

東海大學管理學院財務金融研究所  
碩士論文

公司風險承受度與經理人固守職位關係之研究

The Relation between Corporate Risk Taking and  
Managerial Entrenchment

指導教授：詹家昌 博士

研究生：王吉崇

中華民國一百零一年七月

# 東海大學碩士學位論文

## 學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士班 王吉崇 君

所提之論文(中文)：公司風險承受度與經理人固守職位  
關係之研究

(英文)：The Relation between Corporate Risk Taking  
and Managerial Entrenchment

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人 林雨暉 教授

考試委員 林雨暉 教授 張永松 教授

李春安 教授 詹家昌 教授

指導教授 詹家昌 教授 教授

系所主任 張永松 教授

中華民國

年

月

日

## 摘要

本文研究目的是透過經理人異動的觀點，觀察經理人是否會採用銀行往來關係的策略，以固守本身的職位。由於過去文獻強調風險是經理人固守職位考慮下相當重要的因素，因此本文將透過公司風險承受度來檢視經理人固守職位與銀行往來關係是否有關。實證結果發現經理人是否能夠固守職位與公司的風險程度有顯著的關係，經理人為了本身利益將採取降低公司的風險承受度。在固守職位與公司風險承受度關連的研究方面，本文發現年資愈長，經理人承受風險的程度愈小；而當經理人兼任董事長或持股比率愈高，其愈能承受較高的公司風險，且隨著公司風險增加，經理人異動率也會隨之提高。因多重銀行往來關係的企業與銀行間存在較高的資訊不對稱問題，公司面臨財務困境的危機較低，經理人較易鞏固本身職位。本文除了發現在多重銀行下，公司有較高的風險承受度外，亦發現經理人異動後的公司風險承受度下降幅度，比無多重銀行關係的企業小，此結果顯示經理人有採取多重銀行往來關係策略以鞏固自身職位安全的可能性。

關鍵詞：風險承受度、經理人固守職位、銀行往來關係

## Abstract

The purpose of our research is to review whether managers will adopt a strategy which called bank relationships to do entrenchment via the aspect of changing the manager. Owing to the past literatures emphasize that corporate risk is an important factor when managers consider entrenchment. Therefore, our research will investigate the relationship between managerial entrenchment and bank relationships through the perspective of corporate risk taking. Empirical evidences proved that there is a significant relationship between managerial entrenchment and risk taking of firms. Managers have incentives to lower risk taking of firms for their own benefit. In the empirical investigation about the relation between managerial entrenchment and risk taking, we have found out that the more serving years at one firm, the less risk taking of managers. When the managers are also as the board of directors or they have higher holding stock ratio in company, then they can take higher risks. Due to the increasing risks for firms, the turnover rate of managers will increase. In addition, because the firms which have multiple bank relations will exist higher asymmetric information, firms will face lower financial risks, and managers will become more easier to do entrenchment. Our research not only discovered that firms will have higher risk taking under multiple bank relations, but also discovered the decline range of risk taking after change managers will smaller than the firms which didn't have multiple bank relations. The result shows the possibilities that managers will use the strategy of multiple bank relations to do managerial entrenchment.

Keywords : Risk taking, Managerial Entrenchment, Bank Relationships

## 目 錄

壹、 緒論.....	1
貳、 相關文獻回顧.....	6
一、 固守職位相關文獻.....	6
二、 風險承擔相關文獻.....	8
三、 銀行往來相關文獻.....	9
參、 研究方法.....	11
一、 樣本選取.....	11
二、 銀行往來關係之定義.....	11
三、 風險承受度之衡量.....	11
四、 經理人固守職位之衡量.....	12
五、 建立公司風險承受度與固守職位關係.....	13
六、 控制變數的說明.....	13
肆、 實證結果與分析.....	15
伍、 結論.....	29

## 表目錄

表一 敘述統計量.....	16
表二 區分多重銀行往來下之敘述統計量.....	17
表三 固守職位與風險承受度之關聯性.....	19
表四 固守職位與風險承受度增量之關聯性.....	20
表五 風險承受度與總經理異動率之關聯性.....	22
表六 區分多重銀行與風險高低下之異動率.....	23
表七 經理人異動前後公司風險承受度之變化.....	25
表八 經理人異動後的風險增量與多重銀行往來下固 守職位經理人之關聯性.....	27
表九 經理人異動後的風險增量與家族企業之關聯性.....	28

## 壹、緒論

隨著經濟的發展，企業規模也隨之擴大，為了取得足夠資金，企業透過金融市場取得足夠資金的需求也日益提升，為了塑造專業形象與回應投資者的期待，企業主普遍會將經營權釋出，改由具備專業能力之經理人負責經營管理，而形成所有權與經營權分離的管理模式，擁有專業能力之經理人取代原先之業主，成為公司實際之經營者。然而，受自利動機的影響，經理人在本身並非公司股東或持股不高的情況下，可能會為自身之利益，而採取違背公司價值極大化之行為，因而對股東利益造成傷害，此即是目前學術界與實務界都相當重視的課題—股東與經理人的代理問題。

自從 Jensen and Meckling(1976)提出代理問題以來，便一直受到許多學者的關注，更是影響公司經營成敗的重要因素之一，如 Crutchley and Hansen(1989)驗證影響經理人持股、負債與股利間的因素，Agrawal and Knoeber(1996)討論經理人和股東之間代理問題的控制機制等。Claessens, Djankov, Fan and Lang (1999) 的研究顯示代理問題是導致東亞各國在 1997 年所發生金融危機的重要原因。由於影響經理人行為的因素複雜，故有關代理問題探討之範圍亦相當廣泛，至今已有許多的擴充與延伸，包括探討不同主題，如資訊不對稱，逆選擇等；研究不同對象，如股東與經理人間、股東與債權人間等。而本文在代理問題的議題上，則以過去文獻較少探討之經理人固守職位行為為主；在對象上，則選擇股東與經理人間的代理問題為研究方向。

所謂經理人固守職位可定義為當經理人在各種內、外部控制機制下，會選擇有利於鞏固職位的行動，以追求本身效用極大化的行為，此時經理人之決策行為將與股東利益產生不一致的現象。事實上，固守職位的經理人有追求本身利益替代極大化股東財富的傾向(Pan, 2007)，例如為避免決策不當，造成公司承受過高之風險或深陷財務危機而遭致解雇，經理人有採取較為保守決策的誘因。在投資短視方面，Nagarajan, Stvaramakrishnan and Sridhar(1995)以賽局理論說明經理人為了固守職位，將犧牲長期價值換取短期投資績效。Graham, Harvey and Rajgopal (2005)亦有類似看法，認為若經理人

在固守職位動機下，會影響長短期投資間的抵換關係，甚至犧牲長期價值來換取短期績效獲利。然而，不僅企業經理人在做決策時會有固守職位動機，共同基金經理人亦會藉由專注於短期投資，甚至放棄長期投資的機會來固守自身之職位(Jin and Kogan, 2008)。另在公司治理機制方面，董事分期改選制，會使經理人免於受到市場嚴格的監督而鞏固職位(Faleye, 2007)。Arikawa and Mitsusada (2011)則認為股票市場會將毒藥丸事件，視為經理人想要固守職位之訊號。

過去文獻發現經理人具有固守職位之動機時，將可能採取各種手段，如 Berger, Ofek and Yermack(1997)發現固守職位的經理人在從事融資決策時，大部分會避免使用負債融資方式，尤其當經理人任期較久、持股比例或薪酬的誘因低、未受到董事會或大股東的嚴格監督等特性時，更趨明顯。Bebchuck, Coates and Subramanian(2002)認為毒藥丸策略是一個對抗併購有利的方法，尤其當此公司同時有董事分期改選制時。受代理問題的影響，國內外許多大型公司弊案頻傳而深陷財務危機，不僅擾亂資本市場，亦使投資者遭受損失，公司治理的重要性因而受到重視。因此，如何在事前有效加以預防，使公司不再承受過高的風險，導致企業面臨財務困境，亦成為當前重要的議題，目前學術界亦對公司風險承受行為的研究有愈來愈多的趨勢，如 Coles, Daniel and Naveen(2006)驗證經理人薪酬與公司風險間之關係，發現經理人的財富，與公司投資、負債策略及風險間具有顯著的統計相關，而在公司治理與風險承受度之間的關係，當有較好的投資人保護，公司可以承受較大的風險(John, Litov and Yeung, 2008)。Nguyen(2011)則以日本企業為樣本，探討公司治理與公司風險間之關係，發現家族控制效果與股權集中度與公司風險呈現正相關，而與銀行控制效果呈現負相關。因此經理人為防公司面臨財務困難，產生被公司解雇的情形，其有操弄公司風險承受度的可能性。

然而觀諸過去文獻，似乎很少直接驗證經理人固守職位動機與公司風險承受度間之關係，相關文獻如 Shleifer and Vishny (1989)指出經理人進行投資決策時會偏愛風險較小的短期投資，而放棄對公司價值有利但風險高的長期投資，尤其偏好對本身專長有關的特定投資。雖然該文觀察經理人固守職位與風險的關係，但僅為理論推導，並未進行相



關實證。Gilson(1989)則發現財務危機公司的經理人離職後，很難短期內在上市公司擔任要職，且有很高的轉換工作成本(relocation cost)，經理人有強烈動機與理由避免公司承受過高風險而導致被解雇。另Hart(1995)與Muravyev(2003)主張負債比率過高的企業，將會增加公司風險與降低流動性，甚至導致企業破產，亦即負債過高不僅會使企業風險增加，更提高經理人的異動機率。而本文研究的重點係希望透過實證瞭解經理人的離職與公司風險承受度有無關連，經理人會不會透過銀行往來關係來鞏固本身職位的安全，希望能夠釐清經理人固守職位與公司風險承受度間之關係，並呼應過去文獻的理論模型。

由於各國公司治理制度的愈趨成熟，資訊透明的要求愈趨嚴謹，經理人能夠固守職位的手段將受到侷限，尤其是與公開財報有關的各種有形作為，無形的策略與手段將是較為可行的方式，也是學術界開始重視的研究方向，如Surroca and Tribó (2008)指出企業的社會責任可能是形成經理人固守職位策略的一部分。Cao, Pan, Qian and Tian(2011)則發現具有政治關係之經理人異動率較低，且異動後之公司績效提升幅度較為緩慢，因此可知建立良好的政治關係，亦可能是經理人固守職位之方法。由前文知經理人為了鞏固本身職位，將採取降低公司風險承受度的決策，然而若公司風險無法避免時，則維持良好的銀行關係將是一個非常可能的固守職位方法。尤其當公司面臨資金短缺導致財務困難時，經理人被公司解雇機率大幅提高，但若企業有往來密切的銀行，則銀行通常會適時提供資金疏困，此功能稱為銀行對企業所提供的流動性保險(Tilly, 1989)。Boot(2000)認為關係銀行在企業發生財務危機時會幫助企業度過難關，以防止債權無法回收。Pinkowitz and Williamson(2006)以日本公司之現金持有進行研究，發現當公司有較高比率的銀行債務比率時，表示該公司有很強的外部融資能力，有利於公司減少現金持有部位，而Bhattacharya and Thakor(1993)從降低資訊不對稱的角度來說明銀行存在的原因，銀行可透過本身優異的徵信審查與監控能力來獲取借款者獨特的資訊，因此銀行往來關係確實可以解決金融市場不完美與公司的資訊不對稱問題(Shen and Wang, 2005)。Mishkin(1997)指出當資訊不對稱問題存在時，將會引發逆選擇與道德危險。所以當銀行與企業

