

高階管理團隊特質與融資決策的關聯性

The Relationship between Top Management Team Characteristics and Financing Policy

陳香蘭

國立高雄第一科技大學財務管理系 助理教授

angelachen@ccms.nkfust.edu.tw

夏雅鈴

國立高雄第一科技大學財務管理系 碩士生

U9643840@ccms.nkfust.edu.tw

摘要

根據代理理論，管理者未必會遵照股東的利益來制定經營決策。因此，本研究試圖以高層理論的角度探討高階管理團隊特質與融資決策的關聯性。以台灣上市櫃公司為研究對象，期間從 2003 至 2007 年，透過多元迴歸模型實證發現：(1) 高階管理團隊的平均任期、持股率與負債融資呈顯著正相關。表示經理人的任期愈長愈傾向維持過去的經營策略，較難以提升公司的獲利與成長，因而傾向採用負債融資來避免盈餘稀釋問題並藉以傳遞公司內部有利訊息，以實現維持公司現狀的承諾。而利益收斂與管理據守假說解釋了管理團隊持股率與負債融資之間的正向關聯。(2) 高階管理團隊的平均年齡、平均教育程度、規模大小與負債融資呈顯著負相關。表示年長的經理人為避免未來的生涯規劃受到破產危機的威脅，而不願承受過多的財務風險。高教育程度的經理人較能處理權益融資的複雜籌資程序，較願意承擔權益融資的潛在風險，並降低股價被錯估的可能性。管理團隊規模愈大成員間的異質性愈高，在面對隨負債融資而來的財務危機時，較無法溝通協調並迅速產生危機處理的共識，容易使財務狀況更加惡化，因而較不願採用負債融資。

關鍵詞：高層理論、高階管理團隊、融資決策

The Relationship between Top Management Team Characteristics and Financing Policy

Abstract

The aim of our study is to examine the relationship between top management team (TMT) characteristics and financing policy, based on the Upper-Echelons Theory. Using a sample of Taiwan's listed firms over the period between 2003 and 2007, the results show that (1) A positive relationship between TMT tenure and shareholdings and debt financing. This implies that executives with longer tenures have higher tendencies of maintaining their previous management strategies, hence they are less likely to raise the profits and growth of the firm. To maintain the current corporate status, they tend to depend on debt financing which allowed them to avoid the problem of earning dilution and enable them to transmit insider information. TMT shareholdings, consistent with the hypotheses of management entrenchment and convergence of interest, have positive effects on leverage. (2) TMT age, education and size are negatively related to leverage. This implies that older executives might be unwilling to shoulder more financial risks in fear of putting their future career planning under the threat of bankruptcy. Executives with higher levels of education tend to have abilities to cope with the complicated listing procedures and thus more likely to take potential risks of equity financing, thus reducing the possibility of mispricing stocks. A larger team has more heterogeneity among its members. When such a heterogeneous group is faced with a financial crisis arising from debt financing, the members might have more difficulties in coordination and communication, hence unable to reach a consensus in haste. In such a situation, the firm's finances might easily worsen, therefore increasing preference for debt financing in large groups.

Key Words: Upper-Echelons Theory, Top Management Team, Financing Policy

壹、緒論

公司的經營權與所有權分離後，因管理者與股東及股東與債權人的目標、利益、風險不一致而引發代理問題。當公司內部治理不健全時，利害關係人(例如股東、債權人等)的權益將受到影響，尤其在投資者保護程度較低的國家中，管理者較容易透過控制權取得私人利益，掠奪利害關係人的財富，嚴重者甚至引發財務危機。因此管理者對企業的營運成敗有著重要的關聯性。

Hambrick and Mason在1984年發展出高層理論，說明管理者會將自身的觀念與價值判斷反應在決策的選擇上，因而高階經理人的特質會影響組織的決策與績效。然而，過去與融資決策相關的國內、外研究議題中鮮少從高層理論的角度進行探討，主要皆集中在以下幾個層面，包括：(1)針對闡釋融資決策的兩個重要理論—抵換理論與融資順位理論—進行直接與間接的驗證，以探討此兩個理論對資本結構的解釋能力，如Myers and Majluf (1984)等。(2)以財務指標與股權結構的角度，來檢驗影響資本結構的決定因素，及資本結構與公司價值的關聯性，如王元章、辜儀芳(2003)等。(3)探討負債與其他內、外部監督機制的關聯性，如洪榮華、陳香如、柯璟瑩(2005)等。然而面對複雜、快速變遷的經營環境，公司更需仰賴高階管理團隊發揮群策群力之效，解決企業生存所須面臨的各種難題。故本研究擬將高層理論的概念導入公司的融資決策中，探討高階管理團隊的特質是否對融資決策的制定產生影響，並進一步瞭解不同特質的高階經理人如何受到潛在特質的影響，而形成融資工具的選擇偏好。本文後續將以文獻探討、研究設計、實證結果分析與結論的順序進行。

