

南華大學

財務金融學系財務管理碩士班碩士論文

A THESIS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

INSTITUTE OF FINANCIAL MANAGEMENT

NAN HUA UNIVERSITY

公司治理對公司信用評等調整之影響

The Impact of the Corporate Governance on the Corporate Credit

Rating Adjustments

指導教授：賴丞坡 博士

ADVISOR: CHENG-PO LAI, PH.D

研究生：李維中

GRADUATE STUDENT: WEI-CHUNG LEE

中華民國 104 年 6 月

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

公司治理對公司信用評等調整之影響

The Impact of the Corporate Governance on the Corporate Credit Rating
Adjustments

研究生： 李維中

經考試合格特此證明

口試委員： 孔何華
賴丞斌

陳昇鴻

指導教授： 賴丞斌

系主任(所長)： 賴丞斌

口試日期：中華民國 104 年 6 月 2 日

謝辭

從開始就讀研究所以來，就受到老師及同學許多照顧及鼓勵。從開始寫論文以來，賴丞坡教授仔細指導，時時緊盯進度，詩純、逸珊、雅慧、淑英同學的協助，讓我最終能完成論文。

在研究所裡，能學到關於財務管理、銀行、證券、保險、不動產的相關理論知識，教授們也搭配風物的實際經驗、業界經驗，讓身在教育業界的我，能對金融領域有更多的認識。謝謝南華財管研究所



李維中 謹誌於南華大學
中華民國 103 年 6 月

南華大學財務金融學系財務管理碩士班
103 學年度第二學期碩士論文摘要

論文題目：公司治理對公司信用評等調整之影響

研究生：李維中

指導教授：賴丞坡 博士

論文摘要內容：

本研究旨在探討公司治理股權結構、董事會結構、資訊揭露及經營層特性四構面對台灣經濟新報社的台灣企業信用風險評等 (TCRI) 調整之影響，採用邏輯斯分析。研究期間為 2005~2014 年，樣本為台灣上市上櫃公司不含金融業，剔除具有遺漏值之樣本。研究結果發現經理人持股比例與公司信用評等調整有顯著負相關。最大外部大股東持股比例、董事會規模、獨立董監席次比例、執行董事席次比例對公司信用評等調整有顯著正相關。其中以獨立董監席次比例對評等調整影響最顯著。

關鍵詞：公司治理、信用評等、經理人持股比例、董事會規模、獨立董監席次比例、執行董事席次比例

Title of Thesis : The Impact of the Corporate Governance on the Corporate
Credit Rating Adjustments

Name of Institute : Institute of Financial Management, Nan Hua University

Graduate date : June 2015

Degree Conferred: M.B.A

Name of student: WEI-CHUNG LEE

Advisor: PH.D. CHENG-PO LAI

Abstract

The main purposes of this study was to explore the impact of the ownership structure, board structure, information disclosure and characteristics of management on the TCRI corporate credit rating adjustments by logistic regression analysis. The sample is using Taiwan's initial public offering and deleting missing data over the period from 2005 to 2014. The findings of this study were the managerial stockholdings is a significant negative correlation and the board structure, the biggest outside stockholder ownership, the percentage of independent director and the percentage of executive director are the significant positive correlation to corporate credit rating adjustments.

Keywords : corporate governance, corporate credit rating, managerial stockholdings, board size, the percentage of independent director, the percentage of executive director

目 錄

論文口試委員審定書	i
謝辭	ii
中文摘要	iii
英文摘要	iv
目錄	v
表目錄	vi
圖目錄	vii
第一章 緒論	1
第一節 研究背景與動機	1
第二節 研究目的	5
第三節 研究架構	5
第二章 文獻探討	6
第一節 股權結構之研究	6
第二節 董事會結構之研究	10
第三節 資訊揭露之研究	14
第四節 經營層特性之研究	15
第五節 公司信用評等之研究	17
第三章 研究設計	20
第一節 研究對象	20
第二節 研究方法	21
第四章 實證結果	24
第一節 敘述統計分析	24
第二節 相關係數分析	25
第三節 迴歸分析	28
第四節 公司治理對公司信用評等調整之實證結果	29
第五章 結論與建議	33
第一節 結論	33
第二節 建議	34
參考文獻	35

表目錄

表 1	股權結構之研究	9
表 2	董事會結構之研究	13
表 3	資訊揭露之研究	15
表 4	經營層特性之研究	17
表 5	公司信用評等之研究	18
表 6	敘述統計	25
表 7	Pearson 相關係數檢定	27
表 8	預測正確率交叉表	28
表 9	邏輯斯資料	29



圖目錄

圖 1 內部人持股比例、董事會規模、機構法人持股比例與公司經營的績效	12
圖 2 TCRI 評等程序圖	19



第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

投資人要求更高的獲利，債權人想要投資債信評等更高的企業，以及經理人貪婪追求更高的分紅，許多因素造成公司內部人有可能以各種手段追求短期的、漂亮的績效，以致於傷害公司及投資人、債權人等。國外有安隆（Enron）的官商勾結與作假帳，世界通訊公司（WorldCom）掩蓋惡化的財務狀況並虛構盈餘。2011年爆出日本奧林巴斯（Olympus）的英國籍社長發現帳務異常，向高層詢問卻被解雇，因此消息爆發，奧林巴斯有可能自1990年代起就開始作假帳。這些弊案顯示公司治理（Corporate Governance）的重要性。Marble（2011）亦發現公司被調降信評大多因管理當局決策與行為所導致，因此可知一旦公司信用評等被調降，公司的經營成本將提高，公司的價值也隨之降低。

公司治理為管理機制，目的在提高公司經營績效與公司價值、維護股東權益，增加公司的利害關係人包括股東、債權人、員工等的利益，確保資金提供者能得到合理的報酬（林宛瑩等，2009）。葉銀華等（2002）認為公司治理較佳者，能對財務績效與公司價值有正面的影響，所以好的公司治理能提高公司的競爭力與體質、增進管理效能，避免管理階層傷害公司，保障公司利害關係人。因此良好公司治理不但能除弊，還能興利。林宛瑩等（2009）認為公司的財務結構與公司治理狀況，將會影響公司信用評等。

李坤璋等(2014)提到台灣良好公司治理標準為：內部股東高於中位數；機構投資人高於中位數；設有獨立董事；沒有家族控股；CEO 沒有在董事會擔任董事等五項。

我國於 2001 年修正公司法，允許非股東身份者擔任董事、監察人。2002 年修正「證券商營業處所買賣有價證券審查準則」，規定初次申請上櫃者，均應該設立獨立董事、監察人之席次。同年台灣證券交易所股份有限公司發布「上市上櫃公司治理實務守則」。開啟台灣推動公司治理的腳步。2014 年公布「公司治理評鑑指標」，內有股東權益之維護、股東平等對待、董事會結構與運作、資訊透明度、利害關係人利益之維護及社會企業責任五大構面，共 92 項指標，五大構面各佔 15%、20%、15%、15%、35%。2015 年起，除上市櫃未滿 1 年、變更交易方法、停止買賣、終止上市上櫃外，所有上市櫃公司都將納入評鑑，未來也考慮推出公司治理指數股票型基金。而其中上市櫃公司資訊揭露評鑑已辦理至第 11 屆，顯示政府對公司治理的重視。

柯建臺(2014)認為信用評等有幾項功能：

(一)可以降低投資人蒐集資訊之成本，因為專業機構已經蒐集各項資料研判該投資標的的安全性。

(二)降低債務人資金成本，因債權人與債務人的資訊不對稱，因此需要較高的風險溢酬，提高債務人資金成本，體質良好的公司可能會放棄籌資。有了信用評等，債權人可以透過類似品質認證的概念，對體質良好的公司收取較低的風險溢酬，降低債務人資金成本。

(三)提高金融管理效率，信用評等會監督受評單位，提高透明度。

(四)增進市場效率，透過降低投資人蒐集資訊成本、降低債務人資金成本、提高金融管理效率，達到擴大交易市場。

國外有許多進行評等的機構，例如標準普爾(Standard & Poor's)、穆迪(Moody's)、惠譽國際(Fitch Group)，其中穆迪與惠譽在台灣有分公司。國內信評機構有中華信用評等機構與台灣經濟新報社的 TCRI 信用評等。

公司信用評等的產生，需要重重分析而產生，以台灣經濟新報社的 TCRI 為例，其編製為

「一、以公開發行公司為評等對象

信用評等是一種加值資訊，需費力耗工才能產生；而有效的信用資訊，需靠夠多的事件淬鍊（使用經驗）才能養成。若無夠大的需求（自願、或法規要求）、夠多的使用經驗，不易支撐信用資訊之長期提供、有效的信用資訊市場自難形成，故以所有公開發行公司作為評等對象。

