

過度自信與企業社會責任

林景暄・林淑惠・張元*

(收稿日期：111 年 06 月 15 日；第一次修正：111 年 11 月 10 日；
第二次修正：112 年 02 月 21 日；接受刊登：112 年 03 月 30 日)

摘要

本文利用 2007 至 2020 年間台灣上市上櫃非金融產業共 1,590 家公司的資料，檢驗公司董事會與管理階層的過度自信(overconfidence)與企業社會責任(corporate social responsibility)表現的關係。許多既有研究指出公司的企業社會責任表現可作為企業風險管理與保險策略，但由於當公司的董事與管理階層過度自信程度愈高，其愈會認為公司發生負面事件的可能性與預期損失愈低，因此公司投入於企業社會責任以進行風險管理的需求或傾向愈低，公司在企業社會責任的表現上將愈差，董事與管理階層過度自信的程度與企業社會責任表現呈負向關係。透過相關分析與迴歸估計，實證結果發現那些具過度自信董事會與過度自信管理階層的公司傾向有較差的企業社會責任表現。

關鍵詞彙：過度自信、企業社會責任

壹·緒論

企業社會責任(Corporate Social Responsibility, CSR)的概念，一般認為最早是由 Sheldon (1924)所提出，他認為企業社會責任指的是企業經營者滿足產業內各類型人所需肩負起的責任；Bowen (1953)的著作《企業家的社會責任》(Social Responsibilities of the Businessman)定義企業社會責任為企業家在進行政策制定與行動時，應同時考量社會價值與企業目標的一種義務；Elkington (1997)提出三重底線(Triple Bottom Line)論，認為企業應考慮經濟、社會和環境三種面向的成果，除了確保企業的財務實力，同時必須關注環境保護和社會公正。許多跨國機構亦相繼提出許多企業承擔社會責任的框架與指導原則，包括聯合國全球盟約(Global Compact)、OECD 多國企業指導綱領(Guidelines for Multinational Enterprises)、全球報告倡議組織(Global Reporting Initiative, GRI)、國際勞工組織標準(ILO Conventions)、全球蘇利文原則(Global Sullivan Principles)、社會擔當 SA8000、國際標準組織 ISO 14000 與 AA 1000 以及世界

* 作者簡介：林景暄，國立彰化師範大學財務金融技術學系碩士；林淑惠，國立彰化師範大學財務金融技術學系副教授；張元，國立彰化師範大學財務金融技術學系教授(通訊作者)；
Email：ychang@cc.ncue.edu.tw)

企業永續發展委員會(WBCSD)，一般稱之為「全球八大」(The Global Eight)(McIntosh, Thomas, Leipziger and Coleman, 2003)。

聯合國於 2015 年提出永續發展目標(Sustainable Development Goals, SDGs)，包含 17 項大方向目標及 169 項附屬指標，涵蓋了社會進步、環境保育、消除貧富差距、性別平權、永續發展等面向，作為 2030 年後世界各國永續發展方向的指引，也是許多大型企業與各類型組織在企業社會責任具體實踐的參考目標。與企業社會責任有類似概念但更為聚焦的概念如 ESG，分別代表企業在環境(Environment)、社會(Social)與治理(Governance)三個面向上的表現，至今已全面性地被實務界用來評斷企業在社會責任上的具體表現及評估範疇，用以表彰企業在三群利害關係人(stakeholders)之需求滿足與互動上是否表現良好或有所實績。愈來愈多的投資人以及政府主管機構、大型退休基金的投資選擇也強調公司的 ESG 表現，將 ESG 表現納入是否投資特定公司所發行證券的重要考量項目。公司在 ESG 的表現與事蹟是判斷一間企業是否成功的重要指標，部分跨國企業甚至將交易對手的 ESG 表現列為是否洽談合作與維持供應鏈關係的重要考量。

臺灣的證券主管機關因應國際趨勢，強化企業社會責任之績效，並促進資本市場「社會責任投資」健全發展，提升國家社會責任競爭力，2010 年公告「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」及「上市上櫃公司誠信經營守則」、2011 年公告「○○股份有限公司誠信經營作業程序及行為指南」參考範例，明定公開發行公司應重視社會責任資訊揭露的提昇與加強，降低資訊不對稱。於 2014 年 9 月 18 日宣布 2015 年起，強制國內上市上櫃之食品工業及最近年度餐飲收入佔總營收達 50% 以上之特定公司、金融業、化學工業及實收資本額達 100 億元以上之公司編制企業社會責任報告書，代表我國致力推動企業社會責任之認知與落實。同時，台灣證券交易所鼓勵企業重視社會責任，推出若干企業社會責任型指數，包括(1)配合政府失業率的降低、鼓勵公司企業能多加雇用員工政策的「臺灣就業 99 指數」；(2)企業在獲利的同時，也能照顧、回饋並提高員工薪酬之「臺灣高薪 100 指數」；(3)「臺灣公司治理 100 指數」的編制，表彰公司治理優良的企業適合投資人長期投資，強化投資人信心，使其能夠正確做出責任投資的有利決策。

學術研究中關於企業社會責任的研究主要可分為兩個脈絡，第一是探究企業社會責任投入或表現是否(whether)以及何時(when)影響公司的財務後果(financial consequences)，其中社會責任表現為解釋變數，相關的財務後果指標為被解釋變數；第二是探究企業社會責任表現的決定因素(determinants)，企業

社會責任表現為被解釋變數，相關的決定因素為解釋變數。就第一部分來看，Waddock and Grave (1997)、Shen and Chang (2009)、Wu and Shen (2013)指出企業社會責任表現對績效與價值產生顯著影響，而利益關係人管理程度增加導致公司營運成果增進而使公司有較佳的股票市場表現(Griffin and Mahon, 1997；Margolis and Walsh, 2003；Orlitzky, Schmidt and Rynes, 2003)，社會責任表現亦影響公司的風險指標如盈餘波動性、槓桿使用以及股票報酬率市場風險(Orlitzky and Benjamin, 2001)。社會責任表現有助於增進公司的風險管理並扮演績效保險的角色(Godfrey, Merrill and Hansen, 2009；Koh, Qian and Wang, 2014；Minor and Morgan, 2011；Peloza, 2006；陳彩稚、許永明與張智媛，2015)；良好的社會責任表現亦對公司股價崩跌風險的產生緩解作用(Kim, Li and Li, 2014)，亦有助於降低公司於金融市場上的融資成本，包括權益資金成本與債務資金成本(Dhaliwal, Li, Tsang and Yang, 2011；El Ghouli, Guedhami, Kwok and Mishra, 2011；Goss and Roberts, 2011)。企業社會責任表現對盈餘報導品質(Kim, Park and Wier, 2012)、金融市場信任度(Lins, Servaes and Tamayo, 2017)、分析師推薦(Ioannou and Serafeim, 2015)、信用評級(Chang and Shen, 2014)、分析師預測誤差(Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang and Yang, 2012)與融資可取得性(Cheng, Ioannou and Serafeim, 2014)等財務後果指標皆產生顯著的影響力。

企業社會責任研究的第二個脈絡是探討社會責任表現的決定因素，包括公司外部環境因素以及公司自身因素，前者包括企業身處國家的法源、經營環境中的相關法規是否強制揭露非財務資訊、產業競爭、產業中同儕的社會責任表現等，後者則包括公司規模、獲利能力、董事會組成與多樣性與股權結構(Reverte, 2008；Chih, Chih and Chen, 2010；Kansal, Joshi and Singh Batra, 2014；Liang and Renneboog, 2017)等。舉例來說，Liang and Renneboog (2017)指出身處成文法系(civil law)國家的公司(例如法、德等國)，相對身處於不成文法系(common law)(例如英、美等國)國家的公司而言有較佳的企業社會責任表現，而國家經濟愈開放、公司規模愈大、獲利能力愈佳以及投資人保護程度愈高的公司，企業社會責任表現愈佳。Flammer (2015)發現企業面臨的競爭程度增加(例如關稅降低)有助於企業投入於社會責任作為，使公司在環境、社會與治理(ESG)的評分上有較佳表現，而Lee, Byun and Park (2018)亦有類似發現。Grewal, Reidl and Serafeim (2019)發現公司在強制揭露企業社會責任報告書的政策規範下，確實有助於增進公司在 ESG 上分數上的增進。Bear, Rahman and Post (2018)、Beji, Yousfi, Loukil and Omri (2021)以及 Harjoto, Laksmana and Lee (2015)發現董事會的女性參與與社會責任表現或 ESG 評分呈顯著正向關係。Yang, Ye and

Zhu (2017)、Cao, Liang and Zhan (2019)發現公司在企業社會責任上的投入會與同儕公司(peer firm)的社會責任投入具顯著正向關係。

本研究由公司董事會與管理階層的特徵將影響企業社會責任表現的角度，探究董事會與管理階層具備過度自信特徵時，是否影響公司在企業社會責任上的表現。首先，既有關於企業社會責任之功用的文獻指出企業社會責任表現，可累積企業在社會上的好形象、聲譽與信任，以成為公司的風險管理工具或保險因子(Sen and Bhattacharya, 2001; Godfrey, 2005; Peloza, 2006; Godfrey, Merrill and Hansen, 2009; Minor and Morgan, 2011; Koh, Qian and Wang, 2014)，當公司出現負面事件時(如產品召回、財務困境、面臨金融危機、取消放空限制與財報重編等)，企業社會責任表現較佳的公司傾向獲得較低程度的績效下跌(Lins, Servaes and Tamayo, 2017; Gupta and Krishnamurti, 2018; Jia, Gao and Julian, 2020; Zhang, Shan and Chang, 2021)。由上可知，公司可透過企業社會責任的表現以降低公司出現負面事件的機率並降低負面事件時發生後的受損程度。

另外，許多既有研究指出公司董事會與管理階層的特徵會影響公司的重要決策(Kassinis and Vafeas, 2006)，特別是企業社會責任決策，董事會的特徵與偏好決定了其對企業社會責任投入的評價，並可透過監督(monitors)與諮詢(advising)功能以影響管理階層的企業社會責任決策或投入程度(Frias-Aceituno, Rodriguez-Ariza and Garcia-Sanchez 2013)。同樣的，公司管理階層的特質也影響著企業社會責任的表現(Borghesi, Houston and Naranjo, 2014; 郭家全, 2015; Chen, 2016; Fabrizi, Mallin and Michelon, 2014; Huang and Kisgen, 2013; Manner, 2010)。

有趣的是，在既有研究中提及管理階層的其中一項特徵，過度自信(overconfidence)將影響公司在企業社會責任上的表現。既有研究如 Gervais, Heaton and Odean (2011)、Goel and Thakor (2008)、Graham, Harvey and Puri (2013)與 Malmendier and Tate (2005a,b)指出經理人較一般人更具有過度自信的心理特質。過度自信者傾向認為自己的特質優於平均而誇大了自己控制或影響事物的能力，產生控制錯覺、過度樂觀與校準偏差等偏誤(Ben-David, Graham, Harvey, 2013; Malmendier and Tate, 2005a,b; Skala, 2008)。Skala (2008)指出過度自信經理人會系統性地高估成功的機率與成果並低估風險。¹由於經理人過

¹ Brown and Sarma (2007)研究發現經理人過度自信與優越感會導致公司投資過於多角化。Malmendier and Tate (2008)認為過度自信使經理人支付過於昂貴的費用以併購其他公司，造成後續公司價值減損。關於過度自信的近期研究可參考王韻怡、池祥萱與周冠男(2016)、

度自信的特質傾向認為公司出現不利事件的可能性較低，因此其會降低公司於風險管理上或保險因子上的投入，進而使公司在社會責任上的表現較弱。McCarthy, Oliver and Song (2017)指出那些具有過度自信的執行長其公司傾向有較差的企業社會責任表現，因為過度自信的管理者往往低估風險(Ben-David, Graham, Harvey, 2013；Deshmukh, Goel and Howe, 2013)並傾向不進行規避風險(Marshall, Kemmitt and Pinto, 2012；Chen, 2018)。擁有過度自信特質的人，相信他們比起一般人更容易面臨正面的事件，較不容易遇到負面事件(Harris and Hahn, 2011)，當企業社會責任被視為避險或風險管理工具時(Sen and Bhattacharya, 2001；Godfrey, 2005；Peloza, 2006；Godfrey, Merrill and Hansen, 2009；Minor and Morgan, 2011；Koh, Qian and Wang, 2014)，過度自信管理者由於不認為風險夠大足以動用資源投入社會責任以降低風險，即便負面事件發生時損害程度亦不致那麼嚴重，因此透過參與企業社會責任活動以降低風險或作為保險因子的誘因便降低了。其次，過度自信的經理人相對不具有從眾傾向(林宣成，2016)，特別是當今企業社會責任已被證實有所謂的同儕效應(peer effect)(Yang, Ye and Zhu, 2017；Cao, Liang and Zhan, 2019；許景嶠與蔡宜均，2021)，過度自信者因具有相對較低的從眾傾向，當同產業競爭者相繼投入企業社會責任作為時，過度自信的管理者有可能反而促使公司在企業社會責任上的投入降低。

本文利用 2007~2020 年間臺灣證券交易所與中華民國證券櫃檯買賣中心之上市上櫃普通股(不含 TDR 與 F 股)共 1,590 家公司的資料，檢驗公司董事與管理階層的過度自信如何影響公司的企業社會責任表現。在過度自信的衡量上，本研究參考 Malmendier and Tate (2005a,b)定義經理人過度自信的方式，同時考量公司董事與管理階層所可能存有的過度自信現象，他們有可能因為看好公司的經營前景與股票市場表現而增加其持股，據此定義出多個董事與管理階層過度自信的變數，例如公司獲利能力降低但其卻增加其持股比率，或增加了持股比率卻在下一期遭遇獲利能力下降。在企業社會責任的衡量上，本研究採用臺灣天下雜誌與遠見雜誌歷年公告的社會責任評比得獎名單，以建構多個企業社會責任表現變數，同時亦參考上海證券交易所社會責任指數成份股納入準則以計算各公司樣本的社會貢獻值以作為企業社會責任表現的代理變數。本文主要實證結果顯示，不論採用混合估計、固定效果或隨機效果模式進行估計，董事會與管理階層的過度自信傾向使公司的企業社會責任表現降低，符合過度

Chen, Ho, Ho and Nie (2022)、Lin, Chen, Ho and Yen (2020)以及 Ho, Huang, Lin and Yen (2016)等。

自信者降低企業社會責任投入的需求以反映其主觀認定公司風險相對較低的觀點。

本文的潛在貢獻有三，第一，本文根據文獻中定義過度自信的方法，針對台灣近 14 年來上市上櫃公司管理階層與董事會過度自信的情形進行量化，同時發現管理階層與董事會過度自信與公司的企業社會責任表現呈負向關聯，與 McCarthy, Oliver and Song (2017) 的研究結果一致，本文的實證結果有助於公眾瞭解台灣上市上櫃公司近十數年來董事會與高管的過度自信將使公司於利害關係人權益的管理或投入降低。第二、本文採用相對較為連續的企業社會責任量化變數，並進一步拆解為不同面向利益關係人投入程度的衡量，使得公司於企業社會責任表現上的數據化更為周全。第三，關於過度自信的既有研究大多是由管理階層或執行長的角度衡量其過度自信以及其產生的後果 (Malmendier and Tate, 2005a,b, 2008; Gervais, Heaton and Odean, 2011; Hirshleifer, Low and Teoh, 2012; Malmendier, Tate and Yan, 2011)，分析過度自信董事及過度自信董事會出現的行為與產生的後果之研究相對較為缺乏，²本研究考量董事會為公司重要治理機構制 (Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983)，董事因其持股使其個人財富與公司經營良窳更產生直接關係，透過公司營運狀況的變數與董事持股的增減，與管理階層相類似，亦可作為判斷公司的董事出現過度自信的現象，並以此探討董事過度自信對公司利益關係人管理的影響。本文考量並證實了董事會亦有可能存有過度自信的現象並對公司重大決策具有影響力，使得本文在過度自信的文獻發展中產生邊際貢獻。

本文的節次安排如下，下一節為文獻探討與假說發展。第 3 節為變數、實證模型、公司樣本與資料。第 4 節為實證結果，包括基本敘述統計、相關分析以及迴歸估計結果的討論。最後一節為結論與建議。

² Beavers and Mobbs (2020) 研究董事過度自信 (Director Overconfidence) 的現象及其後果，發現過度自信董事更積極地出席了董事會，有更高的機率在提名委員會或薪酬委員會中任職，擔任更多的獨立董事席位，同時，具有過度自信董事的董事會有更高的機率聘任聲譽良好執行長，有趣的是，這些新任職的執行長也大多具有過度自信的特質。

貳·文獻探討與假說發展

一、企業社會責任表現的決定因素

既有研究指出企業社會責任表現決定的因素，包括公司外部因素與公司自身因素，前者包括企業身處國家的法源、經營環境中的相關法規是否強制揭露非財務資訊、產業競爭程度、產業中同儕的社會責任表現等，後者則包括公司規模、獲利能力、董事會組成、董事會多樣性與股權結構(Reverte, 2008；Chih, Chih and Chen, 2010；Kansal, Joshi and Singh Batra, 2014；Liang and Renneboog, 2017)等。就公司外部因素來看，舉例來說，Liang and Renneboog (2017)指出身處成文法系(civil law)國家的公司(法、德等國)，相對身處於不成文法系(common law)(英、美等國)國家的公司而言有較佳的企業社會責任表現，而國家經濟愈開放、規模愈大、獲利能力愈佳以及投資人保護程度愈高的公司，社會責任表現愈佳。Flammer (2015)發現企業所面臨的競爭程度提高(例如關稅降低)促使企業投入更多資源於企業社會責任作為，使得公司在環境、社會與治理(ESG)的評分上有較佳表現，而 Lee, Byun and Park (2018)亦發現公司身處產業的競爭程度增加(如產業集中度指標 CR4 或 HHI 的降低)將使公司提升其企業社會責任表現以強化其競爭優勢。Grewal, Reidl and Serafeim (2019)發現公司在強制揭露社會責任報告書的政策規範下，將有助於增進公司在 ESG 上的表現。

就公司的內部因素來看，Bear, Rahman and Post (2018)、Beji, Yousfi, Loukil and Omri (2021)以及 Harjoto, Laksmana and Lee (2015)發現董事會的女性參與與企業社會責任表現(以 ESG 評分進行衡量)呈顯著正向關係。Johnson and Greening (1999)發現外部獨立董事席次與公司承擔企業社會責任之程度呈正相關，隱含外部董事因獨立性較高、監督機能較強且較具專業性而使公司形成重視企業社會責任的決策(戚靜玟、詹秋碧、張瑞晃與李馨蘋，2018)。Yang, Ye and Zhu (2017)、Cao, Liang and Zhan (2019)、許景嶠與蔡宜均(2021)以及鄭巧琳與張元(2022)發現公司的企業社會責任投入與同儕公司(peer firm)或同產業競爭對手的社會責任投入程度具有顯著的正向關係。El Ghoul, Guedhami, Kwok and Wang (2016)指出家族控制型公司傾向有較低水平的企業社會責任表現，而 Dyck, Lins, Roth and Wagner (2019)、Chen, Dong and Chen (2020)以及 Boubakri, El Ghoul, Guedhami and Wang (2021)發現機構投資人持股比率會正向

影響公司的企業社會責任表現，鄭婉尹、張元與陳坤信(2022)則發現公司的董監事責任險保障程度會正向影響公司的企業社會責任表現。

二、過度自信

過度自信一詞來自於社會心理學的文獻，文獻中稱此為「正向幻想(Positive Illusion)」效應，具備此特徵者傾向認為自己能力優於其他人或至少在平均之上，而研究者發現企業中的高階主管更容易有過度自信的現象(Kidd, 1970；Larwood and Whittaker, 1977；Heaton, 2002；Gervais, Heaton and Odean, 2011)。心理學的研究結果亦發現，經理人容易比一般人更有自信(Weinstein, 1980；Moore and Healy, 2008)。Camerer and Lovallo (1999)認為企業家在作決策時容易犯下兩種類型的錯誤，一是認知到自己的能力但錯估了對手的能力，二是雖然正確評估了對手的能力，但卻高估了自己的能力。Camerer and Lovallo (1999)利用企業進入市場的狀況評估企業家過度自信與公司決策的影響，發現即使市場普遍狀況不佳，企業家認為自己的能力高於他們的競爭對手而進入市場，這種過度自信的特徵造成過多的企業進入市場競爭的狀況。這種過度自信的特性在經理人或是其他高階主管的身上更容易看見。Malmendier and Tate (2005a,b)以及 Campbell, Gallmeyer, Johnson, Rutherford and Stanley (2011)利用經理人選擇權的執行行為以作為衡量其是否具有過度自信的方式，當選擇權可行使權利之時，其至少有兩次高過執行價格(價內)之 67%，但經理人皆沒有行使他的執行權益，即可定義該經理人為過度自信，因為這表示經理人對於自己的能力(使公司股價上漲)過度地自信或低估未來負面結果(公司股票下跌)的風險。

