臺大管理論叢 2009/9
第19卷 第S2期 71-98

公司治理與信用風險

Corporate Governance and Credit Risk

林宛瑩／國立政治大學會計系副教授
Wan-Ying Lin, Associate Professor, Department of Accounting, National Chengchi University

許崇源／國立政治大學會計系教授
Chung-Yuan Hsu, Professor, Department of Accounting, National Chengchi University

戚務君／國立政治大學會計系教授*
Wuchun Chi, Professor, Department of Accounting, National Chengchi University

陳宜伶／元智大學會計系講師
Yi-Ling Chen, Lecturer, Department of Accounting, Yuan Ze University

Received 2007/5, Final revision received 2008/8

摘要

本文以企業風險評量機構之評等來衡量企業信用風險，探討股權結構、董監結構、專業經理人角色、財務資訊透明度及經營層風險等公司治理特性對其企業信用風險的影響。我們發現，在控制公司財務特性變數下，公司治理特性的確影響企業的信用風險。具體而言，內部人持股、機構投資人持股、外部董監席次比率、獨立董監專業性、專業經理人角色以及財務資訊品質與時效性等，會降低企業信用風險；至於外部大股東人數、控制權與所有權偏離程度、董事長兼總經理、監察人內部化及經營層風險，則會提高企業信用風險。換言之，無論具有管理紀律效果或侵佔效果之公司治理變數，均與企業信用風險有關。

【關鍵字】信用風險、公司治理、董監及股權結構

Abstract

We examine the effect of corporate governance attributes, including ownership structure, board structure, management power, transparency of financial information, and risk characteristics of management, on firms' credit risk. After controlling for firm-specific factors, we find that firms with governance attributes contributing to better management disciplining have lower credit risk, while firms with governance attributes inducing entrenchment effect have higher credit risk. In sum, both management disciplining and entrenchment effects can explain the credit risk.

【Keywords】credit risk, corporate governance, board and ownership structure

* 通訊作者。聯絡電話：(02) 2939-3091 ext. 81031；電子信箱：wchi@nccu.edu.tw；聯絡地址：台北市文山區指南路二段六十四號政治大學會計系。作者感謝二位位匿名審查人、黃瓊慧教授 (評論人)、「21 世紀會計專業、會計產業與會計揭露研討會」與會者、國立政治大學、國立中興大學、東海大學學術討論會參與師生的建議以及國科會的財務補助 (NSC-96-2416-H-004-036)。

壹、前言

企業信用風險評量機構 (以下簡稱信評機構) 是財務報告的主要使用者之一，本文以該使用者所發布之企業信用風險評等作為企業信用風險之代理變數，探討公司治理特性對企業信用風險評量的影響。企業信用風險評量，反映信評機構對企業的整體信用風險及債務履行能力所作評估；公司治理之目的在提升企業經營績效與價值，以嘉惠企業整體利害關係人，確保資金提供者可以獲得合理的報酬。公司治理不佳之企業，在無法有效提升經營績效及價值之情況下，勢將導致企業財務狀況之惡化，損及其償付債務本金及利息之能力，而大幅提高企業違約的機率。分析近年來國內企業資金來源之統計資料顯示，債務融資確為國內企業之重要籌資管道 (註[1])，而信用風險之高低影響債務融資之可能性與成本，因此，除了從股東權益之角度探討公司治理機制對資本市場之影響外，從債權人權益之觀點瞭解公司治理機制之良窳與企業信用風險之關聯性，亦有其不容忽視之重要性。我們預期，在控制公司財務特性變數下，公司治理健全之企業，其信用風險較低。

有效監督管理階層行動及限制其自利行為的公司治理機制，通常均有助於同時保障股東及債權人之權益。但在某些情況下，管理階層的行動結果可能造成股東和債權人間利益的衝突。例如 Marriott Corporation (MC) 的管理階層在 1992 年為解決其高負債結構之財務困境，採行 Chariot 專案，將 MC 中獲利的管理服務業務分割，成立新公司 Marriott International Incorporated (MII)，原股東按原持股數持有 MII 股份，深為市場不景氣所苦的不動產及相關負債則由原公司 (更名為 Host Marriott Corporation；HMC) 承受。此舉造成 MII 股價大漲，HMC 卻遭信評機構信用降等之現象，即為明顯嘉惠股東卻嚴重傷害債權人權益之例子(註[2])。因此，在 Jensen 與 Meckling (1976) 的代理理論架構下，企業債權人需面對因資訊不對稱導致管理階層與外部財務利害關係人(包括債權人及股東)利益未趨一致，以及因管理作為 (Management Behavior) 而造成財富由債權人移轉至股東等兩種可能使其權益受損的代

註[1] 依據我們從臺灣經濟新報社資料庫針對國內公開發行公司 2000 至 2005 年底之新增負債 (公司債 6,034,364 + 銀行借款 20,750,502) 及增資 (現金增資 1,659,039 + 盈餘轉增資 1,104,651) 所做之金額統計分析 (如下表) 顯示，舉債為國內企業重要籌資來源。

期間 (2000~2005/12)	舉債 (百萬元)	%	增資 (百萬元)	%	合計 (百萬元)	%
上市櫃 (含興櫃)	18,104,752	89	2,265,184	11	20,369,936	100
公開未上市	8,680,114	95	498,506	5	9,178,620	100
合計	26,784,866	91	2,763,690	9	29,548,556	100

註[2] 1992 年 10 月 5 日，消息一經發布，MII 股價大漲 12%，但同時間 Moody's Investors Service 將 HMC 長期債務評等由 Baa3 降至 Ba2，Standard and Poor's 也將其打入信用觀察名單 (Blumenthal, 1992; Mitchell, 1992)。

理衝突。經理人的自利行為及財富重分配行動，通常影響企業未來現金流量的平均值及變異數，侵害外部財務利害關係人之權益 (註[3])，信評機構因此對其作成較差的信用風險評量。

Shleifer 與 Vishny (1997) 指出，在許多國家中，大型公司的基本代理問題係存在於控制股東與外部投資人間的潛在利益衝突。控制股東或大股東可能發揮正的誘因效果來增進全體利害關係人之共享利益，也可能存在負的侵佔效果以謀取私人的獨享利益 (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002a)，因此，控制股東的角色可能影響信評機構對企業信用風險之評量。從債權人的觀點而言，可能存在的代理問題有二：(1) 管理人是否能善盡經營管理責任；以及 (2) 控制或大股東是否會侵佔債權人的權益。我們將前者稱為管理紀律效應 (Management Disciplining 或 Alignment Effect)，後者稱為侵佔效應 (Entrenchment Effect)。管理紀律的效益可普及所有股東及債權人，侵佔效應則是對控制股東有利而對債權人不利 (註[4])。基於控制股東對債權人的影響，可能同時存在管理紀律效應及侵佔效應，本文檢視公司治理機制與企業信用風險的關聯性。