貳、文獻探討與假說

Hambrick and Mason (1984)提出高層理論，以高階管理團隊的人口統計特徵來預測組織產出。其認為管理者依據自身的概念、認知基礎及價值判斷做出決策，而這些決策依據的形成來自於個人的訓練、背景和經驗(如年齡、教育程度等)。透過形成決策依據的人口統計特性來預測高階管理團隊的決策制定，進而推論高階管理團隊特性對組織產出的影響。以下本研究將依據管理者可觀察的五項特質逐一探討其與融資決策的關聯性。

一、年齡

年齡代表一個人某種程度的心智成熟狀況，並適度反映出個人的價值態度，進而影響其決策行為(Thomas, Litschert and Ramaswamy, 1991)。有學者認為年長的經理人因生理與心理上已缺乏學習新事物、產生新想法的動力(Child, 1974; Chown, 1960)，且可能處於重視財務與職業穩定的人生階段，故制定決策時會避免任何可能影響生涯規劃的風險性活動(Carlsson and Karlsson, 1970)。相較而言，年輕的經理人未來在職場工作的時間仍然長遠，對於職業的關注(career concerns)會比年長經理人來得多且更努力工作(Bertrand and Schoar, 2002)，較願

意採用新的概念或行為(Bantel and Jackson, 1989)，而在策略的選擇上也較願意承擔風險並具有彈性(Miller, 1990; Hambrick and Fukutomi, 1991)。

Jensen and Meckling (1976)、Kim (1978)在資本結構的相關研究中將負債的槓桿關聯成本(破產成本及代理成本)納入考量，其認為負債的節稅利益會被槓桿關聯成本所抵銷。負債融資比率愈高，所需負擔的利息費用愈大，若未來公司盈餘無法支應利息費用，則會提升公司發生破產的機會，未來舉債能力降低。對年長的經理人而言，負債融資所帶來的財務風險會威脅到他們追求安定的目標。而Bertrand and Schoar (2002)亦發現，確實年長的經理人在財務決策上會趨於保守。因此，根據以上觀點本研究推論，隨著經理人的年齡增長，其對經營策略的選擇會趨於保守，且可能處於追求職位安定與財務穩定的人生階段，為確保公司的財務風險維持在安全範圍內，以避免公司發生破產危機威脅其未來的生涯規劃，而較不願使用負債融資，因此本研究建立假說1：

假說 1：高階管理團隊平均年齡愈大，負債比率愈低。

二、任期

任期對融資決策的影響可區分為正反兩面觀點。從經理人對風險的態度而言，經理人的任期愈長，其自主權及影響力愈大，較容易安於現狀穩固自己的地位(Meyer, 1975)，且經理人能保有目前在該企業中的地位是經由一連串的努力而得，因此較不願從事無謂的冒險活動，心態上會趨於保守而迴避風險(Finkelstein and Hambrick, 1990)。Kor (2006)指出，任期愈長的管理者，愈可能抗拒公司的策略變革，亦即管理者承受風險的意願會隨任期的增加而降低；反之，任期較短的經理人為證明自己適任該管理職位會較願意承受風險。

Kim (1978)指出，利息費用隨著負債融資的增加而提高，當公司的盈餘波動變大而影響公司支付利息費用的能力時，公司無法履行償債義務或財務狀況惡化的可能性亦隨之增加，而意識到破產危機提升的股東及債權人會要求較高的風險溢酬，使得公司的資金成本提高。因此，根據以上觀點本研究推論，對保守趨避風險的資深經理人而言，在制定融資決策時，較不願採用負債融資，以避免過高的本息支付壓力及財務風險威脅其職位安全。本研究因而建立假說 2a：

假說 2a：高階管理團隊平均任期愈長，負債比率愈低。

從經理人對現狀的承諾而言，任期愈長的經理人較容易形成群體思考(groupthink) (Keck, 1997)，在決策過程中因受到有限知識基礎的影響(Rajagopalan and Datta, 1996)，而較傾向維持過去的經營策略(Finkelstein and Hambrick, 1990)，也由於資深經理人無法制定出能適應環境變化的策略，公司的獲利與成長較難以獲得提升(Hambrick and Mason, 1984)，反而對公司現行政策及實務作為的承諾會愈高(Hambrick, Geletkanycz and Fredrickson, 1993)。

