impact on stock price crash risks.

**Keywords:** Characteristics of general managers, Stock price crash risk, Listed companies

## 目錄

|                     |      |
|---------------------|------|
| 謝辭 .....            | i    |
| 中文摘要 .....          | iii  |
| Abstract.....       | iv   |
| 目錄 .....            | v    |
| 表目錄 .....           | vii  |
| 圖目錄 .....           | viii |
| 第一章 緒論 .....        | 1    |
| 第一節 研究背景與動機 .....   | 1    |
| 第二節 研究目的 .....      | 4    |
| 第三節 研究貢獻 .....      | 4    |
| 第四節 研究架構 .....      | 5    |
| 第二章 文獻探討 .....      | 6    |
| 第一節 總經理特質相關文獻 ..... | 7    |
| 第二節 股價崩盤相關文獻 .....  | 10   |
| 第三章 資料來源與研究方法 ..... | 14   |
| 第一節 樣本與資料來源 .....   | 14   |
| 第二節 變數定義 .....      | 14   |
| 第三節 研究方法 .....      | 16   |
| 第四節 實證模型 .....      | 17   |
| 第四章 實證結果與分析 .....   | 20   |
| 第一節 敘述統計 .....      | 20   |
| 第二節 相關係數 .....      | 22   |

|                   |    |
|-------------------|----|
| 第三節 迴歸結果與分析 ..... | 26 |
| 第五章 結論與建議 .....   | 28 |
| 第一節 結論 .....      | 28 |
| 第二節 研究建議 .....    | 28 |
| 參考文獻 .....        | 30 |
| 中文部分 .....        | 30 |
| 英文部分 .....        | 31 |



## 表目錄

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 表 1 變數定義 .....                  | 15 |
| 表 2 敘述統計量 .....                 | 21 |
| 表 3 皮爾森相關係數 .....               | 24 |
| 表 4 上市櫃公司各項變因與股價崩盤風險之迴歸分析 ..... | 27 |



# 圖目錄

圖 1 研究架構圖 ..... 5



# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

嚴重特殊傳染性肺炎(COVID-19)在 2019 年 12 月於中國武漢市爆發，緊接著中國大城市如：北京、上海、廣東紛紛淪陷，乃至國家也相繼出現確診病例。2020 年 1 月 23 日凌晨 2 點，武漢市新型冠狀病毒肺炎疫情防控指揮部宣布，從 1 月 23 日早上 10 點起，武漢全市包括公車、地鐵、渡輪、長途客運等交通工具暫停運營；沒有特殊的原因，市民不得離開武漢；對外聯絡的機場、火車站等離漢通道皆暫時關閉。當日滬深 300 指數就大跌了 3.1%；1 月 30 日，台灣股市復市，加權指數也大跌將近 6%。

2020 年 3 月開始，嚴重特殊傳染性肺炎疫情蔓延全世界，各地確診人數、死亡人數也不斷攀升，資本市場在這波全球疫情的影響下，同樣遭受重創。2020 年 3 月份，美國股票市場在短短 10 天內因股市震盪過大，就觸發了四次「熔斷」(Circuit breaker)。3 月 16 日，道瓊工業指數一開盤就暴跌 2200 點，收盤更跌至近 3000 點，跌幅約 13%，已經超越 1929 年華爾街股災期間單日最大跌幅。

除了上述因 COVID-19 導致的國內外崩盤事件外，台灣股票市場歷史上也發生過幾次重大的崩盤事件，如：1990 年 1 月開始收取的證交稅千分之六，造成民眾恐慌以及股市急轉直下，使得 1990 年大盤指數由 2 月的 12682 點狂跌至 10 月的 2560 點，又如：1995 年中共試射飛彈造成的台海危機事件、1997 年的亞洲金融風暴、2000 年開始的網路泡沫化、2003 年的 SARS 疫情和 2008 年的次級房貸，上述幾次重大崩盤事件往往都是因為大眾心理的恐慌所造成的。

歷史上股災一直發生，而這樣的現象不停重演，往往肇因於人的投機行為，股神巴菲特說過：「如果你不關心明天是否開盤，你就是在投資，反之則是在投機。」投機往往沒有穩定的現金流，可能產生極大虧損或獲利。不僅如此，

這樣的投機行為還同時兼具羊群效應(從眾效應)，眾人一窩蜂地想要追高，造成股價偏離實際價值太遠，泡沫出現，最終導致股市崩盤。

美國 1929 年 10 月 28 日(星期一)是金融史上令人聞風喪膽的黑色星期一，開市不久，股市便大跌，當日最終跌幅達到 12.82%，道瓊工業指數收在 260 點；隔日，10 月 29 日(星期二)，續跌了 11.73%，道瓊工業指數收在 230 點，這 2 天名列美國歷史上跌幅最高的二、三名，而這場災難被稱為大崩盤(Great Crash)，正式揭開了大蕭條 (Great Depression) 的序幕，大蕭條期間失業率一度高達 25%，許多美國人要維持基本生活都有困難，數千家銀行倒閉，其慘狀難以想像，從中更可以瞭解股市崩盤會對整體社會、經濟造成多大的損失。

在「故事經濟學：比數字更有感染力，驅動和改寫經濟事件的耳語、瘋傳、腦補、恐懼」書中利用「崩盤敘事」，也就是股市崩盤時的故事解釋股市崩盤。1928 年 10 月，也就是 1929 年股市崩盤的一年前，《紐約時報》財經編輯諾伊斯描述一名旅客從美國旅行回來，聽到路人談話的話題總是圍繞著股市或自己喜歡的股票，許多個別金融業者和銀行業會議根據以前類似的狀況，公開預測膨脹的股市將會下跌，投機熱潮即將結束。這也是在 1927 年由甘迺迪政治家族的 Joseph P. Kennedy, Sr. 提出的擦鞋童理論 (shoeshine boy theory)，該理論認為當屬於社會較底層的擦鞋童都在談論股票時，代表市場上幾乎所有資金都已經投入股市，之後如果沒有新的買盤支撐，股市終將崩盤。

台股 2021 年已經突破 18,000 點大關，再度改寫歷史新高，股價漲多也相對容易崩盤。股市攀高，人們也害怕資產泡沫化，因為泡沫最後都會破裂，造成資產價格驟跌。《華爾街日報》專欄作家茲威格 (Jason Zweig) 卻替這個現象下自己的註解，他認為用「火焰」形容被高估的資產更恰當，——資產擴張的幅度愈大、就像溫度愈高的火焰，最後也會造成愈大的災害。

當股價崩盤時，投資人的內心會感到恐慌，因此產生大量拋售潮，相反的，政府和公司內部大股東會想辦法挽救股票價格，舉例來說，公司為了保護自己

的股票而宣布對自己的股票進行回購。誠如上述，近年來股價崩盤相關的議題也有許多國內外學者關注。

本研究探討「總經理特質與股價崩盤之關聯」。總經理（Chief Executive Officer; 簡稱 CEO）是公司最重要的高階主管，主要負責企業經營與管理；而股價崩盤風險的增加主要源自於代理理論和資訊不對稱理論下管理者的投資決策、資訊管理等行為。CEO 作為公司的重要高階管理人員，對公司的經營決策、對外資訊披露等產生重要的影響，進而影響股價崩盤風險。

現有研究一致認同資訊隱藏假說(Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009)。資訊隱藏假說指出存在外部投資者和內部管理者之間的「資訊不對稱」，將直接引發上市公司的風險。管理者出於薪酬、股價崩盤風險、晉升和聲譽等自利動機或者出於建構企業帝國、訴訟風險等原因(Ball, 2009)，故意隱瞞壞消息，對好消息則選擇優先公布，使得市場上大量對公司實際狀況不了解的投資者被蒙蔽，而對公司的股價造成誤判，負面消息在超過公司的承載能力後，將瞬間湧入外部市場，股價將持續暴跌，最後落入空頭市場（熊市）。綜上所述，本文旨在探討總經理作為高階管理者，與股價崩盤之間的關聯性。

