

## 2021.02 春季號

揭開智慧科技與服務設計的生產機制	2
以 Penrose' s Theory 為工具探討跨國企業的成长	5
網路架構的專利適格性判定是否具有一致的可預測性？	8
公司股票分割政策的背後可能的動機	11
政府財政預算如何更加準確預估？	14
用過度自信執行長的角度，看待公司持有過多現金問題	16



圖片來源：<https://www.flickr.com/photos/pennstatelive/39443845160>

## 揭開智慧科技與服務設計的生產機制

受訪研究者：資管系 李怡慧 助理教授

採訪整理：廣告四 楊姝姍

「智慧型科技」當道，現今人手一支智慧手機，智慧手錶、智慧音箱等也漸趨普及，人們更是已經走在實現智慧家庭、智慧城市的路上。然而坊間的智慧科技裝置卻難免有不那麼「智慧」的時候。因此，本論文著重探討智慧科技是如何看待「智慧」這件事。

### 智慧科技如何愈變愈「智慧」

過去有關智慧科技的文獻多與物聯網連結，但這樣的聯想其實會誤導、甚至阻礙了我們對於智慧科技的想像。李怡慧教授以著名管理學家麥可·波特先前在哈佛商業評論發表的文章內容說明：波特認為物聯網(Internet of things)對於生活造成偌大影響的關鍵並不在網際網路(Internet)，而是在人類對於「物件」(things)的想像，而這樣的想像可以把人類的創新發明提升到一個新的境界，進而真正展現出「智慧」的概念。這也是為什麼智慧裝置的發展趨勢愈來愈虛無，以手機為例，在剛發明時可能很智慧，但現在人們對於手機的仰賴並不在手機本身，而是手機中所裝載的功能及其可以提供給人們的服務。

本研究將這樣的概念放在實務層面思考，探討當一個企業或組織要發展智慧科技時需要考慮哪些因素？過往文獻研究了許多實際的做法，包含企業如何提供服務與產出內容以及如何優化使用者與科技互動等。然而尚未解決的一個衝突點是，智慧裝置需要一個穩定的系統，同時也須具備使用上的彈性、學習能力、和不斷調整和適應環境的可能性，讓智慧裝置能依照不同情境、不同使用者來達到個人化或客製化的服務。因此，本篇論文的研究目的便是希望在此前提下，發展一個可能的機制讓企業組織能夠遵循，並找到智慧型科技必備的要素。

李怡慧教授的研究團隊採取詮釋型個案的質性研究方法，選定來自矽谷的新創公司 Loopd 作為研究標的，並以訪談的方式進行深度挖掘。Loopd 主要的業務範疇是活動展場的數據分析平台，而他們的創業理念為「以握手代替交換名片」，期望透過穿戴裝置智慧手環的整合讓資訊交換更有效率。事實上，Loopd 智慧手環構想並未為公司帶來成功的獲利，但資訊交換媒介經過一代一代的優化與革新，演變為項鍊和名牌，並廣受企業顧客採用，本篇論文探討該產品的發展脈絡：希望能發掘科技如何愈變愈智慧。

### 個案研究帶來雙重省思

本篇論文的研究成果對於實務界的重要意涵可以分為策略與作業型態兩個層面做討論。首先是策略面的部份，當企業在發展智慧型科技時經常會面臨許多矛盾與衝突：例如，在研發的當下，企業組織可能必須考慮到至少十多年的使用年限，畢竟智慧科技的投資通常都是一筆龐大的資本額。因此，企業會同時需要考量當下在科技技術上的突破，以及商業的現實層面，也就是現有的資金是否足以撐到技術突破的那天。而在研究個案後可以發現，當企業面臨這樣的衝突時，最務實的做法所應當考慮的並不是取捨的選擇，而是雙贏的目標導向。其中的關鍵在於這樣的考慮是有前後順序的，而不是放棄任何一個目標。

接著，可以從 Loopd 在發展歷代智慧裝置過程的決策中，歸結出三個作業層次的考量面向：

一、Loopd 所發想出的「以握手代替交換名片」這概念，並不只限於服務單一的使用者，起初主要客群是會議參與者，後來拓展至展場廠商，甚至可以應用在馬拉松等運動賽事場合。因此企業在發展智慧科技時，可以同時考慮多元的使用者，放大產品能帶來的效益。