間的關係不夠密切，導致資訊不對稱的問題無法有效降低時，在逆選擇與道德危險的情況下，銀行可能因而承受較高的風險。因此降低銀行與公司間的資訊不對稱問題，對銀行而言非常重要，然而卻可能增加公司融資的困難度。

過去對於銀行與企業往來關係之文獻相當多,如 Boot and Thakor(2000)以模型探討多家或單一銀行往來的選擇，結果顯示銀行會選擇單一銀行往來關係。Fischer(1990)及 Rajan(1992)均認為與單一銀行進行往來時，由於單一銀行往來關係對企業內部行動的資訊非常了解，因而獲取資訊獨佔的利益，銀行會將這些公司獨特資訊反應在後續的各項協議上，銀行可以藉此獲取資訊獨佔的利益；然而，許多實證結果顯示多數企業融資時，會選擇與多家銀行維持往來關係（Petersen and Rajan, 1994 及 Berger and Udell, 1995）。Fischer(1990)指出當銀行同業間之競爭愈來愈激烈時，銀行即無法由往來關係獲取企業之獨特資訊，因此，也意謂在競爭激烈的環境中，銀行可以成為企業單一往來銀行的機會愈來愈低，而企業之所以會選擇與多家銀行進行往來，主要是因為若企業具有較高的流動性風險問題，只與單一銀行往來無法分散此流動性風險，故企業會選擇同時與多家銀行進行往來(Diamond, 1991)，然而，企業選擇與多家銀行往來，將使企業與銀行間資訊不對稱問題愈來愈嚴重，經理人因而有動機利用此不對稱的資訊，傷害銀行利益來獲取自身利益，降低遭公司汰換的可能性。

具有固守職位動機之經理人為了鞏固自身職位，將有誘因採取各種手段來規避公司處於高度風險之中，導致遭到公司解雇，甚至未來造成公司面臨財務困難，亦使自己在人力資本市場之談判籌碼減少。然而，過去文獻對於經理人固守職位行為之探討，多從公司績效方面進行研究，較少從銀行關係的策略與降低公司風險觀點進行探討。本文由公司風險角度研究是否與經理人固守職位行為有關外，亦觀察當企業發生財務困難時，若同時企業與多家銀行往來，由於雙方存在高度資訊不對稱，企業可藉由銀行之協助減少財務危機發生的機率，則是否影響經理人對於公司風險的態度，亦即與銀行維持關係是否為經理人固守職位之手段，亦將是本文觀察的研究重點；其次，本文驗證的方向幾乎都從經理人異動的觀點，原因是從異動當中，可以將經理人異動的原因與固守職位的

動機結合，相信可能掌握研究的成果。本文共分為伍節，第貳節從固守職位、風險承擔與銀行往來關係等三個角度，敘述與本文有關的文獻，第參節說明本文的研究方法，第肆節分析本文之實證結果，最後則是本文的結論。

## 貳、 相關文獻回顧

### 一、 固守職位相關文獻

Berle and Means (1932)提出在經營權與所有權分離的情況下，當股權過於分散且管理當局的持股比例不高時，其無需分擔經營失敗的全部責任與風險，且在資訊不對稱的情形下，管理當局可能會利用其所擁有的資訊優勢，以追求個人效用的最大化，不一定會基於「股東利益最大化」的前提下配置公司所擁有的資源，加上由於股權的分散，股東較沒有動機對公司進行監督，因而產生代理之問題。而所謂代理關係，Jensen and Meckling (1976)將代理問題詮釋為主理人授權代理人執行代理權限內職務的契約關係，當所有權與經營權分離時，代理人與主理人基於追求個人效用極大所致，其目標會產生不一致的現象，也就是經理人未必會以股東的最大利益為依據，而代理問題又可區分為權益代理問題與負債代理問題。

本文所探討之固守職位議題，係屬於經理人與股東間項下之權益代理問題，過去有許多文獻說明當經理人具固守職位之動機時，將選擇各種不同手段來鞏固自身之職位，如 Fama(1980)認為固守職位之經理人因為想要降低其本身不易分散之人力資本風險，將可能選擇低負債之策略；Jensen(1986)指出經理人會因為有較大的績效壓力，而採用低負債的經營方式。Gilson(1989)研究說明了經理人離職後有很高的轉換工作成本，尤其如因為公司財務危機遭到撤換時，離職後平均有三年時間無法在上市公司中擔任重要職務，故經理人固守職位有其必然性。Shleifer and Vishny(1989)則以模型解釋說明了經理人為防遭到解雇，經理人會使股東了解其具有存在價值及若遭解雇時，所需負擔之相關解雇成本較高。因此，經理人在進行投資決策時，除考量投資決策的本身之外，亦會衡量此投資專案是否與自身經歷、專業能力等有關，期望藉由自身在此方面專業能力來鞏固現有之職位，降低潛在的外部競爭者伺機取代之，因而可能傷害股東之利益。由於長期投資的資金回收期間較長，本身又具有未來獲利的不確定性因素存在，因此基於風險的考量，投資人會傾向偏愛短期的資本利得，Shleifer and Vishny (1989)認為，在投資人

在意短期獲利的考量下，勢必造成經理人短視行為的發生。因此經理人在有短期獲利的壓力下，有動機會選擇對未來獲利不確定性較低之決策，來降低公司承受之風險。Nagarajan et al.(1995)以賽局理論說明經理人為了固守職位，將會選擇短期投資決策，以避開長期投資的不確定性風險，此亦降低本身遭到解雇之機率；但若經理人為了自身的聲譽考量，則會轉而選取長期投資來賺取更高的報酬，藉此提升自己在人力資本市場的價值，增加未來工作之談判籌碼。

而近年來對於經理人固守職位文獻之探討議題，更結合許多有趣之面相進行研究，如 Graham et al.(2005)一文是針對超過 400 位 CEO 進行問卷或面談了解有關盈餘標竿的三個目的：(1)經理人對於盈餘標竿是否重視、(2)何種盈餘標竿指標為經理人所重視、(3)什麼動機下會使經理人犧牲經濟價值，調查結果強烈支持迫使 CEO 達成盈餘標竿的其中一個重要動機為職位之考量，因為有許多經理人認為假若時常未能達到盈餘標竿之標準，則投資人會認為此經理人是沒有能力對一家公司負責之經營者。問卷與面談結果顯示經理人會採取實際行動多過操弄盈餘來達到盈餘標竿的目的，如受訪者中有 80% 的人認為經理人會藉由降低研發費用(R&D)或廣告費用等方式完成盈餘標竿。而 Faleye (2007)從 CEO 異動(CEO turnover)、經理人薪酬(executive compensation)、委託書爭奪戰(proxy contests)及股東提案制度(shareholder proposals)等多角度進行有關董事分期改選制下經理人如何藉固守自身職位進行實證，結果顯示董事分期改選制會使得管理者免於受到市場監督，因此說明公司價值減少是由於經理人固守職位及董事會功能縮小所造成。

另外，在 Surroca and Tribó (2008)一文中，假設經理人由股東(外部:金融市場;內部:董事會)與不同類型之利害關係人(員工、顧客、供應商等)所控制，在此前提下，經理人可以選擇對抗或勾結利害關係人，一般經理人會選取與利害關係人勾結，藉此拉攏與強化利害關係人間的友善關係，以防止遭到解雇來達成固守職位的目的，此種情況在內部治理機制發展健全的公司尤其明顯。Arikawa and Mitsusada (2011)則以日本有關毒藥丸事件(poison pills)資料進行探討，研究結果指出股票市場會將經理人進行毒藥丸事件之

宣告視為經理人想要固守職位之訊號，在有敵意購併威脅下，年資愈長的經理人愈有可能進行毒藥丸，因年資愈長愈有權力能夠做獨立決策，因而愈有權力之經理人愈有可能進行毒藥丸策略。該文發現只有在公司績效差的時候，擁有權力的經理人會傾向採用毒藥丸的策略。

## 二、 風險承擔相關文獻

在風險承受度之文獻上，Coles et al.(2006)驗證了經理人薪酬與公司風險間的關係，實證結果發現經理人財富，與公司投資、負債策略及風險間具顯著相關。該文觀察經理人財富對股價波動間的敏感度，發現敏感度愈大時，公司會愈傾向從事較高風險的投資。John et al. (2008) 從投資人保護觀點進行探討公司治理及風險承受度的關係，認為當投資人有較好的保護時，則公司可以承受較大的風險，同樣地，公司也會因而增加投資。作者分別利用跨國與美國資料，由投資人保護的觀點進行研究，結果顯示公司風險承受行為及成長率與投資人保護呈現正相關。

而Nguyen(2011)一文與John et al.(2008)類似也探討公司治理與公司風險間之關係，但以日本企業為觀察對象。作者從家族控制公司與公司股權集中度與公司風險間之關係，結果顯示家族控制效果與股權集中度分別與公司風險呈現正相關，而與銀行控制效果呈現負相關。另外，作者亦提到股權集中程度較高與績效較好的公司，會有較好的公司治理效果與風險承受行為。Boubakri, Cosset and Saffar(2011)對私人企業的風險承受行為進行探討，他們認為如果公司的所有權是屬於內部人所有，則所有權與公司風險呈現負相關；反之，如果所有權是屬於外部人所有，則所有權與公司風險承受度呈現正相關。另外，Acharya, Amihud and Litov(2011)研究債權人權利與公司風險承受行為間之關係，作者利用跨國家間的資料，探討在公司瀕臨破產時，其投資策略和債權人權利間之關連，實證結果顯示當公司有較低的風險承受行為時，債權人在公司瀕臨破產時會有較大的權利。

### 三、 銀行往來相關文獻

銀行與企業往來資訊的產生，主要是來自於銀行為企業提供各式金融服務過程中，所取得有關企業之獨特資訊，由於此特定資訊具有多次使用與無法被其同業銀行所複製的特性，因而使該資訊具有獨特性，使銀行可獲得資訊獨佔利益。此外，因該特性能重複使用，所以銀行更可以獲得資訊規模經濟。Bhattacharya and Thakor(1993)從降低資訊不對稱的角度來說明銀行存在的原因，認為銀行可透過本身優異的徵信審查與監控能力來獲取借款者獨特的資訊。