## 第二節 研究目的

近期股價崩盤相關的議題有許多國內外學者關注，國內文獻較少探討「總經理特質與股價崩盤之關聯」，因此本文透過理論和實證分析，以研究總經理特質與股價崩盤之關聯，其研究目的為下：

- 一、瞭解2019-2020年台灣上市櫃公司的總經理特質共五種：過度自信、任期、教育程度、是否有留學背景、是否具財務會計或法律背景等各變項之基本統計資料。
- 二、探討總經理特質(過度自信、任期、教育程度、是否有留學背景、是否具財務會計或法律背景)與股價崩盤風險之關聯。

## 第三節 研究貢獻

本研究的創新：

- 一、研究內容的創新：以實證結果研究總經理特質與股價崩盤風險之關聯。
- 二、研究視角的創新：過去國內研究較少探討總經理特質與股價崩盤的關聯，故本研究提供新的視角來探討總經理特質與股價崩盤的關聯。

## 第四節 研究架構

第一章緒論，包含研究背景、動機、目的、貢獻與架構，第二章文獻探討，第三章資料來源與研究方法，第四章實證結果與分析，第五章結論與建議，根據本研究實證結果提出結論，以及建議未來可繼續研究的方向。文章研究架構如圖一所示：



圖 1: 研究架構圖

## 第二章 文獻探討

股價崩盤風險影響因素主要為外部治理和內部治理兩方面，其中外部治理包括外部總體環境(如經濟和政策制度環境等)和外部利益相關者(如機構投資者、客戶等)。內部治理包括管理者個人特徵(如性別、年齡等)和公司內部治理(如激勵機制、企業資訊披露等)。針對上述，特別在管理者個人特徵方面，Hambrick and Mason(1984)提出的「高層理論」指出，面對內部環境，高階管理團隊個人特徵的不同特質會影響企業的財務決策，更影響企業的價值。

Hambrick and Mason(1984)提出的「高層理論」中主張高階管理團隊的特質，如：人口統計變項，可以反映個人信念、認知偏好及風險傾向等決策之關鍵性因素，進而影響決策及經營績效。而總經理的背景特徵(包括了個人屬性和生活經歷)如何塑造公司政策與慣例，近年來已經成為學者和從業者高度關注的焦點(Malmendier et al.,2011)。

CEO 通過「為高層訂定政策」來影響公司財務報告和消息披露 (Bamber et al.,2010； Feng et al.,2011)。一旦操縱公司資訊披露來隱瞞壞消息的行為被揭露，就算為 CEO 帶來當前利益，卻也將會在未來使 CEO 暴露於重大風險，方式包括：危及 CEO 在公司的前景、使 CEO 面臨股東訴訟以及侵蝕 CEO 在公司中的財富價值 (Skinner,1994； Bamber and Cheon,1998； Karpoff et al.,2008)。

Hermalin and Weisbach (2012) 開發一個理論模型，表明投資者傾向於根據公司業績來評估 CEO 的能力，從而評估 CEO 的就業前景，也因此阻礙了公司披露消息的透明度，尤其是在壞消息方面。

CEO 們也可能會因壞消息披露後股價下跌而減少獎金支付，從而產生隱瞞壞消息的動機 (Kothari et al.,2009)。因此，不讓市場聽到壞消息的決定涉及到 CEO 在當前利益和未來風險之間進行權衡，這意味著 CEO 的風險態度應該對壞消息囤積的程度、股價暴跌的風險產生重大影響。

本研究之文獻探討分為幾個部分來撰寫。首先介紹總經理特質之相關文獻，接著回顧文獻中關於股價崩盤的相關研究，並探討總經理特質對股價崩盤是否會有所影響。

## 第一節 總經理特質相關文獻

身處知識經濟時代，企業對於知識應用和人力資本愈趨重視，具有高學歷與閱歷豐富的經理人，成為企業爭相延攬及留用的人才。Hermalin and Weisbach(1998)和 Agrawal and Knoeber(2001)認為，企業挑選高階經理人會將總經理的個人特質視為重要因素。

Thomas et al.(1991)探討美國電腦產業高階主管特質與企業策略交互影響下對企業績效之影響，其研究結果發現，策略較為積極、創新的企業，總經理較年輕、教育程度較高、任期較短。

另外，根據 Zajac and Stearns(1997)的研究，研究中選取美國的化學、電腦、製藥及半導體產業，結果顯示，美國的電腦產業具備商業或法律背景的總經理與企業的研發投入呈顯著負相關，而總經理在各個產業的經驗則不影響企業的研發支出。

根據 Chaganti and Sambharya(1987)的研究，當企業對產品持續創新時，企業高層的任期較短，也會具備較多生產和研發的經驗。

性別這項總經理特質相關的研究也不少。陳志豪(2011)以 2006 年至 2009 年為研究期間，該文首先探討女性董事對董事會開會次數的影響，得出這兩者具有正向的關係；再來檢視女性董事對公司研發費用的影響，得出這兩者具有正向的關係；最後分析女性董事對公司績效的影響，得出以下結論：當公司在研發方面開銷多的時候，聘用女性董事，會提升公司績效。

林欣儀(2017)的研究，則是探討女性董事是否會影響公司表現，研究發現，Tobin's Q 與女性董事會成員的關係為顯著正相關，總資產報酬率及股東報酬與女性董事會成員的關係為不顯著。

公司從事社會責任的程度也會影響股價崩盤。Chih et al.(2008)與 Kim et al.(2012)發現投入較多資源在社會責任作為的公司，會有較高的道德水平，並秉持誠信對財務報告負責，也較不可能對投資者隱瞞壞消息。綜上所述，社會責任的投入程度愈高，可能會減低股價崩盤的風險。

然而根據 Shen and Chang(2009)的研究，公司從事社會責任也有其成本，例如：產品在發展上受限、競爭力下降以及效率不彰等。一家虛偽的公司也可能利用貌似從事社會責任的善行，來掩蓋欺騙消費者的事實，這稱之為漂綠(Green Wash)。也因此，較高程度的社會責任投入，也可能反過來增加股價崩盤的風險。

Hambrick and Mason(1984)在高層理論中提出會影響策略選擇的高階管理團隊特質之代理變數共有七個，包含了年齡、功能性背景、職場經驗、教育、社經背景、財務狀況及團隊異質性，關於這七個特質所發展出的論點如下：

#### (一)年齡(age)

年齡較小的管理者在策略的選擇上願意冒較大的風險，像是多角化或產品創新等，因此較年輕管理者所經營企業的獲利性也可能較大。

#### (二)功能性背景(functional track)

Miles et al.(1978)將企業功能分成產出功能(Output functions)和生產功能(Throughput functions)。產出功能如行銷或產品研發等，對此，管理者注重企業是否成長，同時積極尋找優勢和機會；生產功能如會計或工程等，對此，管理者強調流程中效率的改善。綜上所述，處於不同的功能性背景下，管理者對於策略選擇的導向也會不同。

#### (三)其他職場經驗(other career experiences)

假使組織在較穩定的環境中，在公司內部服務越久的高階管理者與企業的獲利成長呈現正相關；假使情況相反，在不穩定的環境下，兩者關係就會呈現負相關。

#### (四)正規教育程度(formal education)

經理人教育程度越高，傾向有較多創新的策略，然而與公司績效之間並沒有明確的關係。不過研究也發現(Collins and Moore,1970)，若經理人若有管理的學歷或訓練，對於公司的績效會有較明顯的變動。