當公司考慮以權益融資籌措資金時，發行新股可能產生股權與每股盈餘稀釋

問題，若公司未來的盈餘不足以支應股本擴張的程度導致每股盈餘下滑，會對原股東產生不利的影響。Hovakimian, Opler and Titman (2001)研究發現，管理者會以公司每股盈餘或每股帳面價值是否遭受稀釋來作為融資工具的選擇依據。因此本研究推論，經理人因長年任期侷限於慣用的經營模式而無法提升公司的獲利與成長，但又為實現維持公司現狀的承諾，在制定融資決策時，會較傾向採用負債融資來避免盈餘稀釋問題。另外，Ross (1977)指出，負債比率的變動會透露出管理者對公司未來價值及盈餘之預期。由於負債融資所帶來的破產危機對管理者而言代價太高，資本市場會將負債融資視為公司前景看好的訊號，而使公司股價產生正的異常報酬。因此本研究推論，高階管理團隊的任期愈長，愈傾向維持過去的經營策略，較難以提升公司的獲利與成長，因而傾向採用負債融資，將公司內部有利的訊息傳遞給外部投資人，以維持公司股價的表現，同時實現維持公司現狀的承諾。因此本研究建立假說 2b：

假說 2b：高階管理團隊平均任期愈長，負債比率愈高。

三、教育程度

Sturdivant, Ginter and Sawyer (1985)研究發現，教育程度與保守主義傾向為負相關。教育程度可反應出一個人的認知與能力(Wiersema and Bantel, 1992)，在面對複雜的問題時，高教育程度的經理人能創造、執行有效的解決方案(Bantel and Jackson, 1989)，具備經營企業所需的整合複雜事務能力，因而對不確定性的容忍度較高(Kimberly and Evanisko, 1981)。

當公司以現金增資籌集資金時，必須符合法令規範、有足夠的籌資前置時間，及合理的股價評估；反觀負債融資，若公司有足夠的抵押品且仍保有舉債空間時，向銀行借款則較容易成功(伍忠賢，1997)。Prochnow (1949)透過預期收入理論(anticipated income theory)指出，銀行以借款人未來的預期收入為基礎來估算還債計劃，並據以安排放款的期限結構，只要借款人有足夠的預期收入攤還本息，即可確保銀行的債權及流動性；在依循此理論的經營原則下，銀行業務便可朝中長期的資本放款擴展，並以借款人的償債能力來評估是否對其進行放款。相較於現金增資而言，銀行借款的審核速度較快，時效性較佳，一般當公司有資金需求時較會優先考慮銀行借款；反觀現金增資，其過程較為繁鎖複雜，且還需面對股價波動及融資金額不確定的風險，因而負債融資的問題較為單純。另外，Cohen and Dean (2005)研究發現，若初次公開發行公司的經理人具有較高的教育成就，則投資者會將其視為公司是由適任的經理人所經營管理的訊號，而股票發行價格被錯估的程度就會愈低。因此，根據以上文獻本研究推論，教育程度愈高的經理人愈具備經營企業所需的各種能力，較能處理權益融資繁鎖的籌資程序，且對不確定性的容忍度也較高，而較願意承擔權益融資的潛在風險，同時，透過訊號傳遞效果可進一步降低股價被錯估的可能性。本研究因而建立假說 3：

假說 3：高階管理團隊平均教育程度愈高，負債比率愈低。

四、持股率

持股率對融資決策的影響有正反兩面觀點。Jensen and Meckling (1976)透過代理理論指出，高階管理者存在特權消費或採用次佳投資決策的問題。為避免上述代理問題發生，可提供企業所有權(如股票)給管理者，讓其利益與股東趨於一致，進而較願意承擔風險為公司謀求福利(Welbourne and Cyr, 1999)。Billett, Flannery and Garfinkel (1995)指出，當經理人內部持股比率愈高，愈會盡力經營公司以創造更大的價值，因而較偏好銀行借款。另外，Jensen and Ruback (1983)指出，若股權集中於管理者手中，管理者基於本身職位安全的考量較容易產生反接管行為。而負債可作為反接管之工具，當資本結構中負債及不具投票權的證券愈多，降低非善意接管的成功率就愈高(Harris and Raviv, 1988; Stulz, 1988; Garvey, 1992)。因此本研究推論，在利益收斂(convergence of interest)與管理據守(management entrenchment)假說下，管理者會增加負債融資的使用，並建立假說 4a：