我們綜合相關文獻以及 OECD (2004) 健全公司治理原則 (註[5])，納入股權結構、董監結構、專業經理人角色與財務資訊透明度等構面，並基於經營層之動機與行為對利害關係人權益之重要性，額外加入經營層風險變數，期能全面性的探討公司治理變數對企業信用風險的影響。當公司治理特性可以有效監督管理作為時，管理紀律效應將有助於信評機構給予企業較佳之信用評估；反之，在無法有效監督管理作為之情況下，侵佔效應將導致信評機構給予企業較差的信用風險評量。

國外少數探討公司治理特性與債務融資關係之研究，主要以債務融資成本 (Sengupta, 1998)、公司債殖利率 (Bhojraj & Sengupta, 2003) 或 S&P 公司債信用評等 (Ashbaugh-Skaife, Collins, & LaFond, 2006) 為被解釋變數。國內與信用評等或發行債務相關的文獻，亦以財務變數為主，並未針對公司治理特性對信用風險之影響進行學術性的研究。本文有別於 Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 研究 S&P 之付費受邀評等，我

註[3] 管理階層以公司資源滿足自己、採取次佳投資專案 (Lasfer, 2006)，或在控制股東要求下投資高風險計畫或買回庫藏股等，前者影響全體利害關係人，後者則由債權人承受較不對等之風險，均對企業未來現金流量之期望值、時間及不確定性產生影響。

註[4] 一般而言，侵佔效應係存在於經理人與股東或控制股東與小股東間。基於股東與債權人間存在此兩種利益衝突，以及本研究之目的，我們將對控制股東有利而對債權人不利之效應稱為侵佔效應。

註[5] OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) 建議考量公司治理整體性架構基礎、保障股東權益、公平對待所有股東、利害相關人之角色、資訊揭露與透明以及董事會職責等六項原則。

們以非受邀性質之企業信用風險評等為分析對象，不僅為國內首篇探討公司治理與企業信用風險關聯性之文章，同時全面性考量股權結構、董監結構、專業經理人角色、財務資訊透明度及經營層風險，從管理紀律及侵佔兩效應實證探討公司治理變數對企業信用風險之影響。

本文研究結果顯示，股權結構的變數中，外部大股東人數愈多，企業的信用風險愈高，此項發現與 Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 探討債券信用評等之結果相同。除此之外，我們還進一步發現控制股東的盈餘分配權與投票權偏離程度，也會造成企業有較高的信用風險。然而，機構投資人與內部人持股愈多以及屬於集團企業成員的公司，在其他條件不變下，信用風險較低。就董監 (即董事與監察人) 結構而言，董事長兼任總經理會形成較高的企業信用風險，外部董監席次比率以及獨立董監專業性愈高，則有助於形成較低的企業信用風險。

就專業經理人角色而言，若專業經理人的角色愈重要則企業信用風險愈低。財務資訊透明度中，財務報表的應計品質與盈餘的時效性均對信用風險評量有正面的影響；相反的，監察人內部化則會造成信用風險評量不佳的後果。就經營層風險而言，董監持股質押比率愈高、總經理或財務主管異動愈頻繁，企業信用風險評量愈差。

除前述實證發現外，相較於 Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 的研究，本文之額外貢獻包括：(1) 本研究所使用之樣本代表性較強，(2) 樣本選擇性偏誤小，(3) 被解釋變數客觀性較高，(4) 研究樣本的可比較性也較高，及 (5) 具本土研究攸關性較強。就樣本代表性而言，由於 Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 以發行公司債的公司為研究樣本，可能會受到樣本規模過小，及可能發生樣本選擇性偏誤等限制所影響。具體來說，這些研究樣本係具有投資機會且以發行新債為籌措資金之主要途徑者 (註[6])。本研究所使用之 TEJ 信用風險評等則係針對絕大部分的上市櫃公司進行的信用評等(除了金融及媒體業外)，樣本代表性較強，樣本選擇性偏誤的計量問題也較少。此外，S&P 信評屬企業付費的受邀評等，而 TEJ 則為自行對所有企業進行評等。我們認為非受邀式信用評等的客觀性較高。再者，Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 的研究樣本中同時包含金融與製造二大類型的產業。基於金融業的財務比率較為特殊，一般的公司治理研究多將該產業排除在分析樣本之外。所以，從這個角度來看，我們的研究樣本的可比較性較高。最後，Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 係以美國公司為分析對象，並未針對所有權及控制權之偏離、家族企業、集團企業、經營層風險作探討。基於過去許多針對東亞地區的研究均指出，前述變數均為公司治理應加重視的變數。因此本研究納入這些研究變數，攸關本土研究。

註[6] 參見 Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 樣本篩選過程。此外，作者也指出 (見附註 14，p. 216)，他們的研究樣本在資產、營收、權益市值及長期負債的平均值都顯著地大於Compustat資料庫所對應的平均值。

本文以下之架構，第二節為文獻回顧與假說發展，第三節為變數定義與研究模型，第四節報導樣本選取、實證結果與敏感性測試，第五節為結論。

貳、公司治理與企業信用風險文獻探討與假說發展

公司治理的研究多從股東的角度分析 (Gompers, Ishii, & Metrick, 2003; Bates, Lemmon, & Linck, 2006)，較少從債權人的觀點加以研究。相關文獻顯示，健全之公司治理機制有助於提升企業經營績效與價值，且股權結構、董監結構、經理人角色及財務資訊透明度等治理特性為重要之影響因素。至於企業信用評等及舉債成本之相關文獻，早期的研究著重探討債務本身及債務發行公司之特性 (Horrigan, 1966; Kaplan & Urwitz, 1979)，或債務信用惡化之原因 (Blume, Lim, & Mackinlay, 1998)，並未考量公司治理對企業債權人權益保障的影響。Sengupta (1998)、Bhojraj 與 Sengupta (2003) 及 Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 為少數納入公司治理特性探討債信評等之研究。Sengupta (1998) 發現，揭露品質評等較佳之公司，其新發行之債務融資成本較低。Bhojraj 與 Sengupta (2003) 發現，外部董事席次比率及機構投資人持股比率較高之公司，新發行公司債殖利率較低。Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 則發現，外部大股東人數較多、董事長兼任總經理之公司，其公司債評等較差；專業經理人角色愈重要、財務資訊品質較佳以及董事持股較多、獨立董事席次比率與專業性較高之公司，其公司債評等則較佳。