#### (五)社會經濟背景(socioeconomic background)

Collins and Moore(1970)的研究發現，若企業家的社經背景較弱勢，會較有企圖心，也會傾向選擇誇耀的策略，期望得到認同及成就感。因此，若公司中大部分高階管理者的社會經濟背景較低，就會傾向於追求購併或非相關多角化的策略。

#### (六)財務狀況(financial position)

Masson(1971)指出在激勵管理者上，收入增加比起佔股增加更為有效，且若管理者有充裕的收入，他們會傾向於追求非經濟性的目標。

#### (七)團隊異質性(group heterogeneity)

管理者之間的異質性會造成彼此間溝通的代溝，因此高階管理團隊的同質性越高，做決策時的速度會較快。

Hambrick and Mason(1984)提出高層理論(Upper Echelons Perspective)，認為高階經理人的特質在策略以及績效上，都會反映至企業的營運結果。自此之後，陸續有學者沿用高層理論的觀點來探討高階管理團隊的特質與企業相關活動之關聯性，其中主要以高階管理團隊之年齡、專業背景、異質性以及同質性、教育程度、組織任期等特質為解釋變數；並以企業經營績效、研發投入、創新活動、策略規劃等企業相關活動及個人風險承受度為被解釋變數。

Kitchell(1997)則把總經理特質分為兩大類：人口特質和心理特質。首先，人口特質(demographic characteristics)包含年齡、任期、國際經驗和教育背景等；再來，心理特質(psychographic characteristics)包含毅力、風險傾向和適應能力等。

但「高層理論」曾指出心理特質的資料較為主觀且不易衡量(Hambrick and Mason,1984)，因此本研究只把總經理特質聚焦在像教育背景、任期等人口特質上。

綜合以上文獻，回顧總經理特質的文獻發現總經理特質涵蓋許多面向。例如有財務背景的總經理因為有過財務工作經驗，因此對企業可以提高報表品質、減少審計公費，也可以使內部控制缺失降低。在年齡方面，年長的總經理較不願意冒險，傾向於較保守的審計策略以及盈餘追求。在國際化工作經驗方面，具有國際化經驗的總經理能增長無形知識、專業能力和世界觀，也可以降低企業進入其他國家的風險。此外，公司也願意付更高的薪水在具有國際化經驗的總經理身上，以面對全球化的挑戰。

## 第二節 股價崩盤相關文獻

股價崩盤事件較常發生在新興市場，股價崩盤事件體現了新興資本市場中資訊含量及資源配置效率的不足。新興資本市場股價中的資訊含量較低，股價同漲同跌的現象比起成熟的資本市場嚴重。

股價資訊含量與股價崩盤的關係，則在 Jin and Myers(2006)的研究中得到驗證，Jin and Myers(2006)利用 1990-2001 年 40 個股票市場的股票收益率發現，公司的資訊愈不透明，股價崩盤風險則愈高；且資訊環境愈差的市場，股價崩盤風險也愈高。

Gennotte and Leland(1990)的研究也指出，當市場中的資訊含量不足時，會造成資訊不對稱，這時一有利空的訊號出現，就會有許多無知的投資人對此產生誤判，致使利空被放大，也造成股價超跌。

Ball(2009)從經典商業個案的安隆案切入，發現當總體經濟環境惡化，公司管理階層可能會使用會計手段使公司業績符合市場期待，以保護自身職位，而這樣的行為大幅提升公司股價崩盤風險。Kim et al.(2011)的研究也支持上述觀點，其研究對象為 1995-2008 年這段期間的美國公司，研究結果發現公司經理人為了隱藏利空資訊而規避稅收的行為，將顯著提升公司股價崩盤風險。

每當一發生股價崩盤，資金往往大舉自股市抽離，使投資人蒙受巨大的損失，也連帶澆熄大眾對於整體證券市場的投資熱情，也因此監理機構應該完善監理機制，更重視股價崩盤的危害，以避免市場突然陷入一陣混亂之中。

在「瘋狂、恐慌與崩盤：一部投資人必讀的金融崩潰史」一書中，作者查爾斯·金德伯格及羅伯特·艾利柏對金融危機有完整的解讀，作者認為金融危機通常會經歷三個階段，首先是「瘋狂」，也就是過度投機；再來是「恐慌」，也就是對突然的資產價格下跌感到恐懼；最後是「崩盤」，就是資產價格崩跌了。作者同時在書中解釋這樣的模式下，政府和市場的關係，包含了貨幣政策與監管。以下列舉更多與股價崩盤相關的文獻。

根據劉永欽(2014)的研究，公司資訊揭露的過程對消息不對稱程度是具有影響力的。管理階層為了自己的利益，在公司資訊揭露過程中只會先揭露好消息，而會想辦法掩蓋壞消息，但紙終究包不住火，壞消息累積到一定程度之後，公司無法再繼續隱瞞，只能在某個時間點揭露這些壞消息，讓壞消息迅速湧入到市場之中，使得投資者恐慌的情緒蔓延，投資者開始拋售股票，造成公司股票價格下跌且市場產生混亂，導致公司發生真正的股價崩盤。

Kim and Zhang(2014)指出不透明的財務報告與股價崩盤險呈現正相關，公司的管理應該像日本最好電器創辦人北田光男提出的「金魚缸效應」一樣公開透明，不透明的財務報告將有利於公司經理人長時間隱藏和累積壞消息，而壞消息累積到達某個臨界點時，會猝不及防地被發佈到市場上，從而導致股價崩盤。

根據 Kim et al.(2016)的研究，管理者過度自信與股價崩盤風險具有正向的顯著關係。有過度自信 CEO 的公司，有更高的股價崩盤風險。當管理者具有主導性的地位，而且與投資者間意見分歧，管理者過度自信對崩盤風險的影響就更加明顯。

在中國，Xu et al.(2013)的研究顯示分析師的報導和樂觀情緒皆助長崩盤風險，而在分析師屬於投資銀行及分析師的經紀公司與共同基金有建立業務關係這 2 種狀況下，分析師的樂觀情緒將更明顯地助長崩盤風險。

根據 Jin and Myers(2006)的研究，股價崩盤風險的主要預測因素是管理階層傾向於掩蓋壞消息，但當隱藏的壞消息累積到臨界點時，隱藏的成本將大於相關的收益，造成公司內部累積的所有壞消息會立即被釋放，導致大規模的股價大幅度下跌。

Aman(2013)的研究，利用日本股市和報紙文章的數據，進行媒體報導與股價漲跌關連的相關研究。研究結果顯示，媒體報導不會影響價格上漲，但是由於集中媒體報導對投資者之間的資訊分配產生一定程度的影響，所以對崩盤的影響越來越大。

Li et al.(2017)的研究測試社會信任與股價崩盤風險之間的關聯，研究結果發現公司總部設在社會信任度較高的地區，則崩盤風險較小。

Zhu et al.(2017)的研究指出，媒體積極的報導有助於降低股票價格崩盤的可能性。一般來說，負面報導更容易造成中國股市股價崩盤，因此公司進行媒體管理，以期出現更多積極正面的媒體報導，從而降低股票價格崩盤風險。

然而，在公司進行這樣的媒體管理措施後，更多負面新聞被隱瞞，同時出現更多積極的媒體報導，這樣的行為卻也造成公司的資訊不對稱，侵害散戶投資者的利益同時也阻礙整體市場的效率。

根據 Ertugrul(2017)的研究，公司年報愈難讀懂的公司未來更有可能會發生股價崩盤，因為年報的可讀性差，會使債權人無法確定公司將面對的困難；

此外，年報中的模糊語氣(如：不確定語氣詞、弱語氣詞)的出現頻率愈高，代表管理階層愈傾向用模糊的語言遮掩不利公司的資訊，因此更容易造成股價崩盤。

羅進水(2019)的研究，以 1998 年第一季到 2018 年第一季的上市公司資料進行實證，結果顯示基金經理人買高賣低的正向回饋交易不會顯著增加股價崩盤風險，而買低賣高的反向回饋交易則會降低股價崩盤風險。