二、Loopd 對於聰明的定義很特別：以往可能會覺得「智慧」就是要採取很先進的科技。但從 Loopd 的產品沿革過程可以發現，他們從原先發想的智慧手環改成項鍊形式；原來打算用 App 方式儲存名片資訊，卻發現使用者習慣用 E-mail。因此，智慧科技的智慧應當是使用者對於聰明的定義，是絕對地從使用者角度出發來思考產品，而不只是為了彰顯技術的進步。

三、Loopd 在產品與服務設計的環節上，會盡可能觀察使用者在操作過程中可能遇到的問題，並進行細節的調整優化，細至 LED 的燈光的亮度、裝置震動的大小等。但 Loopd 認為即使只是這樣微小的改變，也可能會影響使用者的滿意度、舒適度。因此企業在設計使用者介面、思考使用者經驗時，應當確實考慮使用者的邏輯，極致地修正到讓使用者舒服的狀態，才是好的智慧科技。

總結而論，智慧科技是一個動態的發展過程，並非發明之初就是智慧的存在，而應考量產品與服務的設計邏輯，經過後續不斷地調整學習，優化到使用者所認可的「智慧」程度。未來，李怡慧教授的研究範疇將延展至數位服務的多元面向，無形的特性較不會受限在硬體設備的限制。另外，針對線上社群的運作議題也有相當大的發展空間，社群跨平台的使用可以突破更多線上溝通的想像，也代表著新興時代對於服務的想像。

[更多論文內容請參考：](#)

Joyce Y.H. Lee;Carol Hsu\*;Leiser Silva, 2020.11, "What Lies Beneath: Unraveling the Generative Mechanisms of Smart Technology and Service Design," Journal of the Association for Information Systems, Vol.21, No.6, pp.1621-1643.(SSCI, SCIE)(\*為通訊作者),



圖片來源：HD photo by Stephan Henning (unsplash.com)

## 以 Penrose' s Theory 為工具探討跨國企業的成長

受訪研究者：國貿系 譚丹琪 教授

採訪整理：企管四 羅亞帆

### 前言

有關跨國企業的研究當中，「成長」(Growth)一直以來是學者們十分關注的議題。近年來，諸多相關學術論文也相繼發表。但在為數眾多的文章當中，每篇研究各有其理論依據、研究方法，以及因地域差異而產生的相異內容。同時，以目前的研究，尚無法完整涵蓋促成跨國企業成長的因素。為了解決上述問題，譚丹琪教授在本研究中，以 Edith Penrose 於 1959 年發表、且對後世有深遠影響力的著作—The Theory of the Growth of the Firm—中所提出的理論(以下稱 Penrose' s theory)作為整合和分析的工具，不僅更完整地描述了跨國企業成長的原因，同時也比較了過往有使用以及沒有使用 Penrose' s theory 的相關研究文獻，不但使學者們發展出一套更具內部一致性(internally coherent)的理論，也讓學者們更了解「何謂跨國企業？」以及「何以促成跨國企業成長？」之間的關聯。

### 研究方法

如同上述，本研究使用了 Penrose' s theory 作為分析跨國企業之所以成長的工具。其中，由於在 Penrose' s theory 中提及「多角化」、「市場進入」、「撤資」、「企業擴張」等等與企業成長政策相關的名詞，因此在文獻篩選時，教授以這些名詞作為關鍵字，從 1995-2019 年共計約 3000 多篇文章和特定期刊中，篩選出了近 200 篇，作為後續進一步研究的材料。

### 研究結果與對學術界未來研究方向之指引



本研究發現，促成跨國企業成長的因素可分為四大類，包含公司特定的資源(firm-specific resources)、管理資源(managerial resources)、經驗學習(experiential learning)以及外部驅動因素(external drivers)。在每一項因素之中，又有若干影響因子。例如：無形資源通常能使跨國企業成長，但部分無形資源的功效只限於特定區域或國家，在這樣的狀況下，無形資源便無法有效發揮使跨國企業成長的功能。