過度自信的管理者會傾向遵從自己的想法而忽略他人意見，容易疏忽風險而使得公司承受較高的風險。Moore and Cain (2007)指出人們在某些專業領域裡容易出現過度自信，例如醫生、銀行家與經理人等，由於他們在具有複雜、高度機運性與回饋不明等特質的事務中進行決策，容易使其產生的過度自信的特質。但過度自信的經理人有可能造成不客觀的決策，舉例來說，Malmendier and Tate (2005a,b)發現過度自信的經理人容易高估投資計畫的報酬並高度依賴公司的內部資金，因此當公司資金充裕下，過度自信的經理人會產生過度投資(overinvestment)的現象。Galasso and Simcoe (2011)發現過度自信的經理人在知道失敗機率的情況下仍會傾向鼓勵公司進行創新，過度自信的經理人傾向低估投資失敗的可能性，偏好讓公司作出創新挑戰的政策，其以美國公司資料發現，管理者過度自信與公司創新技術具顯著正向關聯，即便公司所投資的創新項目

不一定使公司獲利。Hirshleifer, Low and Teoh (2012)發現經理人的過度自信傾向使公司偏好投資於高風險及創新產業。Ben-David, Graham and Harvey (2013)發現美國的公司中管理者過度自信程度與公司進行創新的投資計畫程度為正向關聯。

Malmendier and Tate (2008)表示過度自信的經理人容易高估自己的能力而使公司從事價值減損的購併活動，過度自信的經理人更偏好進行收購其他公司的策略，但併購後所創造出的獲利並不顯著，Hilary and Hsu (2011)也發現過度自信的經理人對於投資報酬的預測是相對不準確的。Malmendier, Tate and Yan (2011)研究經理人過度自信對於公司資本結構的影響，他們發現過度自信的經理人傾向高估公司未來的現金流量，而且相信公司價值是被低估的，因此過度自信的經理人偏好採用內部融資。Ferris, Jayaraman and Sabherwal (2013)指出過度自信的經理人對公司進行併購的後續效應，發現併購後的公司價值降低。Kim, Wang and Zhang (2013)發現經理人的過度自信和股價崩盤風險呈現正向關聯，因為過度自信的經理人容易高估投資計畫的淨現值並傾向對投資人隱匿壞消息，這些行為累積下來便增加了公司股價的崩盤風險。

Chen, Ho and Ho (2014)發現市場對於研發支出的長期股票表現出現正向反應的證據，僅存在於不具有過度自信執行長的公司中，具有過度自信執行長的公司，傾向高估未來的現金流量並產生過度投資，過度自信而導致的研發並不會為公司產生價值。Ho, Huang, Lin and Yen (2016)發現擁有過度自信執行長的銀行，在金融危機發生時，傾向降低放款標準並增加銀行的槓桿，從而使該銀行更容易受到金融危機的負面衝擊。在金融危機時期，擁有過度自信執行長的銀行其貸款違約率普遍增加、營運績效和股票報酬率出現較大的跌幅，銀行的預期違約機率、執行長更替以及銀行倒閉的機率皆相對較高。Lin, Ho and Chih (2019)發現證券分析師有較低的傾向為具有過度自信執行長的公司發佈升級建議，且分析師花費更長的時間對於具有過度自信執行長的公司股票發佈升級訊息。

雖然關於過度自信的研究對象大多集中於經理人或執行長，但近期亦有文獻針對董事成員的過度自信進行了探討。Beavers and Mobbs (2020)開創性地探討了關於過度自信董事的議題，他們發現過度自信董事更積極地出席了董事會，有更高的機率在提名委員會或薪酬委員會中任職，擔任更多的獨立董事席位，同時，具有過度自信董事的董事會有更高的機率在執行長更替的過程中新聘一位準備充份且聲譽良好的執行長，有趣的是，這些新任職的執行長也大多

具有過度自信的特質。Beavers and Mobbs (2020)的發現證實了董事會中具有過度自信董事時將會對董事會諸多董事會的決策將產生重要的影響力。

三、過度自信與企業社會責任表現的關係

文獻中已指出經理人的特質影響企業的決策與相對應的結果(Finkelstein and Hambrick, 1996; Campbell and Mínguez-Vera, 2008; Bertrand and Scholar, 2003)。Huang and Kisgen (2013)指出經理人特質影響公司在企業社會責任上的投入，這些特質包括經理人的教育程度、工作年資以及性別等因素。本文則探討經理人具備的過度自信特質亦將影響公司在企業社會責任上的投入，且影響方向為負向。³

首先，Kytte and Ruggie (2005)指出公司投入於企業社會責任作為有助於減輕公司的兩種風險，監管風險與社會風險。在一個法律執行有效率的國家，公司會受到外部監督並暴露在訴訟風險下，而公司的社會責任作為可作為一個緩解監管風險的因子。公司關注並投入資源與企業社會責任，有助於確認公司內部政策與利害關係人的潛在問題與利益衝突點，亦可建立公司聲譽並減少當訴訟發生或敗訴時來自法院的責罰(Francis and Armstrong, 2003)，而 Brown, Helland and Smith (2006)亦指出企業社會責任作為可創造監管機構對於公司的善意，並足以產生聲譽與績效保護機制。例如在美國，當公司證明他們有努力執行安全承諾，當負面事件發生時，職業安全衛生署(OSHA)通常會減輕公司的罰款。據此，公司的企業社會責任作為與其他的風險管理政策類似，具有事前降低風險事件發生的機率以及風險事件發生後降低損失的保險效果。

社會風險主要體現在各種利益相關者對公司產生的壓力。當公司出現經營不善或發生負面事件時，對於利益相關者的負面衝擊將使其對公司提出訴訟或其他隱性要求如杯葛、抗爭或拒買等，若利益關係人認定公司是因缺乏風險管理而導致，將使利益關係人的憤怒擴大。Watts (1998)指出公司為了避免在風險事件發生後因傷害了利益關係人的權益而遭受訴訟或其他隱性要求而發生損失，在危機發生前會傾向會與利益關係人保持良好關係。Pelozo (2006)亦指出企業的社會責任行為可作為公司面對經濟不景氣或負面突發事件時的保

³ 池祥麟(2017)由行為財務學的觀點如過度自信、迎合效果、市場效率性以及訂價偏誤等面向以解釋公司的企業社會責任行為。過度自信的經理人有可能將企業社會責任視為能增進公司長遠獲利的創新策略而更敢於投入資源於企業社會責任，但過度自信的經理人亦有可能因低估風險而降低其對企業社會責任有助於減緩公司風險的認知，進而減少公司在企業社會責任上的投入。因此，分別從創新的角度以及避險的角度來檢視過度自信與企業社會責任的關聯時，成為了互相對立的假說。

險因子，因平日從事社會責任行為所累積的形象可在公司發生負面事件時，將利益關係人對於公司發生負面事件的認知由管理不善(*poor management*)往運氣不好(*bad luck*)的方向扭轉，博取較多的同情而降低可能的受懲罰幅度。公司在企業社會責任上的著墨愈多，相關利益者對公司發生負面事件或宣告消息時的懲罰愈小。

然而，即使公司可透過企業社會責任作為以面對這些風險，但 Gervais, Heaton and Odean (2011)指出過度自信的管理者會低估了這些風險發生的可能性或發生時的預期損失，從而忽略了企業社會責任所具備之風險管理與保險效果的價值。由於過度自信的經理人認為他們的能力高於平均，他們深信若是投資決策造成公司損失是因為運氣不好而不是能力的問題(Alicke and Govorun, 2005)。他們也容易低估了公司未來現金流量的波動性(Gervais, Heaton and Odean, 2011；Gervais and Goldstein, 2007)。擁有過度自信特質的人相信他們比起一般人更容易面臨正面的事件，較不容易遇到負面事件(Harris and Hahn, 2011)。同樣的，過度自信經理人認為在他們的任職期間，公司面臨負面事件的機率會小於一般人，也就是說過度自信經理人容易低估未來風險(Hackbarth, 2008)。過度自信的經理人低估他們面臨負面事件的可能性，相較於較為理性的經理人，過度自信的經理人傾向忽視企業社會責任作為給公司所帶來的風險管理與保險效果。經理人並非全然否定企業社會責任保險效果的存在，只不過其認為保險效果派上用場的機率是比較低的，源自於其認為發生好事的機率較高而發生壞事的機率較低。由於過度自信的經理人低估了發生壞事的機率，從而對發生壞事時能夠產生保險作用的企業社會責任作為降低了需求。過度自信的經理人傾向忽略企業社會責任足以作為公司營運的一項保險機制，使得公司在社會責任投入上的程度降低。⁴

另外，前述文獻指出公司董事會與管理階層的特徵會影響公司的重要決策(Kassinis and Vafeas, 2006)，而董事會的特徵與偏好決定了其對企業社會責任投入的評價，並可透過監督與諮詢功能以影響管理階層的企業社會責任決策(Frias-Aceituno, Rodriguez-Ariza and Garcia-Sanchez 2013)。與過度自信經理人影響公司在企業社會責任投入上的論點相似，過度自信董事同樣有可能因對於

⁴ 另一方面，McCarthy, Oliver and Song (2017)以及 Chen (2018)指出過度自信的經理人也有可能出現較多的企業社會責任活動投入程度。過度自信與自戀型人格特質是有關聯的(Schaefer, Williams, Goodie and Campbell, 2004)，而 Chen (2018)指出人們過度自信主要是因為自我歸因偏差(*self-attribution biases*)，這些人通常會誇大他們的控制力並傾向於自戀(*self-adoration*)。具有自戀特徵的人也有強烈渴望得到別人的欽佩。Petrenko, Aime, Ridge and Hill (2006)指出企業社會責任活動是具有價值的舉措，不僅促成了某些社會善行，亦能吸引媒體關注而獲得好評。因此，過度自信的管理者有可能因期望獲得媒體關注而開展更多的企業社會責任活動。

風險的低估，出現公司可減少投入企業社會責任以降低風險的認知，使得董事會傾向輕忽於監督與提供管理階層諮詢於公司企業社會責任的投入與政策執行，促成了公司出現過度自信董事時，傾向有較低企業社會責任投入或表現的關聯性。本研究的待檢驗假說為：

假說：過度自信與企業社會責任表現呈負向關聯；公司的管理階層與董事會具過度自信特性時，公司的企業社會責任表現傾向較低。

參.變數、實證模型、公司樣本與資料

一、研究變數

(一) 被解釋變數 - 企業社會責任表現

根據張元(2011)，台灣的天下雜誌於 2007 年進行針對台灣金融市場中公開發行公司進行企業公民調查，參考聯合國全球盟約、OECD 多國企業指導綱領、美國道瓊永續指數等國際指標與評量方法，以四個面向—公司治理、企業承諾、社會參與與環境保護，評選受評公司中的「最佳企業公民(Best Corporate Citizens)」。最佳企業公民名單的評選過程首先由受評之公開發行公司中篩選出連續三年獲利的公司，再由五百位以上的機構分析師、會計師與企業相互評比以及產官學界中長期關注企業社會責任的專家，針對前述四面向的表現進行評分，經加權而得到各企業的總分，總分前 50 名者為最佳企業公民 TOP50。

另外，遠見雜誌於 2005 年開始針對台灣上市企業進行企業社會責任大調查，參考德國社會責任研究機構 OEKOM 的評分權重準則，針對受評公司的社會績效、環境績效以及財務資訊三面向加以權重評分，並檢視受評公司的其他資訊包括：(1)查核問卷內容與新聞負面報導；(2)外部機構(如環保署、勞委會、消基會與公益團體等)查核；(3)淘汰近兩年曾有重大勞資爭議、環保公害處分案件、消費者重大糾紛以及經營者因訴訟被限制出境；(4)淘汰連續三年經營虧損者。評分績優的公司獲頒年度「企業社會責任獎(Corporate Social Responsibility Award)」。

本文根據天下雜誌「天下企業公民」和遠見雜誌「企業社會責任獎」之歷年(2007~2020)得獎公司名單以建構本文第一個企業社會責任表現變數，即獲得企業社會責任獎(csaward)，若某公司於資料期間持續為企業社會責任表現良好的公司，即特定公司於資料期間每一年皆獲得上述兩個社會責任獎項其中

之一者，則該公司 csaward 在每一年度的值皆為 1，但只要其中一年未獲獎者，則該公司 csaward 之歷年值皆為 0。⁵

另外，本研究參考黃詩婷與張元(2020)以及鄭婉尹、張元與陳坤信(2022)，計算每個公司-年(firm-year)樣本的社會貢獻值(social contribution value)以量化企業的社會責任表現。社會貢獻值指的是公司每年度對公司的主要利害關係人包含股東、員工、政府、債權人所支付的金額，包含企業每年發放給股東的現金股利、支付給員工的薪資支出與福利、繳納給政府的稅額以及支付給債權人的利息費用。將上述四項金額加總後便可得到企業為主要利害關係人創造的價值總額，並將此社會貢獻值作為公司為社會創造出多少福利的量化指標。本研究將社會貢獻值取自然對數(scv)以作為第二個企業社會責任表現的變數。同時，考量公司規模，將未取自然對數的社會貢獻值除以總資產，得到資產的社會報酬率(social returns of assets；sroa)，用以量化公司每單位資產為其主要利益關係人帶來的利益。另外，將未取自然對數的社會貢獻值除以當年度流通在外股數，得到每股社會貢獻值(social contribution value per share；scvps)，用以量化每單位普通股為主要利益關係人帶來的利益。此三個企業社會責任表現變數的數值愈大代表公司的企業社會責任表現愈佳。

(二) 主要解釋變數 - 過度自信

本文主要檢驗公司具過度自信特性將如何影響公司的企業社會責任表現。既有研究中衡量過度自信特性時大多著眼於執行長或管理階層的過度自信，例如，第一，Malmendier and Tate (2005a,b)指出過度的自信經理人認為公司的未來表現將更好而不急於執行其所擁有的價內(in the money)的員工認股權選擇權，因此經理人的員工認股權選擇權價內百分比可作為衡量其過度自信的程度。第二，公司管理階層所發布之樂觀消息與悲觀消息的相對次數可衡量其過度自

⁵ 此變數的使用有可能降低了補捉研究期間中公司管理階層與董事會特性變化對公司企業社會責任投入所產生影響的能力，例如某公司在若干年度中有獲獎而在其他年度未獲獎，但在研究期間內有更換經理人而前後任經理人之過度自信狀態不同，縱使公司的企業社會責任投入程度確實受經理人過度自信程度所影響，但因在此變數之衡量方法下，該公司各期之 csaward 皆為 0，失去了補捉經理人過度自信程度改變對公司企業社會責任表現程度產生影響的機會。作者感謝匿名審稿者的修正補充意見。本文另考慮採用當年度是否獲得兩個企業社會責任獎項(或其中一個)，以及公司於資料期間累積獲得幾次企業社會責任獎項以創造新的企業社會責任表現變數而降低上述的問題，惟因實證結果的統計顯著性不佳而未報告於本文目前的版本。另外，本研究另考慮採用臺灣經濟新報資料庫於 2022 年針對台灣的公開發行公司建構並發布的 TEGS 永續發展指標(<https://tesg.tej.com.tw/>)以進行企業社會責任表現的量化衡量，包括 TEGS 的等級評分(1~7 分)、TEGS 分數(0~100 分)、TEGS 分數於 SASB(永續會計準則委員會)主產業中排名、TEGS 分數於 SASB 子產業中的排名以及環境構面分數、社會構面分數與公司治理構面分數等變數。然而這些變數的資料起始於近期，將留待後續研究中進行分析。

信的程度(Malmendier and Tate, 2008)。第三，Brown and Sarma (2007)指出當公司經理人具有過度自信特性時，公司會有較多的無效率投資計畫，因此公司的過度投資程度可衡量管理階層的過度自信，例如公司是否相對產業有較多的資本支出比率(Campbell, Gallmeyer, Johnson, Rutherford and Stanley, 2011; Schrand and Zechman, 2012; Ahmed and Duellman, 2013; Ben-David, Graham and Harvey, 2013; 王育偉、鄭揚耀、尤涵星與吳慧珍, 2014)。第四，Malmendier and Tate (2005a,b)指出過度自信的管理階層傾向看好公司的經營前景與股票市場表現而增加其持股，因此管理階層持股率的增加可視為其具有過度自信的傾向。第五，Lin, Hu and Chen (2005)指出若公司的預測盈餘與實際盈餘誤差大於 50%，表示該公司經理人具有過度自信的特性。

本研究考量研究樣本於資料期間管理階層的員工認股權資料取得有所限制，因此參考 Malmendier and Tate (2005a,b)、Campbell, Gallmeyer, Johnson, Rutherford and Stanley (2011)以及 Ahmed and Duellman (2013)，考慮以管理階層增加持有自身公司股權以判斷其是否具過度自信特性。同時，考量董事為公司重要資源，董事會為公司重要治理機構並知悉公司重大訊息，本研究亦針對董事會成員是否增加持有自身公司股權以判斷其是否具有過度自信的特性。⁶

本研究以七個變數衡量管理階層過度自信，皆為虛擬變數，第一，營收降低但管理階層增加持股率(sdmhi)，若公司當期營收相對前一期降低，但當期管理階層持股比率相對前一期增加時為 1，否為 0。第二，資產報酬率降低但管理階層增加持股率(roadmhi)，若公司當期資產報酬率相對前一期降低，但當期管理階層持股比率相對前一期增加時為 1，否為 0。第三，獲利金額降低但管理階層增加持股率(pfdmhi)，若公司當期獲利金額相對前一期降低，但當期管理階層持股比率相對前一期增加時為 1，否為 0。第四，資產報酬率為負但管理階層增加持股率(roammhi)，若公司前一期資產報酬率為負，但當期管理階層持股比率相對前一期增加時為 1，否為 0。第五，獲利金額為負但管理階層增加持股(pfmmhi)，若公司前一期獲利金額為負，但當期管理階層持股比率相對前一期增加時為 1，否為 0。第六，管理階層增加持股率但資產報酬率降低

⁶ 關於過度自信的衡量，本研究另考慮公司的超額投資程度以衡量過度自信的程度。參考 Benlemlih and Bitar (2018)、Cook, Romi, Sánchez and Sánchez (2019)，採用公司前一期營收成長率以預測資本支出比率=(固定資產 t-固定資產 t-1+ 折舊費用 t)/ 總資產 t，透過迴歸估計可得公司根據其前一期營收成長率而得到估計投資量(即理論投資量)，將公司實際投資量減理論投資量可得到公司的超額投資(excess investment)。本研究定義此超額投資為過度自信的代理變數，亦定義正超額投資為另一過度自信的代理變數。本研究發現此兩變數與公司社會責任表現的關係並未為負且顯著，因此並不納入本研究實證分析的範疇。類似地，本研究定義經產業調整的資本支出比率為另一過度自信的代理變數，同樣發現其並未負向且顯著地影響企業社會責任表現，因此亦不納入本文的實證分析。

(mhroad)，若公司管理階層持股比率相對前一期增加，但下一期資產報酬率相對於當期減少時為 1，否為 0。第七，管理階層增加持股率但獲利金額降低 (mhipfd)，若公司管理階層持股比率相對前一期增加，但下一期獲利金額相對於當期減少時為 1，否為 0。