二、主動提供評等（Unsolicited Ratings）

採主動評等，可納入所有公開發行公司，涵蓋範圍夠廣，於後續的違約率、調等率的統計，較不致造成偏誤，在資本適足率計算時，或可參用。

另外，若不主動評等，可能得依受評者要求，選擇性公開評等結果，這一來就可能「報喜不報憂」，評等好的才公布，差的就祕而不宣。這結果，對信用資訊的需求者而言，恐怕無多大用處——公布的早已知道，想知道的永不公布。

三、以公開資訊為評等依據

TEJ 基於所構建之資料庫、及對統計之熟悉，自然是採行公開資料最具成本效益。且公開資料全取之於公開市場，不受公司好惡影響（只要證券主管機關繼續要求攸關資訊之揭露，不要走回頭路），才能執行「主動評等」；否則還是得受制於人。

四、以數量方法為底，產生基本等級

藉助統計方法，就品質良好的資料庫先行分析，較能有效地進行初步篩選、過濾及分級。再者，信用評等本身的可用性需經時間驗證，在 TCRI 尚未建立公信力時，若採黑箱作業或主觀過強的評等方法，可能造成使用者疑慮。以客觀的數量方法作分析，所得的初步分級結果，具成本效益，且客觀、要爭議有著力點，並降低使用者的進入障礙。

五、人工判讀，才能產生 TCRI

TCRI 原則上以財務報表為主，但鑑於會計原則之可操控性及財務報告本然的限制（落後資訊、點估計），財報持續力可能欠佳、或可能虛假。特別是自 87 年以來，見過諸多地雷股（乍看還好、但骨子爛透），多因掏空、與作假，而躲開數量模式之偵察。顯然，數量模式有其盲點。」（引自台灣經濟新報社網站 <http://www.tej.com.tw/twsite/Default.aspx?TabId=436>）

陳惠玲與蕭惠元（2004）指出台灣經濟新報社（TEJ）調整信用評等（TCRI）時，會考慮的財務指標有公司的營運活動構面、公司財務壓力，包括資產管理、投資效益及短期償債能力。資產管理（Assest Management）看應收帳款和存貨的管理，例如存貨週轉率下降，列為調整評等因素；投資效益（Profitability）看轉投資效益，假使轉投資效益不佳，無法支付借款，列為調整評等因素；短期償債能力（Liquidity）看公司短期償債能力，例如短期資金吃緊，缺乏現金、無法擴張信用，列為調整評等因素。

公司的經營績效反應在財務報表，但公司管理階層的誠信與作為無法由財務報表全部了解，公司的信用風險也無法藉著解讀財務指標、會計分析就能提前預知，因此公司的信用評等調整需配合公司治理因素，提高信評機構在評估公司信用風險的準確度（高惠松，2012）。過去文獻多著重於公司治理與公司經營績效的關係（林欣美等，2008；李昇倫、賴丞坡，2012；洪榮耀、陳正佑，2012，林蔚珉等，2012）或研究公司治理是否影響信用評等（林宛瑩等，2009；呂佩珊、彭雅惠，2011、高惠松，2012）。

陳昭蓉（2014）針對信用評等變動與高階經理人薪酬變動，搭配董事會的獨立性、專業性及參與度做分量迴歸，發現信用評等調升或調降時，高階經理人的薪酬也會調升或調降，尤其在公司由低風險等級降至高風險等級時，薪酬降幅更明顯。因此信用評等的結果可視為對高階經理人的經營績效打分數。

許多研究發現公司信用評等反應信評機構對該公司的經營績效、財務結構、信用風險、還款能力的綜合評估，且對債權人、股東為有效的評估指標，不同的信用評等

評級會影響債權人及股東如何看待該公司（Gropp and Richards，2001；Standard and Poor's，2002）

本研究欲探討公司治理因素影響信用評等機構調整信用評等變動的關係。

第二節 研究目的

本研究在於了解公司治理影響信用評等變動的關係，以 TCRI 作為研究標的，包含上市上櫃公司，但不含金融、證券、仲介及媒體業等因行業性質特殊者及具有遺漏值之無效樣本。研究期間為 2005 至 2014 年。

因此，本研究目的如下：

- 一、股權結構指標是否會導致信用評等變動？
- 二、董事會結構指標是否會導致信用評等變動？
- 三、資訊揭露指標是否會導致信用評等變動？
- 四、經營層特性指標是否會導致信用評等變動？

第三節 研究架構

本文共分五個章節，依序如下：

- 第一章「緒論」說明本研究動機、目的及架構。
- 第二章「文獻探討」基於研究動機與目的，探討近年來相關研究中重要議題。
- 第三章「研究設計」說明本研究的資料來源、樣本選取以及研究方法。
- 第四章「實證結果與分析」針對實證結果最做整理、歸納並分析。
- 第五章「結論與研究建議」說明本研究的結論與建議。

第二章 文獻探討

本研究之公司治理四大構面，參考葉銀華等(2002)與林宛瑩等(2009)之分類，依序為股權結構、董事會結構、資訊揭露及經營層特性。

第一節 股權結構之研究

Jensen、Solberg 及 Zorn (1992) 認為機構法人持股比例會影響內部人的持股，機構法人持股高，內部人的持股也高。而柯璟瑩(2003)發現內部人持股比例高低會反過來影響機構法人的持股比例，可知內部人與機構法人的持股比例是互為影響的。

嚴月玲(2003)發現公司經營績效造成管理階層持股比例增減，但 Morck et al. (1988)認為內部人持股比例才是影響公司經營績效的因素，而 Demsetz 及 Villalonga (2001)則提出管理階層的持股比例與公司經營績效兩者間互為影響因素，因為管理階層最了解公司營運情形，為了自身利益，管理階層會隨著公司營運情形買入或賣出公司的股份。

以上學者研究結果或有不同，可能採樣自特定年度的影響，也可能受到景氣狀況影響，因此本研究以 10 年的資料分析，避免少數年份所造成的波動，能走完一段景氣循環。

一、經理人持股比例 (MGT)

Jensen & Meckling (1976) 認為管理階層股權比例越高時，會使管理階層利益與公司利益越一致，使得管理階層會努力提昇公司經營績效，稱為利益收斂假說 (Convergence of Interest Hypothesis)。Wang et al. (2007) 發現台灣產險業的內部人持股對公司經營績效指標，如資產報酬率、成本效率有正面效果，符合利益收斂假說。Jensen (1993) 認為管理階層的持股越高，其財務風險與公司經營績效越一致，降低代理成本，因此公司價值得以提昇，此為管理紀律假說。Jensen & Ruback (1983) 認為依據利益掠奪假說 (entrenchment hypothesis)，反會使公司經營績效滑落。Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 發現內部人會利用投票權去侵佔公司利益，導致代理風險。

李坤璋等 (2014) 認為對於金字塔結構、交叉持股產生的代理問題，意欲增強控制權。若公司藉由金字塔結構、交叉持股及其他方式，使控制權與現金流量權偏離程度擴大時，代理問題愈發嚴重，使公司價值降低。因此公司應該提高資訊透明度，降低代理問題，降低控制股東與小股東的資訊不對稱，以增加公司價值。林宛瑩等 (2009) 指出內部人持股越多者，公司信用風險較低。

Morck et al. (1988) 認為董事持股比例與公司價值非線性關係，在董事持股比率在 0%~5% 時，與公司價值關係為正；董事持股比率在 5%~25%，與公司價值關係為負；董事持股比率超過 25%，與公司價值關係又為正。彭雅惠、呂佩珊 (2011) 指出內部人持股越高的公司，信用評等等級越高。

二、最大外部大股東持股比例 (BLOCK)

Oviatt (1988) 認為持股較高的外部大股東有誘因監督管理階層，也能負擔監督管理階層的成本，能提高公司經營績效，Davies et al. (2005) 認為外部大股東持股比例與公司價值為正向的關係。不過大股東可能有能力謀取私利，傷害小股東，因此 Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 認為外部大股東會影響企業債務信用評等。有些研究

參考 Denis et al. (1997) 及李佳玲等 (2005) ，以持股 5% 與否劃定為外部大股東之界。

三、董事會持股比例 (INSIDE)

張明峰 (1991) 認為董事會持股比例越高，越能減少代理問題。一般而言，如果對公司前景看好，董事會或管理階層應會增加持股，反之則減少持股，但也可能是因為股價高了，短線操作而售出股票，造成持股下降。王元章與張椿柏 (2011) 研究發現董事會持股比例越高，能降低經營層的代理問題，以增加公司的價值。