Wang et al.(2020)的研究指出，中國上市公司進行債務融資時，因受到債權人的監督，壞消息較不易囤積，也因此降低股價崩盤風險。

根據羅進水等人(2018)的研究，個股及市場崩盤風險與流動性為顯著正相關，在市場劇烈變動時，市場崩盤對於流動性的影響程度大於個股崩盤對於流動性的影響程度。



## 第三章 資料來源與研究方法

### 第一節 樣本與資料來源

本文之研究對象為台灣證券交易所上市及櫃檯買賣中心上櫃之普通股，不含臺灣存託憑證(Taiwan Depositary Receipt, TDR)和 F-股(國外企業發行之股票來臺上市/櫃)。研究期間為 2019/01/01 至 2020/12/31。本研究的資料來源取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)，並依以下原則處理：

1. 剔除金融保險業上市櫃公司
2. 剔除每年各股日報酬率數據少於 30 個的樣本公司，以確保股價崩盤風險衡量指標準確無誤
3. 剔除資料嚴重缺失的公司

### 第二節 變數定義

被解釋變數為市場股價崩盤風險(crashrisk)。

主要解釋變數包括總經理過度自信(overconfidence)、任期(tenure)、教育程度(education)、是否有留學背景(studyabroad)、是否具財務、會計或法律背景(background)。

控制變數中包括本益比(PE)、股價淨值比(PB)、年週轉率(TURN)、年報酬率(ROR)、流動比率(CR)、負債比率(LEV)、稅前息前折舊前淨利(EBITDA)、大股東持股比率(B)、董監總持股比率(D)、經理人持股比率(M)、上市年數(AGE)、法人持股比率(I)、董事會規模(BOARD)、資產總額(SIZE)、獨立董事比率(INDR)與 CAPM\_Beta 一年(BETA)，各變數定義如表 1。

表1 變數定義

| 變數                   |                | 定義   |
|----------------------|----------------|--|
| <b>被解釋變數(崩盤風險)</b>   |                |  |
| 崩盤風險                 | crashrisk      | 負股票報酬率平方和相對於正股票報酬率平方和的比率                         |
| <b>主要解釋變數(總經理特質)</b> |                |  |
| 過度自信                 | overconfidence | 個股 ROE 大於產業平均，設虛擬變數為 1，否則設為 0                    |
| 任期                   | tenure         | 被指派成為該公司總經理的年數                                   |
| 教育程度                 | education      | 若總經理沒有大學學位，設虛擬變數為 0；有大學學位設為 1；有碩士學位為 2；有博士學位設為 3 |
| 是否有留學背景              | studyabroad    | 若總經理有留學背景，設虛擬變數為 1，否則設為 0                        |
| 是否具財務、會計或法律背景        | background     | 若總經理具財務、會計或法律背景，設虛擬變數為 1，否則設為 0                  |
| <b>控制變數</b>          |                |  |
| 本益比                  | PE             | 收盤價/最近4季合計之每股淨利                                  |
| 股價淨值比                | PB             | 收盤價/每股淨值   |
| 年週轉率                 | TURN           | 成交量/流通股數*100(%)                                  |
| 年報酬率                 | ROR            | 一年之報酬率；計算方式同TEJ週、月報酬率                            |
| 流動比率                 | CR             | 流動資產/流動負債*100(%)                                 |
| 負債比率                 | LEV            | 負債總額/資產總額*100(%)                                 |
| 稅前息前折舊前淨利            | EBITDA         | 稅前淨利+財務成本+折舊+攤提                                  |
| 大股東持股比率              | B              | 大股東持股數(TSE)÷總股數×100(%)                           |
| 董監總持股比率              | D              | 董監持股數÷總股數×100(%)                                 |

|                 |       |                         |
|-----------------|-------|-------------------------|
| 經理人持股比率         | M     | 經理人持股數÷總股數×100 (%)      |
| 上市年數            | AGE   | 該年(該公司進入上市別的最近一次上市日期)   |
| 法人持股比率          | I     | 外資總持股率%+投信持股率%+自營持股率%   |
| 董事會規模           | BOARD | 董事會規模(董監席次)=董事總人數+監察總人數 |
| 資產總額            | SIZE  | 總資產取自然對數                |
| 獨立董事比率          | INDR  | 獨立董事人數/董事總人數            |
| CAPM_Beta<br>一年 | BETA  | 各公司之市場風險                |

### 第三節 研究方法

本文主要探討總經理特質對股價崩盤風險的影響，以公司特定的日報酬率為基準，並參考 Kim and Zhang(2014)，計算上市櫃公司在一年中，負股票報酬率平方和相對於正股票報酬率平方和的比率，來計算股價崩盤之風險。實際操作上，針對公司一年的日報酬，先區分正報酬率與負報酬率(報酬率為 0 則不列入考慮)，再將負報酬率先平方後再加總，置於分子；正報酬率先平方後再加總，置於分母，得出來的分數就是負股票報酬率平方和相對於正股票報酬率平方和的比率，這個比率一定會大於零。而比率愈高，也表示公司的股價崩盤風險愈高。

$$DUVOL_{j,t} = \log\left\{\frac{(n_u - 1) \sum_{Down} W_{j,\tau}^2}{(n_d - 1) \sum_{Up} W_{j,\tau}^2}\right\} \quad (1)$$

## 第四節 實證模型

本文主要探討總經理特質對股價崩盤風險的影響，並參考過去股價崩盤文獻，例如：Chen et al. (2021)、羅進水等人(2018)、羅進水(2019)、張元等人(2017)建構分析模型，實證模型如下：

$$\text{crashrisk}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{overconfidence}_{i,t} + \alpha_2 \text{tenure}_{i,t} + \alpha_3 \text{education}_{i,t} + \alpha_4 \text{studyabroad}_{i,t} + \alpha_5 \text{background}_{i,t} + \sum_{k=1}^p \alpha_k \text{controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

關於總經理特質，延續過往研究所使用的總經理特質變數，本研究選擇了總經理過度自信(overconfidence)、任期(tenure)、教育程度(education)、是否有留學背景(studyabroad)、是否具財務、會計或法律背景(background)作為總理特質變數。

(一)過度自信(overconfidence)：

每個人在做決定時常常並非理性，在 Svenson(1981)的研究中就顯示，人容易太過高估自己，因而出現過度自信的現象。與過度自信相關的文獻不少，例如：在公司或產業行為上，有人研究經理人過度自信的特質對訂價策略(DellaVigna and Malmendier,2006)與對公司財務決策的影響(Malmendier and Tate,2005,2008)。而蘇迺惠等人(2017)的研究也證實過度自信經理人往往採取較為樂觀報導的會計政策及從事正向盈餘管理，由於過度樂觀所產生的偏誤，盈餘報導的穩健程度偏低，也連帶降低盈餘品質。總經理過度自信卻也可能為公司創造其他面向的價值，例如公司在面對多變的挑戰時能更具企業家精神、勇於創新，公司面臨環境的威脅時能有突破重圍的能力，最後，公司這樣的立場也能夠吸引有相同想法的員工。

目前不同文獻主要有三種面向以證實過度自信，包括優於平均效應、過度樂觀及失準這三類，本研究採用優於平均效應。優於平均效應指的是認為自身能力在平均水準之上。

本研究藉由比較個股 ROE(股東權益報酬率)與產業平均 ROE(股東權益報酬率)來衡量過度自信，ROE 代表公司運用自有資本創造獲利的能力，ROE 越高代表公司為股東賺回的獲利愈多。若個股 ROE(股東權益報酬率)大於產業平均 ROE(股東權益報酬率)，設虛擬變數為 1，否則則設為 0。