另外，本研究也把限制跨國企業成長的因素分成五類，分別為跨國差異(cross-country differences)、在地主國的風險及不確定性(risk and uncertainty in host countries)、其它地主國和母國的狀況(other host and home country conditions)、財務限制(financial constraints)、管理限制(managerial constraints)。此外，在每項因素之中又有若干影響因子。例如：不同國家之間的文化、經濟、地理位置差異往往阻礙了跨國企業的發展，但若企業本身的規模是比較小或屬於成立時間較久的，則限制成長的效果會更加明顯。原因在於這些跨國企業通常較為官僚體制、較無組織彈性，因而在成長上會面臨較多適應上的挑戰。

此外，在本研究中，教授分析了過往有使用和沒有使用 Penrose' s theory 的文獻，發現了兩者之間在四項構面上的差異，分別為：公司的概念化意涵(underpinning conceptualization of a firm)、跨國企業成長的促成因素(facilitators of multinational enterprise growth)、跨國企業成長的限制因素(constraints on multinational enterprise growth)、跨國企業成長的軌跡(trajjectory of multinational enterprise growth)。舉例來說，針對「促進跨國企業成長的促成因素」，有採用 Penrose' s theory 之文獻較強調跨國企業的內部因素，如具有特定企業經驗(firm-specific experience)的管理者、擁有未充分利用的可替代性資源(underutilized fungible resources)；另一方面，未採用 Penrose' s theory 之文獻則同時著重在內部和外部因素，如管理者的國際經驗、有利的地主國條件(favorable host-country conditions)。

最後，譚教授在此研究當中，也提出了對於「跨國企業成長」此領域未來的研究方向。例如：是甚麼因素決定了跨國企業的長期成長、跨國企業的動態能力(dynamic capabilities)是由什麼樣的要素所組成、在促成跨國企業成長的過程中，管理者的人格特質與公司層級的決策之互動關係為何。

### 對企業界的建議

從本研究可知，「管理者」本身在規劃以及實行跨國企業的國際擴張政策上扮演了關鍵性的角色，並且，管理者的經驗學習(experiential learning)—指的是較非結構性，需要經由經驗來習得的知識—更直接或間接地影響了跨國企業的成長。因此本研究建議國際企業在培育管理者時，不只須重視其對特定領域的知識，也應同時強調其是否擁有跨國管理的相關經驗。另外，企業若能提供機會讓管理者到各國總部參訪等跨國學習的經驗，那麼管理者更能具備發掘和評估新商業機會，以及實行計畫的能力，這都使跨國企業得以更有效地成長。

[更多論文內容請參考：](#)

Danchi Tan, Weichieh Su, Joseph T. Mahoney and Yasemin Kor, "A review of research on the growth of multinational enterprises: A Penrosean lens." *Journal of International Business Studies*(2020)51, 498-537



圖片來源：<https://bit.ly/3DhjLu5>

## 網路架構的專利適格性判定是否具有一致的可預測性？

受訪研究者：科智所 陳秉訓 副教授

採訪整理：創國一 葉晉嘉

### 網路架構為什麼會遇到專利問題？

在強調「創新」的商業運作模式之中，許多科技、電子商務相關的企業，都會申請各式各樣的「網路架構」( Network Architecture ) 專利所有權，但是，許多專利申請人卻可能因為其專利的「可專利性」( Patentability ) 不足，因此無法順利主張該專利所涵蓋的權利。而政大科智所的陳秉訓教授在本研究中主要討論的「專利適格性」( Patent-Eligibility ) 要素，便是一項能判斷專利是否具有「可專利性」的重要指標。

陳秉訓教授提及，他這次選擇「網路架構」專利作為「專利適格性」研究主題的原因，是因為許多企業都可能使用到這些軟體架構的概念，但是，當申請人利用這樣子的概念去主張專利所有權時，卻可能會因為「網路架構」專利的特殊性質，而在「專利適格性」檢驗中，面臨到相關的阻礙。

使「網路架構」專利的性質與一般專利產生差異的原因，則是由於前者主張的專利內容，通常都是指向構築在電腦軟體上的技術(例如資料處理方法、演算法等)，而非實體的存在。所以，此類專利的內容通常較為抽象，而在進一步地判斷這種專利是否具有「專利適格性」時，通常也需要對其涵蓋的內容，額外進行更多的細節性檢驗。