假說 4a：高階管理團隊持股率愈高，負債比率愈高。

Chen and Steiner (1999)研究發現，負債與管理者持股呈負相關，當管理者持有股權愈高時，其與公司的風險結合度就愈高，在風險趨避的原則下，管理者會減少負債的使用。Jensen, Solberg and Zorn (1992)指出，管理者持股與負債皆可作為代理問題的監督機制，兩者具有抵換關係，故管理者持股與負債融資呈負相關。因此本研究推論，高階管理團隊的持股率愈高，愈趨避風險，且兩者同為監督機制，因而抵銷負債融資的使用程度。本研究據以建立假說 4b：

假說 4b：高階管理團隊持股率愈高，負債比率愈低。

五、團隊規模

管理團隊規模愈大成員間的異質性愈高(Wiersema and Bantel, 1992)，而異質性與團隊凝聚力呈負相關(Katz, 1982)，當團隊成員不具凝聚力時較難以進行溝通(McCain, O'Reilly and Pfeffer, 1983)，容易產生衝突及權力鬥爭(Pfeffer, 1983)，管理團隊可能因而無法制定決策或採取行動(Wiersema and Bantel, 1992)。另外，較大的群體可能會有協調控制上的困難(Smith et al., 1994)，而較小的群體凝聚力較高，較無協調與溝通上的困難，在制定決策及達成共識上會較大規模團隊來得迅速(Haleblian and Finkelstein, 1993)。

Kim (1978)在資本結構的相關研究中指出，當公司負債融資的程度愈高，利息費用的負擔就愈大，若公司未來盈餘的波動影響其償債能力時，則發生財務危機的可能性就愈高，嚴重者甚至可能引發公司破產倒閉。而 Whetten (1980)指出，使公司陷入衰退倒閉之惡性循環的主要因素是，經理人承受經營壓力時容易誤判狀況並產生舉棋不定的決策行為。Hambrick and D'Aveni (1988)亦發現，破產倒閉的公司在倒閉前的衰退期間會產生極為躊躇不定的決策行為而加速惡化

公司的狀況。因此根據以上文獻，本研究推論，管理團隊規模愈大成員間的異質性愈高，在制定決策時意見較分歧而不易溝通協調，若採用負債融資則會提高公司發生財務危機的可能性，在面對危機處理時大規模的團隊較無法快速反應並產生共識，反而會加深公司財務狀況惡化的情形，故管理團隊規模愈大愈不願採用負債融資，本研究因而建立假說 5：

假說 5：高階管理團隊規模愈大，負債比率愈低。

參、研究設計

一、選樣準則與資料來源

本文研究期間自西元 2003 至 2007 年，共計五年。以台灣證券交易所公開發行之上市、櫃公司為研究對象；考量金融保險業為管制性產業，其財務結構因受限於法令約束較多而與一般產業不同，故不予列入研究樣本中。研究期間為全額交割、終止上市(櫃)、進行合併、宣告破產或重整等之公司，不予列入樣本中，以避免研究結果扭曲。而公司當期之融資決策係受前一年公司狀況所影響(Rajan and Zingales, 1995)，研究期間之樣本須有前一年完整的財務資料，若有遺漏則該筆樣本資料予以刪除，故解釋變數之衡量期間為西元 2002 至 2006 年。另外，高階管理團隊特質之資料從各公司之公開說明書、年報、中華徵信所出版之台灣地區企業經理人名錄逐一蒐集。財務資料則取自台灣經濟新報資料庫。

二、研究變數定義與衡量

本研究以負債比率為應變數，高階管理團隊特質為自變數，以前一期公司績效、固定資產率、公司規模及產業因素為控制變數，各項變數之定義與衡量方式如下：

1. 負債比率

本研究以負債比例(Debt ratio)=(負債帳面價值)/(權益市值+負債帳面價值)作為衡量變數。由於負債比例介於 0~1 之間，當觀察樣本中存在過多的極端值時會導致迴歸模型發生以下問題：(1)誤差項不為常態分配，(2)誤差項的變異數為異質性，(3)自變數與應變數為非線性關係。為避免上述問題發生，本研究對負債比例進行 Logistic transformation， $Leverage = \text{Log}[\text{Debt ratio} / (1 - \text{Debt ratio})]$ (Balakrishnan and Fox, 1993)。

2. 高階管理團隊

Hambrick, Cho and Chen (1996)定義高階管理團隊為副總裁層級以上的所有經理人，而此操作性定義最被普遍採用，故本研究採用該定義並參酌台灣企業特性，將高階管理團隊定義為董事長、副董事長、總經理、副總經理。