Boot and Thakor(2000)以模型探討多家或單一銀行往來的選擇，結果顯示銀行會選擇單一銀行往來關係。Fischer(1990)及 Rajan(1992)均認為與單一銀行進行往來時，由於單一銀行往來關係對企業內部行動的資訊非常了解，銀行會將這些公司獨特資訊反應在後續的各項協議上，因此銀行可藉此獲取資訊獨佔的利益。Diamond (1984)認為當企業資訊不對稱的問題很嚴重時，與單一銀行往來是企業與外部投資者間的最好方式，因為與單一銀行往來時，銀行最有誘因降低彼此資訊不對稱的問題，所以公司只需要一家銀行往來即可。Shen and Wang (2005)利用借貸銀行家數來當作衡量銀行往來關係密切與否的代理變數。該文認為和銀行往來家數較少的公司，資金供需雙方訊息不對稱問題較低。同時，從銀行之觀點來看，若企業與多家銀行同時往來，雖然看似有多家銀行一起對借款企業監督，然而，實際上卻可能產生有些銀行不勞而獲，產生搭便車的問題。

然而，Fishcer(1990)指出當銀行同業間彼此競爭激烈時，借款企業會因銀行間的競爭所產生的削價策略，而提高企業轉換銀行的機率，銀行即無法由穩定往來關係獲取企業之獨特資訊，同時，也意謂在競爭激烈的環境中，銀行可以成為企業單一往來銀行的機會愈來愈低。許多實證結果也顯示絕大多數企業會選擇與多家銀行維持往來關係，如 Petersen and Rajan(1994)及 Berger and Udell(1995)以美國小型企業進行探討銀行往來關係，結果顯示絕大多數小型企業與銀行往來之家數超過一家。Elsas and Krahen(1998)則以德國 5 家大型銀行的中型企業為研究樣本，實證發現德國中型企業平均與 5 間銀行

進行往來，由實際之研究證據顯示，公司一般情況下確實會與多家銀行進行往來。

Diamond(1991)認為企業會選擇與多家銀行進行往來，主因是企業具有較高的流動性風險問題，因為單一銀行往來時，銀行會因與企業往來密切而獲取較多獨特資訊，因此銀行具有資訊獨佔利益。當企業發生非預期的流動性問題時，其向此單一往來密切的銀行提出融資要求時，則具有企業獨特資訊的銀行，會將企業的往來資訊及非預期性流動性風險問題反映到融資需求中，故銀行會提高融資條件或甚至不願意對企業提供融資需求，使面臨資金調度問題的企業無法透過該單一往來銀行取得所需資融，導致企業提早面臨財務危機的問題，故企業為了避免此一情況將會選擇同時與多家銀行進行往來。Berger, Klapper, Peria and Zaidi(2008)之實證顯示，假如公司與國外銀行間彼此具有往來關係時，則公司亦具有較佳之多重銀行往來關係。Detragiache, Garella and Guiso (2000)等學者指出，企業為了降低銀行突發性的流動性風險，將採取分散融資的方法，保持多家銀行往來關係。Houston and James(2001)研究銀行往來家數與公司現金流量之間的關係，結果發現與單一銀行往來的企業會相對持有較多的流動性資產，因為與單一銀行往來的企業藉由保持有較多的流動性資產來降低流動性保險。



## 參、 研究方法

### 一、 樣本選取

本文樣本選取 2001 至 2005 年間之台灣上市公司之年資料為樣本，資料來源為台灣經濟新報資料庫(TEJ)。金融、保險業由於性質特殊，財務資料與一般產業不同，所以將其排除，另外相關資料有遺漏或不完整的上市公司樣本亦予以刪除。本研究總有效樣本數為 1,437 筆，其中有經理人異動樣本為 137 筆。

### 二、 銀行往來關係之定義

Fischer(1990)、Sharpe(1990)、Rajan(1992)及 Shen and Wang(2005)對於以銀行往來家數衡量企業與銀行往來關係的文獻時，指出當企業與銀行往來家數愈少時，即意謂雙方資訊不對稱問題相對較小，反之，則雙方資訊不對稱問題較為嚴重。然而，過去文獻對企業與銀行往來家數多寡的定義，似乎並未一致，本文參考過去較多文獻之做法(Fischer, 1990；Boot and Thakor, 2000)，將銀行往來家數以單一銀行與多重銀行予以分類進行比較，並利用虛擬變數加以控制。另外，考量單一與多重銀行之定義是否會影響本文的結果，本文另以樣本中銀行往來家數最少的前 20%(約 2 家) 列為單一銀行的定義，希望除了觀察結果的穩健性外，更能得到一般性的結果。

### 三、 風險承受度之衡量

本文參考 John et al (2008)一文對公司風險承受度之作法，以當年度至未來五年的息前稅前折舊前淨利除上總資產之標準差，定義為本文對公司風險衡量的第一指標(Risk1)；另外，Boubakri et al.(2011)亦參考 John et al. (2008)之定義，以息前稅前淨利分別除以總資產與銷貨淨額，視為衡量公司風險承受度之代理變數，本文參考此做法，成為本文衡量風險承受度的另兩個代理變數(Risk2 與 Risk3)。

除上述三個以會計面為主的三個風險承擔的定義外，本文亦參考 Saunders, Strock

and Travlos(1990)、Chen and Steiner (1999)、Anderson and Fraser (2000)以及 Pathan(2009)的定義，以股票報酬率的標準差作為衡量公司風險承受度之代理變數，利用公司當年度52週的股票報酬率標準差作為風險承受度的第四個代理變數(Risk4)，四種風險承受度分別定義如下：

$$Risk1 = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left( E_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T E_{i,t} \right)^2}, T = 6(\text{年}), E_{i,t} = \frac{EBITDA_{i,t}}{A_{i,t}}$$

$$Risk2 = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left( E_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T E_{i,t} \right)^2}, T = 6(\text{年}), E_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{A_{i,t}}$$

$$Risk3 = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left( E_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T E_{i,t} \right)^2}, T = 6(\text{年}), E_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{Sales_{i,t}}$$

$$Risk4 = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T \left( P_{i,t} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T P_{i,t} \right)^2}, T = 52(\text{週})$$

$EBITDA_{i,t}$ : 第t年的息前稅前折舊前淨利

$EBIT_{i,t}$ : 第t年的息前稅前淨利

$Sales_{i,t}$ : 第t年的銷貨淨額

$A_{i,t}$ : 第t年的總資產

$P_{i,t}$ : 第t年的股票報酬率

#### 四、 經理人固守職位之衡量

所謂經理人年資是指經理人擔任此職務至更換當年為止的任職時間，年資可能對總經理更換機率有正面或負面的影響。過去文獻發現年資愈高，顯示經理人愈擔心有被更換的可能，將造成具有固守職位的動機(如 Morck, Shleifer and Vishny(1988)，Berger et al.(1997)，Hermalin and Weisbach(1998)，Ryan and Wiggins(2004)等)。然而，Salancik and Meindl (1984)指出具較高年資的經理人可能建立較大的權力基礎，因而經理人更換機率和年資呈現負向關係，但從過去的文獻觀之，持有這種觀點與得到類似結果的文獻相當少。

代理理論指出經理人身兼董事會職務將具有影響董事會決策的權力，此時董事會的監督功能會較弱，經理人即可利用董事會身份影響是否被替換的決策。Goyal and Park(2002)以經理人是否兼任董事長作為固守職位代理變數，結果顯示當董事長和總經理的職務由同一人負責時，經理人替換對公司績效的敏感性明顯較低，所以具有雙重職位的經理人被解雇之機率會降低，也就是說未有雙重身分之經理人會比較有固守職位之動機。另 Jensen and Meckling(1976)認為經理人持股比率愈高，將會降低管理當局與股東間的利益衝突，但高階管理者持股比率愈高時，亦不利公司撤換績效不佳的高階管理者，因此本文亦將持股比率視為觀察經理人固守職位動機之相關變數。

## 五、 建立公司風險承受度與固守職位關係

為檢驗公司風險承受度是否可做為經理人固守職位之衡量變數，本文擬以兩種方法驗試此關係，首先，式(1)之迴歸模型檢驗公司風險承受度變數與固守職位變數間的關係，其次，式(2)之迴歸式測試公司風險增量與固守職位變數間之關連，其中異動後第 k 年風險承受度增量意指經理人異動後第 k 年風險承受度減異動前一年風險承受度之變動量。其中  $TURN_i$  為一虛擬變，若當年度為經理人異動之第 k 年，則  $TURN_k$  設為 1，否則  $TURN_i$  為 0。相關實證模型分述如下：

$$\begin{aligned}
 RISK\theta_{i,j} &= \ln(Tenure_{i,j}) + DUAL_{i,j} + EHOLD_{i,j} + ROA_{i,j} + LEV_{i,j} \\
 &\quad + SIZE_{i,j} + DIR_{i,j} + DUM\_BLOCK_{i,j} + \ln(BOD\_SIZE_{i,j}) \dots\dots\dots(1)
 \end{aligned}$$

其中  $\theta = 1, 2, 3, 4$ ;  $i =$  第  $i$  家公司;  $j =$  第  $j$  年

$$\begin{aligned}
 \Delta RISK\theta_{i,j,k} &= \ln(Tenure_{i,j}) + DUAL_{i,j} + EHOLD_{i,j} + ROA_{i,j} + LEV_{i,j} \\
 &\quad + SIZE_{i,j} + DIR_{i,j} + DUM\_BLOCK_{i,j} + \ln(BOD\_SIZE_{i,j}) + TURN_k \dots\dots\dots(2)
 \end{aligned}$$

其中  $\theta = 1, 2, 3, 4$ ;  $i =$  第  $i$  家公司;  $j =$  第  $j$  年;  $TURN_k$ : 異動後第  $k$  年

## 六、 控制變數的說明

在公司財務的控制變數中，Barber and Lyon (1996) 認為資產報酬率相對於權益報酬

率對營運績效更有解釋力，另 Altman(1997)在其衡量公司破產風險之 ZETA 模型中，亦將資產報酬率考量為影響破產風險之重要因素，故本文以資產報酬率為控制變數，並定義為息前稅前淨利除以資產總額。

一般而言，當公司負債比率愈高則面臨較高的還款壓力，且將呈現較高的報酬變異數程度，也會導致較高的風險承受。Muravyev(2003)亦認為企業負債過高，將增加風險且降低流動性，甚至造成企業面臨財務危機，因此本文將負債程度視為控制變數且定義為總負債除以資產總額。在公司規模方面，過去文獻強調公司的規模與本身承受風險的能力有關，如公司的規模愈大，則公司愈有能力與資源去從事多角化來進行風險分散，因此本文亦將公司規模列為控制變數之一，定義為資產總額取自然對數 (Anderson and Fraser, 2000)。