### 要怎麼檢驗網路架構的專利適格性？

而在檢驗這類電腦軟體的「專利適格性」時，美國聯邦法院通常都會依照俗稱「愛麗絲標準」



( Alice Standard ) 的檢驗方法，來作為判決的裁定依據，但是，「愛麗絲標準」雖然身為檢驗該類專利的主要原則，其內容卻時常而被相關人士認為過於模糊、混亂。因此，本研究分析了美國聯邦法院在 “Amdocs (Israel) Ltd. V. Openet Telecom, Inc.” 、 “Two-Way Media Ltd. v. Comcast Cable Communications, LLC” 、 “SRI International, Inc. v. Cisco Systems, Inc.” 、 “Uniloc USA, Inc. v. ADP, LLC” 這四個法律案件中，是如何依據「愛麗絲標準」作出實務上的判例，並進一步地檢視「愛麗絲標準」在專利裁定的運作上，是否具有一定的可預測性。

藉由探討美國聯邦法院在上述四個案件中所做出的相關判例，陳秉訓教授除了歸納出「網路架構」專利在法律實務上的判斷標準，也為企業與專利申請人提供了一套能夠預測、遵循的「專利適格性」判定原則。

### 釐清「網路架構」專利適格性的判斷原則，對實務界有什麼影響？

「這樣子的研究不只是規範性原則的探討，或是價值與理論的建構，因為它也同時包括了實務上的重要意義」陳秉訓教授總結，「網路架構」在專利實務中最關鍵的問題，便是在前文所提及的「愛麗絲標準」之下，該類專利的「專利說明書」( Patent Specification ) 應該要涵蓋什麼樣子的內容。而本研究除了提供此類專利說明書一個更加明確的撰寫方向，也進一步地補充了其他應加注意的專利檢驗準則，藉此減少專利申請人在專利實務上可能會遇到的障礙。

對於許多科技、電商企業而言，「網路架構」專利，通常都會是一項能夠左右公司未來發展方向的重要資產，因此，陳秉訓教授也相應地提出了其他實務方面的相關建議，例如政府可以為這些企業提供額外的輔導機制，或是為公司內部的專利相關人員提供教育訓練，讓他們對於國內外智財法律知識的演進與改變，能夠有更加即時、深入的認知。

### 專利法的演進與未來的研究方向

此外，陳秉訓教授也提及：「當談到專利法時，我們必須先了解到，與法律相關的學術研究必須是有延續性的，因為法學的演進大多都有一定的方向需要遵循。」因此，與專利法相關的學術研究，也同樣需要藉由分析、觀察過往的法律判例，才能進一步地建構出實際的學術理論。

而關於未來的研究方向，陳秉訓教授則說明，雖然專利法仍會是他主要的學術研究內容，但他之後的研究主題，則會更加聚焦在與智慧財產權相關的商業方法、商業模式等和商學院整體研究方向有關的領域。

### 更多論文內容請參考：

Ping-Hsun Chen (2020) “Patent Eligibility Standard for Network Architecture Patents Under the Federal Circuit’ s Jurisprudence” Santa Clara High Technology Law Journal Vol. 36 Iss. 1



圖片來源：<https://unsplash.com/photos/cckf4TsHAuw>

## 公司股票分割政策的背後可能的動機

受訪研究者：財管系 湛可南 教授

採訪整理：金融四 蔡易霖

### 前言—公司股票分割的目的

股票分割是指將股票一股分成數股，使得公司流通在外股數增加，股價下降，公司總市值不變。比如說 2020 年 8 月美國蘋果公司（美股代號 AAPL）執行股票分割政策，分割前股價為一股 500 美元，現在將一股分成四股，原本握有一股蘋果公司股票股東，變成握有四股，每股 125 美元的股票，此為股票分割。而論就公司執行股票分割的動機，有三種假說來解釋：

- 1) 訊號理論—signaling：公司暗示金融市場，公司將有盈餘上的成長，或是暗示其他正面的消息。
- 2) 增加流動性—liquidity：股票分割後股價變低，使得小額投資者也可以參與，增加公司股票的流動性。
- 3) 應股東要求—catering：公司管理者為了符合股東的期許，執行股票分割政策。

過去文獻針對假說—「公司暗示—signaling」有兩項發現，公司在股票分割宣布後，正的超額報酬持續一年。另外，公司在宣告股票分割後，也有正的異常盈餘。本篇論文即針對上述兩項文獻中的結論，提出更多的證據以及發現。