3. 高階管理團隊平均年齡

依據高階管理團隊每一成員的實際年齡加總後取平均數(Hambrick and Mason, 1984)。

4.高階管理團隊平均任期

團隊成員擔任目前職位之年數加總後取平均數(Wiersema and Bantel, 1992)。

5.高階管理團隊平均教育程度

本研究將高階管理團隊成員的教育程度變數值分為 0 到 7，如下：0.為無受過教育 1.為國小畢業 2.為國中畢業 3.為高中/職畢業 4.為專科畢業 5.為大學畢業 6.為研究所畢業 7.為博士班畢業；再根據每一成員學歷分數加總後求算平均值(Bantel and Jackson, 1989)。

6.高階管理團隊持股率

依據各公司年報或公開說明書中所取得高階管理團隊每一成員之持股率加總(Kor, 2006)。

7.高階管理團隊規模

依據本研究對高階管理團隊之定義，計算高階管理團隊總人數(Wiersema and Bantel, 1992)。

8.前一期公司績效

Brealey and Myers (1984)以融資順位理論的觀點說明公司的獲利能力愈高，透過營運所產生的盈餘就愈多，可支應公司大部份的資金需求，而不需使用負債進行融資，因此獲利能力愈高，負債比率愈低。Titman and Wessels (1988)以營業淨利分別除以總資產及銷售額作為獲利能力的衡量方式，並發現獲利能力與負債比率呈負相關。故本研究以資產投資報酬率(ROA)=稅前息前折舊前盈餘 / 總資產帳面價值，作為衡量方法。

9.固定資產率

Jensen and Meckling (1976)認為，公司若能提供愈多的擔保品來降低資產替換問題所產生的負債代理成本，則公司的舉債能力就愈高。Marsh (1982)以固定資產比率作為資產抵押價值的代理變數，發現固定資產比率與負債比率呈正相關。故本研究以固定資產比率=固定資產 / 總資產帳面價值，衡量之。

10.公司規模

Warner (1977)指出，規模較大的公司存在規模經濟，因此會有較高的負債比率。Myers and Majluf (1984)認為，公司規模愈大資訊的透明度愈高，資訊不對稱的問題愈小，較容易進行負債融資，因此公司規模愈大負債比率愈高。本研究採用公司規模=Ln(銷貨收入)，作為衡量方式。

11. 產業因素

Jensen, Solberg and Zorn (1992)指出，對債權人而言，擁有較多無形資產的高科技產業其潛在的違約風險比其它產業來得高，導致高科技產業之負債比率可能異於一般產業。因此，本研究將產業因素納入控制變數中並以虛擬變數來衡量，電子產業 $D=1$ ，非電子產業 $D=0$ (Tsai et al., 2006)。

三、實證模型

本研究採用多元迴歸模型驗證高階管理團隊特質與融資決策的關聯性，並固定時間性的影響，以OLS(普通最小平方法)進行迴歸估計與分析。為了讓本研究更為嚴謹，在模型中亦控制產業因素。實證模型建立如下：

$$\begin{aligned} \text{Leverage}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{Age}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Tenure}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Education}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Ownership}_{i,t-1} \\ & + \beta_5 \text{TMTsize}_{i,t-1} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_7 \text{FA}_{i,t-1} + \beta_8 \text{Ln}(\text{FirmSize}_{i,t-1}) \\ & + \beta_9 \text{Industry}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{Year}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

其中，Leverage：進行 Logistic transformation 後之負債比率。 α 、 β_i ：迴歸係數($i=0,1,\dots,10$)， ε ：誤差項。Age：高階管理團隊平均年齡。Tenure：高階管理團隊平均任期。Education：高階管理團隊平均教育程度。Ownership：高階管理團隊持股率。TMTsize：高階管理團隊規模。ROA：前一期公司績效。FA：固定資產比率。FirmSize：公司規模。Industry：產業因素。Year：時間序列，以虛擬變數衡量，資料取得該年度為 1，其餘為 0。