表 1 股權結構之研究

公司治理變數	作者與年代	研究發現
經理人持股比例	林宛瑩等 (2009)	內部人持股越高，信用風險越低。
	彭雅惠、呂佩珊 (2011)	內部人持股越高，信評等級越高。
	李坤璋等 (2014)	金字塔結構、交叉持股一產生代理問題，使公司價值降低。
	Jensen & Meckling (1976)	管理層股權增加，促使管理層努力提昇公司經營績效，此為利益收斂假說。
	Jensen & Ruback (1983)	管理層股權增加，利益與職位越受保障，產生反接管行為，此為利益掠奪假說。
	Morck et al. (1988)	董事持股與公司價值非線性關係。
	Jensen (1993)	管理層持股越高，其風險與公司經營績效越一致，能降低代理風險，此為管理紀律假說。
最大外部股東持股比例	Ashbaugh-Skaife et al. (2006)	內部人會去侵佔公司利益，導致代理風險。
	李佳玲 (2005)	以 5% 與否認定大股東
	Oviatt (1988)	外部大股東有能力有誘因監督董事會，提高公司績效。
	Davies et al. (2005)	認為外部大股東持股比例與公司價值為正向的關係。
例 董事會持股比	Ashbaugh-Skaife et al. (2006)	認為外部大股東會影響企業債務信用評等。
	張明峰 (1991)	董事會持股比例越高，越能減少代理問題。
	王元章與張椿柏 (2011)	董事會持股比例越高，能降低經營層的代理問題。

資料來源：本研究整理

第二節 董事會結構之研究

公司法第二百零二條規定：「公司業務之執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。」董事會責任重大，為公司最高的決策單位，董事會的決議與政策，直接影響到公司的經營績效。

一、董事會規模 (BOARD)

董事會規模大小是學者熱衷討論的議題，Bacon (1973) 認為董事會規模與公司績效呈正相關，當董事成員涵蓋越多專家，董事會越不容易被掌控，更能監督管理階層 (Zahra & Pearce, 1989)。丁秀儀 (2008) 認為董事會的規模大能提高公司經營績效。但規模大也可能造成效果不彰、沒效率 (Jensen, 1993)。Wang et al. (2007) 發現台灣產險業的董事規模對公司經營績效是負面的。董事會的規模與內部人持股比例呈正相關，可能因為董事會規模越大時，越有更多人才進入董事會，決策品質提高，使得內部人更願意持有股票。而內部人持股越多，董監事持股越多，相對控制股東人數佔董事會席次比例就越高 (李馨蘋、莊宗憲, 2007)。董事會可擴大或縮減董事會規模或引進外部股東、獨立董監來提升董事會功能。

二、控制股東席次比例 (BLOCK5)

葉銀華等 (2002) 認為公司控制股東擔任董事會成員越多，將越影響公司決策方向，有侵佔誘因，可能會傷害小股東利益。Bathala et al. (1994) 認為公司規模越大，代表內部人欲控制公司的成本越大，因此規模大的公司，控制股東擔任董事會席次的比例可能會較低。Fan & Wong (2002) 認為控制股東的控制權提高時，升高剝削其他股東的動機，因此控制股東會操弄財務、新聞及其他資訊揭露。李馨蘋、莊宗憲 (2007) 的研究發現公司發放股利的政策，是傳達公司經營成績，給予外部股東評價公司經營

績效的因素之一，當股利股息越高時，可能會吸引越多人買進股票使股票上漲，而控制股東的資產也隨之提高，創造財富。控制股東在擔任董事會的成員越多，越能影響董事會決議，包括發放股利股息的決議。

三、獨立董監席次比例（INDD）

Bhojraj & Sengupta (2003) 研究發現公司有較多的外部董事，能減少股東的代理問題。獨立董事與監察人的主要功能是監督並制衡控制股東、董事會的行為與決策，保護股東權益。我國主管機關越來越重視公司治理問題，「證券商營業處所買賣有價證券審查準則」，2002年修正要求首次上市或上櫃公司應設置2名獨立董事及1名獨立監察人。其後2003年「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」更擴大要求公開發行公司的獨立董監事應具備獨立以及專業性，在2011年要求公司設立薪酬委員會，獨立董事為薪酬委員會當然成員，薪酬委員會成員應具備財務、會計、法律等專業。希望可以促進公司治理機制，避免董事會人謀不臧。Fama & Jensen (1983) 認為獨立董事因具有專業知識，且為了保護自己名聲，會盡力協助與監督董事會做有利公司的決策。文獻也發現，董事會獨立性越高，越能有效監督經理人，避開盈餘管理、降低公司風險、降低財務報表舞弊並提高公司績效（李春安、吳欽杉、葉麗玉，2003；陳瑞斌、許崇源，2007；林楚雄、陳賢名、王立勳，2010；Byrd & Hickman，1992；Brickley, Coles & Terry，1994；Xie, Davidson & DaDalt，2003）。陳業寧、邱顯比、洪雲萍（2004）建構模型探討政府應該要求所有上市上櫃公司聘任獨立董事嗎？研究發現即使管理層賄賂獨立董監事，選任獨立董監事進入董事會，仍可降低管理層道德危機問題，因此獨立董監事有監督、除弊功能。林美鳳、金成隆、林良楓(2009) 研究，獨立董監事制度為一良好的監督機制，能增進公司治理機制。

四、執行董事席次比例 (EXD)

Gompers et al. (2003) 以 G_SCORE 衡量股東權力，發現專業經理人權力越小，股東權力越高時，公司價值越高。但 Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 使用 G_SCORE 時，發現股東權力過大會使企業債信評等受到傷害。

關於內部人持股比例、董事會規模、機構法人持股比例與公司經營績效的關係，研究發現彼此交叉影響，有些互為正向影響，有些則為正向、負向影響交錯，其效果如圖 1 顯示：

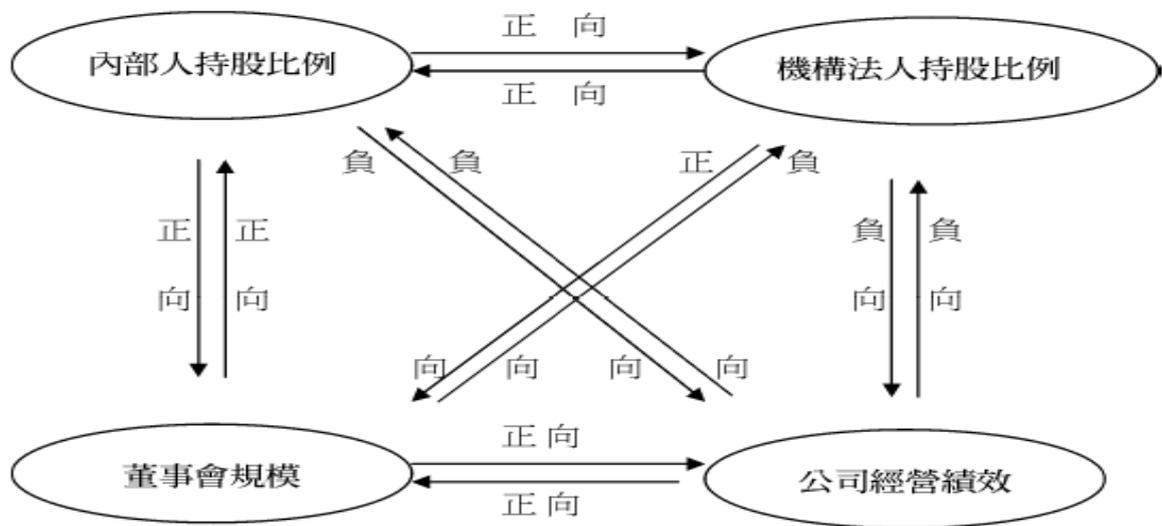


圖 1 內部人持股比例、董事會規模、機構法人持股比例與公司經營績效的關係

資料來源：李馨蘋、莊宗憲 (2007)，「公司治理機制與公司績效之實證研究」，東吳經濟商學學報，第五十七期，13 頁。

表 2 董事會結構之研究

公司治理變數	作者與年代	研究發現
董事會規模	李馨蘋、莊宗憲 (2007)	董事會可引進獨立董監事，提昇董事會功能。
	丁秀儀 (2008)	董事會規模大，可以提高公司績效。
	Bacon (1973)	董事會規模與公司績效呈正相關。
	Zahra & Pearce (1989)	當董事會涵蓋越多專家，越不容易被掌控。
	Jensen (1993)	認為董事會規模越大，越沒效率。
	Wang et al. (2007)	發現董事會規模對台灣產險業公司經營績效是負相關。
控制股東席次比例	葉銀華等 (2002)	控制股東席次比例越高，易誘發侵佔小股東利益。
	李馨蘋、莊宗憲 (2007)	控制股東佔董事會成員越多，越能影響公司決策。
	Bathala et al. (1994)	公司規模越大，控制股東擔任董事的比例會降低。
	Fan & Wong (2002)	控制股東的控制權提高，會操弄財務，隱藏資訊。
	李春安等 (2003)	董事會獨立性越高，越能有效監督經理人。降低財務報表舞弊並提高公司績效。
獨立董監席次比例	陳業寧、邱顯比、洪雲萍 (2004)	即使管理層賄賂獨立董監事，獨立董監事進入董事會，仍可降低管理層道德危機問題。
	林美鳳、金成隆、林良楓 (2009)	獨立董監事制度為良好的監督機制，能增進公司治理機制。
	Fama & Jensen (1983)	獨立董事具有專業知識，為了保護名聲，會協助與監督董事會做決策。
	Bhojraj & Sengupta (2003)	公司有較多的外部董事，能減少股東的代理問題。
執行董事席次比例	Gompers et al. (2003)	經理人權力越小，股東權力越高時，公司價值越高。
	Ashbaugh-Skaife et al. (2006)	發現股東權力過大會使企業債信評等受到傷害。