## (二)任期(tenure)：

總經理任期的長短，會影響其對公司所做的營運和績效，根據 Barker and Mueller(2002)，本研究將被指派成為該公司總經理的年數作為衡量總經理任期的變數。總經理任期的長短，將會對其對公司所付出的心力以及作為造成影響，而隨著總經理的任期增加，總經理對於企業策略的態度與看法也會改變。

一般而言，隨著高階主管任期的增加，對於策略上所做的改變也會越少。Hambrick and Fukutomi(1991)認為策略改變減少的原因是因為擔任高階主管越久，他們更加相信自己所做的決策對企業營運是有幫助，而且是該被持續執行的，兩位學者也指出長時間擔任高階主管不僅會更無意願實施組織變革，也會逐漸喪失對工作的新鮮感與熱情。Gupta(1986)則認為高階主管任期愈長，對公司文化以及作業流程會更加熟悉，使得高管能根據較豐富的經驗，制定更好的管理決策。

## (三)教育程度(education)：

總經理是企業的最終決策者，需藉由長時間的教育和經驗累積以提升自己的能力。104 人力銀行對近十年來曾在一百人以上企業擔任總經理或執行長的求職會員進行分析，在總計 2,491 份履歷中，曾經擔任「電子製造業」及「知識密集服務業」的總經理大約五成擁有碩士學位；曾經擔任「傳統製造業」的總經理則是以專科畢業為主，可見不同產業別，總經理的教育程度有所不同。

教育程度可用來衡量 CEO 的知識基礎及專業能力，對企業來說是一種重要的無形資產，有些學者指出，總經理的教育程度較高，在處理資訊的過程中擁有較佳的能力，可以整合複雜的資訊與活動，也更願意採用管理創新與技術創

新等創新策略，對創新的接受程度高(Wiersema and Bantel,1992; Rajagopalan and Datta, 1996; Castle and Jane,1997)。Chemmanur and Paeglis(2005)指出教育水準能凸顯總經理的管理能力，特別是商管教育背景。Hambrick and D'Aveni(1992)也指出，增加高階管理團隊的眼界和能力，有利於公司做決策、累積人力資本，和提升生產力。

本研究若總經理沒有大學學位，設虛擬變數為 0；有大學學位設為 1；有碩士學位為 2；有博士學位設為 3。

(四)是否有留學背景(studyabroad)：

承上，有留學背景的總經理不僅在知識、專業能力上能有所成長，也能培養更恢宏的世界觀。有留學背景的總經理擁有較獨特的資源，也更有能力處理複雜的人際關係。根據 TEJ 的學歷資料，若總經理有留學背景，設虛擬變數為 1，否則設為 0。

(五)是否具財務、會計或法律背景(background)：

不同產業類別公司的高階管理人員當具有相對應的管理知識與經驗，例如半導體產業的高管對於半導體產品的認識與瞭解一定比一般人多。但公司在發展上需要各方面的人才，一家公司的經營也會需要各種領域的人才，如：需要財務、法律與會計等背景的人在各方面提供諮詢或進行監督。高階管理人員具備這三種專長其中一種或一種以上的成員愈多，有助於改善管理決策的品質。

本研究中，若總經理有財務、會計或法律背景，設虛擬變數為 1，否則設為 0。

(六)其他控制變數(controls)：

包含董事會規模、獨立董事比率、董監總持股比率、大股東持股比率、經理人持股比率、法人持股比率、資產總額、CAPM\_Beta 一年、年報酬率、負債比率、流動比率、稅前息前折舊前淨利、股價淨值比、年週轉率、本益比與上市年數。

## 第四章 實證結果與分析

### 第一節 敘述統計

本文對樣本數據進行基本統計量分析，以期了解總經理特質與股價崩盤之關聯，而表 2 呈現了解釋變數、被解釋變數和控制變數的統計分析結果。

表 2 為本研究彙總各變數之敘述統計結果，包括樣本數、最小值、最大值、平均值與標準差。因為樣本資料共計 3,182 筆，但因部分變數資料仍付之闕如，因此少於 3,182 筆。由表 2 中得知，在 3,182 個觀察值中，股價崩盤風險(crashrisk)之最小值為 0.014359，最大值為 2.3706，平均值為 0.78298，標準差為 0.25440。股價崩盤風險(crashrisk)值越大代表崩盤風險越高，從標準差和最大值、最小值來看，崩盤風險差異大。

在主要解釋變數中，過度自信(overconfidence)之平均值為 0.55311，標準差為 0.49725；是否具財務、會計或法律背景(background)之平均值為 0.11691，標準差為 0.32136；任期(tenure)之平均值為 14.5180，標準差為 9.9138；教育程度(education)之平均值為 1.6241，標準差為 0.74593；是否有留學背景(studyabroad)之平均值為 0.28021，標準差為 0.44917。

在控制變數中，本益比(PE)之平均值為 0.51688，標準差為 3.1858；股價淨值比(PB)之平均值為 0.021384，標準差為 0.026210；年週轉率(TURN)之平均值為 1.4947，標準差為 2.3979；年報酬率(ROR)之平均值為 0.12158，標準差為 0.54213；流動比率(CR)之平均值為 3.2333，標準差為 14.151；負債比率(LEV)之平均值為 0.42677，標準差為 0.18863；稅前息前折舊前淨利(EBITDA)之平均值為 1.1543，標準差為 13.982；大股東持股比率(B)之平均值為 0.031648，標準差為 0.083077；董監總持股比率(D)之平均值為 0.23720，標準差為 0.16097；經理人持股比率(M)之平均值為 0.012334，標準差為 0.025160；上市年數(AGE)之平均值為 15.550，標準差為 10.265；法人持股比率(I)之平均值為 0.086229，標準差為 0.12243；董事會規模(BOARD)之平均值為 8.7001，標準差為 2.0491；資產總額(SIZE)之平均值為 15.377，標準差為 1.5055；獨立董事比率(INDR)之平

均值為 0.36191，標準差為 0.084585；CAPM\_Beta 一年(BETA)之平均值為 0.71476，標準差為 0.45480。

表 2 敘述統計量

|                | N    | 最小值      | 最大值      | 平均值     | 標準差     |
|----------------|------|----------|----------|---------|---------|
| crashrisk      | 3158 | 0.0144   | 2.3706   | 0.7830  | 0.2544  |
| overconfidence | 3182 | 0.0000   | 1.0000   | 0.5531  | 0.4973  |
| background     | 3182 | 0.0000   | 1.0000   | 0.1169  | 0.3214  |
| tenure         | 3180 | 0.0000   | 48.9200  | 14.5180 | 9.9138  |
| education      | 3134 | 0.0000   | 3.0000   | 1.6241  | 0.7459  |
| studyabroad    | 3062 | 0.0000   | 1.0000   | 0.2802  | 0.4492  |
| PE             | 2399 | 0.0000   | 106.2500 | 0.5169  | 3.1858  |
| PB             | 3182 | 0.0000   | 0.5300   | 0.0214  | 0.0262  |
| TURN           | 3182 | 0.0000   | 30.5780  | 1.4947  | 2.3979  |
| ROR            | 3182 | -0.8909  | 9.5208   | 0.1216  | 0.5421  |
| CR             | 3182 | 0.0000   | 711.4900 | 3.2333  | 14.1510 |
| LEV            | 3182 | 0.0000   | 0.9858   | 0.4268  | 0.1886  |
| EBITDA         | 3176 | -12.0450 | 679.9800 | 1.1543  | 13.9820 |
| B              | 3182 | 0.0000   | 0.6895   | 0.0316  | 0.0831  |
| D              | 3182 | 0.0000   | 0.9053   | 0.2372  | 0.1610  |
| M              | 3182 | 0.0000   | 0.4227   | 0.0123  | 0.0252  |
| AGE            | 3182 | -2.0000  | 58.0000  | 15.5500 | 10.2650 |
| I              | 3182 | 0.0000   | 0.7897   | 0.0862  | 0.1224  |
| BOARD          | 3178 | 4.0000   | 33.0000  | 8.7001  | 2.0491  |
| SIZE           | 3181 | 9.7566   | 22.0250  | 15.3770 | 1.5055  |
| INDR           | 3178 | 0.0000   | 0.6667   | 0.3619  | 0.0846  |
| BETA           | 3091 | -0.8235  | 4.3109   | 0.7148  | 0.4548  |