肆、實證結果與分析

一、基本敘述統計分析

本文以研究期間所彙集的 4082 個觀察值計算各變數之敘述統計量，將計算結果摘錄於表 1，並說明於下。在進行 logistic transformation 前，研究樣本之負債比率平均值約 35%，由此可知，在研究期間台灣上市櫃公司資本結構中，權益融資所佔的比重超過 50% 以上，其資金來源以內部資金或發行權益證券的方式籌集居多。高階管理團隊的平均年齡約 54 歲，屬於中高年齡的人口組織結構，可見研究期間中大多數上市櫃公司的管理團隊是由歲數較年長的經理人所組成。高階管理團隊的平均任期約在 7 年左右，顯然研究期間大多數高階經理人在團隊組織中任職的資歷均達一定的年數。研究期間團隊成員平均皆有大學以上學歷，顯然管理者的受教育程度普遍偏高。而管理團隊的持股比重佔公司總股數約 13%，可見研究期間管理者的財富與公司價值具有高度的連結關係。另外，高階管理團隊規模大小平均約 4~5 人，顯示研究期間台灣上市櫃公司的經營團隊規模較小。控制變數方面，各上市櫃公司在研究期間的前一期績效表現平均約 8.8%，固定資產率達 23.3%，公司規模大小平均數達 15。

二、相關係數與多元迴歸分析

進行多元迴歸分析前，本研究先以 Pearson 相關係數分析來探討自變數間的相關程度與方向，從表 1 初步得知，各自變數間的相關係數值最高的是高階管理團隊規模與公司規模達 0.49 且顯著。為避免自變數間存在高度共線性，導致未達最有效率之迴歸模型配置，本研究再進一步進行共線性診斷，各自變數之 Variance Inflation Factors 檢定值介於 1.054 ~ 1.456 之間，因此預期本研究模型較不需處理共線性問題。表 2 摘錄高階管理團隊特質對融資決策之多元迴歸分析結果，在實證結果中，本研究模型 F 值達 0.01 的顯著水準，且調整後的 R-squared 為 24%，表示高階管理團隊之特質對公司的融資決策具有一定的解釋能力。就自變數而言，高階管理團隊之平均任期、持股率與負債比率呈顯著正相關，和本研究的假說 2b、4a 相符。另外，高階管理團隊之平均年齡、平均教育程度、規模大小皆與負債比率呈顯著負相關，亦和本研究的假說 1、3、5 相符。

表 1 敘述統計與相關係數表

	平均數	標準差	1	2	3	4	5	6	7	8
1.TMT 平均年齡	54.38	7.41	1							
2.TMT 平均任期	7.31	4.33	0.17*	1						
3.TMT 平均教育程度	5.07	0.73	-0.12	-0.23**	1					
4.TMT 持股率(in %)	12.76	11.08	0.04*	0.07*	-0.09**	1				
5.TMT 規模	4.34	2.42	0.0	-0.18**	0.15*	0.0	1			
6.前一期公司績效(in %)	8.85	10.96	-0.02	0.0	0.0	0.12*	0.04*	1		
7.固定資產率(in %)	23.32	17.77	0.18*	-0.04*	-0.04**	-0.04**	-0.08**	-0.01	1	
8.公司規模(in Ln)	14.94	1.46	0.09*	-0.14**	0.11*	-0.08**	0.49*	0.23*	-0.07**	1

註：1.公司家數=901，樣本數=4082。

2. **表示 P-value < 0.05；*表示 P-value < 0.1。 3.各變數之 VIF 值皆小於 2。

表 2 高階管理團隊特質對融資決策之多元迴歸分析結果

自變數\應變數	負債比率
截距項	-102.67*** (-10.56)
TMT 平均年齡	-0.61*** (-6.57)
TMT 平均任期	0.38** (2.45)
TMT 平均教育程度	-6.82*** (-7.51)
TMT 持股率(in %)	0.11** (2.16)

TMT 規模	-1.83 ^{***} (-5.92)
前一期公司績效(in %)	-1.63 ^{***} (-27.00)
固定資產率(in %)	0.04 (1.16)
公司規模(in Ln)	11.04 ^{***} (21.19)
產業因素	Included
Year effect	Included
Adjusted R-squared	0.24
F-statistic	101.95 ^{***}