本研究以七個變數衡量董事過度自信，同樣皆為虛擬變數，第一，營收降低但董事增加持股率(sddhi)，若公司當期營收相對前一期降低，但當期董事持股比率相對前一期增加時為 1，否為 0。第二，資產報酬率降低但董事增加持股率(roaddhi)，若公司當期資產報酬率相對前一期降低，但當期董事持股比率相對前一期增加時為 1，否為 0。第三，獲利金額降低但董事增加持股率(pfddhi)，若公司當期獲利金額相對前一期降低，但當期董事持股比率相對前一期增加時為 1，否為 0。第四，資產報酬率為負但董事增加持股率(roamdhi)，若公司前一期資產報酬率為負，但當期董事持股比率相對前一期增加時為 1，否為 0。第五，獲利金額為負但董事增加持股(pfmdhi)，若公司前一期獲利金額為負，但當期董事持股比率相對前一期增加時為 1，否為 0。第六，董事增加持股率但資產報酬率降低(dhiroad)，若公司董事持股比率相對前一期增加，但下一期資產報酬率相對於當期減少時為 1，否為 0。第七，董事增加持股率但獲利金額降低(dhipfd)，若公司董事持股比率相對前一期增加，但下一期獲利金額相對於當期減少時為 1，否為 0。

(三) 控制變數

本研究參考 Liang and Renneboog (2017)、Shen and Chang (2009)、El Ghoul, Guedhami, Kwok and Wang (2016)、Dyck, Lins, Roth and Wagner (2019)、Chen, Dong and Chen (2020)與 Boubakri, El Ghoul, Guedhami and Wang (2021)，考慮控制潛在影響公司社會責任表現的變數，第一，公司規模的資產總額(asset)，定義為資產總額取自然對數；第二，衡量公司財務風險的負債比率(debt)，定義為負債除以資產；第三，機構投資人持股比率(insthold)，定義為機構投資人持股數除以流通在外股數；第四，是否為家族企業(family)，若公司控制型態為單一家族控制時為 1，否為零；第五，公司是否具有女性董事(fdd)，若公司具有至少一名女性董事時為 1，無女性董事者為零。表一報告各變數的英文代號及定義。

表一 變數的英文縮寫與簡要定義

變數名稱	英文代號	定義
被解釋變數－企業社會責任表現變數		
連續獲選社會責任獎	<i>csraward</i>	特定公司在資料期間是否持續皆為社會責任行為表現良好的公司，若特定公司在資料期間(2007~2020)皆獲得遠見雜誌「社會責任獎」或天下雜誌「天下企業公民」之獎項之一，則該公司在每一年度之 <i>csraward</i> 之值皆等於 1，然而只要其中一年未獲得上述兩獎項之一者，該公司之 <i>csraward</i> 之歷年值皆為 0
社會貢獻值(千元取自然對數)	<i>scv</i>	$\log_e(\text{現金股利} + \text{薪資支出} + \text{所得稅費用} + \text{利息費用})$
資產的社會報酬率(%)	<i>sroa</i>	$(\text{社會貢獻值} / \text{總資產}) \times 100\%$
每股社會貢獻值(元)	<i>scvps</i>	社會貢獻值 / 流通在外股數
主要解釋變數－管理階層與董事會過度自信		
營收降低但管理階層增加持股	<i>sdmhi</i>	虛擬變數，若公司當期營收相對前一期降低，但當期管理階層持股率相對前一期增加時為 1，否為 0
資產報酬率降低但管理階層增加持股	<i>roadmhi</i>	虛擬變數，若公司當期資產報酬率相對前一期降低，但當期管理階層持股率相對前一期增加時為 1，否為 0
獲利金額降低但管理階層增加持股	<i>pfdmhi</i>	虛擬變數，若公司當期獲利金額相對前一期降低，但當期管理階層持股率相對前一期增加時為 1，否為 0
資產報酬率為負但管理階層增加持股	<i>roammhi</i>	虛擬變數，若公司前一期資產報酬率為負，但當期管理階層持股率相對前一期增加時為 1，否為 0
獲利金額為負但管理階層增加持股	<i>pfmmhi</i>	虛擬變數，若公司前一期獲利金額為負，但當期管理階層持股率相對前一期增加時為 1，否為 0
管理階層增加持股且資產報酬率降低	<i>mhiroad</i>	虛擬變數，若公司管理階層持股率相對前一期增加，但下一期資產報酬率相對於當期減少時為 1，否為 0
管理階層增加持股且獲利金額降低	<i>mhipfd</i>	虛擬變數，若公司管理階層持股率相對前一期增加，但下一期獲利金額相對於當期減少時為 1，否為 0
營收降低但董事增加持股	<i>sddhi</i>	虛擬變數，若公司當期營收相對前一期降低，但當期管理階層持股率相對前一期增加時為 1，否為 0
資產報酬率降低但董事增加持股	<i>roaddhi</i>	虛擬變數，若公司當期資產報酬率相對前一期降低，但當期管理階層持股率相對前一期增加時為 1，否為 0
獲利金額降低但董事增加持股	<i>pfddhi</i>	虛擬變數，若公司當期獲利金額相對前一期降低，但當期管理階層持股率相對前一期增加時為 1，否為 0
資產報酬率為負但董事增加持股	<i>roamdhi</i>	虛擬變數，若公司前一期資產報酬率為負，但當期管理階層持股率相對前一期增加時為 1，否為 0
獲利金額為負但董事增加持股	<i>pfmdhi</i>	虛擬變數，若公司前一期獲利金額為負，但當期管理階層持股率相對前一期增加時為 1，否為 0
董事增加持股且資產報酬率降低	<i>dhiroad</i>	虛擬變數，若公司管理階層持股率相對前一期增加，但下一期資產報酬率相對於當期減少時為 1，否為 0
董事增加持股且獲利金額降低	<i>dhipfd</i>	虛擬變數，若公司管理階層持股率相對前一期增加，但下一期獲利金額相對於當期減少時為 1，否為 0
控制變數		
公司規模(千元取自然對數)	<i>asset</i>	資產總額取自然對數
負債比率(%)	<i>debt</i>	總負債 / 總資產
機構投資人持股比率(%)	<i>insthold</i>	$(\text{機構投資人持股數} / \text{流通在外股數}) \times 100\%$
是否為家族控制型公司	<i>family</i>	公司控制型態是否為單一家族控制，是為 1，否為 0
是否具有女性董事	<i>fdd</i>	公司女性董事人數大於一名者為 1，否為 0

說明：本表報告變數的英文縮寫與定義。變數定義參考台灣經濟新報資料庫(TEJ)以及作者自行定義。

二、實證模型

本文主要利用多重迴歸以估計公司管理階層與董事會過度自信如何影響企業社會責任表現，待估計迴歸方程式為：

$$\begin{aligned}
 \text{CSR}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{OVERCONFIDENCE}_{i,t} \\
 & + \beta_2 \cdot \text{asset}_{i,t} + \beta_3 \cdot \text{debt}_{i,t} + \beta_4 \cdot \text{insthold}_{i,t} \\
 & + \beta_5 \cdot \text{family}_{i,t} + \beta_6 \cdot \text{fdd}_{i,t} \\
 & + \gamma \cdot \text{INDUSTRY}_i + \gamma \cdot \text{YEAR}_t + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

其中下標 i 與 t 分別代表第 i 家公司第 t 年。**CSR** 為企業社會責任表現變數向量，變數包括連續獲選社會責任獎(*csreward*)、社會貢獻值(*scv*)、資產的社會報酬率(*sroa*)以及每股社會貢獻值(*scvps*)。**OVERCONFIDENCE** 為公司管理階層與董事會過度自信，變數包括營收降低但管理階層增加持股(*sdmhi*)、資產報酬率降低但管理階層增加持股(*roadmhi*)、獲利金額降低但管理階層增加持股(*pfmhi*)、資產報酬率為負但管理階層增加持股(*roammhi*)、獲利金額為負但管理階層增加持股(*pfmmhi*)、管理階層增加持股但資產報酬率降低(*mhiroad*)、管理階層增加持股但獲利金額降低(*mhipfd*)、營收降低但董事增加持股(*sddhi*)、資產報酬率降低但董事增加持股(*roaddhi*)、獲利金額降低但董事增加持股(*pfddhi*)、資產報酬率為負但董事增加持股(*roadmhi*)、獲利金額為負但董事增加持股(*pfmdhi*)以及董事增加持股但資產報酬率降低(*dhiroad*)董事增加持股但獲利金額降低(*dhipfd*)。其餘變數為控制變數，包括公司規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、機構投資人持股比率(*insthold*)、是否為家族企業虛擬變數(*family*)以及公司是否具有女性董事(*fdd*)。在迴歸方程式的估計上，當被解釋變數為虛擬變數(*csreward*)時，迴歸採 Probit 模式進行估計，當被解釋變數為虛擬變數(*scv*、*sroa* 與 *scvps*)時，迴歸估計採最小平方準則。由於資料型態為非平衡追蹤資料(Unbalanced Panel Data)，除了混合估計(Pooled Estimation)，亦進行固定效果(Fixed-effect)模式與隨機效果(Random-effect)模式下的估計。若估計所得的迴歸係數 β_1 其符號顯著為負，表示實證結果支持本研究的假說，過度自信降低企業社會責任表現。

三、公司樣本與資料來源

本文根據臺灣證券交易所(Taiwan Stock Exchange)以及中華民國證券櫃檯買賣中心(Taipei Exchange)掛牌上市之非金融產業公司普通股的資料，檢驗當公司管理階層與董事會出現過度自信時，是否負向影響公司於企業社會責任上的表現。之所以未考慮金融產業公司(銀行業、證券業、保險業、票券業與金融控股公司業)之原因為金融產業公司與非金融產業公司在會計制度、政府管制與監理上有極大的差異。本文的公司樣本共 1,590 家公司，資料期間為 2007~2020 年，資料頻率為年。各變數資料搜集自台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)、歷年天下雜誌「天下企業公民」網站(<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)以及歷年遠見雜誌「企業社會責任大調查」網站(<https://csr.gvm.com.tw/2021/award.html>)。

肆·實證結果與討論

一、敘述統計與相關分析

表二分表 A 報告全樣本下的敘述統計量，分表 B 則報告基於不同的過度自信定義下，具過度自信之公司樣本與不具過度自信之公司樣本的平均數差異(前者減後者)。首先就第(1)組來看，過度自信變數的定義為管理階層持股率相對前一期增加，但下一期資產報酬率相對於當期降低，觀察具備此特性之公司樣本(即 $mhiroad=1$)與不具備此特性之公司樣本(即 $mhiroad=0$)在四個企業社會責任表現變數可發現其平均數的差異皆為負，且皆達到至少 10%的統計顯著水準，表示公司管理階層具過度自信特性時，公司的社會責任表現相對較弱，符合本研究假說，當公司的管理階層具過度自信時，傾向認為公司相對不需投入企業社會責任以作為公司風險管理的策略，從而使得公司的社會責任表現相對較低落。

第(2)組來看，過度自信變數的定義為董事持股率相對前一期增加，但下一期資產報酬率相對於當期降低，觀察具備此特性之公司樣本(即 $dhiroad=1$)與不具備此特性之公司樣本(即 $dhiroad=0$)在四個企業社會責任表現變數可發現其平均數的差異同樣皆為負，且皆達到統計顯著水準，表示公司董事具過度自信特性時，公司的社會責任表現亦相對較低落，符合本研究假說。就第(3)組來看，過度自信的定義為公司獲利金額相對前一期減少，但管理階層持股率相

對前一期增加，觀察具備此特性之公司樣本(即 $pfdmhi = 1$)與不具此現象之公司樣本(即 $pfdmhi = 0$)於各變數的平均數與平均數差異可發現其皆為負且大多達統計顯著水準，而第(4)組的狀況亦類似，表示不論是公司的管理階層或董事具過度自信特性時，公司有較低的機率獲得企業社會責任獎項，而社會貢獻值、資產的社會報酬率以及每股社會貢獻值亦傾向較低，公司的社會責任表現傾向是相對較低落的，同樣符合本研究假說，公司具過度自信的管理階層與董事時，企業社會責任的投入會受到抑制。

表三報告兩兩(pairwise)變數間的皮爾森相關係數矩陣。觀察第(5)~(18)列以及第(1)~(4)欄交集中的係數發現其幾乎為負，大多數達到至少 5% 的顯著水準，表示不論在何種定義下的管理階層過度自信或董事過度自信，過度自信皆與企業社會責任表現呈負相關，具備過度自信特定的公司其社會責任表現傾向較差，反應在較低的獲獎(天下雜誌的天下企業公民或遠見雜誌的社會責任獎)機率與較低的社會貢獻值、資產的社會報酬率以及每股社會貢獻值。相關分析的結果與表二的發現具一致性，符合本研究假說。另外，部分證據顯示過度自信變數與公司資產規模、機構投資人持股比率、家族控制虛擬變數以及具女性董事虛擬變數呈顯著負相關，表示那些具備管理階層與董事過度自信的公司，傾向是規模較小以及機構投資人持股比率較少的公司，而具過度自信的公司有相對較低的比率為家族控制型公司，而這些公司亦有相對較少的女性董事。在未報告的相關係數數據中另可發現，管理階層過度自信的公司有較高的比率具有董監事責任險保障，這部分解釋了由於董監事責任險保障降低了管理階層潛在訴訟的預期損失，使其敢於投入較少資源於企業社會責任以進行風險管理。

表二 敘述統計量

變數	分表 A. 全部樣本					分表 B. 子樣本平均數差異與檢定															
	觀察值數目	平均數	標準差	最小值	最大值	平均數 (1) <i>mhiroad</i> = 1 v.s 0		差異		平均數 (2) <i>dhiroad</i> = 1 v.s 0		差異		平均數 (3) <i>pfdmhi</i> = 1 v.s 0		差異		平均數 (4) <i>pfddhi</i> = 1 v.s 0		差異	
企業社會責任表現																					
(1) <i>csaward</i>	22,260	0.0031	0.0560	0.0000	1.0000	0.0020	0.0037	-0.0017*	0.0019	0.0038	-0.0019**	0.0024	0.0034	-0.0010	0.0016	0.0036	-0.0020**				
(2) <i>scv</i>	19,390	10.376	7.5924	-17.733	20.366	9.6920	10.511	-0.8185***	8.7465	10.722	-1.9754***	9.7176	10.466	-0.7483***	8.7796	10.652	-1.8724***				
(3) <i>sroa</i>	19,390	12.409	14.038	-175.96	131.92	10.510	12.153	-1.6433***	8.3480	12.627	-4.2792***	9.9807	12.740	-2.7590***	8.1064	13.152	-5.0456***				
(4) <i>scvps</i>	17,131	4.6566	8.3704	-15.873	336.94	3.9219	4.7631	-0.8412***	3.3319	4.9157	-1.5838***	3.5828	4.8130	-1.2302***	3.3115	4.9136	-1.6021***				
管理階層與董事會過度自信																					
(5) <i>sdmhi</i>	21,131	0.1149	0.3189	0.0000	1.0000	0.5183	0.0649	0.4534***	0.1950	0.1074	0.0876***	0.6409	0.0445	0.5964***	0.2436	0.0930	0.1506***				
(6) <i>roadmhi</i>	20,833	0.1358	0.3426	0.0000	1.0000	0.5657	0.0811	0.4846***	0.1982	0.1306	0.0675***	0.9307	0.0276	0.9030***	0.3293	0.1022	0.2271***				
(7) <i>pfdmhi</i>	21,128	0.1181	0.3227	0.0000	1.0000	0.5259	0.0676	0.4583***	0.1887	0.1126	0.0762***	1.0000	0.0000	1.0000	0.3540	0.0778	0.2762***				
(8) <i>roammhi</i>	20,833	0.0370	0.1888	0.0000	1.0000	0.1736	0.0192	0.1544***	0.0649	0.0334	0.0315***	0.0890	0.0299	0.0590***	0.0361	0.0372	-0.0011				
(9) <i>pimmhi</i>	21,128	0.0517	0.2215	0.0000	1.0000	0.2471	0.0270	0.2201***	0.0898	0.0477	0.0421***	0.1379	0.0402	0.0977***	0.0542	0.0513	0.0029				
(10) <i>mhiroad</i>	20,012	0.1244	0.3300	0.0000	1.0000	1.0000	0.0000	1.0000	0.3497	0.0819	0.2678***	0.5249	0.0674	0.4575***	0.1946	0.1116	0.0830***				
(11) <i>mhipfd</i>	20,012	0.1393	0.3463	0.0000	1.0000	0.9401	0.0256	0.9146***	0.3302	0.1033	0.2268***	0.5501	0.0808	0.4693***	0.2040	0.1276	0.0764***				
(12) <i>sddhi</i>	21,131	0.1556	0.3625	0.0000	1.0000	0.2487	0.1523	0.0964***	0.5671	0.0884	0.4787***	0.3006	0.1363	0.1643***	0.6947	0.0637	0.6310***				
(13) <i>roadddhi</i>	20,833	0.1632	0.3696	0.0000	1.0000	0.2527	0.1581	0.0946***	0.5825	0.0921	0.4905***	0.4064	0.1301	0.2763***	0.9341	0.0295	0.9046***				
(14) <i>pfdddhi</i>	21,128	0.1457	0.3528	0.0000	1.0000	0.2407	0.1415	0.0992***	0.5425	0.0805	0.4620***	0.4369	0.1067	0.3301***	1.0000	0.0000	1.0000				
(15) <i>roamdhi</i>	20,833	0.0530	0.2241	0.0000	1.0000	0.0828	0.0511	0.0316***	0.2045	0.0269	0.1776***	0.0445	0.0542	-0.0097**	0.1104	0.0431	0.0673***				
(16) <i>pfdmddhi</i>	21,128	0.0752	0.2637	0.0000	1.0000	0.1145	0.0741	0.0404***	0.2817	0.0409	0.2407***	0.0669	0.0763	-0.0093*	0.1744	0.0582	0.1162***				
(17) <i>dhiroad</i>	20,012	0.1586	0.3653	0.0000	1.0000	0.4460	0.1178	0.3282***	1.0000	0.0000	1.0000	0.2402	0.1470	0.0932***	0.5595	0.0858	0.4737***				
(18) <i>dhipfd</i>	20,012	0.1735	0.3787	0.0000	1.0000	0.4211	0.1384	0.2827***	0.9386	0.0293	0.9092***	0.2518	0.1624	0.0894**	0.5828	0.0992	0.4836***				
控制變數																					
(19) <i>asset</i>	21,155	15.007	1.4492	4.6052	21.924	15.014	15.113	-0.0990***	15.067	15.107	-0.0402	15.003	15.010	-0.0071	15.100	14.994	0.1060***				
(20) <i>debt</i>	21,155	36.096	19.253	0.0000	936.40	35.997	35.756	0.2412	36.299	35.689	0.6100*	34.536	36.304	-1.7681***	35.279	36.235	-0.9560***				
(21) <i>insthold</i>	19,990	39.006	22.806	0.0000	100.00	35.437	39.513	-4.0763***	35.862	39.598	-3.7361***	34.888	39.593	-4.7047***	35.498	39.644	-4.1460***				
(22) <i>family</i>	20,008	0.6192	0.4856	0.0000	1.0000	0.5766	0.6252	-0.0487***	0.6187	0.6193	-0.0006	0.5792	0.6249	-0.0457***	0.6302	0.6172	0.0130				
(23) <i>fd</i>	19,901	0.5364	0.4987	0.0000	1.0000	0.5224	0.5384	-0.0161	0.5492	0.5340	0.0152	0.5042	0.5410	-0.0368**	0.5364	0.5364	0.0000				

說明：本表報告變數的基本敘述統計量，包括實際觀測值個數、平均數、標準差、最小值與最大值。資料期間為 2007~2020 年。分表 A 為全樣本下的敘述統計量，分表 B 為具過度自信公司樣本與不具過度自信公司樣本之各個變數的平均數差異（前者減後者），(1) 為管理階層持股率相對前一期增加，但下一期資產報酬率相對於當期降低之公司樣本（即 *mhiroad* = 1）與不具此現象之公司樣本（即 *mhiroad* = 0）於各變數的平均數與平均數差異，(2) 為董事持股率相對前一期增加，但下一期資產報酬率相對於當期降低之公司樣本（即 *dhiroad* = 1）與不具此現象之公司樣本（即 *dhiroad* = 0）於各變數的平均數與平均數差異，(3) 為獲利金額相對前一期減少，但管理階層持股率相對前一期增加之公司樣本（即 *pfdmhi* = 1）與不具此現象之公司樣本（即 *pfdmhi* = 0）於各變數的平均數與平均數差異，(4) 為獲利金額相對前一期減少，但董事持股率相對前一期增加之公司樣本（即 *pfddhi* = 1）與不具此現象之公司樣本（即 *pfddhi* = 0）於各變數的平均數與平均數差異。*、**與***表示平均數差異分別達到 10%、5%與 1%顯著水準。