國內與信用評等或發行債務相關的文獻，集中探討不同信用評等模式之比較 (陳錦村，1997; 李樑堅、張志向，1999; 孫銘誼、王思芳，2005) 或其影響因素 (薛立言、張志向，2004)，以及公司債評等模式 (夏侯欣榮、林聰明，1997) 或其影響因素 (李存修、張淑婉，1994)。惟前述研究均以財務變數為主，並未針對公司治理特性對信用風險之影響進行學術性的研究。

我們綜合債信評等與公司治理之相關文獻及國內實務，針對股權結構、董監結構、專業經理人角色、財務資訊透明度及經營層風險等公司治理特性，分析其對信用風險之影響，並發展相關研究假說。

一、股權結構

我們將與股權組成相關的變數稱為股權結構，其中包含外部大股東、機構投資人、內部人、控制權偏離程度、是否為家族企業及是否為集團企業成員。

(一) 外部大股東人數

外部大股東具有較高能力可以承擔監督管理階層的成本，其持股比率愈高，愈具有誘因監督管理階層，有助於提昇公司的經營績效 (Oviatt, 1988)，降低管理者超額薪酬 (Agrawal & Mandelker, 1990)。但是，大股東也較有能力利用公司資源謀取私

利，侵害小股東權益 (Shleifer & Vishny, 1997)。因此，大股東與小股東間存在利益衝突。在股東與債權人間也存在潛在利益衝突的代理問題架構下 (Jensen & Meckling, 1976)，Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 即發現外部大股東影響企業債務信用評等。

(二) 機構投資人持股

機構投資人為企業外部治理機制的一環，效率監督假說主張 (註7)，機構投資人比小股東擁有更多的專業知識與技術，可以較低的監督成本更有效的監控管理階層 (Pound, 1988)，導正經營層短視近利之行為 (Bushee, 1998)。文獻顯示，機構投資人持股愈多，公司財務結構愈佳 (Chaganti & Damanpour, 1991)、績效愈好且價值愈高 (Pound, 1988; McConnell & Servaes, 1990)，管理者績效薪酬敏感度愈高且薪酬水準愈低 (Hartzell & Starks, 2003)，並有助於降低管理階層與投資人間的資訊不對稱，協助投資人正確評估股價 (Szewczyk, Tsetsekos, & Varma, 1992)。因此，機構投資人持股可以有效監督管理階層，促使管理者、股東與債權人之利益趨於一致。但是，機構投資人仍以股東立場對管理當局進行監督，針對其股東角色對債權人之可能影響，機構投資人與企業債務信用評等間之關係亦值得探討。

上述文獻顯示，外部大股東及機構投資人具有效率監督功能，可以導致正向的異常股票報酬 (Opler & Sokobin, 1997)，因而嘉惠所有股東與債權人。基於管理紀律假說，外部大股東人數、機構投資人持股愈多，管理紀律效果愈佳，企業信用風險愈低。但是文獻亦顯示，大股東可以影響管理階層採取對自己有利而對小股東與債權人不利的行動 (Bhojraj & Sengupta, 2003)。在侵佔假說下，隨著機構投資人持股或外部大股東人數的增加，對管理階層的影響力愈大，由債權人或小股東手中移轉財富的能力愈強 (Ashbaugh-Skaife et al., 2006)，故侵佔效果愈強，企業信用風險愈高。此兩變數與信用風險評量間之關係決定於大股東與機構投資人能否對管理階層產生管理紀律效果或形成侵佔效果。由於我們無法事先得知將顯現何種效果，因此不預期此兩變數之係數方向。

(三) 內部人持股

根據管理紀律假說 (又稱利益一致假說)，當內部人 (包括董監事與管理階層)的持股比率愈高時，對於企業財富損失所需承擔的部分也愈大，故其決策行為也會較為謹慎。因此，透過增加內部人持股可以使內部人與外部股東利益趨於一致，降低代理成本，並致力於公司價值之提升 (Jensen, 1993)。內部人持股比率愈高，其財務風險和公司經營績效之關係趨於一致，會有較強的動機執行董事會職責，監控管理當局致力於

註7 Pound (1988) 提出效率監督、利益衝突與策略合作三項假說，探討機構投資人持股對公司價值與經營績效的影響，其中效率監督假說主張，機構投資人持股有助於監督管理當局，提升公司價值。

提升經營績效 (Kesner, 1987) 與企業價值 (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988) (註[8])，企業信用風險會因而降低。

但是，根據侵佔假說，內部人持股比率增大會擁有足夠的表決權來謀求自身的利益，反對有利的購併案或作出反監督的行為 (Gordon & Pound, 1993)，導致公司價值的降低 (Jensen & Ruback, 1983)。換言之，內部人持股比率愈高，反而可能形成較高之代理風險，導致較高的企業信用風險。基於前述文獻，內部人持股比率與企業信用風險高低之關係亦決定於管理紀律或侵佔效果之顯現，我們不預期其係數方向。

(四) 盈餘分配權與偏離指數

從控制股東角度探討代理問題的相關研究指出，控制股東具有影響董事會決策之能力，因而保護小股東權益的機制相對減弱。研究發現，盈餘分配權愈高，公司價值愈高；但當公司控制股東透過交叉持股或金字塔結構等方式，使所有權嚴重偏離投票權 (Claessens, Djankov, & Lang, 2000) 時，會導致挪用或不當配置公司資源與侵害權益 (Lemmon & Lins, 2003)、盈餘資訊不透明 (Fan & Wong, 2002)、績效或企業價值較低 (Yeh, Lee, & Woidtke, 2001; Claessens et al., 2002a; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002; Lins, 2003) 等問題 (註[9])。控制權嚴重偏離盈餘分配權會導致對小股東的傷害，相同的，也將對債權人的權益造成損害。

由以上的研究顯示，股權結構的適度集中對於公司價值的增加與小股東權益的保障會有效益；然而在控制權與盈餘分配權明顯分離的狀態下，控制股東侵佔與損害小股東或債權人財富之傾向愈強，公司的價值愈低，企業違約機率增高，信用風險將提高。我們以盈餘分配權測試管理紀律假說，以股份控制權偏離盈餘分配權之程度衡量侵佔效果，並預期盈餘分配權愈高，企業信用風險愈低；至於控制權偏離程度愈大，則預期企業信用風險愈高。

(五) 家族企業

參與管理之家族成員有較高動機保存家族名譽及基業，較注重長期利益，因此家族企業之經營績效較佳 (Anderson, Mansi, & Reeb, 2003)，盈餘品質亦較佳 (Wang, 2006)。相反的，也有文獻發現，家族企業並非最佳的企業組織型態，控制家族會以家族利益為首要考量，而侵佔其他利害關係人之權益 (Shleifer & Vishny, 1997; Gomez-

