

行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

經理人固守職位對融資決策影響之研究

Managerial Entrenchment and Financing Decisions

計畫編號：NSC 87-2418-H-126-001

執行期間：八十六年十二月至八十七年十一月

主持人：詹家昌 執行機關及單位：靜宜大學企業管理學系

一、中文摘要

在本研究中我們證明在訊息不對稱的情況下，若加上經理人固守職位的考量，則經理人選擇權益融資將成為一個均衡的行為。而在某特定環境下，亦可導出部份分離解，即有能力且低轉換成本的經理人將選擇負債融資，有能力且高轉換成本與低能力的經理人將選擇權益融資。這些行為的基本誘因是經理人選擇負債融資是為了利益的分享，選擇權益融資是為了固守職位。同時，我們發現經理人所握有的股權亦會影響資本結構的選擇，並可尋得一個股權比例，使得經理人對固守職位與利益分享呈現無差異。

在實證部分，有部分結果支持經理人為了固守職位將避免採用負債，在橫斷面的分析上，本文發現經理人的股權與在位年限可以解釋經理人固守職位下負債水準的選擇。但當觀察負債水準的變動時，本文發現當影響經理人職位的威脅降低時，公司負債水準有顯著增加的趨勢，但在股東監督方面，如董事會是否有大股東加入對公司負債水準卻沒有顯著的影響。

關鍵詞：固守職位，資本結構

Abstract:

In this research, we demonstrate that information asymmetries within a firm along

with managerial entrenchment concerns can jointly result in equity finance at the equilibrium. Under some specific circumstances, a partially separating equilibrium is obtained. That is, talented managers with low relocation cost will choose debt finance, talented managers with high relocation and untalented managers will choose equity finance. The basic motivation for these behaviors is that managers choose debt finance for profit sharing and managers choose equity finance in order to entrench themselves. Further, we find managers' ownership share will affect the choice of capital structure. A proportion of management ownership can be found at which managers are indifferent about whether to entrench themselves or share profits.

The results with the empirical parts partially suggesting that entrenched CEOs seek to avoid debt. In a cross-sectional analysis, we find managerial ownership and tenure can explain the leverage levels with which CEOs are entrenched. In an analysis of leverage changes, we find that leverage significantly increase in the aftermath of entrenchment-reducing shocks to managerial security. But In active monitoring, the addition to the board of major stockholders is

no significantly effect on the leverage levels.

Keywords: Entrenchment, Capital Structure

二、緣由與目的

目前代理問題的研究可說不計其數，由於經理人行為動機複雜，故各種主題亦經許多學者加以發掘與擴展。有主題上的擴展，如道德危險、聲譽與逆選擇等；有對象上的擴展，如股東與經理人之間，債權人與債務人之間，保險公司與被保險人之間等；關係上的擴展，如道德危險與投資決策，道德危機與融資決策等。相信每一個主題皆可透過不同的對象與關係而使代理問題的研究更趨完整。本文即為一例，在主題上選擇經理人之固守職位，在對象上選擇股東與經理人，在關係連結上選擇固守職位與資本結構的選擇。

在代理問題的主題上固守職位可說相對被忽視，國內直接討論文獻如詹家昌、劉維琪與吳欽杉（1996,1997a,1997b, 1998a,1998b）與詹家昌（1998），國外如 Shleifer and Vishny(1989) Gilson(1989) Nagarajan, Stvaramakrishnan and Sridhar (1995) 等，其中較大原因是沒有直接實證支持固守職位的重要性。但隨著目前有關研究的文獻日益增多，相信未來將更能凸顯其重要性。

三、成果與討論

在理論推演部分，本研究承認經理人對資本結構的選擇有主導權，但經理人須承擔股東所給予的經營業績壓力。經理人為了固守職位以免被解雇，當投資收益沒有十足的把握時，將儘量採取權益融資，當考慮股權利益時，則將傾向採取負債融資。在此假設下得到部分分離解，有能力

且低轉換成本經理人握有股權時，可以找出其會選擇負債融資，其他類型經理人選擇權益融資之部份分離解的條件。這個均衡隱含不管經理人選擇何種型態資本結構，只要經理人根據本身型態作正確選擇則股東便不會解雇。如低能力但轉換成本高的經理人會選擇對他們比較有利的權益融資而不被解雇；相對的有能力但低轉換成本的經理人則選擇負債融資，原因是對經理人而言，此時選擇資本結構的利益超過計畫失敗後期望轉換成本損失。