表三 相關係數

變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	
(1) <i>csraward</i>	1.0000																							
(2) <i>scv</i>	0.0382*	1.0000																						
(3) <i>sroa</i>	0.0412*	0.5967*	1.0000																					
(4) <i>scvps</i>	0.0324*	0.3167*	0.4983*	1.0000																				
(5) <i>sdmhi</i>	-0.0079	-0.0412*	-0.0769*	-0.0617*	1.0000																			
(6) <i>roadmhi</i>	-0.0061	-0.0164*	-0.0368*	-0.0194*	0.5846*	1.0000																		
(7) <i>pfmhi</i>	-0.0058	-0.0320*	-0.0639*	-0.0490*	0.6035*	0.8559*	1.0000																	
(8) <i>roammhi</i>	-0.0114	-0.1790*	-0.1538*	-0.0962*	0.2522*	0.0878*	0.1015*	1.0000																
(9) <i>pfmmhi</i>	-0.0135	-0.1618*	-0.1569*	-0.1059*	0.2991*	0.1337*	0.1423*	0.8278*	1.0000															
(10) <i>mhiroad</i>	-0.0095	-0.0355*	-0.0414*	-0.0334*	0.4583*	0.4591*	0.4579*	0.2652*	0.3203*	1.0000														
(11) <i>mhipfd</i>	-0.0092	-0.0187*	-0.0109	-0.0091	0.4455*	0.4669*	0.4476*	0.2629*	0.3217*	0.8716*	1.0000													
(12) <i>sddhi</i>	-0.0179*	-0.0963*	-0.1430*	-0.0867*	0.3107*	0.1274*	0.1463*	0.0581*	0.0648*	0.0858*	0.0701*	1.0000												
(13) <i>roaddhi</i>	-0.0144*	-0.0781*	-0.1215*	-0.0539*	0.1546*	0.2777*	0.2428*	-0.0088	0.0016	0.0831*	0.0766*	0.6047*	1.0000											
(14) <i>pfddhi</i>	-0.0121	-0.0874*	-0.1274*	-0.0702*	0.1666*	0.2353*	0.3019*	-0.0021	0.0047	0.0907*	0.0797*	0.6141*	0.8687*	1.0000										
(15) <i>roamdhi</i>	-0.0137*	-0.2591*	-0.2158*	-0.1244*	0.0509*	-0.0232*	-0.0141*	0.3518*	0.2797*	0.0457*	0.0401*	0.2870*	0.1018*	0.1066*	1.0000									
(16) <i>pfmdhi</i>	-0.0164*	-0.2435*	-0.2215*	-0.1394*	0.0549*	-0.0182*	-0.0114	0.2782*	0.3468*	0.0494*	0.0484*	0.3361*	0.1562*	0.1555*	0.8209*	1.0000								
(17) <i>dhiroad</i>	-0.0118	-0.0946*	-0.1190*	-0.0699*	0.0981*	0.0708*	0.0842*	0.0599*	0.0678*	0.2965*	0.2393*	0.4720*	0.4772*	0.4678*	0.2844*	0.3258*	1.0000							
(18) <i>dhipfd</i>	-0.0160*	-0.0760*	-0.0942*	-0.0437*	0.0876*	0.0690*	0.0780*	0.0575*	0.0711*	0.2463*	0.2809*	0.4652*	0.4807*	0.4608*	0.2717*	0.3198*	0.8770*	1.0000						
(19) <i>asset</i>	0.0767*	0.2776*	-0.0367*	0.1880*	-0.0135*	-0.0045	-0.0016	-0.0932*	-0.0751*	-0.0234*	-0.0230*	0.0002	0.0252*	0.0259*	-0.1270*	-0.0998*	-0.0105	-0.0016	1.0000					
(20) <i>debt</i>	0.0170*	-0.0336*	-0.1484*	-0.0246*	-0.0445*	-0.0267*	-0.0296*	-0.0102	0.0027	0.0045	0.0039	-0.0282*	-0.0082	-0.0175*	0.0160*	0.0270*	0.0125	0.0160*	0.1456*	1.0000				
(21) <i>insthold</i>	0.0612*	0.1696*	0.1275*	0.2125*	-0.0815*	-0.0562*	-0.0682*	-0.0827*	-0.0975*	-0.0590*	-0.0496*	-0.0862*	-0.0563*	-0.0656*	-0.1020*	-0.1184*	-0.0598*	-0.0514*	0.3901*	0.0410*	1.0000			
(22) <i>family</i>	0.0221*	-0.0384*	-0.0636*	-0.0529*	-0.0108	-0.0291*	-0.0311*	-0.0059	-0.0114	-0.0331*	-0.0345*	0.0150*	0.0110	0.0096	-0.0002	0.0045	-0.0005	0.0019	0.0005	0.0206*	-0.0149*	1.0000		
(23) <i>fdd</i>	0.0246*	0.0163*	0.0053	0.0268*	-0.0171*	-0.0269*	-0.0244*	-0.0094	-0.0078	-0.0106	-0.0114	0.0081	-0.0004	0.0000	-0.0102	-0.0061	0.0112	0.0100	0.0312*	0.0122	0.0472*	0.0911*	1.0000	

說明：本表報告變數間的皮爾森相關係數。資料期間為 2007~2020 年。星號標記相關係數達 5% 統計顯著水準。各變數定義請參考表一。

二、迴歸估計結果

表四報告管理階層過度自信對企業社會責任表現(以公司是否連續獲得企業社會責任獎(csaward)進行衡量)之影響的 Probit 迴歸估計結果。管理階層過度自信分別以當期營收相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(sdmhi)、當期資產報酬率相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(roadmhi)、當期獲利金額相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(pfdmhi)、前一期資產報酬率為負但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(roammhi)、前一期獲利金額為負但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(pfmmhi)、當期管理階層持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(mhiroad)以及當期管理階層持股率相對前一期增加但下一期獲利金額相對於當期減少之虛擬變數(mhipfd)進行衡量。

觀察估計模式(1)~(7)中各主要解釋變數的估計係數發現係數皆為負，而七個係數中有兩個達到統計顯著水準(roammhi 與 pfmmhi)，表示當公司的管理階層即便資產報酬率與獲利為負的情況下仍增加其持股時，公司有較低的機率獲得天下雜誌天下企業公民與遠見雜誌企業社會責任獎之獎項。管理階層具過度自信現象時，企業社會責任的表現有較差的傾向。主要解釋變數的估計結果部分支持本文的論點，過度自信的管理階層傾向認為公司發生不利事件的可能性較低，從而相對忽略公司在社會責任上的投入具有減緩公司風險並降低負面事件發生後之受損程度的風險管理或保險效用，從而出現公司在企業社會責任上投入較少的狀況。⁷另外，綜觀模式(1)~(7)來看，大部分控制變數的估計結果顯示資產規模的係數顯著為正，機構投資人持股比率的係數顯著為正，家族控制虛擬變數的係數顯著為正，女性董事虛擬變數的係數顯著為正，表示規模愈大、機構投資人持股比率愈高、家族控制型公司以及具有女性董事的公司，公司的企業社會責任表現較佳。最後，迴歸模型整體顯著性之 F 檢定在七個模式中皆達到統計顯著水準，表示目前的迴歸估計的模型設定相對適當。

表五報告管理階層過度自信對企業社會責任表現(以社會貢獻值(scv)進行衡量)之影響的混合 OLS 估計結果。觀察估計模式(1)~(7)中各主要解釋變數的

⁷ 針對因果倒置疑慮，本文採用前一期企業社會責任表現以預測當期管理階層與董事會過度自信，證據顯示兩者呈現顯著負向關係，表示前一期企業社會責任表現較佳，公司當期出現管理階層過度自信與董事會過度自信的可能性較低，本文資料並未顯示公司因企業社會責任表現較好而使管理階層與董事會過度有信心的現象。作者感謝匿名審稿者的修正補充意見。

估計係數發現係數皆為負，而七個係數中有五個達到統計顯著水準，表示當公司的管理階層具有過度自信現象時，公司的社會貢獻值較低，企業社會責任表現較差，估計結果傾向支持本研究假說，過度自信的管理階層傾向認為公司發生不利事件的可能性較低，從而忽略企業社會責任表現的風險管理或保險效用，使公司的社會責任表現相對較低落。表六與表七分別報告管理階層過度自信對企業社會責任表現之影響的混合 OLS 估計結果，其中企業社會責任表現分別以資產的社會報酬率(sroa)以及每股社會貢獻值(scvps)進行衡量。觀察兩個表格中主要解釋變數的估計係數可發現其皆為負，且幾乎所有係數達到統計顯著水準，表示那些管理階層具有過度自信的公司有相對較差的企業社會責任表現，符合本研究假說。

表八~表十一報告董事過度自信對企業社會責任表現之影響的迴歸估計結果。董事過度自信分別以當期營收相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(sddhi)、當期資產報酬率相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(roaddhi)、當期獲利金額相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(pfddhi)、前一期資產報酬率為負但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(roamdhi)、前一期獲利金額為負但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(pfmdhi)、當期董事持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(dhiroad)以及當期董事持股率相對前一期增加但下一期獲利金額相對於當期減少之虛擬變數(dhipfd)進行衡量。觀察各表格中估計模式(1)~(7)的各主要解釋變數估計係數可發現其大多為負且顯著，表示當董事具過度自信時，公司有較低的機率獲得天下雜誌天下企業公民與遠見雜誌企業社會責任獎之獎項，並有較低的社會貢獻值、資產的社會報酬率以及較低的每股社會貢獻值，整體而言，企業的社會責任表現較差，估計結果支持本研究假說，過度自信的董事傾向認為公司發生不利事件的可能性較低，忽略企業社會責任表現的風險管理或保險效用，使公司形成相對較不重視社會責任表現的政策。

表四 管理階層過度自信對企業社會責任表現(獲企業社會責任獎:
csreward)之影響的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數(獲企業社會責任獎: <i>csreward</i>)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>sdmhi</i>	-0.00130 (-1.36)						
<i>roadmhi</i>		-0.00156 (-1.49)					
<i>pfdmhi</i>			-0.00126 (-1.18)				
<i>roammhi</i>				-0.000811* (-1.74)			
<i>pfmmhi</i>					-0.00129*** (-3.22)		
<i>mhiroad</i>						-0.00115 (-1.14)	
<i>mhipfd</i>							-0.00130 (-1.31)
<i>asset</i>	0.00325*** (6.40)	0.00325*** (6.40)	0.00325*** (6.40)	0.00324*** (6.36)	0.00323*** (6.37)	0.00325*** (6.40)	0.00325*** (6.40)
<i>debt</i>	0.0000264 (1.49)	0.0000269 (1.50)	0.0000269 (1.50)	0.0000275 (1.53)	0.0000279 (1.55)	0.0000277 (1.53)	0.0000278 (1.54)
<i>insthold</i>	0.000109*** (5.87)	0.000110*** (5.87)	0.000110*** (5.86)	0.000110*** (5.85)	0.000110*** (5.82)	0.000110*** (5.85)	0.000110*** (5.86)
<i>family</i>	0.00441*** (4.93)	0.00440*** (4.91)	0.00439*** (4.91)	0.00441*** (4.93)	0.00440*** (4.92)	0.00439*** (4.91)	0.00439*** (4.91)
<i>fd</i>	0.00236*** (2.95)	0.00235*** (2.94)	0.00235*** (2.95)	0.00236*** (2.96)	0.00236*** (2.96)	0.00235*** (2.95)	0.00235*** (2.95)
ind. dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
year dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
截距項	-0.0512*** (-5.96)	-0.0513*** (-5.94)	-0.0513*** (-5.94)	-0.0512*** (-5.90)	-0.0511*** (-5.90)	-0.0512*** (-5.95)	-0.0511*** (-5.95)
有效樣本數	19,877	19,875	19,877	19,875	19,877	19,877	19,877
調整後判定係數	0.022	0.022	0.022	0.022	0.022	0.022	0.022
<i>F</i> -統計量之 <i>p</i> 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

說明：本表報告管理階層過度自信對企業社會責任表現(榮獲企業社會責任獎: *csreward*)之影響的 probit 迴歸估計結果。管理階層過度自信於模型(1)~(7)中分別以當期營收相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*sdmhi*)、當期資產報酬率相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roadmhi*)、當期獲利金額相對前一期降低但當期管理階層持率相對前一期增加之虛擬變數(*pfdmhi*)、前一期資產報酬率為負但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roammhi*)、前一期獲利金額為負但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfmmhi*)、當期管理階層持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(*mhiroad*)、當期管理階層持股率相對前一期增加但下一期獲利金額相對於當期減少之虛擬變數(*mhipfd*)進行衡量。控制變數包括資產規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、機構投資人持股比率(*insthold*)、是否為家族控制型企業虛擬變數(*family*)、公司是否具女性董事虛擬變數(*fd*)、產業虛擬變數與年度虛擬變數。資料期間為 2007~2020 年。括號內為估計係數之 *z* 值，而*、**與***分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

表五 管理階層過度自信對企業社會責任表現(社會貢獻值: scv)之影響的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數(社會貢獻值: scv)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>sdmhi</i>	-0.583*** (-3.57)						
<i>roadmhi</i>		-0.136 (-0.89)					
<i>pfdmhi</i>			-0.491*** (-3.03)				
<i>roammhi</i>				-5.692*** (-20.77)			
<i>pfmmhi</i>					-4.241*** (-18.27)		
<i>mhiroad</i>						-0.483*** (-3.00)	
<i>mhipfd</i>							-0.134 (-0.87)
<i>asset</i>	1.558*** (34.93)	1.558*** (34.91)	1.560*** (34.97)	1.492*** (33.73)	1.512*** (34.15)	1.558*** (34.92)	1.557*** (34.91)
<i>debt</i>	- 0.0413*** (-12.84)	- 0.0409*** (-12.72)	- 0.0410*** (-12.77)	- 0.0399*** (-12.56)	- 0.0390*** (-12.26)	- 0.0407*** (-12.67)	- 0.0408*** (-12.69)
<i>insthold</i>	0.0210*** (8.04)	0.0215*** (8.23)	0.0212*** (8.11)	0.0188*** (7.30)	0.0182*** (7.02)	0.0212*** (8.13)	0.0215*** (8.24)
<i>family</i>	-0.531*** (-4.67)	-0.533*** (-4.68)	-0.537*** (-4.72)	-0.543*** (-4.83)	-0.549*** (-4.87)	-0.538*** (-4.73)	-0.533*** (-4.68)
<i>fdd</i>	0.125 (1.14)	0.126 (1.15)	0.124 (1.13)	0.103 (0.95)	0.109 (1.00)	0.124 (1.13)	0.126 (1.15)
ind. dummies	yes						
year dummies	yes						
截距項	-12.25*** (-17.68)	-12.35*** (-17.83)	-12.33*** (-17.80)	-10.95*** (-15.92)	-11.29*** (-16.39)	-12.27*** (-17.70)	-12.33*** (-17.79)
有效樣本數	18,358	18,356	18,358	18,356	18,358	18,358	18,358
調整後判定係數	0.123	0.122	0.122	0.142	0.138	0.122	0.122
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

說明：本表報告管理階層過度自信對企業社會責任表現(社會貢獻值: scv)之影響的迴歸估計結果。管理階層過度自信於模型(1)~(7)中分別以當期營收相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*sdmhi*)、當期資產報酬率相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roadmhi*)、當期獲利金額相對前一期降低但當期管理階層持率相對前一期增加之虛擬變數(*pfdmhi*)、前一期資產報酬率為負但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roammhi*)、前一期獲利金額為負但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfmmhi*)、當期管理階層持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(*mhiroad*)、當期管理階層持股率相對前一期增加但下一期獲利金額相對於當期減少之虛擬變數(*mhiroad*)進行衡量。控制變數包括資產規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、機構投資人持股比率(*insthold*)、是否為家族控制型企業虛擬變數(*family*)、公司是否具女性董事虛擬變數(*fdd*)、產業虛擬變數與年度虛擬變數。資料期間為 2007~2020 年。括號內為估計係數之 *t* 值，而*、**與***分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

表六 管理階層過度自信對企業社會責任表現(資產的社會報酬率: *sroa*)之影響的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數(資產的社會報酬率: <i>sroa</i>)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>sdmhi</i>	-2.520*** (-9.06)						
<i>roadmhi</i>		-0.993*** (-3.75)					
<i>pfdmhi</i>			-2.126*** (-8.01)				
<i>roammhi</i>				-9.894*** (-15.61)			
<i>pfmmhi</i>					-8.358*** (-17.29)		
<i>mhiroad</i>						-1.300*** (-4.69)	
<i>mhipfd</i>							-0.215 (-0.79)
<i>asset</i>	0.214** (2.15)	0.218** (2.19)	0.226** (2.26)	0.0977 (0.99)	0.123 (1.25)	0.214** (2.14)	0.213** (2.13)
<i>debt</i>	-0.118*** (-16.61)	-0.116*** (-16.39)	-0.116*** (-16.48)	-0.114*** (-16.21)	-0.112*** (-15.91)	-0.115*** (-16.29)	-0.115*** (-16.33)
<i>insthold</i>	0.0763*** (15.70)	0.0781*** (16.04)	0.0770*** (15.81)	0.0741*** (15.35)	0.0721*** (14.93)	0.0778*** (15.98)	0.0786*** (16.16)
<i>family</i>	-0.724*** (-3.59)	-0.734*** (-3.64)	-0.750*** (-3.72)	-0.745*** (-3.73)	-0.760*** (-3.81)	-0.744*** (-3.68)	-0.729*** (-3.61)
<i>fdd</i>	0.0368 (0.20)	0.0380 (0.20)	0.0319 (0.17)	0.00397 (0.02)	0.0110 (0.06)	0.0375 (0.20)	0.0447 (0.24)
ind. dummies	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
year dummies	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
截距項	9.016*** (5.94)	8.631*** (5.68)	8.684*** (5.72)	11.01*** (7.33)	10.66*** (7.09)	8.803*** (5.79)	8.597*** (5.66)
有效樣本數	18,358	18,356	18,358	18,356	18,358	18,358	18,358
調整後判定係數	0.115	0.112	0.114	0.132	0.131	0.112	0.111
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

說明：本表報告管理階層過度自信對企業社會責任表現(資產的社會報酬率: *sroa*)之影響的迴歸估計結果。管理階層過度自信於模型(1)~(7)中分別以當期營收相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*sdmhi*)、當期資產報酬率相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roadmhi*)、當期獲利金額相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfdmhi*)、前一期資產報酬率為負但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roammhi*)、前一期獲利金額為負但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfmmhi*)、當期管理階層持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(*mhiroad*)、當期管理階層持股率相對前一期增加但下一期獲利金額相對於當期減少之虛擬變數(*mhiroad*)進行衡量。控制變數包括資產規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、機構投資人持股比率(*insthold*)、是否為家族控制型企業虛擬變數(*family*)、公司是否具女性董事虛擬變數(*fdd*)、產業虛擬變數與年度虛擬變數。資料期間為2007~2020年。括號內為估計係數之*t*值，而*、**與***分別表示估計係數達10%、5%與1%顯著水準。

表七 管理階層過度自信對企業社會責任表現(每股社會貢獻值: *scvps*)之影響的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數(每股社會貢獻值: <i>scvps</i>)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>sdmhi</i>	-1.189*** (-9.97)						
<i>roadmhi</i>		-0.344*** (-2.69)					
<i>pfdmhi</i>			-1.056*** (-8.73)				
<i>roammhi</i>				-3.074*** (-22.21)			
<i>pfmmhi</i>					-2.948*** (-24.97)		
<i>mhiroad</i>						-0.717*** (-5.72)	
<i>mhipfd</i>							-0.192 (-1.46)
<i>asset</i>	1.088*** (11.16)	1.092*** (11.15)	1.096*** (11.20)	1.052*** (10.77)	1.055*** (10.84)	1.091*** (11.17)	1.090*** (11.15)
<i>debt</i>	-0.0211*** (-4.72)	-0.0204*** (-4.57)	-0.0207*** (-4.64)	-0.0196*** (-4.43)	-0.0188*** (-4.25)	-0.0200*** (-4.53)	-0.0202*** (-4.55)
<i>insthold</i>	0.0532*** (21.91)	0.0541*** (22.17)	0.0534*** (21.93)	0.0529*** (21.69)	0.0520*** (21.40)	0.0537*** (22.08)	0.0542*** (22.24)
<i>family</i>	-0.261* (-1.83)	-0.265* (-1.86)	-0.274* (-1.93)	-0.273* (-1.91)	-0.279* (-1.96)	-0.272* (-1.91)	-0.264* (-1.85)
<i>fdd</i>	-0.0600 (-0.46)	-0.0579 (-0.44)	-0.0632 (-0.48)	-0.0677 (-0.52)	-0.0679 (-0.52)	-0.0607 (-0.47)	-0.0568 (-0.43)
ind. dummies	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
year dummies	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
截距項	-12.41*** (-8.76)	-12.63*** (-8.86)	-12.58*** (-8.83)	-11.86*** (-8.29)	-11.86*** (-8.34)	-12.53*** (-8.81)	-12.63*** (-8.88)
有效樣本數	17,098	17,097	17,098	17,097	17,098	17,098	17,098
調整後判定係數	0.103	0.101	0.102	0.105	0.107	0.101	0.101
<i>F</i> -統計量之 <i>p</i> 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