在公司治理變數方面，Shleifer and Vishny (1986)認為大股東能促使公司承擔更多的風險，因此公司股價可以提高。Gadhoun and Ayadi(2003) 則驗證加拿大非金融公司之所有權與公司風險之關係，結果顯示當董事持股愈多，公司的風險承受度愈低。Yermack(1996)實證發現董事會大小會威脅經理人職位之穩固，即董事會規模愈大時，高階主管被更換的威脅將降低。因此，本文亦將董事會大小納入控制變數中。本文主要選用董監事持股比例、是否存在大股東及董事會規模作為公司治理面的代理變數。其中是否存在大股東為一虛擬變數，若公司存有一位持股 5% 以上股權之股東，此變數設定為 1；若沒有持股 5% 以上的股東，則設定為 0 (Weisbach,1988)。

## 肆、實證結果與分析

本文以 2001 至 2005 年間台灣上市公司為研究對象，總樣本數為 1,437 筆，其中有經理人異動的樣本為 137 筆。表一 Panel A 為樣本之敘述統計量，Panel B 描述各年度經理人異動率與銀行往來家數的分布情形。由 Panel A\_1 知台灣只與單一銀行保持往來的企業少於 25%，企業平均與 7.61 間銀行具有往來關係，而 Shen and Wang (2005) 研究台灣企業平均有 8.34 家往來銀行。顯示國內企業平均與銀行往來關係的家數有下降的現象，此可能與近年發生各種金融事件，銀行普遍加強信用的管制有關。另外，Panel A\_3 中經理人年資平均 11.31 年高於 Ryan and Wiggins(2004)一文實證美國經理人年資 9.11 年，顯示國內的經理人的替換率較低。在 Panel B 經理人的異動率數據方面，亦呈現比國外相對較低的現象，此可能原因為台灣企業多屬家族型態的組織方式，不易遭到公司解雇，在職場資訊不如國外的效率下，任期相對較長且異動率相對較低。

而表二的敘述統計量方面，主要觀察的重點是希望瞭解企業在有無多重銀行的關係下，是否會改變一些重要指標。首先 Panel A 定義「2 家以上」銀行為多重銀行之分類標準，比較經理人異動率、風險承受、年資、ROA、負債比率、公司規模、董監持股率、大股東與董事會規模是否具有顯著差異。結果顯示有多重銀行公司的經理人異動率顯著低於無多重銀行公司，原因可能與公司面臨危機時，多重銀行較可能協助企業度過難關(如 Tilly, 1989、Boot, 2000)。有關風險承受方面，由於資訊不對稱問題存在，具多重銀行關係的企業因而有較高的風險承受能力。在年資部分，有多重銀行關係的企業經理人，由於異動率低，年資也相對較長。另外，有多重銀行往來企業的財務方面，似乎經理人不易被公司解雇，因此呈現相對較低的資產報酬率；由於銀行融資相對容易，所以具有較高的負債比率；另可能因較有機會或資源與多家銀行往來，因此呈現與多重銀行往來的公司具有較大的規模。然而，有無多重銀行關係對於公司治理上的相關變數上(如董監持股率、大股東與董事會規模等)，則呈現沒有顯著的差異。在 Panel B 中，將多重銀行定義為「3 家以上」的銀行關係後，發現相關數據與 Panel A 類似，不再贅述。

## 《表一》敘述統計量

本文以2001至2005年間具完整資料的上市公司為研究對象，樣本數共1437筆，其中有經理人異動樣本為137筆。變數定義如下，Panel A\_1中多重銀行1、2分別定義為企業與2及3家以上銀行往來、銀行往來家數；企業與銀行有往來的家數；Panel A\_2中風險承受1為6年的息前稅前折舊前淨利／總資產的標準差；風險承受2、3分別為6年的息前稅前淨利／總資產與銷貨淨額的標準差；風險承受4為當年度52週股票報酬率的標準差；Panel A\_3中年資(年)：擔任此職務至更換當年為止的任職時間；董事長兼任總經理：虛擬變數，兼任設為1，未兼任設為0；總經理持股率：總經理持股數／流通在外股數；Panel A\_4中ROA：息前稅前淨利／總資產；負債比率：總負債／總資產；董監持股率：董監持股數／流通在外股數；大股東：虛擬變數，存在大股東設定為1，未存在大股東設定為0；董監事席次：董事會人數；異動率：異動次數／樣本數。

變數	平均數	中位數	Q1	Q4	
<b>panel A_1 :</b>					
多重銀行1	0.88	1	1	1	
多重銀行2	0.77	1	1	1	
銀行往來家數	7.61	6	3	10	
<b>panel A_2 :</b>					
風險承受1	4.76%	3.66%	2.25%	5.94%	
風險承受2	4.64%	3.61%	2.21%	5.74%	
風險承受3	9.45%	4.68%	2.69%	9.05%	
風險承受4	6.49%	6.19%	4.57%	8.02%	
<b>panel A_3 :</b>					
年資(年)	11.31	5.49	2.37	17.84	
董事長兼任總經理	0.27	0	0	1	
總經理持股率	2.91%	0.92%	0.04%	4.08%	
<b>panel A_4 :</b>					
ROA	1.40%	2.16%	-1.06%	5.11%	
負債比率	48.43%	47.74%	38.34%	57.94%	
資產總額(百萬)	19914.6431	7031.174	3329.8035	15574.851	
董監持股率	22.04%	19.11%	12.32%	29.25%	
大股東	0.39	0	0	1	
董監席次	9.58	9	7	11	
<b>panel B_1 :</b>					
年份	2001	2002	2003	2004	2005
異動次數	31	28	24	24	30
樣本數	286	298	277	287	289
異動率	10.84%	9.40%	8.66%	8.36%	10.38%
<b>panel B_2 :</b>					
銀行往來家數排序	20%以下	20%-40%	40%-60%	60%-80%	80%以上
銀行往來家數(平均)	1.41	3.33	6.03	9.32	17.94

《表二》區分多重銀行往來下之敘述統計量

本文以2001至2005年間具完整資料的上市公司為研究對象，樣本數共1437筆，其中有經理人異動樣本為137筆。PanelA與B分別以2家與3家銀行以上往來定義為多重銀行進行分組。變數定義如下，異動率：異動次數／樣本數；風險承受1為6年的息前稅前折舊前淨利／總資產的標準差；風險承受2、3分別為6年的息前稅前淨利／總資產與銷貨淨額的標準差；風險承受4為當年度52週股票報酬率的標準差；ln(年資)：擔任此職務至更換當年為止的任職時間取對數；ROA：息前稅前淨利／總資產；負債比率：總負債／總資產；公司規模：總資產取對數；董監持股率：董監持股數／流通在外股數；大股東：虛擬變數，存在大股東設定為1，未存在大股東設定為0；董事會規模：董監事人數取對數。\*、\*\*、\*\*\*分別表示達10%、5%與1%顯著水準。

	異動率	風險承受1	風險承受2	風險承受3	風險承受4	ln(年資)	ROA	負債比率	公司規模	董監持股率	大股東	董事會規模	樣本數
<b>Panel A</b>													
有多重銀行	8.83%	4.80%	4.69%	9.52%	6.50%	7.64	1.26%	49.53%	15.94	21.92%	0.39	2.21	1268
無多重銀行	14.79%	4.46%	4.34%	8.87%	6.37%	7.42	2.50%	40.21%	15.61	22.98%	0.41	2.19	169
差異	-5.96%	0.34%	0.35%	0.65%	0.13%	0.22	-1.24%	9.32%	0.33	-1.06%	-0.02	0.02	
差異(t-test)	-2.482**	2.867**	2.905**	2.409**	2.611**	2.079**	-1.999**	7.923***	3.386***	-1.014	-0.615	0.745	
<b>panel B</b>													
有多重銀行	8.42%	4.79%	4.68%	10.62%	6.54%	7.66	1.06%	50.49%	15.99	21.83%	0.39	2.21	1104
無多重銀行	13.21%	4.67%	4.53%	9.09%	6.31%	7.48	2.54%	41.62%	15.61	22.77%	0.40	2.18	333
差異	-4.79%	0.12%	0.15%	1.53%	0.23%	0.18	-1.49%	8.88%	0.37	-0.94%	-1.29%	0.04	
差異(t-test)	-2.613***	1.792*	1.829*	1.756*	1.614*	2.246**	-3.147***	10.002***	5.021***	-1.178	-0.423	1.351	

由於過去對於風險承受度與固守職位關係的實證文獻顯少，因此本文首先檢驗公司風險承受與經理人職位是否穩固是否有關。表三結果顯示年資與風險承受度呈現顯著負相關，如年資愈高時，則經理人愈接近退休年齡，為免遭到解雇，將採取趨避風險的態度，因此經理人不願意承受過高的風險(Berger et al.,1997)。董事長兼任總經理變數與風險承受呈顯著正向關，顯示由於經理人兼任董事長不易遭到解聘，所以經理人在決策時，較有意願承受較高的風險程度(Goyal and Park, 2002)。而在總經理持股率方面，除風險承受 4 未達顯著水準外，其餘皆顯著與公司風險承現正相關，此結果與 Jensen and Meckling(1976)研究發現持股比率愈高時，對公司掌控能力將愈高，經理人較不易被解雇，因此會有較高的風險承受意願的看法相同。另外 ROA 與公司風險承受度呈現顯著負相關，表示當績效增加時，公司的風險承受度會下降，故經理人遭到更換的機率下降，如 Osborn, Jauch, Martin and Golueck(1981)以及 Harrison, Torres and Kukalis (1988)認為績效的下跌將增加異動的機率；反之，則異動率下降。；而董事會規模與公司風險亦呈現顯著負相關，即董事會規模愈大，經理人被更換的威脅降低，則公司承受風險能力會較高，此結果與 Yermack(1996)研究一致。

為了確認公司風險承受程度與固守職位的關係，本文進一步將風險承受度的衡量改為風險增量的定義，希望觀察隨著時間的經過，異動後的經理人固守職位程度是否有所變動。透過表四，可以觀察經理人異動後的第一、三、五年後的年資與公司風險承受增量關係，發現不論公司風險承受是何種定義，經理人異動後隨著年資增加，年資的迴歸係數有逐漸變小的趨勢，意謂年資愈長時，由於經理人擔心被公司解雇，將具誘因使公司風險承受度逐漸降低，以防公司面臨經營危機而無法鞏固本身的職位，此結論呼應 Berger et al.(1997)一文的主張，即年資愈長，則經理人愈傾向避免使用負債，使公司降低財務危機的可能結論相同。而在董事長兼總經理變數或總經理持股率方面，則並沒有發現與年資有相似的結果，顯示此時在沒有固守職位的動機下，風險承受度的變化不會受更換後的時間影響。由表三與表四的結果，似乎顯示總經理年資、董事長兼任總經理及總經理持股率等三個與固守職位相關的變數中，幾乎都支持經理人固守職位與風險承