---

註[8] Morck et al. (1988) 發現，董事持股比率與公司經營績效之間存在非純線性關係。董事持股比率在 0%~5% 時，與公司的價值呈正相關；在 5%~25% 時，呈負相關；一旦高於 25% 則與公司價值再度呈現正相關。

註[9] La Porta et al. (2002) 認為，股份控制權嚴重偏離盈餘分配權會引發控制股東與小股東間的代理問題。Claessens et al. (2002a) 發現，偏離程度愈大，控制股東侵害小股東財富之傾向愈強。Lemmon 與 Lins (2003) 顯示，亞洲金融危機的發生提高控制股東侵害小股東權益的動機。Lins (2003) 則發現，偏離程度愈高，公司價值愈低。

Mejia, Nunez-Nickel, & Gutierrez, 2001) (註[10])。由於控制家族為股東身份，對債權人而言，仍存在潛在的利益衝突，因此，我們不預期控制家族對信用風險之係數影響方向。

(六) 集團企業

根據交易成本理論 (Coase, 1960; Williamson, 1985)，外部市場發展未臻成熟時，內部市場交易更具經濟效益。Stein (1997) 模式分析亦顯示在外部市場籌資不易下，內部融資市場可達成效率的資本分配。此外，集團企業也具備互相融資及擔保的功能，可以透過內部市場取得較低的交易或融資成本 (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002b)，且其組成企業可藉由平穩所得與資源重分配達到經營風險共享及分散之功能 (Khanna & Yafeh, 2005)。依據交易成本理論，在其他條件不變的前提下，我們預期集團企業會有較低的信用風險。

二、董監結構

我們將與董監組成相關的變數稱為董監結構，其中包含董監規模、外部董監席次、董事長兼總經理及獨立董監專業性。

(一) 董監規模

董事會規模過大容易造成董事會功能不彰 (Jensen, 1993)，並隨著成員的增加而愈趨嚴重 (Lipton & Lorsch, 1992)，使董事會規模與公司價值間呈顯著負向關係 (Yermack, 1996)。但亦有研究指出，董事會規模大可以容納較多專業領域的專家，制定出品質較佳的決議，且隨著人數的增加，董事會愈不易掌控，可以更獨立的監控管理階層 (Zahra & Pearce, 1989)。Coles、Daniel 與 Naveen (2008) 即發現，董事會規模大對於多角化程度深、資產規模大以及舉債程度高的公司帶來較大的效益。由於董事會規模對管理紀律與侵佔效果之影響不確定，我們不預期該變數對企業信用風險的影響方向。

(二) 外部董監席次比率

外部董事不在公司任職，具專業能力與獨立地位，決策時較能客觀及發揮監督的功能，因此，外部董事席次比率高的公司可以防止董事會與高階主管聯手侵害股東權益 (Davidson, Pilger, & Szakmary, 1998)。文獻顯示，董事會獨立性有助於增進績效 (Cotter, Shivdasani, & Zenner, 1997) 與分析師盈餘預測準確度 (Byard, Li, & Weintrop, 2006)，降低債務融資成本 (Bhojraj & Sengupta, 2003) 以及提升債信評等 (Ashbaugh-Skaife et al., 2006)。基於外部董監未直接參與經營，獨立性較高，監督效果較佳，企業債權人面臨較低的代理風險，將導致較低的信用風險。

註[10] 由於國內董事會決策係採表決制，因此我們以家族控制席次是否過半來衡量控制家族的存在。我們依據 TEJ 公司治理資料庫，以納入最終控制者定義之家族成員 (含配偶及其二等親) 透過個人以及由家族設立之未上市櫃公司與非營利組織等方式取得之董監席次作為認定。

(三) 董事長兼任總經理

高階主管同時具有董事長及 CEO 的雙重身份，因監督者和執行者為同一人，較易發生監守自盜的情形。Imhoff (2003) 即發現，由前任或現任 CEO 同時出任董事長的情形會傷害董事會的監督功能。例如，Cyert、Kang 與 Kumar (2002) 及 Grinstein 與 Hribar (2004) 均發現，董事長兼任總經理之公司會付出較高的薪酬水準。我們預期總經理同時出任董事長將減弱監督功能，因此將導致較高的企業信用風險。

(四) 獨立董監專業性

專業性較高的獨立董監成員較能發揮有效的監督功能及制訂較佳的決策，發生違約之機率較低 (Ashbaugh-Skaife et al., 2006)。參考 Klein (1998) 及 Ashbaugh-Skaife et al. (2006)，我們以獨立董監兼任其他公司董監之情形衡量獨立董監專業性，並預期獨立董監專業性愈高，企業信用風險愈低。

三、專業經理人角色

相較於控制家族成員，非控制家族之經理人出任董監較不具有侵佔外部利害關係人之傾向。本研究預期，專業經理人可以降低企業信用風險。事實上，Gompers et al. (2003) 發展衡量股東權利之 G_SCORE，並發現專業經理人權力愈小 (股東權利愈大)，公司價值愈高 (註[11])。Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 沿用 G_SCORE，但發現股東權利過大會傷害企業之債信評等。合併此兩篇研究之結果顯示，股東與債權人間存在利益衝突之代理成本，亦說明專業經理人對公司價值與信用評等具有不同的影響力。為了分析專業經理人對信用風險的影響，我們以不含控制家族成員之經理人席次比率來衡量，並預期其與企業信用風險呈現負相關。

四、財務資訊透明度

資訊揭露是否充分是評估公司治理優劣的重要指標，透明的資訊揭露對降低企業資金成本與保障資金提供者之權益有重大影響。Bhattacharya、Daouk 與 Welker (2003) 發現，盈餘透明度與股價報酬及交易成本顯著相關，盈餘透明度較低的公司，其投資人要求的報酬及資金成本均較高。Sengupta (1998) 發現，債權人對充分揭露資訊的公司要求較低的風險溢酬。

(一) 營運資本應計品質及盈餘時效性

Francis、LaFond、Olsson 與 Schipper (2004, 2005) 發現營運資本應計品質反映企

註[11] Gompers et al. (2003) 發展的 G_SCORE 包括五個衡量經理人權力 (Management Power) 的構面：(1) 反敵意購併，(2) 投票權，(3) 內部人保護，(4) 反接管與 (5) 各州接管法令。由於我們無法取得企業內部反購併與反接管的詳細資訊，本研究直接以經理人的董監席次比率來衡量經理人的投票權，並做為 G_SCORE 的代理變數。