第三節 資訊揭露之研究

企業的營運資訊，理應充分且即時揭露，讓股東與投資人可以做正確的判斷。企業應公布財務報表、業務狀況、營運績效、未來目標、董事會成員背景、股權結構、風險管理及公司政策。企業應依會計準則編制財務報表，由合格會計師簽證，將季報、年報提供股東與投資人了解企業經營狀況。

葉銀華(2002)認為資訊揭露與透明度相關，公司應即時且公布真實的公司資訊，包含股權結構、董事會的決策過程與結果、符合法規且真實的財務報表，及股東應了解的公司訊息。但市場上充滿錯誤、過時的訊息，造成資訊不對稱，大大影響股東的權益。

資訊揭露是評估公司治理時的重要指標，謝淑旦(2010)分析資訊揭露評鑑結果，認為資訊揭露的程度對於市場附加價值有顯著影響。王韶濱及許明樺(2011)認為透明度越高的公司，證券分析師分析的意願也越高，也能提高證券分析師預測的準確度。

本研究以台灣經濟新報社資料庫的資訊評鑑等級之評鑑結果為資料。該資料由交易所委託證基會針對上市櫃公司之資訊揭露情形進行評鑑，評鑑共分7級。

評鑑的宗旨為：

- 一、自發性規劃設計符合國內市場需求之評鑑指標，以提升企業資訊揭露的透明度，俾利與國際接軌。
- 二、企業透明度提升可以增加企業的價值，並協助企業降低籌資成本。
- 三、評鑑結果可為投資人決策之輔助參考，使投資人權益獲得較好之保障。
- 四、評鑑結果可供市場管理者參考，促進市場的健全發展。

表 3 資訊揭露之研究

公司治理變數	作者與年代	研究發現
資訊揭露	葉銀華 (2002)	公司應即時且公布真實的公司資訊, 包含股權結構、董事會的決策過程與結果、符合法規且真實的財務報表, 及股東應了解的公司訊息。
	謝淑旦 (2010)	資訊揭露的程度對於市場附加價值有顯著影響。
	王韶濱、許明樺 (2011)	透明度越高的公司, 證券分析師分析的意願也越高, 也能提高證券分析師預測的準確度。

資料來源：本研究整理。

第四節 經營層特性之研究

一、董事長兼總經理 (CEOGM)

Weir et al. (2001) 認為董事長兼任總經理時, 能更了解公司經營狀況, 對公司有利。但 Imhoff (2003) 發現董事長兼任總經理會降低董事會監督功能, 增加企業信用風險。Wang et al. (2007) 發現董事長兼任總經理對保險公司績效為負。黃旭輝、王育偉 (2007) 發現董事長兼任總經理會降低董事會監督功能, 發生代理問題; 而且如果公司經營績效不佳, 也因無法撤換總經理, 使得績效不佳的情況持續下去。

二、參與管理 (PARTMGT)

Yeh、Lee及Woidtke (2001) 發現國內公司董事會成員大多由控制股東及家族成員擔任, 或是由控制股東利用旗下投資公司, 派任法人代表擔任董監事, 如此公司控制力歸控制股東所有, 缺乏制衡力量, 弱化公司治理機制。呂佳玲與林基煌 (2008) 發現控制股東派任董監事, 影響董事會決策, 容易傷害小股東的股東權益。當控制股

東有誘因且有能力傷害小股東權益時，為了避免傷害事實被發現且方便控制股東剝削，控制股東會操控財務報表與資訊揭露，降低資訊透明度（Fan & Wong，2002；Haw，Hu，Hwang，& Wu，2004）。Yeh、Lee（2001）認為台灣公司普遍有控制股東，而家族控制是最常見的，控制股東透過交叉持股增加對公司的控制力，產生一股多用的情況，這時控制股東只要花很少的成本，就能控制很大的資產，所以控制股東會剝削其他股東權益。葉銀華等（2003）認為控制股東利用自己的投資公司，當選董監事，加強控制董事會，同時也削弱監察人的監督機制。控制股東所控制的董監事的席次越多，代表控制股東的決策權越大，越容易發生圖利自己的行為。



表 4 經營層特性之研究

公司治 理變數	作者與年代	研究發現
董事 長兼 總 經 理	黃旭輝、王育偉 (2007)	降低董事會監督功能，發生代理問題；而且如果公司經營績效不佳，也因無法撤換總經理，使得績效不佳的情況持續下去。
	Weir et al. (2001)	董事長兼任總經理時，能更了解公司經營狀況，對公司有利。
	Imhoff (2003)	董事長兼任總經理會降低董事會監督功能，增加企業信用風險。
	Wang et al. (2007)	董事長兼任總經理對保險公司績效為負。
參 與 管 理	葉銀華等 (2003)	控制股東，當選董監事，會加強控制董事會，削弱監察人的監督機制。控制股東的決策權越大，越容易發生圖利自己的行為。
	呂佳玲與林基煌 (2008)	控制股東派任董監事，影響董事會決策，容易傷害小股東的股東權益。
	Yeh、Lee、Woidtke (2001)	國內公司董事會成員大多由控制股東及家族成員擔任，如此公司控制力歸控制股東所有，缺乏制衡力量，弱化公司治理機制。
	Yeh、Lee (2001)	控制股東利用交叉持股，利用很少的成本，控制很大的資產。
	Fan & Wong (2002) Haw， Hu，Hwang，& Wu (2004)	控制股東會操控財務報表與資訊揭露，降低資訊透明度。

資料來源：本研究整理。

第五節 公司信用評等之研究

Bhojraj & Sengupta (2003) 指出外部董事及機構投資人等公司治理因數對提升公司債券信用評等有顯著影響。

薛立言、張志向 (2004) 認為信用評等之於公司，就好像健康檢查之於人，公司接受信評機構檢驗，可以了解本身需要改善的項目，透過信用評等的分析及檢驗程序，

提昇公司經營、財務、資訊公開等，使公司獲得更高的評等等級，提高債權人興趣，降低融資成本，也提供外界了解公司，降低蒐集資訊成本。而獲利能力是評等級時重要參考因素。

Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 研究指出，控制企業的其他特徵後，公司治理較佳者能使公司獲得較高的評等等級。

Marble (2011) 認為公司信用評等調整的原因有三

- 一、與管理層的決策有關的因素，例如併購、分割、回購公司股票等。
- 二、與經濟有關的因素，例如產業的競爭、整個產業的衰退、產品的供需等。
- 三、與營業有關的因素，例如租金調整、人員流失、營運困難等。

其中又以與管理層的決策有關的因素，最易影響公司信用評等的調整，有可能使公司評等由投資級降為投機級。而若因經濟有關的因素而調降公司信用評等，代表公司的獲利能力衰退，經營績效衰退，對股東報酬率、債權人的債權回收、員工薪資發放、往來廠商的貨款皆有影響。

表 5 公司信用評等之研究

公司治理變數	作者與年代	研究發現
信用評等	薛立言、張志向 (2004)	認為公司透過信評機構檢驗，可以改善公司經營，提昇更高評級。
	Bhojraj & Sengupta (2003)	外部股東及機構投資人對公司債券評等有影響。
	Ashbaugh-Skaife et al. (2006)	公司治理較佳者，能獲得較高評等。
	Marble (2011)	信用評等調整來自與管理層決策有關之因素、與經濟有關之因素、與營業有關之因素。