而本研究另又得到混合解的均衡條件，即全部型態經理人都選擇權益融資，股東唯有在遇到經理人選擇權益融資且產生低現金流量再予以解雇。此混合解在實務上發生的可能原因有三：第一、當成功機率較低風險較高，經理人從中獲利較不確定時較易採取權益融資，如新產品與技術的研發等；其次、轉業相對較為困難的行業，經理人當以固守職位為考慮重點，一般較專業的行業都可作這方面考慮；最後、權益融資稀釋的程度，當稀釋帶來不利的影響較低時，則可能採用權益融資，尤其當市場為多頭市場時更容易發生。

在股權影響經理人資本結構決策方面，本研究認為可以找到唯一的臨界的股權水準， \hat{q}_M ，使得經理人對於兩種融資方

式感覺無差異。當股權大於 \hat{q}_M 時，經理人將降低固守職位的動機，進而採取適合本身的融資方式，如有能力的經理人採取負債融資，低能力的經理人採取權益融資；當股權小於 \hat{q}_M 時，經理人將以固守職位為主要考慮因素，有能力經理人將採取不被解雇的權益融資，低能力經理人則採用負債將獲得較高聲望利益時，反而模

仿有能力經理人採用負債融資。因此股權將影響經理人的資本結構決策，但股東要利用股權誘因降低代理問題時，應考慮經理人的能力與轉換工作成本。

本研究實證部分參考 Berger, Ofek and Yermack(1997)的固守職位實證模式，對台灣企業有否因固守職位的動機而影響資本結構選擇做一實證。首先在 CEO 的股權部分出現相當顯著的結果，隨著股權的增加，將使經理人使用更多的負債融資，亦支持了詹家昌、劉維琪與吳欽杉 (1998a) 的看法，股權為一有效的誘因。然而在是否存在大股東方面則呈現與固守職位假設不一致的不顯著關係，可見大股東的存在與否並沒有顯著的改變經理人的融資決策。在董事會結構與董事會大小方面亦得到相似的不顯著關係，外部股東持有比例顯然亦未有發揮顯著的監督效率，此不排除台灣企業之外部股東幾乎皆由散戶構成有關。公司使用較低的槓桿比例，除了說明董事會的大小不能當作減少經理人固守職位的控制機制外，與傳統代理問題的解釋亦有差異。在公司規模部分，在以市場價值計算的槓桿水準中得到顯著的結果，此亦充分反映了國內貨放市場重視擔保品的習性，與一般經理人利用槓桿經營增加公司價值的觀念迥異。因此於股權與經理人在位年限方面，呈現與固守職位的假設一致，但其他並未獲直接的支持。

另一個有趣結果即當經理人離職後，本文發現經理人反而有顯著的負債減少，此與前文假設不符，而此現象至少有三種解釋；第一，經理人離職因素並無一致，固守職位並不是融資時主要考慮因素，市場因素就是其中一個可能因素；第二，過去負債失當，以致後來新任經理人校正；第三，其它因素，如經理人離職後銀行不願再提供貸款等；針對第一個問

題，似乎不獲第二個解釋變數（此變數描述經理人離職且是非自願）的結果支持，且傾向於是第二個問題所產生，因為符號已由負轉變為顯著的正，此時應可解釋為非退休離職的經理人離職後，其後繼任經理人的融資決策有顯著增加負債水準的趨勢。但為了檢視第二項問題，本文將樣本分成兩組，第一組（負債 / 總資產帳面值）之比高於0.4 之樣本資料，係相對高負債水準的樣本；另一組屬於低於0.4 之相對低負債水準的樣本。結果發現相對低負債樣本，呈現了新任經理人任職後有顯著的負債減少，與預期係因高槓桿的修正完全相反。但其他數據方面如在非自願經理人離職方面，則得到有顯著增加負債的跡象，由於新上任經理人有顯著的增加負債水準，因此顯示公司尚有可用的負債額度，亦間接呼應離職經理人負債額度不足的事實，有助於解釋經理人固守職位影響資本結構決定的推論。在大股東是否加入對固守職位影響方面，相對低槓桿水準的樣本中顯示了顯著效果，顯示在大股東出現後的監督效率，對於相對低負債水準的公司負債有顯著增加的現象，當然也是支持經理人固守職位的佐證。