### 本篇論文的第一個發現：股票分割後，公司有短期的超額報酬

本篇論文蒐集美國在 1984 年到 2012 年期間的 9693 檔股票，逐月觀察股票分割宣布後的超額報酬。結果發現，公司的超額報酬大部分集中在「股票分割宣告後 2 到 3 個月」，3 個月後的超

額報酬並不顯著，顯示公司超額報酬是短期的(Short Duration)，而非如文獻中所述達一年之久。此外，股票分割宣布後的超額報酬與異常盈餘(SUE)有顯著正向關係，及公司在發布股票分割後，如異常盈餘越高，超額股票報酬就越多。教授進一步檢視公司「股票分割前後」的對比，發現部分公司在股票分割前，有負的異常盈餘，而在股票分割後，卻有正的異常盈餘，表示這些公司可能為了達到股票分割宣告後較高的市場預期，而有了「盈餘管理(Earning Management)」的誘因，欲使得股票分割後，盈餘數字較佳。

\*[註]：SUE 為 Standardized Unexpected Earnings 的縮寫，是標準化未預期報酬。

### 公司如何做盈餘管理以虛增盈餘呢？

而針對公司的盈餘管理，可以分為「應計項目盈餘管理(Accrual Activities)」和「實質盈餘管理(Real Activities)」兩種。「應計項目」是指已經認列，但是尚未收現的會計科目，如應收帳款或應付帳款等。比如說，公司管理者可以提高應收帳款，而虛增本期銷售。而「研究與開發科目」是屬於實質盈餘管理，也就是 R&D。依據美國的會計制度，R&D 的費用主要在當期認列，換言之，管理者可以降低 R&D，造成本期的費用比預期少，本期盈餘即會增加而比預期高。本篇研究發現，公司在股票分割宣告後，藉由「提高應計項目的認列，減少研發費用」來做盈餘管理，特別是那些股票分割前，負異常盈餘的公司。

### 本篇論文的第二個發現：股票分割後，公司股票超額報酬先升後降

延續第一點公司利用盈餘管理虛增盈餘的發現，由於股票分割後，公司盈餘變佳，導致公司「股價」在短期提高。不過，由於盈餘管理是一種短期的效果，只能提高公司本期盈餘，而未來的盈餘仍然要看公司的基本面。也因此，本篇論文發現，公司在股票分割後進行盈餘管理，股價在 18 到 24 個月內呈現反轉並產生負的超額報酬，點出受惠於盈餘管理，公司股票超額報酬雖然短期為正，但是長期為負。

### 對於實務界的貢獻

目前台灣僅少數公司進行股票分割，不若美國盛行，本篇論文提醒投資人，在公司進行股票分割後，除了考量到該股票因為股價下降而增加流動性的正面影響外，尚須注意股票分割後，短期內，公司是否有異常的超額盈餘。而特別要注意那些股票分割前，負異常盈餘的公司，因為它們有更大的誘因去進行盈餘管理，股票分割後的股價上漲，可能只是曇花一現。此外，本篇論文也說明到，股票分割後可能增加證券分析師更加困難預測該公司，原因可能來自公司的盈餘管理，而導致資訊不對稱的現象發生。

### 教授的未來研究方向

以下兩點是未來教授專注的研究：

1. 股票質押與股票回購：若控制股東股票質押很多，便有動機避免股價下跌，減少「追繳保證金(Margin Call)」的壓力，而當股價下跌時，避免股東有更大壓力去維持股價。所以當控制股東質押股票，就有可能利用「股票回購」政策使得股價有支撐。教授想要研究，股票質押影響了管理者的動機，進而改變公司政策，其對公司的影響。和本篇論文有些相似之處，都是在理解管理者執行政策背後的動機。

2. 銀行對公司的信任程度影響其舉債成本：教授有購置一個「公司的信任程度」資料庫，目前是探討「舉債成本」這個方向，當銀行對公司的信任程度越高，舉債成本越低；當信任程度越低，舉債成本越高。

[更多論文內容請參考：](#)

1. Konan Chan, Fengfei Li, and Tse-Chun Lin (2019), "Earnings management and post-split drift," Journal of Banking and Finance