業資訊風險，因而影響企業資金成本。Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 則發現，營運資本應計品質及盈餘時效性愈佳之公司，其債信評等愈佳。因此我們也預期這些變數會降低企業之信用風險。

(二) 監察人內部化

Klein (2002) 發現，具獨立性之董事較能有效監督財務報導的過程。國內實務係由監察人負監察公司經營業務之責任，亦常列席董事會，若監察人由控制股東成員出任，勢將減弱監督功能，導致無法有效監督管理階層之自利行為以及提高財務資訊的透明度。葉銀華、蘇裕惠、柯承恩與李德冠 (2004) 即發現監察人內部化程度高之公司，關係人交易較多。因此，基於管理紀律假說，我們預期監察人內部化與企業信用風險呈正向關係。

五、經營層風險考量

東亞國家公司的公司治理問題中經營權及所有權不分是最為普遍的現象，也是造成亞洲金融風暴的原因之一 (Lemmon & Lins, 2003)。台灣企業之控制股東參與經營的現象亦極為普遍，而且根據財務舞弊的三角理論，誘因壓力、機會環境及行為合理化是財務舞弊的三大構成因素，因此經營風險層風險為重要的治理議題。董監事、總經理及財務長均為企業重要的經營階層，其誠信 (Integrity) 重大影響公司治理品質與經營風險，但公司經營層風險很難觀察，因此，我們選擇可以衡量的董監持股質押、高階管理異動作為經營層風險之代理變數。其中，高階管理者異動表徵公司內部經營管理是否上軌道；董監質押持股一方面代表經營層的財務壓力，另方面董監持股的信用擔保功能，會隨著董監事股權的質押而減少，進而影響企業信用風險。我們以董監持股質押比率及高階主管 (含總經理及財務主管) 異動作為經營層風險的代理變數，探討企業信用風險與經營層風險間之關係。

(一) 董監持股質押比率

董監質押持股一方面代表經營層的財務壓力，另方面董監持股的信用擔保功能，會隨著董監事股權的質押而減少，進而影響企業信用風險。國內相關研究顯示，董監質押會造成傷害財務報表可信度，降低盈餘資訊與股票報酬率之關聯性 (高蘭芬、邱正仁，2002)，並對企業財務危機發生的機率具有顯著的預測能力 (邱正仁、熊大中、高蘭芬，2002)。就企業信用風險而言，鄭桂蕙、林宛瑩與許崇源 (2006) 研究顯示，基於董監之自利誘因，董監持股質押比率愈高之公司，宣告買回庫藏股之傾向愈高。買回庫藏股除減少企業現金流量外，亦使資本結構惡化，對債權人更為不利，將導致較高的企業風險。我們預期董監持股質押比率愈大，進行自利行為的動機愈強，企業信用風險愈高。

(二) 高階主管異動

Warner、Watts 與 Wruck (1988) 和 Weisbach (1988) 發現，企業在股票市場的表現與總經理被撤換的機率呈顯著負相關；Engel、Hayes 與 Wang (2003) 則發現會計資訊對總經理更替有顯著的解釋能力。Farrell 與 Whidbee (2003) 顯示，以分析師盈餘預測做為董事會對企業盈餘應有的預期水準，在企業嚴重偏離其預期經營績效時，愈容易發生總經理被撤換的情形。由於最瞭解企業營運與財務狀況的高階主管就是總經理與財務主管，Geiger 與 North (2006) 即發現財務主管異動與裁量性應計項目的變化有關，因此我們另外納入財務主管異動。前述研究均隱喻總經理或財務主管的撤換或異動與企業經營績效不佳有關，財務狀況一旦惡化亦會提高企業違約的機率，因此，我們預期總經理及財務主管異動愈頻繁，企業信用風險愈高。

基於前述文獻探討，我們預期公司治理特性可以提升管理紀律效果之公司，其企業信用風險較低；而公司治理特性無法有效抑制侵佔效果之公司，其企業信用風險較高。此外，我們更進一步預期，管理紀律效果公司治理特性的改善以及侵佔效果公司治理特性的減緩，將可降低債權人之代理衝突，進而提升企業的信用風險評量。有關上述公司治理變數及下節之公司財務特性控制變數與企業信用風險之關係，彙總於表 1 之方向欄。

參、變數定義與研究模型

我們以下列實證模型探討公司治理特性、公司財務特性與企業信用風險之關聯性，並依序說明各項變數定義及衡量方法於後：

企業信用風險 $=f$ (公司治理變數，公司財務特性變數)

表 1 變數定義與衡量方法

解釋變數名稱	方向	變數定義及衡量方
股權結構		
BLOCK	?	外部大股東人數：持股比率超過 5% 之外部大股東 (即非董事、監察人或經理人) 人數；
%INST	?	機構投資人持股比率：機構投資人持股占年底流通在外股數之比率；
%INSIDE	?	內部人持股比率：董監與經理人的持股占年底流通在外股數之比率；
DEVIATION	+	偏離指數：最終控制者的股份控制權減盈餘分配權。其中，最終控制者係指對公司經營管理及資源分配決策具有最後或最大影響力之最大股東、董事長或總經理等及其家族或經營團隊；股份控制權係指最終控制者的投票權，盈餘分配權則為其分配盈餘的權利 (註[12])；
CF_RIGHT	−	盈餘分配權：最終控制者的盈餘分配權；
FAMILY	?	家族企業：企業之董監席次過半屬於某特定家族者則為 1，否則為 0；
GROUP*	?	集團企業：屬於某集團之分子企業者則為 1，否則為 0；