說明：本表報告管理階層過度自信對企業社會責任表現(每股社會貢獻值: *scvps*)之影響的迴歸估計結果。管理階層過度自信於模型(1)~(7)中分別以當期營收相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*sdmhi*)、當期資產報酬率相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roadmhi*)、當期獲利金額相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfdmhi*)、前一期資產報酬率為負但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roammhi*)、前一期獲利金額為負但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfmmhi*)、當期管理階層持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(*mhiroad*)、當期管理階層持股率相對前一期增加但下一期獲利金額相對於當期減少之虛擬變數(*mhiroad*)進行衡量。控制變數包括資產規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、機構投資人持股比率(*insthold*)、是否為家族控制型企業虛擬變數(*family*)、公司是否具有女性董事虛擬變數(*fdd*)、產業虛擬變數與年度虛擬變數。資料期間為 2007~2020 年。括號內為估計係數之 *t* 值，而*、**與***分別表示估計係數達 10%、5%與 1% 顯著水準。

表八 董事會過度自信對企業社會責任表現(獲企業社會責任獎: *csraward*)
之影響的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數(獲企業社會責任獎: <i>csraward</i>)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>sddhi</i>	-0.00242*** (-3.39)						
<i>roaddhi</i>		-0.00222** (-2.52)					
<i>pfddhi</i>			-0.00180** (-1.99)				
<i>roamdhi</i>				-0.000400 (-0.89)			
<i>pfmdhi</i>					-0.000938** (-2.46)		
<i>dhiroad</i>						-0.00105 (-1.15)	
<i>dhipfd</i>							-0.00188** (-2.38)
<i>asset</i>	0.00324*** (6.39)	0.00326*** (6.41)	0.00326*** (6.41)	0.00324*** (6.33)	0.00322*** (6.33)	0.00324*** (6.40)	0.00325*** (6.40)
<i>debt</i>	0.0000258 (1.43)	0.0000266 (1.47)	0.0000264 (1.47)	0.0000277 (1.55)	0.0000283 (1.58)	0.0000276 (1.53)	0.0000280 (1.55)
<i>insthold</i>	0.000107*** (5.74)	0.000108*** (5.77)	0.000109*** (5.76)	0.000111*** (5.85)	0.000110*** (5.82)	0.000110*** (5.82)	0.000109*** (5.82)
<i>family</i>	0.00442*** (4.93)	0.00442*** (4.94)	0.00441*** (4.93)	0.00441*** (4.93)	0.00441*** (4.93)	0.00440*** (4.93)	0.00440*** (4.93)
<i>fdd</i>	0.00238*** (2.98)	0.00236*** (2.96)	0.00236*** (2.96)	0.00236*** (2.96)	0.00236*** (2.96)	0.00237*** (2.96)	0.00237*** (2.97)
ind. dummies	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
year dummies	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
截距項	-0.0507*** (-5.89)	-0.0511*** (-5.93)	-0.0512*** (-5.93)	-0.0512*** (-5.87)	-0.0510*** (-5.86)	-0.0511*** (-5.89)	-0.0509*** (-5.89)
有效樣本數	19,877	19,875	19,877	19,875	19,877	19,877	19,877
調整後判定係數	0.022	0.022	0.022	0.022	0.022	0.022	0.022
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

說明：本表報告董事過度自信對企業社會責任表現(榮獲企業社會責任獎: *csraward*)之影響的probit迴歸估計結果。董事過度自信於模型(1)~(7)中分別以當期營收相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*sddhi*)、當期資產報酬率相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roaddhi*)、當期獲利金額相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfddhi*)、前一期資產報酬率為負但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roamdhi*)、前一期獲利金額為負但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfmdhi*)、當期董事持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(*dhiroad*)、當期董事持股率相對前一期增加但下一期獲利金額相對於當期減少之虛擬變數(*dhipfd*)進行衡量。控制變數包括資產規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、機構投資人持股比率(*insthold*)、是否為家族控制型企業虛擬變數(*family*)、公司是否具女性董事虛擬變數(*fdd*)、產業虛擬變數與年度虛擬變數。資料期間為2007~2020年。括號內為估計係數之z值，而*、**與***分別表示估計係數達10%、5%與1%顯著水準。

表九 董事會過度自信對企業社會責任表現(社會貢獻值: scv)之影響的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數(社會貢獻值: scv)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>sddhi</i>	-1.663*** (-11.56)						
<i>roaddhi</i>		-1.458*** (-10.31)					
<i>pfddhi</i>			-1.683*** (-11.45)				
<i>roamdhi</i>				-7.117*** (-31.06)			
<i>pfmdhi</i>					-5.560*** (-28.66)		
<i>dhiroad</i>						-1.684*** (-11.60)	
<i>dhipfd</i>							-1.334*** (-9.51)
<i>asset</i>	1.554*** (34.95)	1.571*** (35.28)	1.570*** (35.30)	1.388*** (31.67)	1.428*** (32.55)	1.556*** (35.00)	1.560*** (35.04)
<i>debt</i>	-0.0420*** (-13.12)	-0.0415*** (-12.94)	-0.0418*** (-13.06)	-0.0361*** (-11.50)	-0.0355*** (-11.29)	-0.0406*** (-12.67)	-0.0405*** (-12.63)
<i>insthold</i>	0.0193*** (7.42)	0.0198*** (7.62)	0.0194*** (7.45)	0.0179*** (7.03)	0.0163*** (6.37)	0.0199*** (7.63)	0.0202*** (7.77)
<i>family</i>	-0.524*** (-4.62)	-0.526*** (-4.64)	-0.529*** (-4.66)	-0.536*** (-4.83)	-0.524*** (-4.71)	-0.542*** (-4.78)	-0.536*** (-4.73)
<i>fdd</i>	0.149 (1.36)	0.133 (1.22)	0.133 (1.21)	0.112 (1.05)	0.130 (1.21)	0.139 (1.27)	0.135 (1.23)
ind. dummies	<i>yes</i>						
year dummies	<i>yes</i>						
截距項	-11.83*** (-17.10)	-12.19*** (-17.64)	-12.14*** (-17.58)	-9.218*** (-13.50)	-9.781*** (-14.31)	-11.88*** (-17.17)	-12.00*** (-17.34)
有效樣本數	18358	18356	18358	18356	18358	18358	18358
調整後判定係數	0.128	0.127	0.128	0.166	0.160	0.128	0.126
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

說明：本表報告董事過度自信對企業社會責任表現(社會貢獻值: scv)之影響的迴歸估計結果。董事過度自信於模型(1)~(7)中分別以當期營收相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*sddhi*)、當期資產報酬率相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roaddhi*)、當期獲利金額相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfddhi*)、前一期資產報酬率為負但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roamdhi*)、前一期獲利金額為負但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfmdhi*)、當期董事持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(*dhiroad*)、當期董事持股率相對前一期增加但下一期獲利金額相對於當期減少之虛擬變數(*dhiroad*)進行衡量。控制變數包括資產規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、機構投資人持股比例(*insthold*)、是否為家族控制型企業虛擬變數(*family*)、公司是否具女性董事虛擬變數(*fdd*)、產業虛擬變數與年度虛擬變數。資料期間為 2007~2020 年。括號內為估計係數之 *t* 值，而*、**與***分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

表十 董事會過度自信對企業社會責任表現(資產的社會報酬率: *sroa*)之影響的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數(資產的社會報酬率: <i>sroa</i>)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>sddhi</i>	-4.218*** (-16.22)						
<i>roaddhi</i>		-3.398*** (-13.20)					
<i>pfddhi</i>			-3.728*** (-14.59)				
<i>roamdhi</i>				-11.70*** (-21.01)			
<i>pfmdhi</i>					-9.921*** (-23.11)		
<i>dhiroad</i>						-3.501*** (-13.08)	
<i>dhipfd</i>							-2.560*** (-9.78)
<i>asset</i>	0.203** (2.06)	0.243** (2.43)	0.241** (2.42)	-0.0660 (-0.69)	-0.0179 (-0.19)	0.209** (2.11)	0.217** (2.18)
<i>debt</i>	-0.119*** (-16.84)	-0.117*** (-16.62)	-0.118*** (-16.72)	-0.108*** (-15.66)	-0.106*** (-15.40)	-0.115*** (-16.39)	-0.115*** (-16.36)
<i>insthold</i>	0.0731*** (15.06)	0.0748*** (15.38)	0.0740*** (15.22)	0.0728*** (15.21)	0.0694*** (14.46)	0.0752*** (15.51)	0.0762*** (15.69)
<i>family</i>	-0.706*** (-3.52)	-0.712*** (-3.54)	-0.719*** (-3.58)	-0.731*** (-3.71)	-0.713*** (-3.61)	-0.747*** (-3.72)	-0.735*** (-3.65)
<i>fdd</i>	0.100 (0.54)	0.0604 (0.32)	0.0582 (0.31)	0.0211 (0.11)	0.0508 (0.28)	0.0712 (0.38)	0.0611 (0.33)
ind. dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
year dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
截距項	9.902*** (6.61)	8.961*** (5.94)	9.038*** (5.98)	13.72*** (9.43)	13.16*** (9.02)	9.560*** (6.35)	9.246*** (6.14)
有效樣本數	18,358	18,356	18,358	18,356	18,358	18,358	18,358
調整後判定係數	0.125	0.120	0.121	0.151	0.151	0.120	0.116
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

說明：本表報告董事過度自信對企業社會責任表現(資產的社會報酬率: *sroa*)之影響的迴歸估計結果。董事過度自信於模型(1)-(7)中分別以當期營收相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*sddhi*)、當期資產報酬率相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roaddhi*)、當期獲利金額相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfddhi*)、前一期資產報酬率為負但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roamdhi*)、前一期獲利金額為負但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfmdhi*)、當期董事持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(*dhiroad*)、當期董事持股率相對前一期增加但下一期獲利金額相對於當期減少之虛擬變數(*dhipfd*)進行衡量。控制變數包括資產規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、機構投資人持股比率(*insthold*)、是否為家族控制型企業虛擬變數(*family*)、公司是否具女性董事虛擬變數(*fdd*)、產業虛擬變數與年度虛擬變數。資料期間為 2007~2020 年。括號內為估計係數之 *t* 值，而*、**與***分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

表十一 董事會過度自信對企業社會責任表現(每股社會貢獻值: scvps)之影響的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數(每股社會貢獻值: scvps)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>sddhi</i>	-1.403*** (-8.24)						
<i>roaddhi</i>		-0.887*** (-4.98)					
<i>pfddhi</i>			-1.221*** (-6.62)				
<i>roamdhi</i>				-3.135*** (-26.40)			
<i>pfmdhi</i>					-3.038*** (-30.78)		
<i>dhiroad</i>						-1.294*** (-11.09)	
<i>dhipfd</i>							-0.747*** (-5.02)
<i>asset</i>	1.083*** (11.07)	1.096*** (11.24)	1.097*** (11.25)	1.006*** (10.25)	1.009*** (10.37)	1.088*** (11.16)	1.091*** (11.17)
<i>debt</i>	-	-	-	-	-	-	-
	0.0212*** (-4.80)	0.0206*** (-4.65)	0.0209*** (-4.74)	0.0180*** (-4.05)	0.0171*** (-3.88)	0.0200*** (-4.52)	0.0200*** (-4.51)
<i>insthold</i>	0.0525*** (21.32)	0.0533*** (21.58)	0.0528*** (21.35)	0.0531*** (21.83)	0.0518*** (21.39)	0.0530*** (21.85)	0.0536*** (21.98)
<i>family</i>	-0.258* (-1.81)	-0.260* (-1.82)	-0.262* (-1.83)	-0.264* (-1.85)	-0.258* (-1.81)	-0.272* (-1.91)	-0.266* (-1.87)
<i>fdd</i>	-0.0340 (-0.26)	-0.0493 (-0.38)	-0.0487 (-0.37)	-0.0585 (-0.45)	-0.0507 (-0.39)	-0.0441 (-0.34)	-0.0500 (-0.38)
ind. dummies	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
year dummies	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
截距項	-12.15*** (-8.46)	-12.52*** (-8.75)	-12.46*** (-8.71)	-11.15*** (-7.74)	-11.11*** (-7.80)	-12.28*** (-8.66)	-12.45*** (-8.72)
有效樣本數	17,098	17,097	17,098	17,097	17,098	17,098	17,098
調整後判定係數	0.104	0.102	0.103	0.108	0.110	0.104	0.102
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

說明：本表報告董事過度自信對企業社會責任表現(每股社會貢獻值: scvps)之影響的迴歸估計結果。董事過度自信於模型(1)~(7)中分別以當期營收相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*sddhi*)、當期資產報酬率相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roaddhi*)、當期獲利金額相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfddhi*)、前一期資產報酬率為負但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roamdhi*)、前一期獲利金額為負但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfmdhi*)、當期董事持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(*dhiroad*)、當期董事持股率相對前一期增加但下一期獲利金額相對於當期減少之虛擬變數(*dhiroad*)進行衡量。控制變數包括資產規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、機構投資人持股比率(*insthold*)、是否為家族控制型企業虛擬變數(*family*)、公司是否具女性董事虛擬變數(*fdd*)、產業虛擬變數與年度虛擬變數。資料期間為2007~2020年。括號內為估計係數之t值，而*、**與***分別表示估計係數達10%、5%與1%顯著水準。

三、增額分析

(一) 傾向分數配對與兩階段估計以降低樣本自我選擇偏誤

考慮具有過度自信管理階層與過度自信董事會的公司其財務特性與治理結構相對於不具過度自信者而言可能有明顯的差異，使得過度自信與企業社會責任的負向關係可部分地由具有過度自信之公司與不具過度自信之公司的背景條件差異因素來解釋，產生樣本非隨機被指派(non-random assigned)至具過度自信公司樣本自我選擇(self-selection)問題。針對樣本自我選擇問題的矯正，一般可採用 Rosenbaum and Rubin (1983, 1985a,b)的傾向分數配對(Propensity Score Matching)或 Heckman (1979)的兩階段估計(Two-stage estimation)進行處理。

基於 Rosenbaum and Rubin (1983, 1985a,b)的傾向分數配對，本文首先觀察管理階層過度自信變數與公司特性、股權結構與治理變數的相關係數發現，管理階層過度自信與股權結構與治理變數較無一致性的方向，但那些具有管理階層過度自信的公司傾向為規模較小且獲利能力較差的公司，負債比率對過度自信的影響方向則較不一致。本研究根據公司資產規模、資產報酬率與負債比率，基於全部樣本，以 Probit 模型估計公司具有過度自信管理階層的機率函數((即為管理階層具過度自信的傾向分數函數(propensity score function))，以得到公司具過度自信管理階層的估計機率((即傾向分數(propensity score))。基於傾向分數之最近似性(nearest)為準則，針對每一個具過度自信管理階層的樣本，尋找傾向分數最接近之不具過度自信管理階層的樣本以作為配對樣本(matching sample)，並採取抽出放回(with replacement)。經配對後的樣本為原先具過度自信管理階層的樣本以及傾向分數與具過度自信管理階層樣本最為近似之不具過度自信管理階層樣本。針對董事會過度自信的樣本配對過程亦類似。

表十二報告在傾向分數配對下，董事過度自信與管理階層過度自信對企業社會責任表現(每股社會貢獻值: scvps)之影響的迴歸估計結果，其中分表 A 中的主要解釋變數為董事會過度自信變數，分表 B 中的主要解釋變數為管理階層過度自信變數。觀察兩個分表中各估計模式中主要解釋變數的係數發現，大部分董事會過度自信與管理階層過度自信變數對企業社會責任表現的影響係數為負且達統計顯著水準，表示那些具有過度自信管理階層與過度自信董事會的公司傾向有較低落的企業社會責任表現，與本研究的假說的預期方向一致。考慮具有過度自信管理階層與過度自信董事會的公司其財務特性與治理結構相對於不具過度自信者而言可能有明顯的差異，使得過度自信與企業社會責任

的負向關係可部分地由具有過度自信之公司與不具過度自信之公司的背景條件差異因素來解釋，產生樣本非隨機被指派(non-random assigned)至具過度自信公司樣本自我選擇(self-selection)問題。針對樣本自我選擇問題的矯正，一般可採用 Rosenbaum and Rubin (1983, 1985a,b)的傾向分數配對(Propensity Score Matching)或 Heckman (1979)的兩階段估計(Two-stage estimation)進行處理。

基於 Rosenbaum and Rubin (1983, 1985a,b)的傾向分數配對，本文首先觀察管理階層過度自信變數與公司特性、股權結構與治理變數的相關係數發現，管理階層過度自信與股權結構與治理變數較無一致性的方向，但那些具有管理階層過度自信的公司傾向為規模較小且獲利能力較差的公司，負債比率對過度自信的影響方向則較不一致。本研究根據公司資產規模、資產報酬率與負債比率，基於全部樣本，以 Probit 模型估計公司具有過度自信管理階層的機率函數((即為管理階層具過度自信的傾向分數函數(propensity score function))，以得到公司具過度自信管理階層的估計機率((即傾向分數(propensity score))。基於傾向分數之最近似性(nearest)為準則，針對每一個具過度自信管理階層的樣本，尋找傾向分數最接近之不具過度自信管理階層的樣本以作為配對樣本(matching sample)，並採取抽出放回(with replacement)。經配對後的樣本為原先具過度自信管理階層的樣本以及傾向分數與具過度自信管理階層樣本最為近似之不具過度自信管理階層樣本。針對董事會過度自信的樣本配對過程亦類似。

表十二報告在傾向分數配對下，董事過度自信與管理階層過度自信對企業社會責任表現(每股社會貢獻值: scvps)之影響的迴歸估計結果，其中分表 A 中的主要解釋變數為董事會過度自信變數，分表 B 中的主要解釋變數為管理階層過度自信變數。觀察兩個分表中各估計模式中主要解釋變數的係數發現，大部分董事會過度自信與管理階層過度自信變數對企業社會責任表現的影響係數為負且達統計顯著水準，表示那些具有過度自信管理階層與過度自信董事會的公司傾向有較低落的企業社會責任表現，與本研究的假說的預期方向一致。⁸

⁸ 本研究另採用 Heckman (1979)的兩階段估計以降低公司具有過度自信管理階層與過度自信董事會的樣本自我選擇問題，第一階段以 Probit 模式估計公司是否具有公司具有過度自信管理階層與過度自信董事會的決定方程式，解釋變數包括資產總額(asset)、資產報酬率(ROA)與負債比率(debt)。第一階段的估計可得到選擇偏誤調整項(Inverse Mill's Ratio, lambda)，代入第二階段估計式(即迴歸式(1))中成為一新增的解釋變數。兩階段估計採最大似估計(Maximum Likelihood Estimation)。實證結果顯示(未報告)在第一階段估計中，公司規模與資產報酬率顯著負向公司成為具有過度自信管理階層與過度自信董事會的機率，負債比率的係數則缺乏統計顯著性；在第二階段估計中，不僅第一階段估計所得到的選擇偏誤調整項於第二階段的估計中達統計顯著水準，第二階段的估計結果顯示過度自信管理階層與過度自信董事會的係數為負且達統計顯著水準，表示當公司具有過度自信管理階層與過度自信董事會時，企業社會責任表現傾向較差，估計結果與本研究假說所陳述的方向一致。

表十二 董事會與管理階層過度自信對企業社會責任表現(每股社會貢獻值: scvps) 之影響的迴歸估計結果(傾向分數配對)(續)