《表三》固守職位與風險承受度之關聯性

本表主要觀察固守職位經理人與不同風險承受定義間之關係。變數定義如下，風險承受1為6年的息前稅前折舊前淨利／總資產的標準差；風險承受2、3分別為6年的息前稅前淨利／總資產與銷貨淨額的標準差；風險承受4為當年度52週股票報酬率的標準差；ln(年資)：擔任此職務至更換當年為止的任職時間取對數；董事長兼任總經理：虛擬變數，兼任設為1，未兼任設為0；總經理持股率：總經理持股數／流通在外股數；ROA：息前稅前淨利／總資產；負債比率：總負債／總資產；公司規模：總資產取對數；董監持股率：董監持股數／流通在外股數；大股東：虛擬變數，存在大股東設定為1，未存在大股東設定為0；董事會規模：董監事人數取對數。\*、\*\*、\*\*\*分別表示達10%、5%與1%顯著水準。

	風險承受1			風險承受2			風險承受3			風險承受4		
	model 1	model 2	model 3	model 1	model 2	model 3	model 1	model 2	model 3	model 1	model 2	model 3
(常數)	0.072*** (14.08)	0.078*** (6.024)	0.092*** (6.698)	0.071*** (14.311)	0.082*** (6.516)	0.094*** (7.028)	0.139*** (6.983)	0.184*** (3.652)	0.271*** (5.069)	0.079*** (28.317)	0.112*** (16.178)	0.139*** (19.257)
ln(年資)	-0.004*** (-5.921)	-0.003*** (-4.717)	-0.003*** (-4.805)	-0.004*** (-6.115)	-0.003*** (-4.903)	-0.003*** (-4.98)	-0.007*** (-2.619)	-0.004 (-1.565)	-0.004 (-1.479)	-0.002*** (-5.489)	-0.001*** (-4.039)	-0.001*** (-3.791)
董事長兼任總經理	0.008*** (3.422)	0.005** (2.455)	0.004* (1.786)	0.007*** (3.357)	0.005** (2.378)	0.004* (1.773)	0.028*** (3.161)	0.021*** (2.495)	0.015* (1.688)	0.006*** (4.848)	0.004*** (3.764)	0.003*** (2.571)
總經理持股率	0.098*** (4.581)	0.108*** (5.13)	0.111*** (5.179)	0.091*** (4.375)	0.1*** (4.85)	0.101*** (4.838)	0.296*** (3.579)	0.271*** (3.308)	0.325*** (3.932)	0.011 (0.78)	0.004 (0.277)	0.001 (0.049)
ROA		-0.165*** (-12.897)	-0.16*** (-12.396)		-0.154*** (-12.395)	-0.151*** (-11.980)		-0.62*** (-11.472)	-0.625*** (-11.467)		-0.075*** (-11.051)	-0.066*** (-9.761)
負債比率		0.002 (0.421)	0.001 (0.144)		0.007 (1.129)	0.005 (0.836)		0.041* (1.684)	0.024 (0.989)		0.022*** (7.075)	0.022*** (7.000)
公司規模		-0.001 (-0.789)	-0.001 (-0.257)		-0.001 (-1.38)	-0.001 (-0.755)		-0.004 (-1.405)	0.001 (0.342)		-0.003*** (-6.893)	-0.003*** (-6.744)
董監持股			-0.014** (-2.079)			-0.011 (-1.59)			0.012 (0.437)			-0.02*** (-5.768)
大股東			0.003* (1.655)			0.003* (1.688)			0.001 (0.001)			-0.009*** (-9.051)
董事會規模			-0.008*** (-2.692)			-0.007*** (-2.667)			-0.075*** (-6.633)			-0.008*** (-5.658)
樣本數 n	1437	1437	1437	1437	1437	1437	1437	1437	1437	1437	1437	1437
F直	23.68	48.119	34	23.223	47.3	33.25	8.345	35.806	29.148	17.199	65.521	62.675
調過後的 R 平方	0.024	0.091	0.096	0.023	0.09	0.093	0.008	0.071	0.085	0.017	0.123	0.167

《表四》固守職位與風險承受度增量之關聯性

本表主要觀察固守職位經理人年資與不同風險承受度增量間之關係。變數定義如下，風險承受1為6年的息前稅前折舊前淨利／總資產的標準差；風險承受2、3分別為6年的息前稅前淨利／總資產與銷貨淨額的標準差；風險承受4為當年度52週股票報酬率的標準差；ln(年資)：擔任此職務至更換當年為止的任職時間取對數；董事長兼任總經理：虛擬變數，兼任設為1，未兼任設為0；總經理持股率：總經理持股數／流通在外股數；ROA：息前稅前淨利／總資產；負債比率：總負債／總資產；公司規模：總資產取對數；董監持股率：董監持股數／流通在外股數；大股東：虛擬變數，存在大股東設定為1，未存在大股東設定為0；董事會規模：董監事人數取對數。第K年:虛擬變數，當年度為更換後第K年設為1，否則設為0。\*、\*\*、\*\*\*分別表示達10%、5%與1%顯著水準。

風險增量	風險承受1			風險承受2			風險承受3			風險承受4		
	1	3	5	1	3	5	1	3	5	1	3	5
更換後第 k 年												
(常數)	0.445 (0.632)	1.554 (1.041)	2.118 (0.868)	0.395 (0.566)	1.864 (1.267)	2.734 (1.142)	1.645 (1.48)	4.343*** (2.697)	2.036 (0.715)	-0.266 (-0.366)	-1.012 (-0.975)	-1.647 (-1.237)
ln年資	0.058 (1.643)	-0.066 (-0.887)	-0.314** (-2.562)	0.059* (1.688)	-0.091 (-1.238)	-0.361*** (-3.004)	0.014 (0.243)	-0.014 (-0.174)	-0.111 (-0.776)	0.012 (0.323)	-0.11** (-2.112)	-0.193*** (-2.869)
董事長兼任總經理	-0.063 (-0.568)	-0.334 (-1.39)	-0.557 (-1.418)	-0.069 (-0.626)	-0.363 (-1.532)	-0.619 (-1.603)	0.245 (1.41)	0.186 (0.719)	-0.25 (-0.546)	0.503 (0.908)	0.302* (1.818)	0.104* (1.894)
總經理持股率	-1.829* (-1.689)	9.137*** (3.87)	14.108** (7.655)	-1.852* (-1.727)	8.972*** (3.855)	12.857*** (7.73)	-3.335** (-1.997)	-3.183 (-1.545)	1.818 (0.403)	-0.249 (-0.184)	-0.143 (-0.573)	-0.075 (-0.03)
ROA	-0.503 (-0.766)	-4.572*** (-3.356)	-4.825** (-2.321)	-0.545 (-0.839)	-4.453*** (-3.316)	-4.444** (-2.177)	-0.098 (-0.089)	-3.656** (-2.255)	-5.037* (-1.863)	-1.492** (-2.239)	-4.007*** (-4.259)	-3.381*** (-2.999)
負債比率	0.029 (-0.096)	-0.594 (-0.95)	-0.203 (-0.207)	0.052 (0.175)	-0.592 (-0.962)	-0.163 (-0.169)	1.04** (2.125)	-0.529 (-0.742)	-2.53** (-2.084)	0.381 (1.237)	1.003** (2.306)	2.414*** (4.461)
公司規模	-0.024 (-0.581)	0.015 (0.17)	0.05 (0.358)	-0.022 (-0.534)	0.01 (0.111)	0.037 (0.27)	-0.1 (-1.551)	-0.183* (-1.946)	-0.001 (-0.005)	-0.031 (-0.739)	-0.046 (-0.756)	-0.146* (-1.913)
董監持股	-0.391 (-1.136)	-0.171 (-0.232)	0.522 (0.436)	-0.422 (-1.237)	-0.26 (-0.357)	0.31 (0.263)	0.813 (1.519)	1.327* (1.671)	3.245** (2.344)	0.133 (0.38)	1.114** (2.173)	1.35** (2.058)
大股東(虛擬變數)	0.06 (0.653)	0.428** (2.203)	0.688** (2.189)	0.054 (0.584)	0.379** (1.982)	0.63** (2.040)	-0.083 (-0.580)	0.201 (0.966)	0.324 (0.891)	0.009 (0.101)	0.304** (2.257)	0.384** (2.237)
董事會規模	-0.15 (-1.035)	-0.426 (-1.311)	-0.44 (-0.802)	-0.148 (-1.028)	-0.433 (-1.351)	-0.45 (-0.835)	-0.333 (-1.465)	-0.581 (-1.637)	-0.536 (-0.835)	0.094 (0.642)	0.169 (0.751)	0.621** (2.07)
第 k 年(虛擬變數)	0.261 (1.03)	0.068 (0.155)	0.353 (0.615)	0.299 (1.193)	-0.004 (-0.009)	0.241 (0.428)	0.353 (1.163)	0.1 (0.285)	-0.09 (-0.133)	-0.103 (-0.518)	-0.39* (-1.725)	0.185 (0.598)
樣本數 n	1437	1437	1437	1437	1437	1437	1437	1437	1437	1437	1437	1437
F值	1.103	3.746	8.424	1.21	3.694	8.527	1.84	2.243	1.526	1.291	5.487	6.87
調過後的 R 平方	0.000	0.013	0.057	0.001	0.013	0.058	0.003	0.006	0.005	0.001	0.022	0.047

受程度有關，經理人除了思考如何降低風險承受度外，亦有誘因尋找其他避免因為高風險承受度而遭到解雇的方法，銀行往來的關係就是其中思考的可能方向。

在驗證固守職位經理人行為對於公司風險承擔間的影響後，進一步觀察公司風險承受與經理人異動率間之關係。首先表五先將四種不同定義的公司風險依四分位數分成四組不同的公司風險承受度，在其對應的公司風險承受度組別下計算經理人異動率，結果顯示當公司有較低的風險承受行為時，經理人的異動率低，但隨著風險的增加，經理人的異動率亦隨之增加，風險承受度最高組別的經理人異動率高達12%至13%之間，另外，為了更加確認不同大小公司風險承受對於經理人異動率是否有顯著差異，本文更進一步將公司風險最低與最高組別下的經理人異動率進行差異性檢定，結果顯示在風險承受度最高公司的經理人異動率顯著高於風險最低的公司，因此經理人為了維護自身利益，會避免使自己存於高風險的環境中，此結論與Hart(1995)與Muravyev(2003)主張負債比率過高的企業會增加公司風險，因而導致經理人異動機率增加的主張一致。

由於許多文獻指出當公司與多家銀行往來時，雙方具有資訊不對稱問題，借款企業可因而降低財務危機機率，間接使得經理人異動機率下降，因此本文亦觀察企業存在多重銀行往來關係時，公司風險大小不同對於經理人異動率的影響。首先將企業的銀行往來關係分為兩組，分別為有多重銀行與無多重銀行兩種，然後再分別依風險大小區分為高風險與低風險，希望在四種不同構面下觀察經理人異動率的情形。另外，在有無多重銀行往來關係下，本文亦分別根據總經理持股比率高低與董事長是否兼任總經理等分為四個構面進行比較經理人異動率。