資料來源：本研究整理。

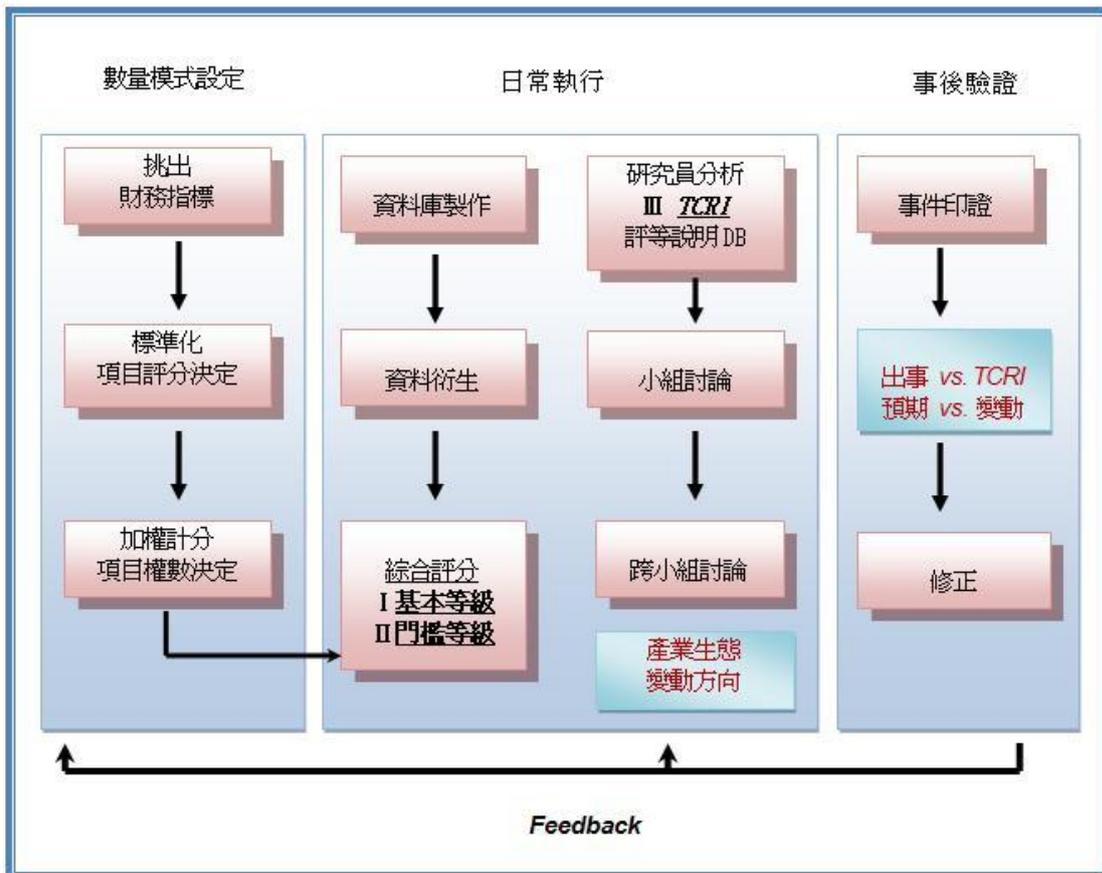


圖 2 TCRI 評等程序圖

資料來源：台灣經濟新報社網站。

(<http://www.tej.com.tw/twsite/Default.aspx?TabId=440>)

第三章 研究設計

第一節 研究對象

本研究期間為 2005~2013 年，台灣上市上櫃公司，不含金融業，剔除具有遺漏值之樣本。資料來源為公開資訊觀測站、台灣經濟新報社之 TCRI、上市櫃公司資訊揭露評鑑系統。

信用風險評量機構（以下簡稱信評機構）對企業的信用風險進行評估，給予信用評等。以台灣經濟新報社（TEJ）建構的台灣企業信用風險指標（以下簡稱 TCRI）為例，以公開資訊、財務報表為依據，借助統計方法對資料庫進行分析財務指標，進行初步篩選與分級。接著以半專家判斷方式得出 TCRI。在 TCRI 的財務指標權數中，獲利（淨值報酬率、營業利益率、總資產報酬率）與財務結構（速動比率、利息支出率、借款依存度）各佔 3/9 權重，規模（營業收入、總資產）佔 2/9 權重，效率（收款天數、售貨天數）佔 1/9 權重。財務報表所佔比例極高，但如前述弊案，公司的財務報表不能盡信，因此尚需利用人工判讀，了解會計品質有無疑問、目前營運策略、產業競爭態勢、經營者。貨幣觀測與信用評等，108 期提到味全公司「因調和油事件之影響，評等有向下趨勢。」以及遠雄建設公司「八德合宜宅涉及行賄，負責人收押，偵查中，流動性風險走高，故調降 1 級。」等評語與調降評級的發生。

採用 TCRI 而不採用中華信評原因是中華信評公司並沒有對每家上市上櫃公司做信評，而是公司有特殊需求時，才會評估該公司信用風險。而 TCRI 主動以所有公開發行公司（排除金融、證券、投資、媒體業）為評估的對象且每年評估，因此 TCRI 包含較完整且客觀。

第二節 研究方法

一、描述性統計分析 (Descriptive Statistics Analysis)

本研究採用描述性統計整理自變數、應變數之最大值、最小值、平均數及標準差。了解資料分布情形。

二、皮爾遜相關係數檢定 (Pearsons product-moment correlation)

以皮爾遜積差相關來了解各因數間的相關情形。

三、邏輯斯迴歸 (logistic regressions)

以多元迴歸分析考驗對股權結構、經營層結構、資訊揭露、經營層特性的影響情形。

四、實證模型

本研究之方程式建構如式：

$$P = \frac{e^{f(x)}}{1 + e^{f(x)}}$$
$$\ln \frac{P}{1-P} = f(x) = \beta_0 + \beta_1 MGT + \beta_2 BLOCK + \beta_3 INSIDE + \beta_4 BOARD + \beta_5 BLOCK5 + \beta_6 INDD + \beta_7 EXD + \beta_8 ID + \beta_9 CEOGM + \beta_{10} PARTMT \quad (1)$$

其中應變數的信用評等變動 (UD)，自變數中包含經理人持股比例 (MGT)、最大外部大股東持股比例 (BLOCK)、董事會持股比例 (INSIDE)、董事會規模 (BOARD)、控制股東席次比例 (BLOCK5)、獨立董監席次比例 (INDD)、執行董事席次比例 (EXD)、台灣經濟新報社資訊評鑑等級 (TEJID)、董事長兼總經理 (CEOGM) 及參與管理 (PARTMGT) 等。

五、變數定義

(一) 信用評等變動 (UD)

本期信用評等較上期高或低 (評等數字提高或降低)。資料來自臺灣經濟新報社之 TCRI。調升虛擬變數為 1，調降為 0。

(二) 經理人持股比例 (MGT)

公司內部經理人或集團經理人持股比例。資料來自臺灣經濟新報社。

(三) 最大外部大股東持股比例 (BLOCK)

最大外部股東之持股比例。資料來自臺灣經濟新報社。

(四) 董事會持股比例 (INSIDE)

公司董事會之總持股比例。資料來自公開資訊觀測站，臺灣經濟新報社整理。

(五) 董事會規模 (BOARD)

公司董事會之總席次。資料來自公開資訊觀測站，臺灣經濟新報社整理。

(六) 控制股東席次比例 (BLOCK5)

最終控制者所控制之全部董監事席次，即席次控制權，董事會家族化與內部化程度。資料來自臺灣經濟新報社。

(七) 獨立董監席次比例 (INDD)

獨立董監事人數佔董監總人數之比例，可擔任獨立董監事條件為不能在該公司任職、與該公司董監事無二等親關係、選任持股不得高於 1%。資料來自公開資訊觀測站。

(八) 執行董事席次比例 (EXD)

公司貨集團內，非控制家族成員之經理人出任董監總人數之比例。資料來自臺灣經濟新報社。

(九) 台灣經濟新報社資訊評鑑等級 (TEJID)

交易所委託證基會針對上市櫃公司之資訊揭露情形進行評鑑，評鑑共分 7 級。資料來自臺灣經濟新報社。

(十) 董事長兼總經理 (CEOGM)

公司董事長是否兼任總經理。資料來自公開資訊觀測站。兼任虛擬變數為 1，否則為 0。

(十一) 參與管理 (PARTMGT)

最終控制者及其家族成員出任董事長或總經理。資料來自臺灣經濟新報社。參與管理虛擬變數為 1，否則為 0。

第四章 實證結果

本研究以 2005~2014 年台灣上市上櫃公司，不含金融產業為研究對象，剔除具有遺漏值之樣本，共有 1738 個的有效樣本。目的在探討公司治理因子是否影響公司信用評等的變動。

第一節 敘述統計分析

表 6 為本研究敘述統計量，可看出經理人持股比例 (MGT) 最小值為 0，最大值為 .2895，平均持股 .0167，顯示國內大部分上市上櫃公司所有權與經營權分開。最大外部大股東持股比例 (BLOCK) 從最小的 0 到最大的 .4865，平均數為 .0365，顯示個公司最大外部大股東持股情形差異性很高，最高可至幾乎持股至半，不過最大外部大股東持股比例平均低至 3% 左右。董事會持股比例 (INSIDE) 最小僅 .0016，最高至 .9971，平均為 .2370，除了與每間公司經營狀況有關外，如果獨立董監事席次越高，也可能造成董事會持股比例降低。董事會規模 (BOARD) 最少有 3 人，最多有 31 人，平均有 9.33 人。控制股東席次比例 (BLOCK5) 差異性很大，從 .0016 到 .9971，幾乎董事會所有成員都選任控制股東成員，平均數是 .2445。獨立董監席次比例 (INDD) 是這幾年鼓吹，並經主管機關規範，獨立董監事佔董事會成員比例最低是 0，最高佔 .6250，佔董事會成員的三分之二左右，平均數為 .1527。上市上櫃公司有 .31 的比例是董事長兼任總經理，而由控制股東成員出任董事長或總經理的比例達 .84。