分表B. 解釋變數	被解釋變數(每股社會貢獻值: scvps)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>sdmhi</i>	-0.445 (-1.60)						
<i>roadmhi</i>		0.180 (0.72)					
<i>pfdmhi</i>			-0.325 (-1.23)				
<i>roammhi</i>				-2.920*** (-5.59)			
<i>pfmmhi</i>					-2.836*** (-6.51)		
<i>mhiroad</i>						-0.513* (-1.75)	
<i>mhipfd</i>							-0.304 (-1.07)
<i>asset</i>	1.116*** (12.50)	1.115*** (12.47)	1.120*** (12.54)	1.064*** (11.88)	1.069*** (11.97)	1.119*** (12.53)	1.118*** (12.52)
<i>debt</i>	-0.0168*** (-2.68)	-0.0163*** (-2.60)	-0.0165*** (-2.64)	-0.0155** (-2.48)	-0.0148** (-2.37)	-0.0162*** (-2.59)	-0.0162*** (-2.59)
<i>insthold</i>	0.0472*** (8.61)	0.0481*** (8.76)	0.0473*** (8.62)	0.0466*** (8.53)	0.0454*** (8.31)	0.0473*** (8.62)	0.0475*** (8.67)
<i>family</i>	-0.127 (-0.56)	-0.118 (-0.52)	-0.131 (-0.58)	-0.115 (-0.51)	-0.123 (-0.55)	-0.132 (-0.59)	-0.125 (-0.55)
<i>fdd</i>	-0.160 (-0.74)	-0.154 (-0.71)	-0.159 (-0.74)	-0.170 (-0.79)	-0.179 (-0.83)	-0.160 (-0.74)	-0.157 (-0.73)
ind. dummies	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
year dummies	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
截距項	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
有效樣本數	6,013	6,013	6,013	6,013	6,013	6,013	6,013
調整後判定係數	0.080	0.080	0.080	0.085	0.087	0.080	0.080
F統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

說明：本表報告在傾向分數配對下，董事會過度自信與管理階層過度自信對企業社會責任表現(每股社會貢獻值: scvps)之影響的迴歸估計結果，其中分表A中的主要解釋變數為董事會過度自信變數，分表B中的主要解釋變數為管理階層過度自信變數。控制變數包括資產規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、機構投資人持股比率(*insthold*)、是否為家族控制型企業虛擬變數(*family*)、公司是否具女性董事虛擬變數(*fdd*)、產業虛擬變數與年度虛擬變數。資料期間為2007~2020年。括號內為估計係數之t值，而*、**與***分別表示估計係數達10%、5%與1%顯著水準。

(二) 固定效果與隨機效果模式下的估計

本研究分析的資料為 1,590 家上市上櫃非金融產業公司普通股於 2007~2020 年的資料，然並非所有公司的各個變數於研究期間內皆有資料(部分樣本公司於研究期間陸續掛牌上市或上櫃)，使得本研究資料型態為一不平衡追蹤資料(unbalanced panel data)。至目前為止於迴歸估計上是採用最小平方的混合估計(Pooled LS Estimation)，本文另外考慮不同公司與不同年度間各樣本的異質性，採用固定效果(fixed effect)與隨機效果(random effect)模式分別進行迴歸方程式(1)的估計。

表十三與表十四分別報告在固定效果模式(公司與年度固定效果)與隨機效果模式下，公司管理階層過度自信與董事會過度自信如何影響企業社會責任表現(每股社會貢獻值: scvps)的估計結果。觀察七個管理階層過度自信與七個董事會過度自信對每股社會貢獻值的影響係數可發現其皆為負且皆達到統計顯著水準，表示不論管理階層或董事會過度自信的狀況出現時，公司傾向會有較低的每股社會貢獻值，管理階層與董事會過度自信降低公司的企業社會責任表現，符合本研究假說。雖然透過 Hausman (1978)檢定結果($\chi^2=261.76$ ， p 值=0.0001)得知固定效果模式與隨機效果模式的估計結果具顯著差異性，但由於本研究資料為不平衡追蹤資料，因此隨機效果模式為較適合的估計方式。然而不論是隨機效果模式或固定效果模式下的估計結果，管理階層與董事會過度自信對於企業社會責任表現的影響方向是一致的。

解釋變數	被解釋變數(每股社會貢獻值: <i>scvps</i>)													
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
<i>asset</i>	3.229*** (28.79)	3.230*** (28.81)	3.244*** (28.95)	3.226*** (28.68)	3.224*** (28.68)	3.203*** (28.55)	3.210*** (28.59)	3.224*** (28.76)	3.242*** (28.96)	3.248*** (29.01)	3.214*** (28.50)	3.210*** (28.50)	3.191*** (28.46)	3.201*** (28.53)
<i>debt</i>	-0.0317*** (-8.10)	-0.0311*** (-7.95)	-0.0312*** (-7.99)	-0.0307*** (-7.83)	-0.0305*** (-7.80)	-0.0300*** (-7.66)	-0.0303*** (-7.75)	-0.0313*** (-8.00)	-0.0307*** (-7.85)	-0.0310*** (-7.94)	-0.0304*** (-7.74)	-0.0303*** (-7.73)	-0.0291*** (-7.44)	-0.0294*** (-7.51)
<i>insthold</i>	0.0687*** (17.20)	0.0694*** (17.37)	0.0689*** (17.26)	0.0694*** (17.36)	0.0691*** (17.29)	0.0688*** (17.23)	0.0691*** (17.30)	0.0687*** (17.21)	0.0689*** (17.28)	0.0687*** (17.24)	0.0695*** (17.38)	0.0691*** (17.29)	0.0687*** (17.23)	0.0689*** (17.27)
<i>family</i>	-0.0443 (-0.16)	-0.0364 (-0.13)	-0.0384 (-0.14)	-0.0473 (-0.17)	-0.0475 (-0.17)	-0.0446 (-0.16)	-0.0434 (-0.15)	-0.0520 (-0.18)	-0.0432 (-0.15)	-0.0393 (-0.14)	-0.0638 (-0.23)	-0.0672 (-0.24)	-0.0588 (-0.21)	-0.0664 (-0.23)
<i>fdd</i>	-0.267** (-2.29)	-0.277** (-2.38)	-0.276** (-2.37)	-0.266** (-2.28)	-0.266** (-2.27)	-0.261** (-2.24)	-0.257** (-2.21)	-0.242** (-2.08)	-0.251** (-2.15)	-0.251** (-2.15)	-0.262** (-2.24)	-0.261** (-2.24)	-0.225* (-1.93)	-0.230** (-1.97)
Firm F.E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year F.E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind. F.E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距項	-45.60*** (-27.79)	-45.66*** (-27.83)	-45.83*** (-27.96)	-45.69*** (-27.76)	-45.65*** (-27.75)	-45.27*** (-27.57)	-45.39*** (-27.62)	-45.52*** (-27.75)	-45.79*** (-27.96)	-45.86*** (-28.01)	-45.51*** (-27.56)	-45.41*** (-27.54)	-45.07*** (-27.47)	-45.23*** (-27.55)
有效樣本數	17,098	17,097	17,098	17,097	17,098	17,098	17,098	17,098	17,097	17,098	17,097	17,098	17,098	17,098
判定係數	0.0513	0.0506	0.0512	0.0510	0.0512	0.0509	0.0504	0.0520	0.0516	0.0521	0.0513	0.0517	0.0521	0.0513
F-統計量之p值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：本表報告在固定效果(Fixed-Effect)模式下，管理階層與董事過度自信對企業社會責任表現(每股社會貢獻值:*scvps*)之影響的迴歸估計結果。過度自信於模型(1)~(14)中分別以 7 個管理階層過度自信的變數(即表四~表七中的 7 個管理階層過度自信變數)以及 7 個董事會過度自信的變數(即表八~表十一中的 7 個董事會過度自信變數)進行衡量，迴歸方程中的控制變數與本文迴歸式(1)相同。資料期間為 2007~2020 年。括號內為估計係數之 *t* 值，而*、**與***分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

解釋變數	被解釋變數(每股社會貢獻值: <i>scvps</i>)													
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
<i>asset</i>	2.274*** (24.82)	2.287*** (24.94)	2.292*** (25.03)	2.235*** (24.46)	2.229*** (24.45)	2.258*** (24.61)	2.262*** (24.65)	2.256*** (24.66)	2.286*** (24.94)	2.284*** (24.95)	2.215*** (24.19)	2.207*** (24.19)	2.236*** (24.39)	2.247*** (24.49)
<i>debt</i>	-0.0264*** (-7.03)	-0.0258*** (-6.89)	-0.0259*** (-6.92)	-0.0251*** (-6.68)	-0.0249*** (-6.63)	-0.0249*** (-6.64)	-0.0252*** (-6.71)	-0.0260*** (-6.94)	-0.0255*** (-6.82)	-0.0258*** (-6.89)	-0.0246*** (-6.55)	-0.0245*** (-6.53)	-0.0242*** (-6.45)	-0.0244*** (-6.50)
<i>insthold</i>	0.0655*** (17.45)	0.0662*** (17.66)	0.0657*** (17.55)	0.0657*** (17.54)	0.0654*** (17.45)	0.0654*** (17.45)	0.0658*** (17.53)	0.0653*** (17.41)	0.0656*** (17.52)	0.0653*** (17.44)	0.0658*** (17.56)	0.0653*** (17.44)	0.0651*** (17.37)	0.0654*** (17.44)
<i>family</i>	-0.0102 (-0.05)	-0.00497 (-0.02)	-0.00905 (-0.04)	-0.0164 (-0.07)	-0.0181 (-0.08)	-0.0161 (-0.07)	-0.0127 (-0.06)	-0.0176 (-0.08)	-0.00839 (-0.04)	-0.00766 (-0.03)	-0.0325 (-0.14)	-0.0349 (-0.16)	-0.0251 (-0.11)	-0.0286 (-0.13)
<i>fdd</i>	-0.190 (-1.62)	-0.189 (-1.61)	-0.188 (-1.61)	-0.196* (-1.67)	-0.195* (-1.67)	-0.195* (-1.67)	-0.189 (-1.62)	-0.178 (-1.52)	-0.180 (-1.54)	-0.182 (-1.56)	-0.192 (-1.64)	-0.191 (-1.63)	-0.176 (-1.50)	-0.175 (-1.50)
ind. dummies	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
year dummies	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
截距項	-45.60*** (-27.79)	-45.66*** (-27.83)	-45.83*** (-27.96)	-45.69*** (-27.76)	-45.65*** (-27.75)	-45.27*** (-27.57)	-45.39*** (-27.62)	-45.52*** (-27.75)	-45.79*** (-27.96)	-45.86*** (-28.01)	-45.51*** (-27.56)	-45.41*** (-27.54)	-45.07*** (-27.47)	-45.23*** (-27.55)
有效樣本數	17,098	17,097	17,098	17,097	17,098	17,098	17,098	17,098	17,097	17,098	17,097	17,098	17,098	17,098
判定係數	0.0960	0.0948	0.0958	0.0963	0.0968	0.0955	0.0948	0.0969	0.0960	0.0967	0.0970	0.0979	0.0973	0.0959
<i>Chi</i> ² 統計量之 <i>p</i> 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

說明：本表報告在隨機效果(Random-Effect)模式下，管理階層與董事過度自信對企業社會責任表現(每股社會貢獻值: *scvps*)之影響的迴歸估計結果。過度自信於模型(1)~(14)中分別以 7 個管理階層過度自信的變數(即表四~表七中的 7 個管理階層過度自信變數)以及 7 個董事過度自信的變數(即表八~表十一中的 7 個董事過度自信變數)進行衡量，迴歸方程中的控制變數與本文迴歸式(1)相同。資料期間為 2007~2020 年。括號內為估計係數之 *z* 值，而*、**與***分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

(三) 公司風險、治理結構與董監事責任險的干擾作用

本研究檢驗管理階層過度自信與董事會過度自信負向影響企業社會責任表現的若干催化或減弱因素。首先，當公司出現財報重編、處於金融海嘯期間以及公司資產報酬慮變異性(公司風險)提高時，是否限縮了管理階層與董事會過度自信的程度而減緩過度自信對企業社會責任表現的負向影響(Oliver, McCarthy and Song, 2017)，本研究分別設置管理階層與董事過度自信與公司前一期是否出現財報重編虛擬變數(*restate*)、是否處於金融海嘯期間虛擬變數(*tsunami*)以及資產報酬慮變異性(*roavar*)的交乘項以進入迴歸式並重新進行估計，然而，實證結果並未得到具顯著性且具一致性的估計結果，表示公司管理階層與董事會過度自信降低企業社會責任表現的關係並不會受到上述三個變數的影響。

其次，當公司的經營權與所有權重疊程度較高時，例如家族控制型公司以及董事長兼任總經理時，管理階層與董事會過度自信對企業社會責任表現的負向影響是否更為強烈，本研究分別設置管理階層與董事會過度自信與當期公司是否為家族控制型公司虛擬變數(*family*)以及公司董事長兼任總經理虛擬變數(*duality*)的交乘項以進入迴歸式並重新進行估計。與先前相似，交乘項係數並未具顯著且一致性的估計結果，表示公司管理階層與董事會過度自信降低企業社會責任表現的關係並未受到上述兩變數的影響。

最後，考量公司具有董監事責任險(*directors' and officers' liability insurance*)保障時，管理階層與董事過度自信的現象是否進一步弱化公司在企業社會責任上的表現(估計結果如表十五)。由於董監事責任險有助於降低公司訴訟時的預期損失，將使得公司高層更可放心於訴訟發生時的成本可望有效降低，不透過從事企業社會責任行為進行風險管理與保險措施的誘因將更強，從而使得公司形成相對較不重視企業社會責任表現的政策與結果。表十五中管理階層與董事會過度自信與當期公司是否具有董監事責任險保障虛擬變數(*dolid*)交乘項的估計係數幾乎為負且皆達統計顯著水準，表示那些具有董監事責任險保障且具有過度自信管理階層與董事會的公司，企業社會責任表現進一步降低，符合上述的推論。

表十五 董事會過度自信對企業社會責任表現(每股社會貢獻值: scvps)之影響的
迴歸估計結果—董監事責任險保障的干擾作用

解釋變數	被解釋變數(每股社會貢獻值: scvps)							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>pfdmhi</i>	-0.379** (-2.25)							
<i>pfdmhi*dolid</i>	-0.932*** (-4.16)							
<i>roammhi</i>		-1.783*** (-7.79)						
<i>roammhi*dolid</i>		-1.733*** (-6.00)						
<i>pfmmhi</i>			-1.833*** (-8.99)					
<i>pfmmhi*dolid</i>			-1.561*** (-6.09)					
<i>mhiroad</i>				-0.0912 (-0.50)				
<i>mhiroad*dolid</i>				-0.843*** (-3.50)				
<i>pfddhi</i>					-0.803*** (-4.66)			
<i>pfddhi*dolid</i>					-0.578* (-1.86)			
<i>roamdhi</i>						-1.756*** (-8.98)		
<i>roamdhi*dolid</i>						-1.922*** (-7.88)		
<i>pfmdhi</i>							-1.898*** (-11.48)	
<i>pfmdhi*dolid</i>							-1.659*** (-7.73)	
<i>dhiroad</i>								-0.783*** (-4.55)
<i>dhiroad*dolid</i>								-0.692*** (-2.90)
<i>dolid</i>	0.0955 (0.79)	0.0738 (0.64)	0.0851 (0.73)	0.0611 (0.52)	0.0626 (0.48)	0.118 (1.01)	0.157 (1.34)	0.0676 (0.57)
<i>asset</i>	1.121*** (10.44)	1.077*** (10.04)	1.080*** (10.11)	1.119*** (10.43)	1.122*** (10.48)	1.031*** (9.57)	1.033*** (9.67)	1.116*** (10.43)
<i>debt</i>	-0.0203*** (-4.15)	-0.0193*** (-3.97)	-0.0185*** (-3.80)	-0.0196*** (-4.03)	-0.0206*** (-4.27)	-0.0180*** (-3.69)	-0.0173*** (-3.56)	-0.0196*** (-4.04)
<i>insthold</i>	0.0557*** (21.24)	0.0548*** (20.86)	0.0539*** (20.59)	0.0560*** (21.35)	0.0551*** (20.62)	0.0550*** (20.99)	0.0537*** (20.60)	0.0553*** (21.13)
<i>family</i>	-0.271* (-1.76)	-0.267* (-1.73)	-0.271* (-1.76)	-0.268* (-1.74)	-0.253 (-1.64)	-0.253* (-1.65)	-0.248 (-1.62)	-0.260* (-1.69)
<i>fd</i>	-0.0244 (-0.17)	-0.0322 (-0.23)	-0.0329 (-0.23)	-0.0245 (-0.17)	-0.0112 (-0.08)	-0.0170 (-0.12)	-0.00816 (-0.06)	-0.00544 (-0.04)
ind. dummies	yes							
year dummies	yes							
截距項	-13.11*** (-8.42)	-12.33*** (-7.92)	-12.36*** (-7.97)	-13.04*** (-8.40)	-12.96*** (-8.33)	-11.65*** (-7.44)	-11.63*** (-7.49)	-12.80*** (-8.26)
有效樣本數	15,559	15,558	15,559	15,559	15,559	15,558	15,559	15,559
調整後判定係數	0.102	0.105	0.106	0.101	0.103	0.108	0.110	0.103
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

說明：本表報告考量公司具有董監事責任險保障(*dolid*)的干擾效果下，管理階層與董事過度自信對企業社會責任表現(資產的社會報酬率: *sroa*)之影響的迴歸估計結果。過度自信於模型(1)~(8)中分別以當期獲利金額相對前一期降低但當期管理階層持率相對前一期增加之虛擬變數(*pfdmhi*)、前一期資產報酬率為負但當期管理階層持率相對前一期增加之虛擬變數(*roammhi*)、前一期獲利金額為負但當期管理階層持率相對前一期增加之虛擬變數(*pfmmhi*)、當期管理階層持率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(*mhiroad*)、當期獲利金額相對前一期降低但當期董事持率相對前一期增加之虛擬變數(*pfddhi*)、前一期

資產報酬率為負但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roadmhi*)、前一期獲利金額為負但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*pfmdhi*)以及當期董事持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(*dhiroad*)進行衡量。控制變數包括公司是否具有董監事責任險保障虛擬變數數(*dolid*)、資產規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、機構投資人持股比率(*insthold*)、是否為家族控制型企業虛擬變數(*family*)、公司是否具女性董事虛擬變數(*fdd*)、產業虛擬變數與年度虛擬變數。資料期間為2007~2020年。括號內為估計係數之 t 值，而*、**與***分別表示估計係數達10%、5%與1%顯著水準。

(四) 過度自信對不同企業社會責任表現分類項目的影響

本文根據社會貢獻值中的四大構成項目，定義出四個不同社會責任層面的表現變數，包括支付予員工的員工薪資與福利總額(取自然對數)(*salary*)、支付予股東的現金股利總額(取自然對數)(*divid*)、支付給政府的納稅總額(取自然對數)(*tax*)以及支付予債權人的利息總額(取自然對數)(*interest*)。考量公司規模效果，將前述四個變數分別除以公司總資產以及流通在外股數而衍生出八個變數，包括員工薪資與福利總額佔總資產比率(*salaryta*)、現金股利總額佔總資產比率(*dividta*)、納稅總額佔總資產比率(*taxta*)、利息總額佔總資產比率(*interestta*)、員工薪資與福利總額除以流通在外股數(*salaryq*)、現金股利總額除以流通在外股數(*dividq*)、納稅總額除以流通在外股數(*taxq*)以及利息總額除以流通在外股數(*interestq*)。

針對上述四個不同社會責任層面表現變數與公司管理階層與董事會過度自信變數進行相關分析可發現，管理階層過度自信與股利支付(*dividta* 與 *dividq*)及納稅(*taxta* 與 *taxq*)呈顯著負相關，與員工薪資及利息支付則呈無相關或輕微顯著正相關，然而董事會過度自信則與四個個別企業社會責任層面表現變數皆呈顯著負相關，表示管理階層的過度自信會使公司在對股東與政府這兩群利益關係人上的貢獻降低，對於債權人的貢獻則相對不受影響，對員工的貢獻則有增加的傾向，董事會過度自信則使公司對四類利益關係人族群的貢獻皆顯著降低。

