

高階管理團隊特徵與公司信用風險關係之研究

- 陳宗岡/國立陽明交通大學管理科學系教授暨國立臺灣大學計量理論與應用研究中心特約研究員
- 曾怡潔/天主教輔仁大學會計學系教授
- 郝昀/國立陽明交通大學管理科學系博士生
- 王鏞/國立陽明交通大學管理科學系博士生
- 楊惠玲/國立陽明交通大學資訊管理與財務金融學系博士生

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 149 期 (2026 年 3 月出版)

在當前資本市場中，企業信用風險之評估機制正逐步由傳統以財務資訊為核心的判斷模式，轉向結合公司治理品質與內部決策結構之綜合分析框架。特別是在資訊不完全與未來不確定性普遍存在的情境下，市場參與者愈加重視企業「如何做決策」，而非僅關注「做出了什麼結果」。近年來金融市場波動加劇與企業經營環境快速變動，使單純依賴歷史財務數據已難以完整反映企業未來風險，因而促使投資人與債權人將評價重心轉向企業內部決策機制與治理品質。在此背景下，高階管理團隊 (Top Management Team, TMT) 作為企業核心決策單位，其組織特性對企業風險輪廓之影響，具有重要但長期被忽視之研究與實務價值。

一、研究動機與背景

相較於既有文獻多聚焦於個別管理者特質或董事會結構，本研究從「管理團隊層級」出發，探討兩項關鍵但較少被納入信用風險分析架構的管理特徵：背景同質性 (background homogeneity) 與共享經驗 (shared working experience)。前者反映管理團隊成員在教育背景、職能經驗與任期結構上的相似程度，後者則衡

量團隊成員過去共同工作的累積時間。這兩項特徵不僅影響團隊內部互動模式，更直接關聯決策協調效率、資訊傳遞品質與風險判斷機制，因而可能透過改變企業內部決策過程，進一步影響外部投資人對企業風險的評價。

從理論上觀之，管理團隊同質性與共事經驗具有雙重且方向相反的作用機制。從正向機制觀之，較高程度的同質性與長期合作關係，有助於降低溝通成本與協調摩擦，使決策過程更具效率與一致性，進而減少因資訊落差或意見分歧所產生的不確定性，此乃「不確定性降低機制」。此一機制意味著企業在面對外部衝擊時，能更快速且一致地做出反應，降低營運波動風險，並提升資源配置效率。然而，從潛在風險角度而言，過度同質化亦可能壓抑不同觀點的提出，使團隊傾向依賴既有認知框架進行決策，導致創新能力下降與風險辨識能力弱化。此外，長期共事關係亦可能降低成員之間的監督強度，使關鍵決策缺乏足夠挑戰與檢驗，此為「僵化溝通機制」。因此，市場對此類管理團隊特徵的評價，實際上反映了「不確定性降低機制」與「僵化溝通機制」之相對主導程度。

二、研究結果

本研究以美國公司債市場 1997 年至 2020 年資料進行分析，並以債券殖利率利差作為企業信用風險之衡量指標。實證結果顯示，無論是背景同質性或共享經驗，均與信用風險呈現顯著負向關聯。亦即，當管理團隊成員之間愈趨相似，或具備較長期之合作經驗時，市場傾向給予較低之風險評價，反映於較低的債券利差。此一結果顯示，在實際市場評價中，投資人與債權人更重視團隊協調與資訊效率所帶來的不確定性降低效果，而非潛在的決策僵化風險。

進一步機制分析顯示，此一關係主要透過三個途徑發生。首先，團隊凝聚力與信任基礎之建立，有助於提升決策品質與執行效率，進而提高企業資產價值。其次，決策一致性與溝通順暢性可降低營運過程中的不確定性，使企業績效波動幅度下降，進而降低資產波動風險。第三，當管理團隊運作更具穩定性與一致性時，外部投資人較容易形成對企業未來發展的預期，從而降低資訊不對稱程度。上述三項機制共同構成「不確定性降低機制」，並在實證上顯著主導整體效果。

此外，本研究亦發現該關係具有顯著之情境依賴性。當企業內部治理機制較強時（如次要經理人具備監督能力），管理團隊特徵對降低信用風險之效果進一步強化，顯示有效的內部監督可在維持團隊協調優勢下的同時，進一步降低決策偏誤風險。相對地，外部治理力量（如機構投資人持股集中）則可能部分取代或干擾團隊穩定性的功能，使上述效果有所減弱。另一方面，女性高階主管比例會降低背景同質性對信用風險之影響，顯示性別多元性可引入不同觀點，改變團隊決策結構；而較高之管理能力則會強化共事經驗所帶來之正面效果，顯示能力與經驗之交互作用在風險評價中具有重要角色。

三、學術貢獻與政策意涵

本研究之核心貢獻在於進一步揭示，高階管理團隊之組織特性不僅影響企業內部決策效率，亦會被資本市場所辨識並納入風險定價機制之中。換言之，高階管理團隊結構特徵本身即構成一項具有經濟意涵的資訊，並透過市場機制反映於企業融資成本。

上述發現對實務與政策具有多層次之意涵。首先，對金融機構與債權人而言，信用風險評估應由傳統財務指標延伸至管理團隊特徵等非財務資訊。具體而言，

在授信審查或信用評等過程中，納入管理團隊之背景結構與共享經驗資訊，將有助於更全面地評估企業之決策穩定性與風險承擔能力，進而提升風險定價之精準度。其次，對企業而言，管理團隊之組成已不僅是內部治理議題，更與外部融資條件密切相關。企業在組建高階管理團隊時，若能在維持適度多元性的前提下，提升團隊之合作穩定性與決策一致性，將有助於建立市場信任並降低資金成本。然而，企業亦須避免過度同質化所可能導致之創新不足與策略僵化，因而在效率與多元之間取得平衡，成為管理實務上的重要課題。最後，對監理機關而言，本研究提供一項重要啟示：公司治理資訊揭露應進一步擴展至管理團隊層級，而非僅限於董事會結構或財務資訊。透過強化相關資訊透明度，將有助於市場更有效地評估企業風險，並提升資本配置效率。此外，未來亦可考慮將管理團隊特徵納入公司治理評鑑或資訊揭露指引之中，以回應市場對非財務資訊日益增加之需求。在臺灣資本市場持續推動公司治理 3.0 與永續金融政策之背景下，強化對高階管理團隊結構與決策機制之資訊揭露，亦有助於提升市場對企業風險之辨識能力，並進一步促進資本配置效率。

綜上所述，本研究顯示，高階管理團隊之結構特性不僅影響企業內部決策過程，亦會被資本市場所辨識並反映於信用風險之定價之中。此一發現不僅補充既有信用風險與公司治理文獻，亦顯示高階管理團隊之結構特性已逐漸成為影響資本市場風險評價之關鍵因素。