註：表 2 資料為 2019-2020 年台灣上市櫃公司之普通股(不含 TDR+F-股)，共計 1591 家。

crashrisk 為市場股價崩盤風險，overconfidence 為總經理過度自信、tenure 為任期、education 教育程度、studyabroad 是否有留學背景、background 是否具財務、會計或法律背景。PE 本益比、PB 股價淨值比、TURN 年週轉率、ROR 年報酬率、CR 流動比率、LEV 負債比率、EBITDA 稅前息前折舊前淨利、B 大股東持股比率、D 董監總持股比率、M 經理人持股比率、AGE 上市年數、I 法人持股比率、BOARD 董事會規模、SIZE 資產總額、INDR 獨立董事比率與 BETA 為系統風險。

## 第二節 相關係數

在統計學中，相關係數用來研究 X 和 Y 兩個變數之間的相關程度。兩個變數的相關係數介於-1~1 之間。相關係數值為 1 時，稱為「完全正相關」，表示兩個變數之間的關聯性成正比；相關係數值為-1 時，稱為「完全負相關」，表示兩個變數之間的關聯性成反比；相關係數值為 0 時，稱為「完全不相關」，表示兩個變數之間沒有相互影響關係。相關係數如果是 0.8 以上，表示兩數有極強的相關性；相關係數如果介於 0.6-0.8 之間，表示兩數的相關性高；相關係數如果介於 0.4-0.6 之間，表示相關程度普通；相關係數如果介於 0.2-0.4 之間，表示相關程度低；相關係數如果是 0.2 以下，表示相關程度極低。

表 3 為本研究各項主要解釋變數、控制變數與股價崩盤風險間的皮爾森 (Pearson) 相關係數分析結果。

針對主要解釋變數，從表 3 中得知過度自信(overconfidence)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關 0.1397，顯示總經理過度自信程度愈高，股價崩盤風險可能越高；是否具財務、會計或法律背景(background)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關 0.0450，顯示總經理具財務、會計或法律背景，股價崩盤風險可能越高；任期(tenure)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關 0.0155，顯示總經理任期愈長，股價崩盤風險可能越高；教育程度(education)與股價崩盤風險之間的相關性為負相關-0.0206，顯示教育程度愈高，股價崩盤風險可能越低；總經理是否有留學背景(studyabroad)與股價崩盤風險之間的相關性呈現負相關-0.0082，顯示總經理有留學背景，股價崩盤風險可能越低。

針對控制變數，從表 3 中得知本益比(PE)與股價崩盤風險之間的相關性為負相關-0.0249，顯示公司的本益比愈高，股價崩盤風險可能越低；股價淨值比(PB)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關 0.0565，顯示公司的股價淨值比愈高，股價崩盤風險可能越高；年週轉率(TURN)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關 0.0464，顯示公司的年週轉率愈高，股價崩盤風險可能越高；年報酬率

(ROR)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關0.0335，顯示公司的年報酬率愈高，股價崩盤風險可能越高；流動比率(CR)與股價崩盤風險之間的相關性為負相關-0.0119，顯示公司的流動比率愈高，股價崩盤風險可能越低；負債比率(LEV)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關 0.0110，顯示公司的流動比率愈高，股價崩盤風險可能越高；稅前息前折舊前淨利(EBITDA)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關 0.0150，顯示公司的稅前息前折舊前淨利愈高，股價崩盤風險可能越高；大股東持股比率(B)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關 0.0099，顯示公司的大股東持股比率愈高，股價崩盤風險可能越高；董監總持股比率(D)與股價崩盤風險之間的相關性為負相關-0.0657，顯示公司的董監總持股比率愈高，股價崩盤風險可能越低；經理人持股比率(M)與股價崩盤風險之間的相關性為負相關-0.0265，顯示公司的經理人持股比率愈高，股價崩盤風險可能越低；上市年數(AGE)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關0.0455，顯示公司的經理人持股比率愈高，股價崩盤風險可能越高；法人持股比率(I)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關 0.1085，顯示公司的法人持股比率愈高，股價崩盤風險可能越高；董事會規模(BOARD)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關 0.0781，顯示公司的董事會規模愈大，股價崩盤風險可能越高；資產總額(SIZE)與股價崩盤風險之間的相關性為正相關 0.1252，顯示公司的資產總額愈大，股價崩盤風險可能越高；獨立董事比率(INDR)與股價崩盤風險之間的相關性為負相關-0.0533，顯示公司的獨立董事比率愈高，股價崩盤風險可能越低；CAPM\_Beta 一年(BETA)與股價崩盤風險之間的相關程度呈現負相關-0.0434，顯示公司的CAPM\_Beta 值愈高，股價崩盤風險可能越低。