表十六報告管理階層與董事會過度自信對四個企業社會責任表現分類項目之影響的迴歸估計結果，其中分表 A 中的四項分類項目分別為員工薪資與福利總額佔總資產比率(*salaryta*)、現金股利總額佔資產比率(*dividta*)、納稅總額佔總資產比率(*taxta*)以及利息總額佔總資產比率(*interestta*)，分表 B 中的四項分類項目分別為員工薪資與福利總額除以流通在外股數(*interestq*)、現金股利總額除以流通在外股數(*dividq*)、納稅總額除以流通在外股數(*taxq*)以及利息總額除以流通在外股數(*interestq*)。估計模式(1)~(4)中的主要解釋變數為管理階層過度自信，分別以當期管理階層持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(*mhiroad*)以及當期資產報酬率相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roadmhi*)進行衡量，估計模式

(5)~(8)中的主要解釋變數為董事會過度自信，分別以當期董事持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(dhiroad)以及當期資產報酬率相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(roaddhi)進行衡量。

綜觀迴歸估計的結果，大多數管理階層與董事會過度自信變數對公司股利發放與納稅的影響係數為負且達統計顯著水準，管理階層與董事會過度自信變數對於薪資與利息支付的影響係數則大多不顯著或出現正向顯著的證據，表示管理階層過度自信會使公司在股東與政府這兩群利益關係人上的貢獻降低，對於債權人的貢獻相對不受過度自信的影響，對員工的貢獻則有增加的傾向。董事過度自信使公司對股東、政府與債權人族群的貢獻顯著減少，但董事過度自信顯著降低員工薪資的證據則相對較少。先前在未拆解社會貢獻值為各類別項目時的分析結果顯示公司管理階層與董事過度自信傾向降低對利益關係人的整體貢獻，但透過拆解後進行分析發現，過度自信對於社會貢獻中的員工薪資與福利上支付，相對較不受管理階層與董事過度自信的負向影響，反而出現相對較為重視的結果。由於員工的薪資與福利在消極上受限於諸多經濟社會中的顯性與隱性限制，前者如最低工資限制與同產業競爭對手的薪資與福利水準，後者如勞方於經濟生活與職涯發展上對公司的依賴與忠誠，使得公司的管理階層與董事會在員工薪資福利的變動上產生一定程度的慣性，相對較不受到管理階層與董事會過度自信現象的影響。公司對於債權人的利息支付亦因借貸契約的限制而較不致受到管理階層與董事會過度自信現象所影響。至於公司對股東的股利支付以及對政府的納稅程度，便相對有較高的裁量權，具有過度自信管理階層與董事會的公司，便容易形成因公司風險於決策者主觀認定上相對較低的緣故，從而降低了在此兩族群利益關係人上的資源挹注。

表十六 管理階層與董事過度自信對不同企業社會責任表現分類項目的影響

分表A.		被解釋變數：各類別企業社會責任表現佔總資產百分比							
解釋變數	<i>salaryta</i>	<i>dividta</i>	<i>taxta</i>	<i>interestta</i>	<i>salaryta</i>	<i>dividta</i>	<i>taxta</i>	<i>interestta</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
<i>mhiroad</i>	0.225*	-0.354***	-0.146***	-0.00247					
	(1.95)	(-4.60)	(-5.75)	(-0.35)					
<i>dhiroad</i>					0.0819	-0.695***	-0.294***	-0.0124**	
					(0.79)	(-10.13)	(-13.29)	(-2.01)	
CONTROLS	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
ind. dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
year dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
截距項	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
有效樣本數	17,135	18,410	15,600	15,199	17,135	18,410	15,600	15,199	
判定係數	0.329	0.141	0.091	0.299	0.329	0.144	0.097	0.299	
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
<i>roadmhi</i>	0.191*	-0.261***	-0.0817***	-0.0188***					
	(1.80)	(-3.52)	(-3.26)	(-2.90)					
<i>roaddhi</i>					0.0167	-0.673***	-0.234***	-0.0193**	
					(0.17)	(-10.08)	(-10.54)	(-2.42)	
CONTROLS	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
ind. dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
year dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
截距項	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
有效樣本數	17,133	18,408	15,598	15,197	17,133	18,408	15,598	15,197	
判定係數	0.329	0.141	0.090	0.299	0.329	0.145	0.095	0.299	
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
分表B.		被解釋變數：各類別企業社會責任表現除以流通在外股數							
解釋變數	<i>salaryq</i>	<i>dividq</i>	<i>taxq</i>	<i>interestq</i>	<i>salaryq</i>	<i>dividq</i>	<i>taxq</i>	<i>interestq</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
<i>mhiroad</i>	-0.0172	-0.218***	-0.105***	-0.00249					
	(-0.30)	(-4.94)	(-6.33)	(-0.67)					
<i>dhiroad</i>					-0.241***	-0.329***	-0.149***	-0.0108***	
					(-5.31)	(-7.67)	(-8.95)	(-3.80)	
CONTROLS	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
ind. dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
year dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
截距項	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
有效樣本數	15,998	17,162	14,503	14,072	15,998	17,162	14,503	14,072	
判定係數	0.151	0.135	0.059	0.288	0.152	0.136	0.060	0.288	
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
<i>roadmhi</i>	0.0993*	-0.149***	-0.0640***	0.00260					
	(1.86)	(-3.44)	(-3.82)	(0.74)					
<i>roaddhi</i>					-0.0739	-0.247***	-0.0733**	-0.00741***	
					(-1.23)	(-4.59)	(-2.41)	(-2.64)	
CONTROLS	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
ind. dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
year dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
截距項	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
有效樣本數	15,997	17,161	14,502	14,071	15,997	17,161	14,502	14,071	
判定係數	0.151	0.134	0.058	0.288	0.151	0.135	0.058	0.288	
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	

說明：本表報告管理階層與董事會過度自信對四個企業社會責任表現分類項目之影響的迴歸估計結果，其中四項企業社會責任表現分類項目包括支付予股東的現金股利、支付予員工的員工薪資與福利總額、支付予債權人的利息以及支付給政府的稅。排除規模效果，分表A中的四項分類項目分別為員工薪資與福利總額佔總資產比率(*salaryta*)、現金股利總額佔資產比率(*dividta*)、納稅總額佔總資產比率(*taxta*)以及利息總額佔總資產比率(*interestta*)。分表B中的四項分類項目分別為員工薪資與福利總額除以流通在外股數(*interestq*)、現金股利總額除以流通在外股數(*dividq*)、納稅總額除以流通在外股數(*taxq*)以及利息總額除以流通在外股數(*interestq*)。估計模式(1)~(4)中的主要解釋變數為管理階層過度自信，分別以當期管理階層持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數

(*mhiroad*)以及當期資產報酬率相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roadmhi*)進行衡量，估計模式(5)~(8)中的主要解釋變數為董事過度自信，分別以當期董事持股率相對前一期增加但下一期資產報酬率相對於當期減少之虛擬變數(*dhiroad*)以及當期資產報酬率相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roaddhi*)進行衡量。迴歸中的控制變數與先前相同(省略報告其詳細估計數據，僅以yes表示該等變數皆有納入迴歸估計中)。資料期間為2007~2020年。括號內為估計係數之*t*值，而*、**與***分別表示估計係數達10%、5%與1%顯著水準。

(五) 過度自信、企業社會責任表現與公司績效

本文目前的實證結果顯示公司管理階層與董事會過度自信傾向降低企業社會責任表現，然而在既有研究中對於公司在社會責任上的表現主要有兩種對立的觀點(池祥萱、繆文娟與莊滢臻，2014)，其一指的是善盡社會責任有助於提升公司績效與價值，例如 Freeman (1984)的利害關係人理論以及 Cornell and Shapiro (1987)的社會影響論點皆指出公司能夠在滿足營運上各利益關係人利益而實現公司價值最大化，而 McWilliams and Siegel (2000)亦指出公司善盡社會責任有助於產品創新進而提升公司價值。另一派學者則認為由於金融市場上訊息不對稱(*asymmetric information*)問題的存在，公司從事企業社會責任作為有可能引發代理成本(*agency cost*)與利益衝突(*conflict of interests*)問題(Jensen and Meckling, 1976)。部分學者質疑公司的社會責任作為有可能是在漂綠(*greenwash*)或作為一種窗飾(*window dressing*)行為(Kim, Park and Wier; 2012; Kim, Li and Li, 2014)。公司將資源投入於企業社會責任可能會使管理者和股東之間產生代理衝突，亦即公司經理人過度投資於社會責任並獲得私人利益，但投資於社會責任的費用或支出卻是由股東承擔。Barnea and Rubin (2010)認為之所以公司在企業社會責任上會發生過度投資的問題，主因是社會責任活動的功勞歸於經理人，但投資的成本卻是由股東承擔。

由於過度自信的管理階層與董事會傾向高估自身的能力或高估投資計畫成功的可能性，容易產生過度投資的情況，使公司績效受損(池祥萱、林煜恩與張韶雯，2022)。類似地，Chen (2018)利用 23 個國家 136 家金融機構與 2006~2012 年的資料發現當銀行的執行長(CEO)或首席財務官(CFO)具過度自信時，銀行的企業社會責任活動會損害銀行的會計績效。為探討上述現象是否出現於本研究樣本中，本文檢驗當公司管理階層與董事會出現過度自信的情況下，企業社會責任的投入將如何影響公司績效。表十七報告管理階層與董事會過度自信與企業社會責任表現對公司績效之影響的迴歸估計結果。⁹實證結果

⁹ 迴歸估計的被解釋變數為公司價值指標 Tobin's *q* (*tobinq*)。管理階層與董事會過度自信分別以當期資產報酬率相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roadmhi*)以及當期資產報酬率相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roaddhi*)進行衡量。企業社會責任表現分別以榮獲企業社會責任獎虛擬變數(*csaward*)、社會貢獻值(*scv*)、資產的社會報酬率(*sroa*)以及每股社會貢獻值(*scvps*)進行衡量。參考黃品

顯示大多數管理階層與董事會過度自信對公司價值的影響係數顯著為負，大多數企業社會責任表現對公司價值的影響係數顯著為正，大多數管理階層與董事會過度自信與企業社會責任表現交乘項對公司價值的影響係數顯著為負，表示當公司管理階層與董事會具過度自信時，公司價值傾向較為低落，雖然企業社會責任表現有助於增進公司價值，但當公司管理階層與董事會出現過度自信時，企業社會責任的投入將對公司價值產生不利影響，有可能為過度自信管理階層與董事會對於公司前景之過度樂觀而過度投資於具創新功能的企業社會責任作為(池祥萱、林煜恩與張韶雯，2022)，導致了不利的公司績效。¹⁰雖然企業社會責任表現增進公司績效，但過度自信管理階層與董事會基於過度投資觀點將弱化企業社會責任表現對公司價值的正向影響，與池祥萱、林煜恩與張韶雯(2022)的論點與發現相一致。

嘉與張元(2022)，控制變數包括公司規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、研究發展費用率(*rd*)、公司成立年數(*age*)、董事會規模(*board*)、獨立董事比率(*indr*)、董事持股比率(*dirhold*)、董事持股質押比率(*pledge*)、經理人持股比率(*manhold*)、機構投資人持股比率(*insthold*)、外資法人持股比率(*forhold*)、是否為家族企業虛擬變數(*family*)以及產業與年度虛擬變數。

¹⁰ 本研究於表十七的迴歸模型中設置交乘項(即過度自信變數與企業社會責任表現變數的交乘項)，其係數可以有兩種解讀。第一，給定過度自信的存在，企業社會責任投入的增加會如何影響公司價值。第二，既定的企業社會責任投入水準下，過度自信的存在會如何影響公司價值。本研究在此的解釋屬於第二種，大多數交乘項的係數為負且顯著，表示既定的企業社會責任投入在具備過度自信管理階層或過度自信董事會的公司中是不利公司價值的，此解釋將不會與本文所立論的主軸，即過度自信降低企業社會責任投入的基本關係產生牴觸。作者感謝匿名審稿人的審查意見與指正。

表十七 管理階層與董事會過度自信與企業社會責任表現對公司價值影響的迴歸估計結果

解釋變數	被解釋變數: Tobin's q (<i>tobinq</i>)							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>roadmhi</i>	-16.55*** (-18.24)	-6.332*** (-2.97)	-8.155*** (-5.58)	-15.12*** (-10.65)				
<i>roaddhi</i>					-18.80*** (-24.42)	-11.99*** (-8.19)	-11.14*** (-9.12)	-16.83*** (-14.41)
<i>roadmhi*csaward</i>	-9.655 (-0.95)							
<i>roaddhi*csaward</i>					7.154 (0.58)			
<i>csaward</i>	3.053 (0.49)				0.680 (0.11)			
<i>roadmhi*scv</i>		-0.986*** (-6.07)						
<i>roaddhi*scv</i>						-0.622*** (-5.55)		
<i>scv</i>		1.118*** (15.82)				1.050*** (12.90)		
<i>roadmhi*sroa</i>			-0.671*** (-7.67)					
<i>roaddhi*sroa</i>							-0.582*** (-6.82)	
<i>sroa</i>			0.928*** (15.62)				0.908*** (14.59)	
<i>roadmhi*scvps</i>				-0.232 (-1.05)				
<i>roaddhi*scvps</i>								-0.469** (-2.25)
<i>scvps</i>				0.617*** (4.33)				0.687*** (4.43)
CONTROLS	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
ind. dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
year dummies	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
截距項	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
有效樣本數	17,830	16,518	16,518	16,489	1,7830	16,518	16,518	16,489
調整後判定係數	0.016	0.034	0.052	0.024	0.022	0.038	0.054	0.031
F-統計量p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

說明: 本表報告管理階層與董事會過度自信與企業社會責任表現對公司績效之影響的迴歸估計結果。被解釋變數為Tobin's q (*tobinq*)。管理階層與董事會過度自信分別以當期資產報酬率相對前一期降低但當期管理階層持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roadmhi*)以及當期資產報酬率相對前一期降低但當期董事持股率相對前一期增加之虛擬變數(*roaddhi*)進行衡量。企業社會責任表現分別以榮獲企業社會責任獎虛擬變數(*csaward*)、社會貢獻值(*scv*)、資產的社會報酬率(*sroa*)以及每股社會貢獻值(*scvps*)進行衡量。控制變數包括公司規模(*asset*)、負債比率(*debt*)、研究發展費用率(*rd*)、公司成立年數(*age*)、董事會規模(*board*)、獨立董事比率(*indr*)、董事持股比率(*dirhold*)、董事持股質押比率(*pledge*)、經理人持股比率(*manhold*)、機構投資人持股比率(*insthold*)、外資法人持股比率(*forhold*)、是否為家族企業虛擬變數(*family*)以及產業與年度虛擬變數。省略報告截距項、產業與年度虛擬變數的詳細估計數據, 僅以yes表示該等變數皆有納入迴歸估計中。資料期間由2007~2020年。括號內為估計係數之t值, 而*、**與***分別表示估計係數達10%、5%與1%顯著水準。

伍·結論與建議

本文利用 2007 至 2020 年間臺灣上市上櫃非金融產業公司的資料，檢驗管理階層與董事會的過度自信特性是否影響企業社會責任表現。既有研究探究了企業社會責任表現的決定因素，包括公司外部環境因素以及公司自身因素，前者包括企業身處國家的法源、國際貿易開放程度、政府法規是否強制揭露非財務資訊、產業競爭、產業內同儕的企業社會責任表現等，後者包括公司規模、獲利、董事會組成與多樣性、股權與控制權結構等。由於文獻已指出董事會與管理階層特徵影響公司重要決策，包括企業社會責任政策，董事會與管理階層的特徵與偏好決定其對企業社會責任投入的評價，董事亦可透過監督與諮詢功能以影響管理階層於企業社會責任決策的形成。本文提出董事會與管理階層的特徵之一，過度自信，系統性地高估公司成功的機率與成果並低估公司的風險與損失，傾向忽略企業社會責任行為可帶給公司的風險管理與保險效果價值，於是具有過度自信管理階層與董事會的公司，傾向形成較不重視企業社會責任表現的政策，致使公司的企業社會責任表現相對較差。

透過敘述統計、相關分析與迴歸估計結果發現，第一，不論採用最小平方混合估計、固定效果模式或隨機效果模式估計，當董事會與管理階層具過度自信特性時，公司的企業社會責任表現傾向較差，符合過度自信者主觀認定公司風險與潛在損失相對較低而相對較不需以投入企業社會責任進行風險管理與強化保險機制的觀點，與既有研究如 McCarthy, Oliver and Song (2017)的實證結果一致。第二，當公司具有董監事責任險保障時，由於公司高層因訴訟而導致的預期損失進一步降低，使得公司管理階層與董事會不透過從事企業社會責任行為以進行風險管理與保險措施的誘因更強，從而使得公司更不重視企業社會責任的表現。第三，當本文將公司的企業社會責任表現拆解為公司對於四類型利益關係人的社會貢獻時，實證結果發現管理階層過度自信傾向使公司對股東與政府的社會貢獻降低，對於債權人的社會貢獻相對不受影響，對員工的社會貢獻則有增加的傾向；董事會過度自信則傾向對股東、政府與債權人的貢獻度顯著降低。第四，當董事會與管理階層出現過度自信的情況下，企業社會責任的投入將使公司價值降低，因為過度自信的管理階層與董事會有可能對於公司前景過度樂觀而過度投資於企業社會責任作為，導致對公司價值產生不利的影響。雖然企業社會責任表現正向影響公司價值，但過度自信下的企業社會責任表現將因公司的過度投資而弱化了企業社會責任表現對公司價值的正向影響，與池祥萱、林煜恩與張韶雯(2022)以及 Chen (2018)的發現相一致。

本文實證結果的政策意涵包括，對投資人來說，不具過度自信的管理階層與董事會至少不會降低公司在企業社會責任上的投入，而基於當今管理實務與學術界的證實，企業社會責任表現是有助於公司價值的增進，亦為企業永續經營的重要策略與布局，因此投資人應降低資產配置於具過度自信經理人或董事會之公司所發行的證券。對政府主管機構來說，公司具有過度自信的高層將與金融市場中針對公開發行公司應善盡社會責任、重視 ESG 表現以及永續經營的世界潮流與政府政策指引背道而馳，特別是過度自信的管理階層與董事會將更傾向忽略重視股東的股利與應納給政府的稅，因此政府主管機構因特別針對具過度自信管理階層與董事會的公司以鼓勵其重視企業社會責任表現，並指引具過度自信管理階層與董事會的公司更客觀地評估其資源運用於企業社會責任作為上的效率性。

本文目前僅採取針對管理階層與董事會是否即便觀察到或預期公司績效衰退而仍然增加持股率的方式以衡量管理階層與董事會否具有過度自信的特性，且雖然本文中確有採用公司是否相對產業有較多的資本支出率，以及利用前一期營收成長以預測公司資本支出率超過預期值以衡量公司是否具有過度自信，不過在此兩種定義下的過度自信，並未顯著負向影響公司的企業社會責任表現。未來可針對研究樣本取得公司是否發放員工認股權予經理人或董事是否有持有公司個股選擇權的資料，並觀測是否公司股票市場價格使得選擇權已來到深度價內而仍經理人或董事仍未執行的現象，以作為判斷經理人或董事是否具有過度自信的根據，將使公司管理階層與董事會過度自信的衡量更為周全。

參考文獻

- 王育偉、鄭揚耀、尤涵星與吳慧珍 (2014)，經理人過度自信與股票購回關係之研究，中山管理評論，第 22 卷第 4 期，第 759-791 頁。
- 王韻怡、池祥萱與周冠男 (2016)，行為財務學文獻回顧與展望-台灣市場之研究，經濟論文叢刊，第 44 卷第 1 期，第 1-55 頁。
- 池祥麟 (2017)，企業社會責任—行為財務學的觀點，證券市場發展季刊，第 29 卷第 4 期，第 63-104 頁。
- 池祥萱、繆文娟與莊滢臻 (2014)，企業社會責任對於公司財務績效之影響是雙面刃嗎？來自全球 500 大公司的證據，管理學報，第 31 卷第 1 期，第 1-19 頁。
- 池祥萱、林煜恩與張韶雯 (2022)，創新或過度投資？過度自信經理人從事企業社會責任活動對公司經營績效的影響，管理評論，第 41 卷第 1 期，第 43-63 頁。

- 張元 (2011), 社會責任公司有較高的股票報酬嗎, 輔仁管理評論, 第 18 卷第 1 期, 第 79-118 頁。
- 黃品嘉與張元 (2022), 董監事責任險與多重董事席位, 證券市場發展季刊, 第 34 卷第 1 期, 第 177-238 頁。
- 戚靜玟、詹秋碧、張瑞晃及李馨蘋 (2018), 家族持股與董事會結構對企業社會責任之影響, 東吳經濟商學學報, 第 97 期, 第 1-34 頁。
- 許景嶠與蔡宜均 (2021), 企業社會責任獎項之同儕效果, 財務金融學刊, 第 29 卷第 1 期, 第 61-93 頁。
- 郭家全 (2015), 經理人特質與企業社會責任績效, 臺灣大學會計學研究所學位論文。
- 黃詩婷與張元 (2021), 銀行業務多角化與銀行績效的關聯性-社會責任績效的調節效果, 臺灣管理學刊, 第 21 卷第 1 期, 第 23-50 頁。
- 鄭巧琳與張元 (2022), 企業社會責任的同儕效應, 經濟論文叢刊, 審查中。
- 鄭婉尹、張元與陳坤信 (2022), 董監事責任險與企業社會責任, 臺大管理論叢, 第 32 卷第 2 期, 第 155-212 頁。
- Ahmed, A. S. and S. Duellman (2013), "Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism", *Journal of Accounting Research*, 51(1), pp. 1-30.
- Alicke M. D., O. Govorun (2005). The Better-Than-Average Effect. In Alicke M. D., D. Dunning, and J. Krueger (Eds.), *The Self in Social Judgment* (pp. 85-106). Psychology Press.
- Bear, S. N. Rahman, and C. Post (2010), "The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation", *Journal of Business Ethics*, 97(2), pp. 207-221.
- Beavers, R. and S. Mobbs (2020), "Director Overconfidence", *Financial Management*, 49(2), pp. 389-422.
- Beji, R., O. Yousfi., N. Loukil, and A. Omri (2021), "Board Diversity and Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from France", *Journal of Business Ethics*, 173(1), pp. 133-155.
- Ben-David I. and J. R. Graham (2013), "Managerial Miscalibration", *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), pp. 1547-1584.
- Benlemlih, M. and M. Bitar (2018), "Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency", *Journal of Business Ethics*, 148(3), pp. 647-671.
- Bertrand, M. and A. Schoar (2003), "Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies", *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), pp. 1169-1208.
- Borghesi, R., J. F. Houston, and A. Naranjo (2014), "Corporate Socially Responsible Investments: CEO Altruism, Reputation, and Shareholder Interests", *Journal of Corporate Finance*, 26(3), pp. 164-181.
- Boubakri, N., S. El Ghouli., H. Wang., O. Guedhami, and C. Y. Kwok (2016), "Cross-Listing and Corporate Social Responsibility", *Journal of Corporate Finance*, 41(3), pp. 123-138.