註： 1.公司家數=901，樣本數=4082。

2.括號內的值表 t 檢定值。

3.*表示顯著水準達 0.10，**表示顯著水準達 0.05，***表示顯著水準達 0.01。

伍、結論

本研究以西元2003至2007年的901家上市櫃公司為研究樣本，探討高階管理團隊的特質與融資決策的關聯性。根據本研究之實證結果可知，高階管理團隊特質確實對公司的融資決策具有顯著的影響。當高階管理團隊平均年齡愈高，其心理或生理上存在較高的學習障礙，且因安於組織現狀而逐漸呈現風險趨避的管理作風。而管理團隊的教育程度愈高，所獲得的知識與專業技能愈充分，具備經營企業及承擔風險的能力，可處理複雜的事務並展現出領導企業發展的適任度。當高階管理團隊規模愈大，成員間的異質性愈高，而團隊的凝聚力則愈低，意見分歧及冗長的決策過程會使管理團隊難以產生財務危機處理的共識，而加速公司陷入財務風險的惡性循環中。在面對融資決策時，管理團隊因具有上述特性會較偏好權益融資而較不願採用負債融資。另外，高階管理團隊平均任期愈高，愈容易形成群體思考，較難以制定出可提升公司獲利與成長的方案，而為維持以往任期的經營表現，會優先考量可維持公司價值的決策。當高階管理團隊持股率愈高，管理者的利益逐漸與股東趨於一致，並掌握公司部分的控制權，其決策制定會傾向提升公司價值及確保控制權來作為考量依據。因此，進行融資決策時，管理團隊因具有上述特性會較偏好負債融資而較不願採用權益融資。

經理人身為決策的制定者及執行者，在企業的營運過程中扮演著重要的角色，而經由本研究實證後將更加瞭解經理人的特性如何影響管理團隊的運作、決策的制定及運籌整體企業的發展。對公司的資金供給者而言，經理人擁有公司相關的完整資訊，掌握公司的經營決策權力，大多數的資金供給者並無法獲知公司的內部訊息，因此公司與資金供給者之間常存在資訊不對稱的問題，而高階經理人是否盡到善良管理人責任，制定出有助於公司發展的經營策略，對資金供給者來說甚為重要，而透過可觀察的特性，瞭解不同特性所隱含的決策傾向，將可協助資金供給者辨別經理人決策制定的偏好，作為融通資金與否的參考依據，並發覺出與期望相符的經理人選，制定出適用於不同特性經理人的融資契約，以降低不利情況發生的可能性，進而獲得較高的投資報酬。

參考文獻

1. 中華徵信所企業股份有限公司 (1999)。台灣地區企業經理人名錄 1999/2000，第十一版。中華徵信所出版。
2. 中華徵信所企業股份有限公司 (2002)。台灣地區企業經理人名錄 2002/2003，第十二版。中華徵信所出版。
3. 中華徵信所企業股份有限公司 (2006)。台灣地區專業經理人名錄 2006，初版。中華徵信所出版。
4. 王元章、辜儀芳 (2003)。資本結構的選擇、融資與負債清償規模。《財務金融學刊》，11，35-87。
5. 伍忠賢 (1997)。創業成真，第二版。遠流出版事業股份有限公司。
6. 洪榮華、陳香如、柯璟瑩 (2005)。從代理理論的角度探討董事會特性、股權結構與負債之關聯性。《管理與系統》，12，33-53。
7. Agrawal, A. and Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
8. Antoniou, A., Guney, Y. and Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, 59-92.
9. Balakrishnan, S. and Fox, I. (1993). Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management Journal*, 14, 3-16.
10. Bantel, K. A. and Jackson, S. (1989). Top management and innovations in banking: does the composition of the top team make a difference ?. *Strategic Management Journal*, 10, 107-124.
11. Bertrand, M. and Schoar, A. (2002). Managing with style: the effect of managers on firm policies. Working paper 4280-02, MIT Sloan school of management.
12. Bevan, A. A. and Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the U. K. - a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, 12, 159-170.
13. Billett, M. T., Flannery, M. J. and Garfinkel, J. A. (1995). The effect of lender identity on a borrowing firm's equity return. *Journal of Finance*, 50, 699-718.
14. Brealey, R. and Myers, S. (1984). *Principles of corporate finance*, New York: McGraw-Hill.
15. Carlsson, G. and Karlsson, K. (1970). Age, cohorts and the generation of generations. *American Sociological Review*, 35, 710-718.
16. Chen, C. and Steiner, T. (1999). Managerial ownership and conflict: a nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy and dividend policy and dividend policy. *Financial Review*, 34, 119-136.
17. Child, J. (1974). Managerial and organizational factors associated with company