表 3 皮爾森相關係數

|                | crashrisk | overconfidence | background | tenure  | education | studyabroad | PE      | PB      | TURN    | ROR     | CR      | LEV     | EBITDA  | B       | D       | M       | AGE     | I       | BOARD   | SIZE    | INDR    | BETA    |
|----------------|-----------|----------------|------------|---------|-----------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| crashrisk      | 1.0000    | 0.1397         | 0.0450     | 0.0155  | -0.0206   | -0.0082     | -0.0249 | 0.0565  | 0.0464  | 0.0335  | -0.0119 | 0.0110  | 0.0150  | 0.0099  | -0.0657 | -0.0265 | 0.0455  | 0.1085  | 0.0781  | 0.1252  | -0.0533 | -0.0434 |
| overconfidence |           | 1.0000         | -0.0074    | 0.0730  | 0.0185    | -0.0334     | -0.0584 | 0.1252  | 0.1481  | 0.0415  | -0.0440 | -0.0350 | 0.0388  | -0.0147 | 0.0050  | 0.0457  | -0.1337 | 0.2417  | 0.0485  | 0.1803  | 0.0015  | 0.1383  |
| background     |           |                | 1.0000     | -0.1026 | 0.0492    | 0.0109      | -0.0007 | 0.0498  | -0.0180 | -0.0140 | 0.0057  | -0.0017 | 0.0434  | -0.0051 | -0.0254 | -0.0141 | 0.0522  | 0.0581  | 0.0089  | 0.0092  | 0.0078  | -0.0465 |
| tenure         |           |                |            | 1.0000  | -0.1294   | -0.1269     | -0.0243 | -0.0621 | 0.0479  | 0.0230  | -0.0422 | -0.0333 | -0.0003 | -0.0812 | -0.1370 | 0.0695  | 0.0770  | 0.0507  | 0.0362  | 0.0565  | -0.0157 | 0.0527  |
| education      |           |                |            |         | 1.0000    | 0.3197      | 0.0176  | 0.1090  | 0.0621  | -0.0009 | 0.0026  | -0.0536 | 0.0214  | -0.0206 | 0.0181  | -0.0390 | -0.1432 | 0.0451  | -0.0021 | 0.0177  | 0.0320  | 0.1066  |
| studyabroad    |           |                |            |         |           | 1.0000      | -0.0183 | 0.0472  | 0.0314  | 0.0064  | 0.0320  | -0.0186 | 0.0304  | 0.0369  | 0.0056  | 0.0020  | 0.0115  | 0.0487  | -0.0012 | 0.0539  | -0.0042 | 0.0180  |
| PE             |           |                |            |         |           |             | 1.0000  | 0.2786  | 0.0117  | -0.0141 | 0.0196  | -0.0235 | -0.0075 | 0.0007  | 0.0159  | -0.0206 | -0.0210 | -0.0420 | -0.0205 | -0.0665 | 0.0091  | 0.0247  |
| PB             |           |                |            |         |           |             |         | 1.0000  | 0.1410  | 0.0510  | 0.0048  | 0.0399  | 0.0145  | 0.0222  | -0.0082 | 0.0033  | -0.1130 | 0.1938  | -0.0321 | -0.0992 | 0.0609  | 0.1151  |
| TURN           |           |                |            |         |           |             |         |         | 1.0000  | 0.0874  | -0.0168 | -0.0220 | -0.0209 | -0.0895 | -0.1450 | -0.0562 | -0.0787 | 0.1156  | -0.0483 | 0.0631  | 0.0882  | 0.3681  |
| ROR            |           |                |            |         |           |             |         |         |         | 1.0000  | 0.0114  | -0.0102 | 0.0277  | -0.0280 | -0.0088 | 0.0162  | 0.0429  | 0.0558  | -0.0111 | 0.0545  | 0.0301  | 0.0383  |
| CR             |           |                |            |         |           |             |         |         |         |         | 1.0000  | -0.1789 | -0.0078 | 0.0436  | -0.0041 | 0.0023  | 0.0175  | -0.0308 | -0.0296 | -0.0817 | 0.0213  | -0.0499 |
| LEV            |           |                |            |         |           |             |         |         |         |         |         | 1.0000  | 0.0097  | 0.0445  | -0.0358 | -0.0461 | 0.1003  | 0.0348  | 0.0084  | 0.3078  | -0.0330 | -0.0347 |
| EBITDA         |           |                |            |         |           |             |         |         |         |         |         |         | 1.0000  | -0.0083 | -0.0347 | -0.0278 | 0.0692  | 0.2044  | 0.0538  | 0.2122  | 0.0083  | 0.0532  |
| B              |           |                |            |         |           |             |         |         |         |         |         |         |         | 1.0000  | -0.0794 | -0.0362 | 0.0419  | -0.0560 | -0.0978 | -0.0383 | 0.0585  | -0.1116 |
| D              |           |                |            |         |           |             |         |         |         |         |         |         |         |         | 1.0000  | -0.0168 | -0.1887 | -0.2313 | 0.0837  | -0.1344 | -0.0848 | -0.1168 |
| M              |           |                |            |         |           |             |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 1.0000  | -0.1679 | -0.0969 | -0.1109 | -0.1434 | 0.1031  | -0.0605 |
| AGE            |           |                |            |         |           |             |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 1.0000  | 0.1470  | 0.2085  | 0.3932  | -0.1995 | -0.1465 |
| I              |           |                |            |         |           |             |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 1.0000  | 0.0831  | 0.5480  | 0.0008  | 0.2380  |
| BOARD          |           |                |            |         |           |             |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 1.0000  | 0.2405  | -0.7321 | -0.0685 |
| SIZE           |           |                |            |         |           |             |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 1.0000  | -0.1369 | 0.2145  |
| INDR           |           |                |            |         |           |             |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 1.0000  | 0.0866  |
| BETA           |           |                |            |         |           |             |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 1.0000  |

註：表 3 資料為 2019-2020 年台灣上市櫃公司之普通股(不含 TDR+F-股)。crashrisk 為市場股價崩盤風險，overconfidence 為總經理過度自信、tenure 為任期、education 教育程度、studyabroad 是否有留學背景、background 是否具財務、會計或法律背景。PE 本益比、PB 股價淨值比、TURN 年週轉率、ROR 年報酬率、CR 流動比率、LEV 負債比率、EBITDA 稅前息前折舊前淨利、B 大股東持股比率、D

董監總持股比率、M 經理人持股比率、AGE 上市年數、I 法人持股比率、BOARD 董事會規模、SIZE 資產總額、INDR 獨立董事比率與 BETA 為系統風險。



### 第三節 迴歸結果與分析

表 4 為上市櫃公司各項變因與股價崩盤風險之迴歸分析結果。從表 4 中可得知，應變數股價崩盤風險(crashrisk)與過度自信(overconfidence)達到 1% 的顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示總經理過度自信程度愈高，股價崩盤風險越高；應變數股價崩盤風險(crashrisk)與是否具財務、會計或法律背景(background)達到 10% 的顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響，顯示總經理具財務、會計或法律背景，股價崩盤風險越高；應變數股價崩盤風險(crashrisk)與董監總持股比率(D)，達到 1% 的顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響；應變數股價崩盤風險(crashrisk)與上市年數(AGE)，達到 5% 的顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響；應變數股價崩盤風險(crashrisk)與資產總額(SIZE)，達到 1% 的顯著水準，且與股價崩盤風險呈現正向影響；應變數股價崩盤風險(crashrisk)與 CAPM\_Beta 一年(BETA)，達到 1% 的顯著水準，且與股價崩盤風險呈現負向影響。

表 4 上市櫃公司各項變因與股價崩盤風險之迴歸分析

|                | Coefficient | t-值    | p-value |
|----------------|-------------|--------|---------|
| const          | 0.605***    | 6.081  | 0.000   |
| overconfidence | 0.043***    | 3.406  | 0.001   |
| background     | 0.031*      | 1.849  | 0.065   |
| tenure         | -0.000      | -0.240 | 0.810   |
| education      | 0.001       | 0.098  | 0.922   |
| studyabroad    | -0.013      | -1.027 | 0.305   |
| PE             | -0.002      | -0.943 | 0.346   |
| PB             | 0.051       | 0.152  | 0.879   |
| TURN           | 0.001       | 0.273  | 0.785   |
| ROR            | 0.003       | 0.317  | 0.751   |
| CR             | -0.001      | -0.508 | 0.611   |
| LEV            | -0.008      | -0.214 | 0.831   |
| EBITDA         | -0.000      | -0.681 | 0.496   |
| B              | -0.005      | -0.075 | 0.940   |
| D              | -0.102***   | -2.723 | 0.007   |
| M              | -0.171      | -0.775 | 0.438   |
| AGE            | -0.002**    | -2.457 | 0.014   |
| I              | 0.010       | 0.168  | 0.867   |
| BOARD          | 0.003       | 0.760  | 0.447   |
| SIZE           | 0.017***    | 2.857  | 0.004   |
| INDR           | -0.042      | -0.427 | 0.669   |
| BETA           | -0.056***   | -4.097 | 0.000   |

註：\*\*\*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，crashrisk 為市場股價崩盤風險，overconfidence 為總經理過度自信、tenure 為任期、education 教育程度、studyabroad 是否有留學背景、background 是否具財務、會計或法律背景。PE 本益比、PB 股價淨值比、TURN 年週轉率、ROR 年報酬率、CR 流動比率、LEV 負債比率、EBITDA 稅前息前折舊前淨利、B 大股東持股比率、D 董監總持股比率、M 經理人持股比率、AGE 上市年數、I 法人持股比率、BOARD 董事會規模、SIZE 資產總額、INDR 獨立董事比率與 BETA 為系統風險。

# 第五章 結論與建議

## 第一節 結論

與股價崩盤相關的文獻眾多，本文試圖從總經理特質出發，探討總經理特質與股價崩盤之關聯，在梳理相關文獻、分析相關理論之後，本文以2019-2020年臺灣上市櫃公司之普通股(不含TDR+F-股)的資料，共1591家公司，對總經理特質與股價崩盤風險之間的關係進行實證研究，具體分析總經理過度自信(overconfidence)、任期(tenure)、教育程度(education)、是否有留學背景(studyabroad)、是否具財務、會計或法律背景(background)與股價崩盤風險之間的關係，透過敘述統計、相關分析與迴歸分析發現以下結論：