在表六 Panel A 及 B 兩種不同的多重銀行定義下，檢視各個構面之經理人離職率，結果指出無論在高風險或低風險情況，有多重銀行關係公司經理人的異動率皆低於無多重銀行，且大部分異動率的差異達統計上顯著水準，此結果直接說相對於無多重銀行關係的企業低(Tilly, 1989、Boot, 2000 及 Detragiache et al., 2000)。而在有多重銀行關係時，高風險承受度的公司經理人異動率皆顯著高於低風險承受度的公司，但在無多重銀行關係時，則無顯著差異。而在總經理持股比率高時，有多重銀行往來公司經理人的異動率

### 《表五》風險承受度與總經理異動率之關聯性

本表主要觀察不同大小風險承受下的經理人異動率。Panel A中風險承受1為6年的息前稅前折舊前淨利/總資產的標準差、Panel B與C中風險承受2、3分別為6年的息前稅前淨利/總資產與銷貨淨額的標準差、Panel D中風險承受4為當年度52週股票報酬率的標準差。Q1、Q2、Q3、Q4分別為第一、二、三、四分位數；異動率：異動次數/樣本數。\*、\*\*、\*\*\*分別表示達10%、5%與1%顯著水準。

	風險承擔度	異動率
<b>panel A：風險承受1</b>		
Q1	1.48%	5.85%
Q2	2.91%	8.06%
Q3	4.70%	11.70%
Q4	9.96%	12.53%
Q1-Q4差異(t值)		-6.69% (-3.117)***
<b>panel B：風險承受2</b>		
Q1	1.49%	5.01%
Q2	2.86%	9.17%
Q3	4.58%	11.14%
Q4	9.66%	12.81%
Q1-Q4差異(t值)		-7.80% (-3.697)***
<b>panel C：風險承受3</b>		
Q1	1.66%	6.69%
Q2	3.67%	8.33%
Q3	6.46%	10.31%
Q4	26.01%	12.81%
Q1-Q4差異(t值)		-6.13% (-2.779)***
<b>panel D：風險承受4</b>		
Q1	3.43%	6.96%
Q2	5.40%	9.44%
Q3	7.06%	9.19%
Q4	10.05%	12.53%
Q1-Q4差異(t值)		-5.57% (-2.524)**

顯著低於無多重銀行往來的公司，且無論有無多重銀行往來，有較高持股比率的經理人，其異動比率顯著低於持股比率低的經理人(Jensen and Meckling, 1976)。在董事長兼任總經理時，不管企業有無多重銀行往來關係，經理人的異動率顯著低於未具有雙重職位的經理人(Goyal and Park, 2002)。但若經理人未具有雙重職位時，則有多重銀行關係下，

《表六》區分多重銀行與風險高低下之異動率

本表主要觀察風險、總經理持股比率高低及是否兼任董事長與多重銀行下經理人異動率。Panel A及B中多重銀行分別以2家與3家銀行以上往來定義為多重銀行進行分組。變數定義如下，風險承受為6年的息前稅前折舊前淨利／總資產的標準差；風險承受2、3分別為6年的息前稅前淨利／總資產與銷貨淨額的標準差；風險承受4為當年度52週股票報酬率的標準差；董事長兼任總經理：虛擬變數，兼任設為是，未兼任設為否；總經理持股率：總經理持股數／流通在外股數。Panel A、B、C、D及E皆以中位數分為高低兩組。

Panel A：多重銀行1					Panel B：多重銀行2				
	多重銀行	無多重銀行	差異	t值		多重銀行	無多重銀行	差異	t值
<b>panel A_1: 根據風險承受 1 排序</b>					<b>panel B_1: 根據風險承受 1 排序</b>				
高	11.23%	18.60%	-7.37%	-1.968**	高	11.01%	15.85%	-4.84%	-1.670*
低	6.45%	10.84%	-4.40%	-1.481	低	5.82%	10.65%	-4.83%	-2.164**
差異	4.79%	7.76%			差異	5.19%	5.20%		
t值	3.012***	1.421			t值	3.117***	1.402		
<b>panel A_2: 根據風險承受 2 排序</b>					<b>panel B_2: 根據風險承受 2 排序</b>				
高	11.04%	19.05%	-8.01%	-2.127**	高	10.95%	15.53%	-4.58%	-1.576
低	6.62%	10.59%	-3.96%	-1.337	低	5.85%	11.05%	-5.20%	-2.321**
差異	4.42%	8.46%			差異	5.10%	4.48%		
t值	2.777***	1.551			t值	3.061***	1.206		
<b>panel A_3: 根據風險承受 3 排序</b>					<b>panel B_3: 根據風險承受 3 排序</b>				
高	11.39%	12.79%	-1.40%	-0.380	高	11.55%	11.61%	-0.07%	-0.023
低	6.29%	16.87%	-10.58%	-3.463***	低	5.18%	14.61%	-9.43%	-4.186***
差異	5.10%	-4.08%			差異	6.37%	-2.99%		
t值	3.212***	-0.743			t值	3.831***	-0.803		
<b>panel A_4: 根據風險承受 4 排序</b>					<b>panel B_4: 根據風險承受 4 排序</b>				
高	10.69%	12.20%	-1.50%	-0.411	高	9.61%	14.74%	-5.14%	-1.836*
低	6.96%	17.24%	-10.28%	-3.295***	低	7.20%	11.86%	-4.67%	-1.952*
差異	3.73%	-5.05%			差異	2.41%	2.88%		
t值	2.343**	-0.920			t值	1.443	0.773		
<b>panel A_5: 根據總經理持股比例排序</b>					<b>panel B_5: 根據總經理持股比例排序</b>				
高	3.29%	7.59%	-4.31%	-1.901*	高	3.07%	6.06%	-2.99%	-1.771*
低	14.47%	21.11%	-6.64%	-1.638	低	13.79%	20.24%	-6.44%	-2.035**
差異	-11.18%	-13.52%			差異	-10.72%	-14.18%		
t值	-7.150***	-2.500**			t值	-6.528***	-3.895***		
<b>panel A_6: 根據董事長兼任總經理排序</b>					<b>panel B_6: 根據董事長兼任總經理排序</b>				
是	4.91%	4.35%	0.57%	0.167	是	4.05%	7.29%	-3.24%	-1.283
否	10.30%	18.70%	-8.40%	-2.771***	否	10.02%	15.61%	-5.59%	-2.394**
差異	-5.39%	-14.35%			差異	-5.97%	-8.32%		
t值	-3.021***	-2.364**			t值	-3.176***	-2.037**		

經理人的異動率顯著較低(Tilly, 1989、Boot, 2000 及 Detragiache et al., 2000)。

瞭解多重銀行往來關係對經理人異動率的影響後，更進一步觀察經理人異動前後公司風險承受程度的變化。首先表七為將經理人異動樣本分為兩組，分別為有、無多重銀行關係兩種，觀察經理人異動前與異動後公司風險的變化，結果顯示無論銀行關係為何，經理人異動前三年至異動當年度公司風險有逐年遞增的趨勢，而異動後的未來三年，公司的風險承受度則逐年下降，尤其在無多重銀行往來關係下，經理人異動後，公司的風

險承擔下降幅度大於有多重銀行往來的企業，亦即無多重銀行往來關係的公司經理人異動後，由於擔心可能因公司風險過高遭致公司解雇，而於上任後有動機使公司的風險快速下降，避免公司承受過高風險，甚至面臨財務危機，相反地，當公司具有多重銀行往來關係時，經理人較不擔心公司承受過高風險，所以公司風險承擔程度在經理人異動後會下降的比較緩慢，隱含有多重銀行往來關係的企業經理人，確實可能會利用銀行往來關係以鞏固本身的職位。

由表七觀察到無多重銀行往來關係的企業在經理人異動後，公司風險承受度的下降幅度，相對於有多重銀行往來關係的企業有較大的趨勢，但單從表七的結論而言，似乎尚無較為顯著的統計證據，支持有、無多重銀行關係對於經理人異動後風險下跌幅度是否有所差異。因此，透過表八希望更進一步驗證，本文針對兩種不同定義的多重銀行關係進行迴歸測試，依變數為風險增量，為經理人異動後當年度公司風險承受度減異動後三年的風險承受度，在測試模型中加入虛擬變數—銀行往來關係，以檢驗是否多重銀行往來關係對於風險增量有所影響。結果顯示銀行往來關係與風險增量顯著為負向關係，意指當經理人異動後，有多重銀行往來關係的企業相較於沒有多重往銀行往來關係企業，公司風險承受度的下跌幅度顯著較小，此結論亦證實 Diamond(1984)、Detragiache et al.(2000)及 Houston and James(2001)等學者之研究結果，即當企業同時與多家銀行有往來關係時，確實有助於降低公司風險承受程度，此結果更加驗證表七結論，表示有多重銀行往來企業之經理人，確實有利用此關係來鞏固職位之可能性。其他有關固守職位變數大部分呈現不顯著的原因是經理人剛輪替時，經理人通常是追求表現，因此是固守職位動機最低的時候。

另由於台灣企業多屬家族企業的組織型態，為了確保本文的結果不受此影響，尤其本文所談之固守職位動機，在家族企業的經理人應該屬於少見。表九透過控制企業是否為家族型態以檢測家族企業因素對結果之影響。首先，有關家族企業的定義方面，本文延續 Porta et al.(1999)的觀點，以家族成員或公司最終控制者之直接持股與間接持股比率的方式來認定是否屬於家族企業，並參考 Maury(2006)以控制持股超過 10% 以上樣本定

《表七》經理人異動前後公司風險承受度之變化

本表主要觀察經理人異動當年及前後三年之公司風險之變化情形。PanelA\_1及PanelA\_2與PanelB\_1及PanelB\_2分別以2家與3家銀行以上往來定義為多重銀行進行分組。變數定義如下，風險承受1為6年的息前稅前折舊前淨利／總資產的標準差；風險承受2、3分別為6年的息前稅前淨利／總資產與銷貨淨額的標準差；風險承受4為當年度52週股票報酬率的標準差。