由於無法證明經理人的資本結構決策，是否含有修正與原有期望有異的動機，因此有必要將實際資本結構與期望資本結構的差距納入解釋變數，觀察其是否為經理人改變資本結構的關鍵因素，同時亦可瞭解固守職位變數與經理人修正資本結構的交互作用關係，即瞭解經理人改變資本結構有多少比率是修正的動機，有多少比率是固守職位的動機。為了獲得修正的幅度，將以迴歸模式求出的負債水準當作經理人的預期負債水準，與去年的真實負債水準的差額當作今年年初的一項解釋變數，則在全部樣本的觀察下可得到一些

結果：經理人完全沒有顯著的修正與預期負債水準的差異，但值得注意的是觀察與經理人離職變數交互作用後，符號已經改變為負，尤其當經理人非志願離職時已經有較顯著的修正，且修正幅度接近百分之二十。若樣本侷限在低於預期負債水準的樣本時，發現低於預期負債水準的樣本中皆有修正動作（雖然仍不顯著），尤其在非自願離職部分有更顯著結果外，修正幅度更接近百分之九十，顯然離職經理人負債有較低的傾向，有利做經理人因固守職位影響資本結構選擇的推論。

四、計畫成果自評

本研究完成當初所預期之理論推演與實證的工作，針對經理人固守職位動機，以理論與實證方式分別說明了其如何影響資本結構的選擇。在理論推演部分，除了求得賽局的可能均衡解外，亦擴大了經理人資本結構決策的解釋空間，對以往無法理解的經理人行為有了新的銓釋。在實證部分本研究驗證了經理人股權與在位年限對資本結構選擇的重要性，同時有部分數據強烈支持經理人在非自願離職後，公司有顯著增加負債額的現象，此將給企業股東相當好的建議與參考，因為國內對此動機的探討相當少，將來除了給公司作策略時參考與應用外，更希望獲得拋磚引玉，有更多相關的研究出現。在實證過程中，由於固守職位的動機與資料不易訪查與獲得，同時本研究期間僅一年，無法對台灣企業作更徹底的瞭解，雖然本文的樣本以天下雜誌所排行製造業與服務業前一百大為研究的樣本與對象，在推論上已具有代表性，但不可否認的在樣本的數量上與屬性上應可再做深入的處理與分析，應可得到更為細膩的解果，推論亦可更完整，此

亦為作者接下來努力的方向。

五、參考文獻

- (1) 詹家昌，劉維琪與吳欽杉，1996，「經理人固守職位、聲譽與內部報告」，交大管理學報，第十六卷，第二期，頁113-138。
- (2) 詹家昌，劉維琪與吳欽杉，1997a，「經理人固守職位與盈餘預估策略」，交大管理學報，第十六卷，第二期，頁113-134。
- (3) 詹家昌，劉維琪與吳欽杉，1997b，「風險、固守職位與經理人契約」，中興企業管理學報，第四十一期，頁33-58。
- (4) 詹家昌，劉維琪與吳欽杉，1998a，「經理人固守職位、股權與短視投資」，管理與系統，第五卷，第一期，頁33-58。
- (5) 詹家昌，劉維琪與吳欽杉，1998b，「經理人固守職位與資本結構」，輔仁管理評論，已接受。
- (6) 詹家昌，1998，「經理人固守職位與資本結構」，亞太經濟管理評論，第二卷第一期。
- (7) Berger., P. G., E. Ofek and D. L. Yermack, 1997, "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions," Journal of Finance, 50:1411-1438.
- (8) Gilson, S. C., "Management Turnover and Financial Distress," Journal of Financial Economics, Vol. 5, 1989, pp.241-262.
- (9) Nagarajan, N. J. and K. Stvaramakrishnan and S. S. Sridhar, 1995, "Managerial Entrenchment, Reputation and Corporate Investment Myopia," Journal of

Accounting Auditing and Finance,
10:.565-585.

(10) Shleifer, A. and R. W. Vishny,, 1989,
“Managerial Entrenchment,” Journal of
Financial Economics, 25: 123-139.