- 一、總經理特質中，過度自信(overconfidence)與是否具財務、會計或法律背景(background)對股價崩盤風險具有顯著正向影響，會增加股價崩盤風險。
- 二、其他變數，董監總持股比率(D)、上市年數(AGE)及 CAPM\_Beta 一年(BETA)與股價崩盤風險具有顯著性水準，且呈現負向影響，會降低股價崩盤風險；資產總額(SIZE)與股價崩盤風險具有顯著性水準，且呈現正向影響，資產總額(SIZE)愈大會增加股價崩盤風險。

## 第二節 研究建議

本研究在探討總經理特質對股價崩盤風險的影響，若能了解這些變數對股價崩盤風險造成的影響，便可以進一步提供資料給公司經營者或投資人，做為決策或投資時參考的依據，不僅提升公司績效，也藉以分散風險。此外，其他總經理特質，如：性別、年齡等，也可能與股價崩盤風險有關，未來的研究者可以考慮進一步分析其他總經理特質對股價崩盤風險的影響程度。至於本篇得出董監總持股比率(D)、上市年數(AGE)及 CAPM\_Beta 一年(BETA)與股價崩盤風

險具有顯著性水準，且呈現負向影響；過度自信(overconfidence)、是否具財務、會計或法律背景(background)及資產總額(SIZE)與股價崩盤風險具有顯著性水準，且呈現正向影響，其中緣由，值得後續探討。



## 參考文獻

### 中文部分

- 林欣儀(2017)，「董事會性別對企業財務決策與企業績效是否有顯著影響」，  
國立成功大學財務金融研究所碩士論文。
- 張元等人(2017)，「社會責任表現較佳的公司有較低的股價崩盤風險嗎？—來自上海證券交易所的證據」，兩岸金融季刊, 5(2), 23-66。
- 陳志豪(2011)，「女性董事、公司決策與公司績效關聯性之研究-以中國大陸企業為例」，國立彰化師範大學商業教育研究所碩士論文。
- 劉永欽(2014)，「企業的銀行關與資訊揭露政策之關聯性」，管理學報, 31(2), 135-155。
- 羅進水(2019)，「基金經理人從眾行為與股價崩盤風險」，商管科技季刊, 20(4), 371-401。
- 羅進水等人(2018)，「崩盤風險、股票流動性」，商管科技季刊, 19(2), 169-199。
- 蘇迺惠等人(2017)，「經理人過度自信與盈餘品質之關係」，台灣管理學刊, 17(1), 1-22。

## 英文部分

- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (2001). Do some outside directors play a political role?. *The Journal of Law and Economics*, 44(1), 179-198.
- Aman, H. (2013). An analysis of the impact of media coverage on stock price crashes and jumps: Evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 24, 22-38.
- Ball, R. (2009). Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals. *Journal of accounting research*, 47(2), 277-323.
- Bamber, L. S., & Cheon, Y. S. (1998). Discretionary management earnings forecast disclosures: Antecedents and outcomes associated with forecast venue and forecast specificity choices. *Journal of Accounting Research*, 36(2), 167-190.
- Bamber, L. S., Jiang, J., & Wang, I. Y. (2010). What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. *The accounting review*, 85(4), 1131-1162.
- Barker III, V. L., & Mueller, G. C. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*, 48(6), 782-801.
- Castle, N. G., & Banaszak-Holl, J. (1997). Top management team characteristics and innovation in nursing homes. *The Gerontologist*, 37(5), 572-580.
- Chaganti, R., & Sambharya, R. (1987). Strategic orientation and characteristics of upper management. *Strategic management journal*, 8(4), 393-401.
- Chemmanur, T. J., & Paeglis, I. (2005). Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 76(2), 331-368.
- Chen, Y., Fan, Q., Yang, X., & Zolotoy, L. (2021). CEO early-life disaster experience and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 68, 101928.

- Chih, H. L., Shen, C. H., & Kang, F. C. (2008). Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence. *Journal of business ethics*, 79(1), 179-198.
- Collins, O., & Moore, D. G. (1970). *The organization makers*. New York: Appleton-Century-Crofts.
- DellaVigna, S., & Malmendier, U. (2006). Paying not to go to the gym. *American Economic Review*, 96(3), 694-719.
- Ertugrul, M., Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2017). Annual report readability, tone ambiguity, and the cost of borrowing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 811-836.
- Feng, M., Ge, W., Luo, S., & Shevlin, T. (2011). Why do CFOs become involved in material accounting manipulations?. *Journal of accounting and economics*, 51(1-2), 21-36.
- Genotte, G., & Leland, H. (1990). Market liquidity, hedging, and crashes. *The American Economic Review*, 999-1021.
- Gupta, A. K. (1986). Matching managers to strategies: Point and counterpoint. *Human Resource Management*, 25(2), 215-234.
- Hambrick, D. C., & D'Aveni, R. A. (1992). Top team deterioration as part of the downward spiral of large corporate bankruptcies. *Management Science*, 38(10), 1445-1466.
- Hambrick, D. C., & Fukutomi, G. D. (1991). The seasons of a CEO's tenure. *Academy of management review*, 16(4), 719-742.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206.

- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 96-118.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2012). Information disclosure and corporate governance. *The journal of finance*, 67(1), 195-233.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of financial Economics*, 94(1), 67-86.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Karpoff, J. M., Lee, D. S., & Martin, G. S. (2008). The cost to firms of cooking the books. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(3), 581-611.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851-875.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes. *Journal of financial economics*, 101(3), 713-730.
- Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720-1749.
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1-13.
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility?. *The accounting review*, 87(3), 761-796.
- Kitchell, S. (1997). CEO characteristics and technological innovativeness: A Canadian perspective. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 14(2), 111-121.

- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news?. *Journal of Accounting research*, 47(1), 241-276.
- Li, X., Wang, S. S., & Wang, X. (2017). Trust and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 76, 74-91.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European financial management*, 11(5), 649-659.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of finance*, 66(5), 1687-1733.
- Masson, R.(1971). CEO overconfidence measures revisited. *European financial management*, 11(5), 649-659.
- Miles, R. E., Snow, C. C., Meyer, A. D., & Coleman Jr, H. J. (1978). Organizational strategy, structure, and process. *Academy of management review*, 3(3), 546-562.
- Rajagopalan, N., & Datta, D. K. (1996). CEO characteristics: does industry matter?. *Academy of Management Journal*, 39(1), 197-215.
- Shen, C. H., & Chang, Y. (2009). Ambition versus conscience, does corporate social responsibility pay off? The application of matching methods. *Journal of Business Ethics*, 88(1), 133-153.
- Skinner, D. J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of accounting research*, 32(1), 38-60.
- Svenson, O. (1981). Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers?. *Acta psychologica*, 47(2), 143-148.

- Thomas, A. S., Litschert, R. J., & Ramaswamy, K. (1991). The performance impact of strategy-manager coalignment: An empirical examination. *Strategic management journal*, 12(7), 509-522.
- Wang, M., Han, M., & Huang, W. (2020). Debt and stock price crash risk in weak information environment. *Finance Research Letters*, 33, 101186.
- Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management journal*, 35(1), 91-121.
- Xu, N., Jiang, X., Chan, K. C., & Yi, Z. (2013). Analyst coverage, optimism, and stock price crash risk: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 25, 217-239.
- Zajac, B., & Stearns, L. B. (1997). CEOs' career backgrounds and corporate long-term strategic planning. *Sociological inquiry*, 67(2), 207-226.
- Zhu, Y., Wu, Z., Zhang, H., & Yu, J. (2017). Media sentiment, institutional investors and probability of stock price crash: evidence from Chinese stock markets. *Accounting & Finance*, 57(5), 1635-1670.