圖片來源：<https://unsplash.com/photos/sNwnjxm8eTY>

## 政府財政預算如何更加準確預估？

受訪研究者：國貿系 荒井夏來 助理教授

採訪整理：金融四 蔡易霖

### 本篇論文的研究動機與研究步驟—美國的財政預估從哪來？

美國國會預算辦公室 (congressional budget office, CBO) 成立於 1974 年，成立目的是為了要提供美國國會數據參考，像是未來財政預算支出、總體經濟預測、課稅分析等等，以讓國會有更好的政策規劃。然而有些學者提出，CBO 所提供的數據並不準確，導致政策效果不佳，如本篇論文的參考文獻，Booth, Timmerhoff, and Weiner (2015) 也指出，美國國會預算辦公室用來預測未來支出的計量經濟模型有所謂「系統性向上誤差 (systematically biased upward)」的瑕疵。因此本篇論文聚焦於兩大重點：首先，先分析 CBO 預測模型不準確的原因；再來，調整 CBO 的預測模型，使其提升準確度。預算辦公室的預測模型瑕疵究竟在哪裡？

首先，預測預算模型 (Budgetary Projection) 是由三大因子所組成，分別是政府營收 (Revenue)、政府支出 (Outlay)，以及兩者差距的政府赤字 (Deficit)。而預測預算模型的數據是先對未來總體經濟數據的預估，主要有五大分項，分別是名目 GDP、實質 GDP、消費者物價指數 (CPI)、失業率，以及美國公債 3 個月期的殖利率。也就是說，會導致預測預算模型不準確是因為總經數據預測的問題。因此本篇論文先蒐集從 1984 年到 2016 年的「預測預算數據」以及「真實數據」，並且利用統計假設檢定，發現都是「拒絕 (reject)」的結果。教授推論，此模型的瑕疵可能是因為系統性誤差，點出預算辦公室可能對「消息面」過度反應，或是沒有考量到總體經濟環境的改變，而導致模型受到影響，預測出來的數據不夠準確。

### 教授如何將原本的模型做修正？本文的貢獻是什麼？



因此要修正這個模型的瑕疵，必須先對總體經濟數據預測模型做改變。所有模型中的變數皆沒有改變，但是數據取至美國費城聯邦儲備銀行的「專業預測調查(Survey of Professional Forecasters, SPF)」。此項調查數據是費城聯儲針對經濟數據做問卷調查，再集結成預測數據，比如說針對長期通膨、國內生產毛額(GDP)、就業狀況的預測。教授將 SPF 放進原本的預測模型中，發現其準確性提高了 26%，證實 SPF 的總經數據用來預測真實的狀況較為準確。而這也是本文特殊的地方，因為過去沒有文獻是利用 SPF 的調查數據來預測美國財政預算。

### 預測模型可以延伸到其他產業或政府機構

教授表示，這樣的預估模型也可以利用在其他領域，像是銷售量預測、股價預測、政府機構數據、因疫情的死亡人數預測等等領域。藉由更加準確的預測，可以給當下的我們知道如何因應未來的改變。如去年無預警的 Covid-19，導致許多企業有「供應鏈斷裂」、「庫存不足」的問題，因此若能對庫存或銷量更加準確預測，便能及時改變策略或政策，以防未來問題發生。

### 後記—教授的未來研究方向

在「大數據時代(Big Data)」的來臨下，許多人會利用機器學習(Machine Learning)來預測未來走向。先分析大量的數據，從中找到既定的行為模式或可能的趨勢，以及了解數據背面的相互關係。再來使用機器學習，跳脫只有分析數據的框架，而是讓電腦在沒有人為輸入程式的狀況下，也能透過過去的「經驗」，自動搜集資料，發掘事物進行的模型或趨勢。機器學習可以用在預測股價、人臉辨識、特定目標商業廣告、遊戲等等各式各樣的領域。

因此有些研究者會利用機器學習來預測未來的總經數據，昇華模型的準確度，也提高預測的可信度。這是資料科學結合計量經濟學的領域，也是未來教授的研究方向。

### 更多論文內容請參考：

1. Natsuki Arai (2020), "Investigating the inefficiency of the CBO' s budgetary projections," International Journal of Forecasting