- performance. *Journal of Management Studies*, 11, 175-189.
18. Chown, S. M. (1960). The wesley rigidity inventory: a factor-analytic approach. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 61, 491-494.
 19. Cohen, B. D. and Dean, T. J. (2005). Information asymmetry and investor valuation of IPOs: top management team legitimacy as a capital market signal. *Strategic Management Journal*, 26, 683-690.
 20. Finkelstein, S. and Hambrick, D. (1990). Top management team tenure and organizational outcomes: the moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35, 484-503.
 21. Garvey, G. T. (1992). Leveraging the underinvestment problem: how high debt and management shareholdings solve the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Research*, 15, 149-166.
 22. Haleblian, J. and Finkelstein, S. (1993). Top management team size, CEO dominance, and firm performance: the moderating roles of environmental turbulence and discretion. *Academy of Management Journal*, 36, 844-863.
 23. Hambrick, D. C. and Fukutomi, G. D. S. (1991). The seasons of a CEO's tenure. *Academy of Management Review*, 16, 719-742.
 24. Hambrick, D. C. and Mason, P. A. (1984). Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9, 193-206.
 25. Hambrick, D. C. and D'Aveni, R. A. (1988). Large corporate failures as downward spirals, *Administrative Science Quarterly*, 33, 1-23.
 26. Hambrick, D. C., Cho, T. S. and Chen, M. J. (1996). The influence of top management team heterogeneity on firms' competitive moves. *Administrative Science Quarterly*, 41, 659-684.
 27. Hambrick, D. C., Geletkanycz, M. A. and Fredrickson, J. W. (1993). Top executive commitment to the status quo: some tests of its determinants. *Strategic Management Journal*, 14, 401-418.
 28. Harris, M. and Raviv, A. (1988). Corporate governance: voting rights and majority rules. *Journal of Financial Economics*, 20, 203-235.
 29. Hovakimian, A., Opler, T. and Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1-24.
 30. Jensen, G. R., Solberg, D. P. and Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 247-263.
 31. Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
 32. Jensen, M. C. and Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: the

- scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
33. Katz, R. (1982). The effects of group longevity on project communication and performance. *Administrative Science Quarterly*, 27, 81-104.
 34. Keck, S. L. (1997). Top management team structure: differential effects by environmental context. *Organization Science*, 8, 143-156.
 35. Kim, E. H. (1978). A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *Journal of Finance*, 33, 45-63.
 36. Kimberly, J. R. and Evanisko, M. J. (1981). Organizational innovation: the influence of individual, organization, and contextual factors on hospital adoption of technological and administrative innovations. *Academy of Management Journal*, 24, 689-713.
 37. Kor, Y. Y. (2006). Direct and interaction effects of top management team and board compositions on R&D investment strategy. *Strategic Management Journal*, 27, 1081-1099.
 38. Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt: an empirical study. *Journal of Finance*, 37, 121-144.
 39. McCain, B. E., O'Reilly, C. A. and Pfeffer, J. (1983). The effects of departmental demography on turnover: the case of a university. *Academy of Management Journal*, 26, 626-641.
 40. Meyer, M. W. (1975). Leadership and organization structure. *American Journal of Sociology*, 81, 514-542.
 41. Miller, D. (1990). Stales in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment. *Management Science*, 37, 34-52.
 42. Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
 43. Pfeffer, J. (1983). Organizational demography, In L. L. Cummings and B. M. Staw (Eds.). *Research in organizational behavior*, 5, 299-357. Greenwich, Connecticut: JAI Press.
 44. Prochnow, H. V. (1949). *Term loans and theories of bank liquidity*. New York: Prentice-Hall.
 45. Rajagopalan, N. and Datta, D. K. (1996). CEO characteristics: does industry matter ?. *Academy of Management Journal*, 39, 197-215.
 46. Rajan, R. G. and Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure ? some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
 47. Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
 48. Smith, K. G., Smith, K. A., Olian, J. D., Sims, H. P. Jr., O'Bannon, D. P. and

- Scully, J. A. (1994). Top management team demography and process: the role of social integration and communication. *Administrative Science quarterly*, 39, 412-438.
49. Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
50. Sturdivant, F. D., Ginter, J. L. and Sawyer, A. G. (1985). Managers' conservatism and corporate performance. *Strategic Management Journal*, 6, 17-38.
51. Thomas, A. S., Litschert, R. J. and Ramaswamy, K. (1991). The performance impact of strategy-manager coalignment: an empirical examination. *Strategic Management Journal*, 12, 509-522.
52. Titman, S. and Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43, 1-19.
53. Tsai, W. H., Hung, J. H., Kuo, Y. C. and Kuo, L. (2006). CEO tenure in Taiwanese family and nonfamily firms: an agency theory perspective. *Family Business Review*, 19, 11-28.
54. Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: some evidence. *Journal of Finance*, 32, 337-347.
55. Welbourne, T. M. and Cyr, L. A. (1999). Using ownership as an incentive. *Group and Organization Management*, 24, 438-460.
56. Whetten, D. A. (1980). Sources, responses and the effects of organizational decline, In J. R. Kimberly and R. H. Miles (Eds.). *The Organizational Life Cycle*, 342-374. San Francisco: Jossey-Bass.
57. Wiersema, M. F. and Bantel, K. A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management Journal*, 35, 91-121.