	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
<b>Panel A_1:有多重銀行(2家以上)</b>							
風險承受1	5.11%	5.84%	5.96%	6.01%	5.48%	5.43%	4.85%
風險承受2	4.92%	5.26%	5.81%	5.95%	5.45%	5.41%	4.59%
風險承受3	9.76%	10.52%	12.22%	12.95%	11.03%	9.30%	8.71%
風險承受4	7.70%	7.25%	7.39%	7.57%	6.86%	6.55%	5.83%
個數	47	66	66	112	85	65	46
<b>Panel A_2:無多重銀行(1家)</b>							
風險承受1	3.91%	4.04%	4.34%	5.28%	4.24%	4.09%	3.04%
風險承受2	3.81%	3.90%	4.24%	5.25%	4.25%	4.02%	3.23%
風險承受3	3.41%	3.71%	3.97%	12.04%	6.15%	5.98%	5.90%
風險承受4	7.77%	6.64%	6.62%	6.59%	5.61%	5.52%	4.24%
個數	7	12	12	25	22	18	13
<b>Panel B_1:有多重銀行(3家以上)</b>							
風險承受1	4.86%	5.45%	5.76%	6.15%	5.73%	5.84%	5.07%
風險承受2	4.77%	5.26%	5.62%	6.10%	5.70%	5.14%	4.78%
風險承受3	10.05%	11.62%	12.12%	12.61%	11.53%	10.06%	9.28%
風險承受4	7.01%	7.04%	7.27%	7.39%	6.79%	6.52%	5.90%
個數	40	56	56	93	71	53	37
<b>Panel B_2:無多重銀行(1,2家)</b>							
風險承受1	3.93%	4.35%	4.53%	5.30%	4.22%	3.91%	3.27%
風險承受2	3.84%	4.19%	4.40%	5.24%	4.21%	3.80%	3.37%
風險承受3	5.94%	7.64%	7.97%	11.50%	7.06%	6.00%	5.38%
風險承受4	7.16%	7.05%	7.25%	7.70%	6.23%	5.99%	4.59%
個數	14	22	22	44	36	30	22

義為家族企業。表九將所有樣本根據不同風險承受程度定義分為家族與非家族兩組，分別對多重銀行往來關係、固守職位變數及其他控制變數進行分析。數據顯示不論多重銀行的定義為何（Panel A 或 Panel B），風險承擔 1 與 2 的定義中，多重銀行往來關係與經理人固守職位之結果並未受到企業是否為家族因素而影響，依然與前文的結果一致，甚至可以觀察出非家族企業的樣本中，更符合經理人固守職位假說的預期。在風險承擔 3 與 4 之定義下，部分多重銀行往來變數雖不顯著，但仍呈現正相關，表示無論是否為家族企業，有多重銀行往來關係企業之風險承受程度似乎較高，而在經理人固守職位變數

上之結果上，亦絕大多數符合原預期固守職位與風險承擔度間的關係，表九結果指出企業是否為家族經營型態的因素，並不會嚴重影響本文對經理人固守職位行為與銀行往來關係的研究結果。



《表八》經理人異動後的風險增量與多重銀行往來下固守職位經理人之關聯性

本表主要觀察經理人異動後三年的風險承受度增量與多重銀行往來間之關係。Panel A與Panel B中多重銀行往來1與多重銀行往來2分別以2家與3家銀行以上往來定義為多重銀行往來關係。變數定義如下， $\Delta$ 風險承擔=風險承受(t)-風險承受(t+3)；多重銀行往來關係：虛擬變數，有多重銀行設為1，沒有設為0；ln(年資)：擔任此職務至更換當年為止的任職時間取對數；董事長兼任總經理：虛擬變數，兼任設為1，未兼任設為0；總經理持股率：總經理持股數/流通在外股數；ROA：息前稅前淨利/總資產；負債比率：總負債/總資產；公司規模：總資產取對數；董監持股率：董監持股數/流通在外股數；大股東：虛擬變數，存在大股東設定為1，未存在大股東設定為0；董事會規模：董監事人數取對數。\*、\*\*、\*\*\*分別表示達10%、5%與1%顯著水準。

	Panel A: 多重銀行往來1				Panel B: 多重銀行往來2			
	$\Delta$ 風險承受1	$\Delta$ 風險承受2	$\Delta$ 風險承受3	$\Delta$ 風險承受4	$\Delta$ 風險承受1	$\Delta$ 風險承受2	$\Delta$ 風險承受3	$\Delta$ 風險承受4
(常數)	11.935** (2.351)	13.876*** (2.75)	-4.873 (-0.537)	-5.002 (-0.714)	4.365 (0.909)	11.478** (2.245)	2.514 (0.155)	-3.062 (-0.415)
多重銀行往來關係	-0.034** (-2.048)	-0.092** (-2.131)	-1.498 (-1.257)	-1.923*** (-2.952)	-0.16** (-2.292)	-0.228** (-2.365)	-2.106 (-1.14)	-2.688** (-1.873)
ln年資	-0.262 (-0.504)	-0.312 (-0.604)	1.162 (0.899)	-0.402 (-0.553)	-0.729 (-1.292)	-0.231 (-0.403)	0.52 (0.308)	-0.086 (-0.118)
董事長兼任總經理	0.547 (0.506)	0.114 (0.106)	0.6 (0.271)	-0.622 (-0.412)	1.619 (1.558)	0.697 (0.637)	8.415** (2.26)	-0.168 (-0.107)
總經理持股率	-11.076 (-1.17)	-6.834 (-0.727)	-9.428 (-0.55)	-1.202 (-0.091)	-15.63* (-1.872)	-11.141 (-1.168)	-5.857 (-1.512)	-1.941 (-0.139)
ROA	-6.786* (-1.967)	-6.502* (-1.918)	-15.45* (-1.723)	-13.96** (-2.017)	-5.462* (-1.895)	-2.54** (-2.481)	-13.075** (-2.318)	-13.331* (-1.836)
負債比率	1.042 (0.502)	0.825 (0.4)	3.325 (0.911)	-7.953*** (-2.737)	0.417 (0.219)	1.984 (0.916)	-2.903 (-0.435)	-8.325** (-2.676)
公司規模	-0.539* (-1.94)	-0.664** (-2.405)	-0.188 (-0.418)	0.734* (1.901)	-0.404* (-1.683)	-0.675** (-2.473)	0.313 (0.361)	0.602 (1.466)
董監持股率	-1.253 (-0.566)	-0.905 (-0.411)	-3.371 (-0.933)	0.304 (0.1)	-1.63 (-0.864)	-1.432 (-0.655)	-5.169 (-0.772)	0.913 (0.282)
大股東	0.703 (0.949)	0.81 (1.101)	0.401 (0.297)	1.272 (1.237)	0.104 (0.152)	0.185 (0.232)	5.37** (2.355)	1.434 (1.32)
董事會規模	-1.191 (-1.212)	-1.043 (-1.067)	-1.539 (-0.932)	-0.268 (-0.197)	-0.85 (-1.007)	-1.317 (-1.385)	-3.408 (-1.185)	-0.846 (-0.602)
樣本數 n	59	59	59	59	59	59	59	59
F值	2.024	2.034	1.468	1.865	2.242	1.759	3.138	1.252
調過後的 R 平方	0.155	0.156	0.082	0.132	0.190	0.121	0.280	0.042

《表九》經理人異動後的風險增量與家族企業之關聯性

本表主要觀察公司風險承受度與經理人固守職位間關係是否受家族企業之影響。Panel A與Panel B中多重銀行往來1與多重銀行往來2分別以2家與3家銀行以上往來定義為多重銀行往來關係，其中控制持股超過10%以上公司為家族企業，未超過10%為非家族企業。變數定義如下，ln(年資)：擔任此職務至更換當年為止的任職時間取對數；董事長兼任總經理：虛擬變數，兼任設為1，未兼任設為0；總經理持股率：總經理持股數／流通在外股數。其餘控制變數礙於表格篇幅未列出。\*、\*\*、\*\*\*分別表示達10%、5%與1%顯著水準。

	Panel A:多重銀行1							
	風險承受1		風險承受2		風險承受3		風險承受4	
	家族	非家族	家族	非家族	家族	非家族	家族	非家族
(常數)	0.095*** (4.495)	0.272*** (3.69)	0.094*** (4.585)	0.268*** (3.779)	0.279*** (4.121)	0.405 (0.903)	0.125*** (11.208)	0.161*** (4.683)
多重銀行往來關係	0.001** (2.257)	0.014* (1.968)	0.001** (2.256)	0.016* (1.942)	0.007 (0.54)	0.025 (0.315)	0.001 (1.301)	0.008 (1.249)
ln年資	-0.003*** (-2.798)	-0.017*** (-4.42)	-0.003 (-2.759)	-0.017*** (-4.725)	-0.003 (-0.951)	-0.009 (-0.396)	-0.001** (-2.431)	-0.002* (-1.877)
董事長兼任總經理	0.005 (1.576)	0.026** (2.507)	0.005 (1.618)	0.027*** (2.685)	0.042*** (4.03)	0.067 (1.066)	0.004** (2.485)	0.001** (2.188)
總經理持股率	0.078*** (2.601)	0.959** (2.381)	0.065** (2.221)	0.809** (2.085)	0.313*** (3.252)	0.84** (2.24)	0.03* (1.912)	0.146 (1.777)
	Panel B:多重銀行2							
	風險承受1		風險承受2		風險承受3		風險承受4	
	家族	非家族	家族	非家族	家族	非家族	家族	非家族
(常數)	0.095*** (4.504)	0.278*** (3.783)	0.094*** (4.599)	0.275*** (3.874)	0.271*** (4.012)	0.355 (0.799)	0.125*** (11.219)	0.159 (4.603)
多重銀行往來關係	-0.001 (-0.429)	0.014* (1.969)	-0.001 (-0.289)	0.014** (2.924)	0.022** (2.156)	0.112 (1.803)	0.001 (1.337)	0.004 (1.578)
ln年資	-0.003*** (-2.722)	-0.016*** (-4.311)	-0.003*** (-2.699)	-0.017*** (-4.607)	-0.003 (-0.758)	-0.012 (-0.539)	-0.001** (-2.487)	-0.002* (-1.934)
董事長兼任總經理	0.005 (1.565)	0.026** (2.461)	0.005 (1.61)	0.026*** (2.631)	0.041*** (3.99)	0.065 (1.043)	0.004** (2.493)	0.001** (2.137)
總經理持股率	0.078*** (2.599)	0.945*** (2.351)	0.065** (2.22)	0.796** (2.054)	0.314*** (3.267)	0.871** (2.159)	0.03* (1.911)	0.148 (1.78)

## 伍、 結論

由於經濟發展迅速，企業經營逐漸走向專業化管理，擁有專業能力經理人因並非股東或持股率低，可能基於自利行為，未替股東創造財富極大化，因而傷害股東利益，此即所謂代理問題，而代理問題的議題廣泛，如 Graham et al.(2005)探討經理人因職位考量會犧牲長期價值來換取短期績效獲利。同時，亦有不少文獻針對企業與銀行往來關係對於企業經營上的影響進行研究，如 Boot(2000)認為關係銀行在企業發生財務危機時會幫助企業度過難關，以防止過去的債權無法回收。而本文旨在探討經理人固守職位的代理問題對於公司風險承受程度的影響，並以企業的銀行的往來關係為主要觀察窗口，驗證多重銀行的往來關係是否為經理人固守職位的策略。