圖片來源：<https://bit.ly/3lax3lJ>

## 用過度自信執行長的角度，看待公司持有過多現金問題

受訪研究者：財管系 陳熾如 教授

採訪整理：新聞四 李政哲

身為股東的代理人，企業的執行長(CEO, Chief Executive Officer) 理應追求企業價值極大化，但 CEO 代理問題(Agency problem)一直以來都是學術與實務上多所著墨的議題。其中常被討論的代理問題就是，當一間公司持有過多現金，可能會造成 CEO 去追求私人利益，而非將公司價值極大化。然而，隨著行為財務學的研究興起，將一樣的狀況套用在過度自信(Overconfidence)的 CEO 上，則會有另一種新的解釋方法。國立政治大學陳熾如教授指出，即使公司持有大量資金，過度自信的 CEO 也會追求公司價值的極大化，儘管與代理問題的結果可能相同，但意圖是全然不一樣的。

### 有別於過去理論，結合行為財務學探討公司持有現金過多問題

過去在探討為什麼一家公司需要持有那麼多現金的問題時，主要以權衡理論(Trade-off Theory)和代理理論(Agency Theory)為主。權衡理論認為保留現金是好的，讓公司有足夠的現金去做投資，或是持有現金來預防緊急事件(precautionary motive)，以致於持有現金對公司整體價值是提升的；代理理論則認為保有現金會讓經理人去追求私利，忽略股東和公司價值極大化，對公司整體來說是不好的。不過在實證研究上，這兩個對價值影響相反的理论卻都得到了論證，並同時存在。

在本篇研究中，陳熾如教授發現在探討過度自信 CEO 的文獻中，提到很多現象和代理理論的情況是相似的。當一間公司有太多的現金時，經理人會為了擴大版圖(empire building)，參與很多減損公司整體價值的併購案。從利用公司現金拿去做不增加價值的併購案的角度來看，就是所

謂的代理問題；然而，雖然過度自信的執行長可能會產生一樣過度投資的情形，但投資效益不彰的原因是因為過度樂觀而高估了投資報酬或是低估了風險，參與併購案的動機是想要讓公司價值極大化，並非追求私利。雖然兩者從結果論來看一樣的，但動機卻全然不同。

取樣自 1992 至 2016 年的 17,942 個美國公司的年度樣本(firm-year observations)，本研究率先提出 CEO 的過度自信是解釋公司持有大量現金的另一種解釋因素。研究發現 CEO 過度自信對現金持有量和現金價值的正向影響，主要是因為公司所面臨的投資環境所致。CEO 過度自信對現金持有量和現金價值的影響幾乎不受到以權衡和代理理論等現金持有傳統動機的影響。我們透過分析現金累積的來源來進一步證明，為什麼擁有過度自信的 CEO 的公司可以積極地追求風險投資並同時保持大量現金持有量。

### 提供投資人用全新的角度看待過度自信的公司經理人

過去投資人看到公司現金過多，可能第一時間會聯想是否存在代理問題，或是看到雇用過度自信 CEO 的公司會特別留意。陳熾如教授指出，撇開過去用單一變數能看待公司的判斷方式，當一間公司需要創新的研究來創造長期的價值時，會需要一個勇於做出高風險投資決策的經理人。

從實務的觀點來看，投資人在選擇投資標的時，需要先考慮這個類型的公司需要什麼樣特質的 CEO，當這個公司的產業結構是真的需要過度自信的 CEO，就應該給予其更多的資源，去追求長遠的發展，過度自信的 CEO 往往可能會被認為做了太多的投資(over-investment)，而造成公司整體價值降低，但不可或言的，過度自信的 CEO 也為公司帶來許多不一樣的創新。當然，這些高風險的投資不是每一個投資人都能夠接受，但若它是一個前瞻性的產業，應該給予其更多的支持才能夠到達相同的目標。

### 未來將繼續深耕跨國併購，將研究版圖擴大到亞洲

陳熾如教授專長於公司財務與公司治理領域的研究，一家公司的投資選擇和融資選擇都是很重要的挑戰。教授指出未來將專注於跨國併購，除了考慮產業和市場上的需求，還需要將各種國家級的因素加入探討，譬如說國家間的文化差異性、重視投資人保護的市場機制、或 ESG 方針的不同。過去的研究雖然大部分都在美國市場，但未來會逐漸將研究範圍延伸至更多亞洲國家的政府政策對併購市場所帶來的影響。

### 更多論文內容請參考：

Chen, Yenn-Ru & Ho, Keng-Yu & Yeh, Chia-Wei, 2020. "CEO overconfidence and corporate cash holdings," Journal of Corporate Finance, Elsevier, vol. 62(C).