註[12] 詳細的操作性定義參見林宛瑩與許崇源 (2008)。

解釋變數名稱	方向	變數定義及衡量方
董監結構		
BRD_SIZE	?	董監規模：董監總人數；
%OUT_BRD	−	外部董監席次比率：外部董監人數占董監總人數之比率；
CEOPOWER	+	董事長兼任總經理：兼任者 CEOPOWER 為 1，反之則為 0；
%BRD_EXP	−	獨立董監專業性：獨立董監兼任其他公司董監人數占獨立董監總人數的比率 (亦即：在外兼任之獨立董監人數÷獨立董監總人數)；
專業經理人角色		
MGT	−	專業經理人角色：非控制家族成員之經理人席次數占董監總席次的比率；
財務資訊透明度		
WCAQ	−	營運資本應計品質：參考 Dechow 與 Dichev (2002) 模式按年度及 TEJ 產業別 (其中產業內的樣本規模至少需達 10 筆或以上) 來進行以下迴歸式的係數估計： $WCA_t = \beta_0 + \beta_1 OCF_{t-1} + \beta_2 OCF_t + \beta_3 OCF_{t+1} + \varepsilon_t$ 其中，WCA 為營運資本應計 (Working Capital Accruals)，OCF 則為來自營業之現金流量除以平均總資產。其次，分別計算各觀察值的殘差。最後，將過去三年殘差的標準差乘以 -1 後得 WCAQ；
TIMELINESS	−	盈餘時效性：參考 Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 之衡量方法，依各年度及 TEJ 產業別 (產業內的樣本需超過 10 家公司)分別進行以下迴歸分析： $RET_t = \beta_0 + \beta_1 NIBE_t + \beta_2 LOSS_t + \beta_3 NIBE_t \times LOSS_t + \beta_4 \Delta NIBE_t + \varepsilon_t$ 其中，RET 為經市場大盤調整後的報酬率，NIBE 為非常損益前淨利除以期初權益市值，LOSS 為虛擬變數 (當 NIBE 為負值時，LOSS 為 1；反之則為 0)，ΔNIBE 為非常損益前淨利的變動再除以期初權益市值。其次，分別計算各觀察值的殘差。最後，將殘差的平方乘以 -1 後得 TIMELINESS；
SUP_INSIDE	+	監察人內部化：若監察人席次過半屬於最終控制者則為 1，否則為 0
經營層風險		
PLEDGE	+	董監質押比率：以董監質押股數除以年底董監持股數之比率；
CEOTO	+	總經理異動：過去三年總經理的異動次數；
CFOTO	+	財務主管異動：過去三年財務主管的異動次數；
控制變數		
LEV	+	負債比率：總負債除以總資產；
ROA	−	資產報酬率：非常損益前淨利除以總資產；
LOSS	+	發生損失：若本期及前期發生損失則為 1，否則為 0；
INT_COV	−	賺取利息倍數：折舊前營業淨利除以利息費用；
SIZE	−	資產規模：總資產 (單位千元) 取自然對數；
CAP_INTN	?	資本密集度：財產、廠房與設備之毛額除以總資產。

* 集團企業之判別係參考中華徵信所臺灣企業集團調查研究報告及 TEJ 集團資料庫之定義。

一、被解釋變數：企業信用風險評量 (註[13])

本研究主要的被解釋變數為企業信用風險 (CRI)。CRI 之資料取自臺灣經濟新報

註[13] Basel Committee on Banking Supervision (2000) 銀行內部評等制度調查報告將銀行內建的評等程序歸納成三類：(1) 統計模式程序：純粹用資料庫及數量模型；(2) 專家判斷程序：主要仰賴專家判斷；(3)半專家判斷程序：先以數量模型為參考起始值，再輔以人為局部有限調整。在專家判斷程序輔以數量模型時，專家的事後調整並無任何的限制；但在半專家判斷程序中，則在有限度的範圍內進行人為的調整。

(簡稱 TEJ) 之台灣企業信用風險指標 (Taiwan Corporate Credit Risk Index；TCRI)，其值域為 1 (信用風險最低) 至 10 (信用風險最高) (註[14])。

國內之外部信評機構尚有中華信用評等及部分外商評等公司，我們選擇採用 TEJ 之 TCRI 為研究變數之主要原因為，中華信用評等及其他公司係屬付費受邀 (Solicited) 評等，因此受評公司之家數及年度均受到限制。TEJ 的 TCRI 以公開資訊為分析依據，主動以所有公開發行公司為評估對象 (金融、證券、投資及媒體業除外)，其所評量之企業信用風險指標，即是我們的主要研究變數 CRI。換言之，僅有非受邀 (Non-solicited) 評等的 TCRI 樣本，納入絕大部分之國內上市櫃公司且每年評估，因此我們採用更完整且較客觀的 TCRI 作為本研究之被解釋變數 (註[15])。

TEJ 說明其 TCRI 的 1～4 級約當於 S&P 分類的投資等級，5～10 級則可類比於 S&P 的投機等級 (註[16])。我們依照企業信用風險評量的高低，另行發展一項二元變數 High_CRI。當 CRI 屬於 5～10 級時，High_CRI 為 1；當 CRI 屬於 1～4 級時，High_CRI 為 0。當被解釋變數為 CRI 時，我們以 Ordered Probit 進行迴歸估計；當被解釋變數為 High_CRI 時，則以 Probit 進行分析。

值得進一步說明的是，CRI 愈大 (小)，代表企業信用風險愈高 (低)、信評機構給予企業愈差 (佳) 之信用評量。換言之，當某解釋變數與 CRI 有正 (負) 向關係時，代表該變數愈大 (小)，對企業信用風險產生愈不利 (有利) 的影響、亦即企業信用風險愈高 (低)。

二、解釋變數

我們主要針對五類公司治理研究變數 (股權結構、董監結構、專業經理人角色、財務資訊透明度及經營層風險) 及其他相關控制變數，探討其與企業信用風險之關聯性。前五類公司治理變數與企業信用風險間之影響，已於文獻探討一節中說明，不再贅述。此外，我們參考相關研究 (Ziebart & Reiter, 1992; Ashbaugh-Skaife et al., 2006)，納入負債比率 (LEV)、經營績效 (ROA)、前期與本期是否為淨損 (LOSS，是者為 1)、利息賺取倍數 (INT_COV)、企業規模 (SIZE)、資本密集度 (CAP_INTN) 等公司財務

註[14] TEJ 並沒第 10 級，我們為便於分析，將 TEJ 已違約信用風險評量 (D)，自行標記為 10。換言之，TCRI = 10 代表 TEJ 將該公司歸類為已違約的企業。

註[15] 中華信用評等與 Standard & Poor's 合作，S&P 的信用評等屬於專家判斷程序，TEJ 的信用風險評量則屬於半專家判斷程序。除評等過程不同外，S&P 屬於被評等公司付費之受邀評等，TEJ 則主動為絕大部分的公開發行公司進行信用風險評量的工作。據我們詢問的資料顯示，41 家國內銀行業者中已有 30 家 (含台銀、台北富邦、國泰世華、中信銀、中華開發工銀、華南等，市佔率達 73%) 採用 TCRI 作為其銀行內部評估貸款人風險之參考。

註[16] TEJ 說明 TCRI 的 1~ 4 級約當於 S&P 的投資等級，5~10 級則可類比於 S&P 的投機等級 (參見貨幣觀測與信用風險評等，第 46 期，p.134)。