表 6 敘述統計

變數	平均數	標準差	最小值	最大值
UD	.47	.499	0	1
MGT	.0167	.0258	0	.2895
BLOCK	.0365	.0489	0	.4865
INSIDE	.2370	.1474	.0016	.9971
BOARD	9.33	2.199	3	31
BLOCK5	.2445	.1584	.0016	.9971
INDD	.1589	.1497	0	.625
EXD	.2509	.1527	0	.75
TEJID	3.31	1.078	1	7
CEOGM	.31	.464	0	1
PARTMGT	.84	.371	0	1

說明：樣本數 1738 筆。數值四捨五入至小數第四位。依變項為信用評等變動 (UD)、自變項為經理人持股比例 (MGT)、最大外部大股東持股比例 (BLOCK)、董事會持股比例 (INSIDE)、董事會規模 (BOARD)、控制股東席次比例 (BLOCK5)、獨立董監席次比例 (INDD)、執行董事席次比例 (EXD)、台灣經濟新報社資訊評鑑等級 (TEJID)、董事長兼任總經理 (CEOGM)、參與管理 (PARTMGT)。

第二節 相關係數分析

表 7 為本研究 Pearson 相關係數檢定，可看出信用評等變動與董事會持股比例、控制股東席次比例呈負相關，而與獨立董監席次比例、董事長兼任總經理呈正相關。經理人持股比例與控制股東席次比例、董事長兼任總經理、參與管理呈負相關，與獨

立董監事比例、執行董事席次比例呈正相關。最大外部股東持股比例與董事會持股比例、董事會規模呈正相關。董事會持股比例與執行董事比例、董事長兼任總經理、參與管理呈負相關，與董事會規模、控制股東席次比例呈正相關。董事會規模與執行董事席次比例、董事長兼任總經理、參與管理呈負相關，與控制股東席次比例、台灣經濟新報社資訊評鑑等級呈正相關。控制股東席次比例與執行董事席次比例、董事長兼任總經理、參與管理呈負相關。獨立董監事席次比例與執行董事席次比例、參與管理呈正相關。台灣經濟新報社資訊評鑑等級與參與管理呈負相關。執行董事席次比例與參與管理呈正相關。



表 7 Pearson 相關係數檢定

	UD	MGT	BLOCK	INSIDE	BOARD	BLOCK5	INDD	EXD	TEJID	CEOGM	PARTMGT
UD	1										
MGT	-.040 (.59)	1									
BLOCK	.000 (1.00)	.028 (.184)	1								
INSIDE	-.061** (.004)	-.034 (.105)	.056** (.009)	1							
BOARD	.005 (.811)	-.005 (.805)	.108*** (.000)	.084*** (.000)	1						
BLOCK5	-.063** (.003)	-.050* (.018)	.033 (.118)	.905*** (.000)	.115** (.000)	1					
INDD	.051* (.016)	.087*** (.000)	.009 (.684)	.034 (.109)	-.021 (.322)	-.018 (.385)	1				
EXD	.041 (.056)	.396*** (.000)	.000 (.984)	-.197*** (.000)	-.087** (.000)	-.223** (.000)	.157** (.000)	1			
TEJID	-.015 (.523)	-.010 (.681)	-.026 (.285)	-.029 (.230)	.055* (.022)	-.020 (.404)	.032 (.183)	.012 (.618)	1		
CEOGM	.050** (.0019)	-.045* (.036)	.015 (.489)	-.045* (.035)	-.084** (.000)	-.049* (.022)	-.029 (.179)	.011 (.621)	-.020 (.413)	1	
PART MGT	.014 (.501)	-.049* (.020)	-.032 (.137)	-.114*** (.000)	-.080** (.000)	-.098* (.000)	.056** (.009)	.094*** (.000)	-.090*** (.000)	.022 (.307)	1

說明：***表示 1% 顯著水準，**表示 5% 顯著水準，*表示 10% 顯著水準。() 內為顯著性。

依變項為信用評等變動 (UD)、自變項為經理人持股比例 (MGT)、最大外部大股東持股比例 (BLOCK)、董事會持股比例 (INSIDE)、董事會規模 (BOARD)、控制股東席次比例 (BLOCK5)、獨立董監席次比例 (INDD)、執行董事席次比例 (EXD)、台灣經濟新報社資訊評鑑等級 (TEJID)、董事長兼任總經理 (CEOGM)、參與管理 (PARTMGT)。

第三節迴歸分析

本研究以信用評等變動為依變項，以經理人持股比例、最大外部股東持股比例、董事會持股比例、董事會規模、控制股東席次比例、獨立董監事席次比例、執行董事席次比例、台灣經濟新報社資訊評鑑等級、董事長兼總經理、參與管理為自變項，為了解自變項對依變項的影響，進行邏輯斯迴歸分析。

表 8 為預測正確率交叉表，預測正確率為 55.9%。

表 8 預測正確率交叉表

觀察值 \ 預測值	預測次數		百分比
	信用評等調降	信用評等調升	
信用評等調降	421	434	49.2
信用評等調升	333	550	62.3
正確率			55.9

表 9 為邏輯斯迴歸資料， β 值呈顯著性的有經理人持股比例、最大外部大股東持股比例、董事會規模、獨立董監事席次比例、執行董事席次比例。

表 9 邏輯斯資料

	B 之估		Wals	df	p值	Exp(B)	EXP(B) 的 95% 信賴區間	
	計值	S. E.					下界	下界
MGT	-4.793	2.157	4.937	1	.026*	.008	.000	.568
BLOCK	1.957	1.147	2.911	1	.088*	7.075	.747	66.968
INSIDE	.419	.791	.280	1	.597	1.520	.323	7.163
BOARD	.047	.023	4.051	1	.044*	1.048	1.001	1.097
BLOCK5	-.441	.721	.375	1	.540	.643	.156	2.643
INDD	1.213	.334	13.188	1	.000***	3.363	1.748	6.471
EXD	1.030	.360	8.183	1	.004**	2.802	1.383	5.677
TEJID	-.041	.045	.815	1	.367	.960	.878	1.049
CEOGM	.171	.105	2.640	1	.104	1.186	.965	1.458
PARTMGT	-.075	.140	.288	1	.592	.928	.705	1.220
常數	-.675	.328	4.228	1	.040	.509		

說明：***表示 1% 顯著水準，**表示 1% 顯著水準，*表示 10% 顯著水準。依變項為信用評等變動 (UD)、自變項為經理人持股比例 (MGT)、最大外部大股東持股比例 (BLOCK)、董事會持股比例 (INSIDE)、董事會規模 (BOARD)、控制股東席次比例 (BLOCK5)、獨立董監席次比例 (INDD)、執行董事席次比例 (EXD)、台灣經濟新報社資訊評鑑等級 (TEJID)、董事長兼任總經理 (CEOGM)、參與管理 (PARTMGT)。

第四節 公司治理對公司信用評等調整之實證結果

檢驗研究目的一、股權結構指標是否會導致信用評等變動？股權結構構面內含經理人持股比例、最大外部股東持股比例、董事會持股比例三項。

經理人持股比例對公司信用評等變動呈顯著負相關， β 之估計值為 -4.793，p 值為 .026 ($p < .05$)， $\exp(\beta)$ 為 .008。顯示經理人持股比例越高會促使信評公司調降公司信用評等。符合 Jensen & Ruback (1983) 的利益掠奪假說 (entrenchment hypothesis)，

且 Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 發現內部人會利用投票權去侵佔公司利益，導致代理風險。

最大外部股東持股比例對公司信用評等變動顯著正相關， β 之估計值為1.957，p 值為.088 ($p < .1$)， $\exp(\beta)$ 為7.075。顯示當最大外部股東持股越高，越能提高信用評等。因最大外部大股東有動力維護自身權力，且大股東有能力與財力，能承擔監督董事會決策及公司的方向，促使公司利益增加，強化財務指標，因而提高公司信用評等。反之最大外部股東持股比例越低，也容易導致監督力量不足，公司利益縮小、財務指標惡化，使公司信用評等調降。因此最大外部股東的持股量應會影響公司經營績效，進而影響公司信用評等變動。Davies et al. (2005) 認為外部大股東持股比例與公司價值增減有正向關係。