過去許多文獻認為公司績效不佳，經理人容易遭到公司解雇，因而經理人為防止這種狀況發生，有誘因產生追求短期績效，甚至放棄長期有利於公司的投資以鞏固自身職位，即所謂的短視近利，亦可解讀經理人進行投資決策時會偏愛風險較小的短期投資。本文從公司風險承受度研究經理人固守職位的行為，實證結果支持年資愈久的經理人，由於愈接近退休年齡，會厭惡承擔過高的公司風險，以防止本身職位遭到替換。而身兼董事長的經理人會干擾董事會進行，影響董事會的監督功能，因而不易遭到替換，經理人可以承受較高的公司風險，另外，經理人持股比率愈高，亦不容易被公司撤換，也因此可以承擔較高的公司風險。本文實證發現固守職位經理人不願意使公司承受過高之風險，甚至讓公司處於瀕臨財務危機的窘境，使自己遭到公司解雇機率增加，此與 Gilson(1989)實證發現經理人離職後有很高的轉換工作成本，尤其在發生公司財務危機時遭到撤換，經理人將付出更高的代價，因此經理人在風險上會有固守職位的考量看法一致。

另外，本文亦發現企業無論處於高風險或低風險狀態，若本身能夠同時與多家銀行往來，由於雙方存在高度資訊不對稱，可藉由銀行之協助減少財務危機發生的機率，也使鞏固了本身的職位，本文也發現有多重銀行往來的企業經理人普遍有較低的異動率，

此與 Tilly(1989)及 Boot(2000)認為當企業面臨財務危機時，往來銀行會幫助企業度過難關，因而經理人被解雇機率降低的結果類似。尤其當企業同時與多家銀行往來時，由於雙方資訊高度不對稱，相對有利於借款企業，使經理人遭解雇機率更低(Diamond, 1984、Bhattacharya and Thakor, 1993 及 Shen and Wang, 2005 等)。此外，本文更進一步發現經理人異動後，公司風險承受度有逐漸遞減的趨勢，然而，有多重銀行往來關係的風險承擔下降幅度明顯小於沒有多重銀行關係的企業，顯示固守職位經理人會採取與多家銀行往來的策略，以鞏固自身的職位安全。

## 參考文獻

1. Acharya, V., Y. Amihud and L. Litov, 2011, "Creditor rights and corporate risk-taking," *Journal of Financial Economics* 102, 150-166.
2. Agrawal, A., and C. R. Knoeber, 1996, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 3, 377-397.
3. Altman, E. I., R. G. Haldeman, and P. Narayanan, 1977, "ZETA Analysis : A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations," *Journal of Banking & Finance* 1, 29-54.
4. Anderson, R. C., and D. R. Fraser, 2000, "Corporate Control, Bank Risk Taking, and the Health of the Banking Industry," *Journal of Banking & Finance* 24, 1383-1398.
5. Arikawa, Y., and Y. Mitsusada, 2011, "The adoption of poison pills and managerial entrenchment : Evidence from Japan" *Japan and the World Economy* 23, 63-77.
6. Barber, B. M., and J. D. Lyon, 1996, "Detecting Abnormal Operating Performance : The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics* 41,359-400.
7. Bebchuck, L. A., J. C. Coates, and G. Subramanian, 2002, "The powerful antitakeover force of staggered boards: theory, evidence, and policy," *Stanford Law Review* 54, 887-951.
8. Berger, A. N., and G. F. Udell, 1995, "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance," *Journal of Business* 68, 351-381.
9. Berger, A. N., L. F. Klapper, M. S.M. Peria, and R. Zaidi, 2008, "Bank ownership type and banking relationships," *Journal of Financial Intermediation* 17, 37-62.
10. Berger., P. G., E. Ofek, and D. L. Yermack, 1997, "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions," *Journal of Finance* 52, 1411-1438.
11. Berle, A., and G. C., Means, 1932, *The modern corporation and private property*.
12. Bhattacharya, S., and A. Thakor, 1993, "Contemporary Banking Theory," *Journal of Financial Intermediation* 3, 2-50.
13. Boot, A. W. A., 2000, "Relationship Banking : What do We Know?" *Journal of Financial Intermediation*, 9, 7-25.
14. Boot, A. W. A., and A. V. Thakor, 2000, "Can Relationship Banking Survive Competition?" *Journal of Finance* 55, 679-713.
15. Boubakri, N., Cosset, J. C., and W. Saffar, 2011, "The political economy of residual state ownership in privatized firms: evidence from emerging markets," *Journal of Corporate Finance* 17, 244-258.
16. Cao, J., X. Pan, M. Qian, and G.Tian, 2011, "Political connection and managerial entrenchment : Evidence from CEO turnovers in China," Working Paper.

17. Chen, C. R., and T. L. Steiner, 1999, "Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy," *Financial Review* 34, 119-136.
18. Claessens, S., S. Djankov, J.P. H. Fan, and L. H. P. Lang, 1999, "On Expropriation of Minority Shareholders : Evidence from East Asia", Policy research working paper 2088, The World Bank.
19. Coles, J., N. Daniel, and L. Naveen, 2006, "Managerial incentives and risk-taking," *Journal of Financial Economics* 79, 431-468.
20. Crutchley, C. E., and R. S. Hansen, 1989, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends ," *Financial Management* 4, 36-46.
21. Detragiache, E., P. Garella, and L. Guiso, 2000, " Multiple versus Single Banking Relationships:Theory and Evidence," *Journal of Finance* 55, 1133-1161.
22. Diamond, D. W.,1991, "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loan and Directly Placed Debt," *Journal of Political Economy* 99, 689-721.
23. Diamond, D.W., 1984, "Financial intermediation and delegated monitoring," *Review of Economic Studies* 51,393- 414.
24. Elsas, R., and J. P. Krahen, 1998, "Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany," *Journal of Banking and Finance* 22, 1283-1316.
25. Faleye, O., 2007, "Classified boards, firm value, andmanagerial entrenchment," *Journal of Financial Economics* 83, 501-529.
26. Fama, E. F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy* 88: 288-307.
27. Fischer, K., 1990, "Hausbankbeziehungen als Instrument der Bindung Zwischen Banken und Unternehmen : Eine theoretische und empirische Analyse," Unpublished Ph. D. Thesis, University of Bonn.
28. Gadhoun, Y., and M. A. Ayadi, 2003, "Ownership Structure and Risk : A Canadian Empirical Analysis," *Quarterly Journal of Business & Economics* 42, 19-39.
29. Gilson, S. C., 1989, "Management Turnover and Financial Distress, " *Journal of Financial Economics* 5, 241-262.
30. Goyal, V. K., C. W. Park, 2002, "Board Leadership Structure and CEO Turnover," *Journal of Corporate Finance* 8, 49-66.
31. Graham, J., C. Harvey and S. Rajgopal, 2005, "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics* 40, 3-73.
32. Harrison, M., D. L. Torres, and S. Kukalis, 1988, "the changing of the guard : turnover and structural change in the top management positions," *Administrative Science*

- Quarterly 33, 211-232.
33. Hart, O., 1995, "Corporate Governance: Some Theory and Implications," *The Economic Journal* 105: 678-689.
  34. Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach, 1998, "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO," *American Economic Review* 88, 96-118.
  35. Houston, J. F., and C. M. James, 2001, "Do Relationships Have Limits? Banking Relationships, Financial Constraints, and Investments," *Journal of Business* 74, 347-374.
  36. Jensen, M. C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76, 323-329.
  37. Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
  38. Jin, L., and L. Kogan, 2008, "Managerial Career Concern and Mutual Fund Short-termism," Working Paper.
  39. John, K., L. Litov, and B. Yeung, 2008, "Corporate Governance and Risk-Taking," *Journal of Finance* 62, 1679-1728.
  40. Maury, B., 2006, "Family Ownership and Firm Performance : Empirical Evidence from Western European Corporations," *Journal of Corporate Finance* 12, 321-341.
  41. Mishkin, F. S., 1997, "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets," Addison-Wesley.
  42. Morck, R., A. Shleifer, and R.W. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation : An empirical analysis," *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
  43. Muravyev, A., 2003, "Turnover of Senior Managers in Russian Privatised Firms," *Comparative Economic Studies* 45, 148-172.
  44. Nagarajan, N. J., K. Stvaramakrishnan, and S. S. Sridhar, 1995, "Managerial Entrenchment, Reputation and Corporate Investment Myopia," *Journal of Accounting Auditing and Finance* 10, 565-585.
  45. Nguyen, P., 2011, "Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms," *Pacific-Basin Finance Journal* 19, 278-297.
  46. Osborn, R. N., L. R. Jauch, T. N. Martin, and W. F. Glueck, 1981, "The event of CEO succession, performance and environmental conditions," *Academy of Management Journal* 24, 183-191.
  47. Pan, C., 2007, "Why Are Firms with Entrenched Managers More Likely to Pay Dividends?," Working Paper.
  48. Pathan, S., 2009, "Strong Boards, CEO Power and Bank Risk-Taking," *Journal of Banking & Finance* 33, 1340-1350.
  49. Petersen, M. A., and R. G. Rajan, 1994, "The Benefits of Firm-Creditor Relationship: Evidence from Small Business Data," *Journal of Finance* 49, 3-37.

50. Pinkowitz, L., R. Stulz, and R. Williamson, 2006, "Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis," *Journal of Finance* 61, 2725-2751.
51. Porta, R. L., L. D. S. Florencio, and A. Shleifer, 1999, "Corporate Ownership Around the world," *Journal of Finance* 54, 471-517.
52. Rajan, R.G., 1992, "Insiders, and Outsiders : The Choice between Informed and Arm's-Length Debt," *Journal of Finance* 47, 1367-1399.
53. Ryan, H., and R. Wiggins, 2004, "Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring," *Journal of Financial Economics* 73, 497-524.
54. Salancik, G. R., and J. R. Meindl, 1984. "Corporate attributions as strategic illusions of management control," *Administrative Science Quarterly* 29, 238-254.
55. Saunders, A., E. Strock, and N. G. Travlos, 1990, "Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking," *Journal of Finance* 45, 643-654.
56. Sharpe, S. A., 1990, "Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts : A Stylized Model of Customer Relationships," *Journal of Finance* 4, 1069-1087.
57. Shen, C. H., and C. A. Wang, 2005, "Does bank relationship matter for a firm's investment and financial constraints? The case of Taiwan," *Pacific-Basin Finance Journal* 13, 163-184.
58. Shleifer, A., and R. Vishny, 1986, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
59. Shleifer, A., and R. W. Vishny, 1989, "Managerial Entrenchment : The case of manager-specific investments," *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.
60. Surroca, J., and J. A. Tribó, 2008, "Managerial Entrenchment and Corporate Social Performance," *Journal of Business Finance & Accounting* 35, 748-789.
61. Tilly, R. H., 1989, "Banking Institutions in Historical and Comparative Perspective : Germany, Great Britain and the United States in the Nineteenth and Early Twentieth Century," *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 145, 289-209.
62. Weisback. M., 1988, "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.
63. Yermack, D., 1996, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.