特性作為控制變數。我們預期，LEV 愈大、ROA 與 INT_COV 愈小以及 LOSS 為 1 的公司，其違約風險較大，信用風險較高。由於大公司具有較大之風險承擔能力，市場風險較低，故 SIZE 與信用風險有負向的關係。最後，加入 CAP_INTN 控制債權人角度如何看待公司資產結構對信用風險的影響。

肆、樣本選擇與實證結果

一、樣本選擇與次數分配

本研究蒐集 1996 年至 2004 年所有上市 (櫃) 公司，在剔除金融相關產業、非曆年制公司、公司財務特性變數遺漏與公司治理變數遺漏的資料後，觀察值筆數為 3,748 筆。資料來源取自 TEJ 資料庫。

表 2 報導企業信用風險指標的次數分配。信用風險屬於低度風險者 (即 CRI 為 1 至 4 者) 占全部樣本的 28.97% (見累積百分比欄)。此外，就個別信用風險的級別而言，CRI 為 5 的公司占全部研究樣本的比重最高 (24.68%)。最後，有 3.31% 的公司被歸類於「已違約」等級 (即 CRI=10)。未列表的結果顯示，有 72.66% 的觀察值，其信用風險評量在前後期間內並未產生變化。

表 2 信用風險評量的次數分配*

CRI	風險高低等級	次數	百分比 (%)	累積百分比 (%)
1	低	107	2.85	2.85
2	低	162	4.32	7.17
3	低	239	6.38	13.55
4	低	578	15.42	28.97
5	高	925	24.68	53.65
6	高	734	19.58	73.23
7	高	432	11.53	84.76
8	高	256	6.83	91.59
9	高	191	5.10	96.69
10	高	124	3.31	100.00
小計		3,748	100.00	

* 變數CRI代表企業信用風險的等級，其值域為 1 (最低) 至10 (最高)。

二、基本統計量

表 3 報導各變數的基本敘述統計量。CRI 的平均數 (中位數) 為 5.475 (5.000)，代表 TEJ 在進行區分「低度」與「高度」信用風險等級時，具有較保守的傾向 (因 CRI 低於或等於 4 才被歸類為低風險等級)。High_CRI 的平均數 (中位數) 為 0.710 (1.000) 也反映相同的事實。

表 3 基本敘述統計量

變數	平均數	中位數	Q1	Q3	標準差
被解釋變數					
CRI	5.475	5.000	4.000	7.000	1.986
High_CRI	0.710	1.000	0.000	1.000	0.454
公司治理變數					
股權結構					
BLOCK	0.641	0.000	0.000	0.000	0.945
%INST	0.336	0.308	0.167	0.482	0.208
%INSIDE	0.258	0.235	0.153	0.338	0.137
DEVIATION	0.051	0.011	0.000	0.052	0.094
CF_RIGHT	0.218	0.187	0.095	0.312	0.154
FAMILY	0.539	1.000	0.000	1.000	0.499
GROUP	0.742	1.000	0.000	1.000	0.437
董監結構					
BRD_SIZE	9.574	9.000	7.000	11.000	3.368
%OUT_BRD	0.356	0.375	0.200	0.500	0.215
CEOPOWER	0.282	0.000	0.000	1.000	0.450
%BRD_EXP	0.097	0.000	0.000	0.000	0.261
專業經理人角色					
MGT	0.115	0.100	0.000	0.200	0.129
財務資訊透明度					
WCAQ	-0.059	-0.048	-0.075	-0.031	0.040
TIMELINESS	-0.039	-0.010	-0.041	-0.002	0.071
SUP_INSIDE	0.751	1.000	1.000	1.000	0.432
經營層風險					
PLEDGE	0.154	0.020	0.000	0.236	0.232
CEOTO	0.489	0.000	0.000	1.000	0.738
CFOTO	0.651	0.000	0.000	1.000	0.795
公司財務特性變數					
LEV	0.444	0.450	0.331	0.555	0.158
ROA	0.039	0.040	0.011	0.078	0.076
LOSS	0.150	0.000	0.000	0.000	0.357
INT_COV	114.570	4.794	1.012 1	9.836	637.813
SIZE	15.545	15.392	14.684	16.222	1.225
CAP_INTN	0.397	0.348	0.188	0.558	0.268

變數定義; 見表 1。

為了控制極端值對分析結論的影響，我們將所有解釋變數位於極端之 1% 者予以溫賽化處理 (Winsorized)。就股權結構而言，外部大股東人數 (BLOCK) 的平均值 (中位數) 為 0.641 (0.000)，機構投資者持股比率 (%INST) 的平均值 (中位數) 為 0.336 (0.308)，內部人持股比率 (%INSIDE) 的平均值 (中位數) 則為 0.258 (0.235)。此外，偏離指數 (DEVIATION) 的平均值 (中位數) 為 0.051 (0.011)、盈餘分配權 (CF_RIGHT) 的平均值 (中位數) 則為 0.218 (0.187)。換言之，平均而言，盈餘分配權為 21.8%，其與股份控制權之差為 5%。最後，觀察值中屬於家族企業 (FAMILY) 的比重為 0.539，屬於集團企業 (GROUP) 的比重則為 0.742，代表家族企業與集團企業是台灣企業頗為普遍的經營模式。

就董監結構而言，我國平均的董監規模 (BRD_SIZE) 為 9.574 人；外部董監比率 (%BRD_IND) 的平均值為 0.356。就 CEOPOWER 而言，有 28.2% 的觀察值係由董事長兼任總經理，至於獨立董監專業性 (%BRD_EXP) 的平均值 (中位數) 則為 0.097 (0.000)。換言之，平均而言，樣本中有 9.7% 的獨立董監兼任其他公司之董監。

就專業經理人角色 (MGT) 而言，不含控制家族成員之經理人擔任董監席次比率，其平均值與中位數分別僅為 0.115 與 0.100。就財務資訊透明度而言，營運資本應計品質 (WCAQ) 之平均數 (中位數) 為 -0.059 (-0.048)；而盈餘時效性 (TIMELINESS) 之平均數 (中位數) 則為 -0.039 (-0.010)。經營層風險變數顯示，平均董監質押比率 (PLEDGE) 為 0.154，過去三年的總經理異動頻率 (CEOTO) 平均值為 0.489，財務主管異動頻率 (CFOTO) 則為 0.651 次。