董事會持股比例對公司信用評等變動相關性不顯著。 β 之估計值為.419，p 值為.597。董事會是公司的管理核心，健全的董事會功能對公司治理相當重要，依 Jensen & Meckling (1976) 利益收斂假說 (Convergence of Interest Hypothesis)，認為管理階層股權比例越高時，會使管理階層利益與公司利益越一致，使得管理階層會努力提昇公司經營績效。戴貴美 (2102) 研究發現董監事持股比例越大，經營績效越佳。反之利益掠奪假說認為，股權越高容易有反接管行為，導致經營績效變差。

檢驗研究目的二、董事會結構指標是否會導致信用評等變動？董事會結構構面內含董事會規模、控制股東席次比例、獨立董監席次比例及執行董事席次比例四項。

董事會規模對公司信用評等變動呈顯著正相關， β 之估計值為.047，p 值為.044 ($p < .05$)， $\exp(\beta)$ 為 1.048。研究發現董事會規模較大者，較能提昇公司信用評等的評級。文獻證實董事會規模很重要，Bacon (1973)，認為董事會規模越大，能吸納更多有各種專長、背景的董事，使公司的決策更多元。丁秀儀 (2008) 的實證結果也支持擴大董事會席次將提高董事會績效。董事會規模大，較不容易被操控，能做出對公司較好的決策。

獨立董監席次比例對公司信用評等變動呈顯著正相關， β 之估計值為 1.213，p 值為.000 ($p < .001$)， $\exp(\beta)$ 為 3.363。顯示獨立董監席次越高的公司，越能有效提高公司信用評等評級，與 Fama & Jensen (1983) 的代理理論吻合，此理論認為董事會中有獨立董事，可監督管理階層，降低代理成本。也認為獨立董事有專業知識，且為了名聲，會協助與監督董事會做正確決策。戴貴美 (2102) 實證發現獨立董監事席次與每股盈餘 (EPS)、股東權益報酬率 (ROE)、資產報酬率 (ROA) 呈正向關係。因此證明獨立董監能幫助企業，提昇公司經營績效。彭雅惠、呂佩珊 (2011) 指出懂麗董監席次越多的公司，信用評等等級較佳。陳昭蓉 (2014) 指出獨立董監事越具專業度與在董事會參與度越高時，越能協助公司制定適當的政策。

執行董事席次比例對公司信用評等變動呈顯著正相關， β 之估計值為 1.030，p 值為.004 ($p < .01$)， $\exp(\beta)$ 為 2.802。顯示執行董事席次越高，越能提昇公司信用評等評級，由專業經理人進入董事會，是決策與執行緊密結合，決策速度快且可執行度高，公司經營變佳，經信評單位考量後能提高信評。

控制股東席次比例對公司信用評等調整有負向關係，但未達顯著效果。 β 之估計值為-.441，p 值為.540。推測可能因為控制股東佔董事會席次越多，越容易推動對控制股東有利的決議，但決議可能對股東有利或有弊。弊者如商業周刊曾提到「...韓國財團的公司治理也處處地雷。例如 2014 年 9 月，為了去化資金，現代集團三個子公司的董事會同意以 100 億美元購買江南區。但在過程中，董事會連價格都沒有問就同意交易...」(1422-1423 期，p.88)。Fan & Wong (2002) 提到控制股東的控制權提高時，也提高剝削小股東的誘因，導致控制股東會操弄財務報表、新聞及其他資訊揭露。利者王睦舜等 (2007) 研究發現控制股東佔董事會席次越高，對公司經營有正面績效。

檢驗研究目的三、資訊揭露指標是否會導致信用評等變動？資訊揭露構面內含台灣經濟新報社資訊評鑑等級一項。

資訊揭露對公司信用評等變動有負向關係，但未達顯著效果。 β 之估計值為-.960， p 值為.367。推測公司信用評等仍以公司財務報表各項指標、經營績效作為評等的依據，未納入資訊評鑑作為參考。雖然其他研究認為資訊揭露對公司經營有顯著影響，但尚未促使信評機構納入調整公司信用評等之依據。

檢驗研究目的四、經營層特性指標是否會導致信用評等變動？經營層特性構面內含董事長兼總經理與參與管理兩項。

董事長兼總經理對公司信用評等變動有正向關係，但未達顯著效果。 β 之估計值為1.186， p 值為.104。本研究發現國內上市上櫃公司中董事長兼總經理者，佔31%。葉銀華等(2002)認為兼任容易造成壟斷，且降低董事會監督機制。林蔚珉等(2012)發現董事長兼總經理提高發生財務危機的可能。

參與管理對公司信用評等變動有負向關係，但未達顯著效果。 β 之估計值為.928， p 值為.592。推測控制股東派員擔任董監事，但所派者不見得適當，造成董事會意見分歧，公司沒有無法決定方向，造成停滯，反而使得公司信用評等不容易變動。謝佩娟(2012)證實家族企業派任董事會成員以握有控制權為優先，而非支持家族外有能力者擔任董事。Yeh、Lee及Woidtke(2001)發現國內公司董事會成員大多由控制股東及家族成員或利用旗下投資公司，派任代表擔任董監事，如此公司治理機制將因缺乏制衡機制而弱化。

第五章結論與建議

第一節結論

信用評等大多依財務指標給予評等，但為了避免透過會計手法操弄財務報表，而使信用評等調整失真，因此納入公司治理變數。本研究以 2005~2014 年期間，不含金融業的台灣上市上櫃公司為研究樣本，探討、經理人持股比例、最大外部大股東持股比例、董事會規模、控制股東席次比例、獨立董監席次比例、執行董事席次比例、台灣經濟新報社資訊評鑑等級、董事長兼任總經理及參與管理等公司治理因素對公司信用評等變動的影響。並認為最大外部大股東持股比例、董事會規模、獨立董監席次比例、執行董事席次比例對公司信用評等變動有顯著正相關，實證結果顯示最大外部大股東持股比例越高，越能監督董事會不致胡亂運作，促使公司信用評等調升。董事會規模較大者，能納入更多方面的人才，幫助公司做正確的決策，提高公司經營績效，影響信評機構提高該公司信用評等。獨立董監席次比例較高者，能有效監督公司董事會，防止控制股東再進入董事會後圖利自己，讓公司正常經營，使公司信用評等提高執行董事席次比例越高，越能發揮專業經理人經營公司能力，凸顯公司業績，促使信用評等調升。也可能執行董事席次比例越高，越使公司決策圖利專業經理人，注重短期利益、忽視風險，造成公司經營績效不佳，讓公司信用評等被調降。

而經理人持股比例對公司信用評等變動有顯著負相關。顯示經理人會因持股高，越能在股東會上保護自己，造成利益掠奪，既使公司經營偏離正軌，導致信用評等調降，也傷害小股東利益。

第二節建議

本研究探討公司治理對公司信用評等之影響，可作為信評機構對受評單位評等時之參考。公司信用評等變動不只包含研究者所列之 10 項變數，後續研究者可以對此進行補充，納入其他構面之公司治理因數，使影響公司信用評等的研究能日趨完整。



參考文獻

中文部份

- 丁秀儀 (2008)，「首度上市公司是否存在公司治理」，證券市場發展季刊，第二十卷第一期，191-228 頁。
- 王元章、張椿柏，(2011)，「從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響」，證券市場發展季刊，第23卷第2期，頁131-174。
- 王韶濱、許明樺 (2011)，「資訊透明度與財務分析師預測行為」，當代會計，第十二卷第二期，115-148 頁。
- 王睦舜、黃紹彥、林有志 (2007)，「法律保護、股權結構、多角化與經營績效關連性之研究」，中華管理學報，第八卷第二期，61-81 頁。
- 台灣經濟新報 (2014)，「台灣企業信用指標 (TCRI) 最新評等結果」，貨幣觀測與信用評等，第一百零八卷，74-140 頁。
- 呂佩珊、彭雅惠 (2011)，「公司治理機制對信用評等影響之研究」，玄奘管理學報，第八卷第一期，49-74 頁。
- 呂佳玲、林基煌 (2008)，「家族企業公司治理、併購策略與績效之探討」，亞太經濟管理評論，第十一卷第二期，107-134 頁。
- 李春安、吳欽杉、葉麗玉 (2003)，「所有權結構與公司非法行為關係之研究—以台灣股票上市公司為例」，證券市場發展季刊，第14卷，75-138頁。
- 李昇倫、賴丞坡 (2012)，「公司治理對產險公司經營績效影響之研究」，保險專刊，第二十八卷第二期，169-185 頁。
- 李佳玲、何晉滄、葉穎蓉 (2005)，「績效、公司治理與高階管理者離職關係之實證研究」，中山管理評論，第十三卷第一期，75-106 頁。
- 李坤璋、陳勝源、王海華 (2014)，「公司治理評量有效性之研究」，第十七屆科際整合管理研討會，31-45 頁。