- Boubakri, N., S. El Ghouli, O. Guedhami. and H. Wang (2021), "Corporate Social Responsibility in Emerging Market Economies: Determinants, Consequences, and Future Research Directions", *Emerging Markets Review*, 46(3), forthcoming.
- Bowen, H. R. (1953), *Social Responsibility of the Businessman*. New York: Harper & Row.
- Brown, R. and N. Sarma (2007), "CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions", *Journal of Economics and Business*, 59, pp. 358-379.
- Brown, W. O., E. Helland. and J. K. Smith (2006), "Corporate Philanthropic Practices", *Journal of Corporate Finance*, 12, pp. 855-877.
- Camerer, C. and D. Lovo (1999), "Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach", *American Economic Review*, 89(1), pp. 306-318.
- Campbell, K. and A. Mínguez-Vera (2008), "Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance", *Journal of Business Ethics*, 83(3), pp. 435-451.
- Campbell, T. C., M. Galloway, S. A. Johnson, J. Rutherford. and B. W. Stanley (2011), "CEO Optimism and Forced Turnover", *Journal of Financial Economics*, 101(3), 695-712.
- Cao, J., H. Liang. and X. Zhan (2019), "Peer Effects of Corporate Social Responsibility", *Management Science*, 65, pp. 5449-5956.
- Chang, Y. and C. H. Shen (2014), "Corporate Social Responsibility and Profitability-Cost of Debt as Mediator", *Taipei Economic Inquiry*, 50(2), pp. 291-357.
- Chen S. S., K. Y. Ho. and P. H. Ho (2014), "CEO Overconfidence and Long-Term Performance Following R&D Increases", *Financial Management*, 43, pp. 245-269.
- Chen, S. S., K. Y. Ho., P. H. Ho. and W. Y. Nie (2022), "CEO Overconfidence and Bondholder Wealth Effects: Evidence from Mergers and Acquisitions", *Journal of Corporate Finance*, forthcoming.
- Chen, T. J., Y. M. Shiu. and N. Chang (2015), "The Risk Management Effect of Corporate Social Responsibility on Shareholder Value", *NTU Management Review*, 26(1), pp. 153-180.
- Chen, T., H. Dong. and C. Lin (2020), "Institutional Shareholders and Corporate Social Responsibility", *Journal of Financial Economics*, 135(2), pp. 483-504
- Chen. H. J. (2018), "Should Overconfident Managers Engage in Corporate Social Responsibility Activities? Evidence from the Accounting Performance of the Banking Industry", *Journal of Financial Studies*, 26(4), pp. 45-99.
- Cheng, B., I. Ioannou. and G. Serafeim (2014), "Corporate Social Responsibility and Access to Finance", *Strategic Management Journal*, 35(1), pp. 1-23.
- Chih, H. L., H. H. Chih. and T. Y. Chen (2010), "On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry", *Journal of Business Ethics*, 93, pp. 115-135.
- Cook, K. A., A. M. Romi., D. Sánchez. and J. M. Sánchez (2019), "The Influence of Corporate Social Responsibility on Investment Efficiency and Innovation", *Journal of Business Finance and Accounting*, 46(3-4), pp. 494-537.
- Deshmukh, S., A. Goel. and K. M. Howe (2013), "CEO Overconfidence and Dividend Policy", *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), pp. 440-463.

- Dhaliwal, D. S., S. Radhakrishnan., A. Tsang. and Y. G. Yang (2012), "Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure", *Accounting Review*, 87(3), pp. 723-759.
- Dhaliwal, D., O. Z. Li., A. Tsang. and Y. G. Yang (2011), "Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting", *The Accounting Review*, 86(1), pp. 59-100.
- Dyck, A., K. V. Lins., L. Roth. and H. F. Wagner (2019), "Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International evidence", *Journal of Financial Economics*, 131, pp. 693-714.
- EI Ghoul, S., O. Guedhami., C. Y. Kwok. and R. Mishra (2011), "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?", *Journal of Banking and Finance*, 35(9), pp. 2388-2406.
- El Ghoul, S., O. Guedhami., H. Wang. and C. Y. Kwok (2016), "Family Control and Corporate Social Responsibility", *Journal of Banking and Finance*, 73, pp. 131-146.
- Elkington, J. (1997), *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Capstone, Oxford.
- Fabrizi, M., C. Mallin. and G. Michelon (2014), "The Role of CEO's Personal Incentives in Driving Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 124(2), pp. 311-326.
- Fama, E. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88(2), pp. 288-307.
- Fama, E. and M. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 301-325.
- Ferris, S. P., N. Jayaraman. and S. Sabherwal (2013), "CEO Overconfidence and International Merger and Acquisition Activity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48, pp. 137-164.
- Finkelstein, S. and D. Hambrick (1996), *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*. West Publishing Company, St. Paul, Minneapolis.
- Flammer, C (2015), "Does Product Market Competition Foster Corporate Social Responsibility? Evidence from Trade Liberalization?", *Strategic Management Journal*, 36, pp. 1469-1485.
- Francis, R. and A. Armstrong (2003), "Ethics as a Risk Management Strategy: The Australian Experience", *Journal of Business Ethics*, 45, pp. 375-385.
- Frias-Aceituno, J., L. Rodríguez-Ariza. and I. M. García-Sánchez (2014), "Explanatory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting", *Business Strategy and the Environment*, 23(1), pp. 56-72.
- Galasso, A. and T. S. Simcoe (2011), "CEO Overconfidence and Innovation", *Management Science*, 57, pp. 1469-1484.
- Gervais, A. and I. Goldstein (2007), "The Positive Effects of Biased Self-Perceptions in Firms", *Review of Finance*, 11(3), pp. 453-496.
- Gervais, S., B. Heaton. and T. Odean (2011), "Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting", *The Journal of Finance*, 66, pp. 1735-1777.

- Godfrey P. C., C. B. Merrill. and J. M. Hansen (2009), "The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis", *Strategic Management Journal*, 30(4), pp. 425-445.
- Godfrey, P. C. (2005), "The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective", *Academy of Management Review*, 30, pp. 777-798.
- Goel, A. M. and A. V. Thakor (2008), "Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance", *Journal of Finance*, 63, pp. 2737-2784.
- Goss, A. and G. S. Roberts (2011), "The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans", *Journal of Banking and Finance*, 35(7), pp. 1794-1810.
- Graham, J. R., C. Harvey. and M. Puri (2013), "Managerial Attitudes and Corporate Action", *Journal of Financial Economics*, 109, pp. 103-121.
- Grewal, J., E. Riedl. And G. Serafeim (2019) "Market Reaction to Mandatory Nonfinancial Disclosure", *Management Science*, 65, pp. 3061-3084.
- Griffin, J. and J. Mahon (1997), "The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate", *Business and Society*, 36(1), pp. 5-31.
- Gupta, K. and C. Krishnamurti (2018), "Does Corporate Social Responsibility Engagement Benefit Distressed Firms? The Role of Moral and Exchange Capital", *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, pp. 249-262.
- Hackbarth, D. (2008), "Managerial Traits and Capital Structure Decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), pp. 843-882.
- Harjoto, M., I. Laksmana. and R. Lee (2015), "Board Diversity and Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 132(4), pp. 641-660.
- Harris, A. J. L. and U. Hahn (2011), "Unrealistic Optimism about Future Life Events: A Cautionary Note", *Psychological Review*, 118(1), pp. 135-154.
- Heaton, J. B. (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance", *Financial Management*, 31, pp. 33-45.
- Heckman, J. (1979), "Sample Selection Bias as a Specification Error", *Econometrica*, 47(1), pp. 153-162.
- Hilary, G. and C. Hsu (2011), "Endogenous Overconfidence in Managerial Forecasts", *Journal of Accounting and Economics*, 51, pp. 300-313.
- Hirshleifer, D., A. Low. and S. H. Teoh (2012), "Are Overconfident CEOs Better Innovators?", *Journal of Finance*, 67(4), pp. 1457-1498.
- Ho, P. H., C. W. Huang., C. Y. Lin. and J. F. Yen (2016), "CEO Overconfidence and Financial Crisis: Evidence from Bank Lending and Leverage", *Journal of Financial Economics*, 120, pp. 194-209.
- Huang J. and D. J. Kisgen (2013), "Gender and Corporate Finance: Are Male Executives Overconfident Relative to Female Executives?", *Journal of Financial Economics*, 108(3), pp. 822-839.
- Ioannou, I. and G. Serafeim (2015), "The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations: Analysts' Perceptions and Shifting Institutional logics", *Strategic Management Journal*, 36(7), pp. 1053-1081.

- Jia, Y., X. H. Gao. and S. Julian (2020), "Do Firms Use Corporate Social Responsibility to Insure against Stock Price Risk? Evidence from a Natural Experiment", *Strategic Management Journal*, 41, pp. 290-307.
- Johnson, R. A. and D. W. Greening (1999), "The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance", *Academy of Management Journal*, 42(5), pp. 564-576.
- Kansal, M., M. Joshi. and G. Singh Batra (2014), "Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosures: Evidence from India", *Advances in Accounting*, 30, pp. 217-229.
- Kassinis, G. and N. Vafeas (2006), "Stakeholder Pressures and Environmental Performance", *Academy of Management Journal*, 49, pp. 145-159.
- Kidd, J. B. (1970), "The Utilization If Subjective Probabilities in Production Planning", *Acta Psychologica*, 34, pp. 338-347.
- Kim, J. B., Z. Wang. and L. Zhang (2016), "CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk", *Contemporary Accounting Research*, 33, pp. 1720-1749.
- Kim, Y., H. Li. and S. Li (2014), "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk", *Journal of Banking and Finance*, 43(June), pp. 1-13.
- Kim, Y., M. S. Park. and B. Wier (2012), "Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility?", *Accounting Review*, 87(3), pp. 761-796.
- Koh, P. S., C. Qian. and H. Wang (2014), "Firm Litigation Risk and The Insurance Value of Corporate Social Performance", *Strategic Management Journal*, 35(10), pp. 1464-1482.
- Kytle, B. and J. G. Ruggie (2005), *Corporate Social Responsibility as Risk Management: A Model for Multinationals*. John F. Kennedy School of Government. Cambridge, MA: Harvard University.
- Larwood, L. and W. Whittaker (1977), "Managerial Myopia: Self-Serving Biases in Organizational Planning", *Journal of Applied Psychology*, 62(2), pp. 194-198.
- Lee, H., H. Byun. and K. Park (2018), "Product Market Competition and Corporate Social Responsibility Activities: Perspectives from An Emerging Economy", *Pacific-Basin Finance Journal*, 49, pp. 60-80.
- Liang, H. and L. Renneboog (2017), "On the Foundations of Corporate Social Responsibility", *Journal of Finance*, 72, pp. 853-910.
- Lin, C. Y., Y. N. Chen., P. H. Ho. and J. F. Yen (2020), "CEO Overconfidence and Bank Loan Contracting", *Journal of Corporate Finance*, 64, 101637.
- Lin, M. C., P. H. Ho. and H. L. Chih (2019), "Effects of Managerial Overconfidence on Analyst Recommendations", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 53, 73-99.
- Lin, Y. H., S. Y. Hu. and M. S. Chen (2005), "Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan", *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), pp. 523-546.
- Lins, K. V., H. Servaes. and A. Tamayo (2017), "Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis", *Journal of Finance*, 72(4), pp. 1785-1824.
- Malmendier, M. and G. Tate (2005a), "CEO Overconfidence and Corporate Investment", *Journal of Finance*, 60(6), pp. 2661-2700.

- Malmendier, M. and G. Tate (2005b), "Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited", *European Financial Management*, 11(5), pp. 649-659.
- Malmendier, M. and G. Tate (2008), "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Journal of Financial Economics*, 89(1), pp. 20-43.
- Malmendier, U., G. Tate. and J. Yan (2011), "Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies", *The Journal of Finance*, 66, pp. 1687-1733.
- Manner, M. H. (2010), "The Impact of CEO Characteristics on Corporate Social Performance", *Journal of Business Ethics*, 93(1), pp. 53-72.
- Margolis, J. and J. Walsh (2003), "Misery Loves Company: Rethinking Social Initiatives by Business", *Administrative Science Quarterly*, 48(2), pp. 268-305.
- Marshall, A., M. Kemmitt. and H. Pinto (2012), "The Determinants of Foreign Exchange Hedging in Alternative Investment Market Firms", *The European Journal of Finance*, 19, pp. 89-111.
- McCarthy, S., B. Oliver. and S. Song (2017), "Corporate Social Responsibility and CEO Confidence", *Journal of Banking and Finance*, 75, pp. 280-291.
- McIntosh, M., R. Thomas., D. Leipziger. and G. Coleman (2003), "International Standards for Corporate Responsibility", *Ethical Corporation Magazine*, January, pp. 22-29.
- Minor, D. and J. Morgan (2011), "CSR as Reputation Insurance: Primum Non Nocere", *California Management Review*, 53(3), pp. 40-59.
- Moore, D. A. and P. J. Healy (2008), "The Trouble with Overconfidence", *Psychological Review*, 115(2), pp. 502-517.
- Orlitzky, M. and J. D. Benjamin (2001), "Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta Analytic Review", *Business and Society*, 40(4), pp. 369-396.
- Orlitzky, M., F. L. Schmidt. and S. L. Rynes (2003), "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis", *Organization Studies*, 24(3), pp. 403-441.
- Pelozo, J. (2006), "Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance", *California Management Review*, 48(2), pp. 52-72.
- Petrenko, O. V., F. Aime., J. Ridge. and A. Hill (2016), "Corporate Social Responsibility or CEO Narcissism? CSR Motivations and Organizational Performance", *Strategic Management Journal*, 37, pp. 262-279.
- Reverte, C. (2009), "Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure Ratings by Spanish Listed Firms", *Journal of Business Ethics*, 88(2), pp. 351-366.
- Rosenbaum, P. and D. Rubin (1983), "The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects", *Biometrika*, 70, pp. 41-55.
- Rosenbaum, P. and D. Rubin (1985a), "Constructing a Control Group Using Multivariate Matched Sampling Methods that Incorporate the Propensity", *American Statistician*, 39, pp. 33-38.
- Rosenbaum, P. and D. Rubin (1985b), "The Bias Due to Incomplete Matching", *Biometrics*, 41, pp. 103-116.

- Schaefer, P. S., C. C. Williams., A. S. Goodie. and K. Campbell (2004), "Overconfidence and The Big Five", *Journal of Research in Personality*, 38, pp. 473-480.
- Schrand, M. C. and S. L.C. Zechman (2012), "Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting", *Journal of Accounting and Economics*, 53(1), pp. 311-329.
- Sen, S. and C. B. Bhattacharya (2001), "Does Doing Good Always Lead to Doing Better? Consumer Reactions to Corporate Social Responsibility", *Journal of Marketing Research*, 38, pp. 225-243.
- Sheldon, O. (1924), *The Social Responsibility of Management The Philosophy of Management*, London, Sir Isaac Pitman and Sons Ltd.
- Shen, C. H. and Y. Chang (2009), "Ambition versus Conscience, Does Corporate Social Responsibility Pay off?-The Application of Matching Methods", *Journal of Business Ethics*, 88, pp. 133-153.
- Skala, D. (2008), "Overconfidence in Psychology and Finance-An Interdisciplinary Literature Review", *Bank i Kredyt*, 4, pp. 33-50.
- Tang, P. C., S. K. Fu. and S. W. Yang (2019), "Do Peer Firms Affect Corporate Social Performance?", *Journal of Cleaner Production*, 239, 118080.
- Waddock, S. A. and S. B. Graves (1997), "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link", *Strategic Management Journal*, 18(4), pp. 303-319.
- Watts, R. L. (1998), "Implications of Contracting for Financial Accounting Research", *Asia Pacific Journal of Accounting*, 5(1), pp. 1-24.
- Weinstein, N. D. (1980), "Unrealistic Optimism about Future Life Events", *Journal of Personality and Social Psychology*, 39, 806-820.
- Wu, M. W. and C. H. Shen (2013), "Corporate Social Responsibility in the Banking Industry: Motives and Financial Performance", *Journal of Banking and Finance*, 37(9), pp. 3529-3547.
- Yang, S., H. Ye. and A. Zhu (2017), "Do Peer Firms Affect Firm Corporate Social Responsibility?", *Sustainability*, 9(11), pp. 2-7.
- Zhang, L., Y. G. Shan. and M. Chang (2021), "Can CSR Disclosure Protect Firm Reputation During Financial Restatements?", *Journal of Business Ethics*, 173(1), pp. 157-184.

Overconfidence and Corporate Social Responsibility

CHING-HSUAN LIN, SHU-HUI LIN, YUAN CHANG*

ABSTRACT

This research examines the relationship between the overconfidence of directors and the management and corporate social responsibility (CSR) performance by using the data of 1,590 non-financial listed firm from 2007 to 2020 in Taiwan. Existing studies have pointed out that CSR performance acts as a strategy for risk management tool and performance insurance. Yet, the higher the overconfidence of directors and the management, the lower the possibility of negative events and expected losses they perceived, therefore, the lower the demand or tendency of investing in CSR for risk management, and thus the worse the CSR performance. The degree of overconfidence of directors and the management is negatively related to CSR performance. Through correlation analysis and multiple regression estimation, the principal outcome supports the above argument.

Keywords : Overconfidence, Corporate Social Responsibility

* Ching-Hsuan Lin, Department of Finance, National Changhua University, Master; Shu-Hui Lin, Department of Finance, National Changhua University, Associate Professor; Yuan Chang, Department of Finance, National Changhua University, Professor.