- 李馨蘋、莊宗憲(2007)，「公司治理機制與公司績效之實證研究」，東吳經濟商學學報，第五十七期，1-27 頁。
- 呂佳玲、林基煌，(2008)，「家族企業公司治理、併購策略與績效之探討」，亞太經濟管理評論，第十一卷第二期，107-134 頁。
- 林美鳳、金成隆、林良楓(2009)「股權結構、會計保守性與信用評等關係之研究」，臺大管理論叢，第二十卷第一期，289-329 頁。
- 林欣美、郭麗華、蘇迺惠(2008)「國際化程度、董事會結構、精練法人監督對盈餘管理之影響：以台灣資訊電子業為例」，臺大管理論叢，第十九卷第一期，157-186 頁。
- 林宛瑩、許崇源、戚務君、陳宜伶(2009)，「公司治理與信用風險」，臺大管理論叢，第十九卷第 S 二期，71-98 頁。
- 林楚雄、陳賢名、王立勳(2010)，公司治理機制對獨特性風險之影響，管理學報，第27卷，409-435頁。
- 林蔚珉、林國欽、陳富祥、賴美穎(2012)，「建構以財務比率及公司治理影響因素之財務危機模型」，臺南應用科大學報，第三十一期，227-246 頁。
- 洪榮耀、陳正佑(2013)，「上市上櫃公司治理實務守則與公司績效關連性之探究」，商業現代化學刊，第六卷第四期，43-61 頁。
- 柯璟瑩(2003)，「董事會特性、股權結構與負債關連性之研究」，國立中央大學管理研究所未出版碩士論文。
- 柯建臺(2014)，「台灣壽險業公司治理與信用評等對經營機構績效影響之研究」，南華大學財務金融學系財務管理研究所未出版碩士論文。
- 高惠松(2012)，「融合公司治理的信用評等模型：Cubist 迴歸樹模型之應用」，當代會計，第十三卷第二期，117-159 頁。
- 張明峰(1991)，「股權結構對公司績效影響之研究」，國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論文。

- 陳昭蓉 (2014)，「信用評等變動與高階經理人薪酬：董事會獨立性、專業性及參與度之調節效果」，經濟論文叢刊，第四十二卷第一期，103-155 頁。
- 陳惠玲、蕭惠元 (2004)，「TCRI 定位、範圍及程序概述」，貨幣觀察與信用評等，第四十六卷，4-12 頁。
- 陳業寧、邱顯比、洪雲萍 (2004)，「獨立董事與公司治理：政府應該要求所有上市上櫃公司聘任獨立董事嗎？」，證券市場發展季刊，第六十四卷，1-36 頁。
- 陳瑞斌、許崇源 (2007)，「公司治理結構與資訊揭露之關聯性研究」，交大管理學報，第二十七卷，55-109 頁。
- 黃旭輝、王育偉 (2007)，「績效不佳的經理人會被撤換嗎？」證券市場發展季刊，第19卷第3期，49-86 頁。
- 商業周刊 (2014)，「韓版安倍經濟學 難救軟趴趴消費力」，第 1422-1423 期，88 頁。
- 彭雅惠、呂佩珊 (2011)，「公司治理機制對信用評等影響之研究」，玄奘管理學報，第八卷第一期，49-74 頁。
- 葉銀華、李存修、柯存恩 (2002)，「公司治理與評等系統」，商智文化。
- 葉銀華、蘇裕惠、柯承恩、李德冠 (2003)「公司治理機制對於關係人交易的影響」，證券市場發展季刊，第十五卷第 4 期，69-106 頁。
- 薛立言、張志向 (2004)，「信用評等：期間與產業差異分析」，中山管理評論，第十二卷第二期，307-336 頁。
- 謝佩娟、林翠容、陳怡珮、張力、侯啟嫻 (2012)，「家族所有權、公司治理與風險承擔關係」，輔仁管理評論，第十九卷第二期，59-90 頁。
- 謝淑旦、洪思婷 (2010)，「資訊揭露評鑑制度、更換經理人與企業價值之關連性分析」，商業現代化學刊，第五卷第三期，221-247 頁。
- 嚴月玲 (2003)，「資本結構、股權結構與股利政策對公司價值的影響」，朝陽科技大學財務金融所未出版碩士論文。

戴貴美 (2012) , 「公司治理與資訊透明度對經營績效之影響—以台灣金融保險業為例」 , 南華大學財務金融學系財務管理研究所未出版碩士論文。

英文部份

- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, and R. LaFond. 2006, “ The effects of corporate governance on firms’ credit ratings,” *Journal of Accounting and Economics* 42 (1-2): pp.203-243.
- Bacon, J., 1973, “*Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of The Board*,” New York: The Conference Board.
- Bathala, C. T.,K. P. Moon, and R. P. Rao ,1994, “Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective.” *Financial Management*, 23, pp.38-50.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P., 2003, “Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and the outside.
- Brickley, James A., Jeffrey L. Coles, and Rory L. Terry,1994,“Outside Directors and the Adoption of Poison Pills,” *Journal of Financial Economics*,35, pp.371–390.
- Byrd, John W. and Kent A. Hickman ,1992, “Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence From Tender Offer Bids.” *Journal of Financial Economics*, 32, pp.195-222.
- Davies, J. R., Hillier, D., and McColgan, P., 2005, “Ownership Structure, Managerial Behavior and Corporate Value,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, No. 4, pp. 645-660.
- Denis, D. J., D. K. Denis and A. Sarin, 1997, “Ownership structure and top executive turnover,” *Journal of Financial Economics*, 45: pp.193-221.
- Demsetz, H. and B. Villalonga ,2001, “Ownership Structure and Corporate Performance. “*Journal of Corporate Finance*, 7, pp.209-233.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen ,1983, “Separation of ownership and control. “*Journal of*

Law and Economics, 26, pp.301-326.

Fan, J. P. H., & Wong, T. J, 2002, “ Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. “ *Journal of Accounting and Economics*,33 (3): pp.401-425.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. , 2003, “Corporate governance and equity prices, “*Quarterly Journal of Economics*, 118 (1): pp.107-155.

Gropp, Reint and Anthony J. Richards,2001, “Rating Agency Actions and the Pricing of Debt and Equity of European Banks: What Can we Infer About Private Sector Monitoring of Bank Soundness. “ *Economic Notes*,30, pp.373–398.

Haw, I., Hu, B., Hwang, L., & Wu, W, 2004, “Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions. “*Journal of Accounting Research*, 42 (2): 423-426.

Imhoff, E. A. ,2003, “Accounting quality, auditing, and corporate governance, “*Accounting Horizons*, 17 (Supplement): pp.117-128.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, “Theory of the Firm:Managerial Behavior,Agency Cost and Ownership Structure, “*Journal of Financial Economics*, 3: pp.305-360.

Jensen, M. C. ,1993, “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, “*Journal of Finance*, 48: pp.831-880

Jensen, M. C., & Ruback, R. S. 1983, “The market for corporate control: The scientific evidence, “*Journal of Financial Economics*, 11 (1/4): 5-50.

Jensen, C. R., D. P. Solberg, and T. S. Zorn, 1992, “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. “ *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 27,pp. 247-263

Marble, Hugh (2011), “Anatomy of a Ratings Change, “ *Quarterly Review of*

Economics and Finance, 51, pp.105–112.

- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. 1988, “Management ownership and market valuation: An empirical analysis,” *Journal of Financial Economics*, 20 (1): 293-315.
- Oviatt, B. M. 1988, “Agency and transaction cost perspectives on the manager-shareholder relationship, incentives for congruent interests,” *Academy of Management Review*, 13 (2): pp.214-225.
- Standard and Poor’s, 2002, *Standard and Poor’s Corporate Governance Scores: Criteria, Methodology and Definitions*, New York: McGraw-Hill Companies.
- Wang, J. L., V. Jeng, and J. L. Peng, 2007, The Impact of Corporate Governance Structure on the Efficiency Performance of Insurance Companies in Taiwan, *The Geneva Papers*, 32: pp.264-282.
- Weir, C. and D. Liang, 2001, “Governance structures, director independence and corporate performance in the UK,” *European Business Review*, 13: pp.86-95.
- Xie, Biao, Wallace N. Davidson, and Peter J. DaDalt, 2003, “Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee,” *Journal of Corporate Finance*, 9, pp 295–316.
- Yeh, Y. H., & Lee, T. S., 2001, “Corporate governance and performance: The case of Taiwan.”, *The Seventh Asia Pacific Finance Association Annual Conference*, Shanghai.
- Yeh, Y. H., Lee, T. S., & Woidtke, T., 2001, “Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan.” *International Review of Finance*, 2 (1/2): pp. 21-48.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. 1989, “Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrated model,” *Journal of Management*, 15 (2): pp.291-334.