三、單變量分析

表 4 報導各變數間的 Pearson 及 Spearman 相關係數矩陣，其中顯著影響企業有較低信用風險的公司治理變數，包括機構投資者持股 (%INST)、內部人持股 (%INSIDE)、控制權偏離程度 (DEVIATION)、集團企業 (GROUP)、董監規模 (BRD_SIZE)、獨立董監專業性 (BRD_EXP)、專業經理人角色 (MGT)、營運資本應計品質 (WCAQ)、盈餘時效性 (TIMELINESS) 以及監察人內部化 (SUP_INSIDE)。其中令人訝異的是 DEVIATION 愈大及 SUP_INSIDE 為 1 時，反而有較低的信用風險。不過在進一步的迴歸分析中，我們發現在控制其他變數下，控制權偏離程度愈大與監察人內部化均與企業信用風險惡化有顯著的關聯性。

表 4 相關係數矩陣[a]

變數[b]	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
1. CRI		0.08*	-0.24*	-0.16*	-0.13*	0.02	0.07*	-0.16*	-0.19*	0.00	0.12*	-0.05*	-0.17*	-0.18*	-0.08*	-0.04*	0.09*	0.12*	0.11*	0.42*	-0.67*-	0.50*	-0.58*	-0.33*	0.01
2. BLOCK	0.10*		0.21*	-0.05*	-0.01	0.32*	0.04*	-0.03*	-0.09*	-0.04*	-0.00	0.01	-0.07*	0.01	-0.02	0.06*	-0.03*	0.01	-0.05*	0.06*	-0.02	0.02	0.02	-0.06*	0.04*
3. %INST	-0.23*	0.20*		0.21*	0.24*	0.02	0.12*	0.30*	0.18*	-0.14*	-0.14*	0.02	-0.11*	0.03*	-0.03*	0.22*	-0.01	0.06*	-0.01	0.05*	0.17*	-0.11*	0.11*	0.34*	0.00
4. %INSIDE	-0.16*	-0.08*	0.31*		0.27*	0.35*	-0.06*	-0.09*	0.10*	0.09*	-0.02	0.07*	0.14*	0.06*	-0.02*	0.01	-0.27*	-0.09*	-0.08*	-0.09*	0.21*	-0.18*	0.24*	-0.22*	0.03*
5. DEVIATION	-0.07*	-0.05*	0.40*	0.44*		-0.31*	-0.18*	0.21*	0.21*	-0.09*	-0.12*	0.02	0.50*	0.03*	0.01	0.06*	-0.05*	-0.05*	0.00	0.01	0.06*	-0.06*	0.05*	0.15*	-0.03*
6. CF_RIGHT	0.01	0.34*	0.08*	0.35*	-0.28*		0.21*	-0.14*	-0.22*	-0.15*	0.07*	0.03*	-0.16*	0.06*	-0.02	0.12*	-0.08*	-0.05*	-0.05*	0.01	0.07*	-0.06*	0.09*	-0.18*	0.01
7. FAMILY	0.09*	0.05*	0.13*	-0.03*	-0.01	0.20*		0.20*	-0.18*	-0.68*	-0.06*	-0.19*	-0.39*	0.05*	0.00	0.43*	0.17*	0.05*	0.04*	0.06*	-0.15*	0.10*	-0.17*	0.20*	0.14*
8. GROUP	-0.14*	-0.05*	0.30*	-0.06*	0.21*	-0.14*	0.20*		0.05*	-0.34*	-0.16*	-0.15*	0.01	0.08*	0.01	0.27*	0.26*	0.10*	0.02	0.00	-0.06*	0.05*	-0.13*	0.46*	0.04*
9. BRD_SIZE	-0.18*	-0.10*	0.16*	0.06*	0.16*	-0.18*	-0.13*	0.10*		0.18*	-0.19*	0.10*	0.04*	0.06*	0.02	0.06*	-0.02	0.03	-0.02	-0.02	0.08*	-0.08*	0.07*	0.18*	0.11*
10.%OUT_BRD	-0.02	-0.04*	-0.13*	0.08*	-0.13*	-0.13*	-0.66*	-0.34*	0.15*		0.09*	0.26*	-0.03*	-0.11*	-0.00	-0.51*	-0.24*	-0.03*	-0.03*	-0.06*	0.15*	-0.11*	0.20*	-0.35*	-0.12*
11.CEOPOWER	0.12*	-0.00	-0.14*	-0.03	-0.14*	0.06*	-0.06*	-0.16*	-0.19*	0.10*		0.09*	0.00	-0.05*	-0.04*	-0.04*	-0.10*	-0.15*	-0.03	-0.01	-0.01	0.01*	0.03	-0.17*	-0.08*
12.%BRD_EXP	-0.06*	0.01	0.03*	0.04*	0.05*	0.00	-0.17*	-0.12*	0.02	0.23*	0.09*		0.03*	-0.09*	0.03*	-0.05*	-0.23*	-0.01	0.00	0.01	0.19*	-0.09*	0.24*	-0.13*	-0.13*
13.MGT	-0.19*	-0.09*	-0.10*	0.09*	0.19*	-0.16*	-0.37*	0.03	0.00	-0.08*	-0.00	0.02		0.02	-0.01	-0.08*	-0.07*	-0.13*	-0.04*	-0.09*	0.14*	-0.08*	0.12*	0.00	-0.08*
14.WCAQ	-0.21*	-0.01	0.04*	0.08*	0.07*	0.07*	0.04*	0.04*	0.10*	-0.08*	-0.06*	-0.08*	0.02		0.08*	0.08*	0.08*	-0.08*	-0.06*	-0.14*	0.05*	-0.13*	0.07*	0.09*	0.37*
15.TIMELINESS	-0.14*	-0.02	0.01	-0.01	0.00	-0.02	0.01	0.01	0.06*	-0.02	-0.05*	0.04*	-0.01	0.09*		0.03*	0.02	-0.02	-0.06*	-0.03*	0.05*	-0.05*	0.06*	0.07*	0.05*
16.SUP_INSIDE	-0.03*	0.05*	0.22*	0.03*	0.12*	0.13*	0.43*	0.26*	0.08*	-0.52*	-0.04*	-0.04*	-0.04*	0.08*	0.02		0.07*	0.05*	0.02	0.03*	-0.03*	0.03*	-0.06*	0.24*	0.09*
17.PLEDGE	0.21*	0.02	0.00	-0.24*	-0.09*	0.00	0.20*	0.21*	-0.06*	-0.26*	-0.07*	-0.16*	-0.12*	-0.01*	-0.02	0.09*		0.05*	0.06*	0.17*	-0.21*	0.14*	-0.29*	0.36*	0.10*
18.CEOTO	0.16*	0.01	0.05*	-0.08*	-0.01	-0.04*	0.05*	0.10*	0.02	-0.03*	-0.12*	0.00	-0.12*	-0.13*	-0.05*	0.05*	0.07*		0.15*	0.09*	-0.13*	0.11*	-0.11*	0.05*	-0.01
19.CFOTO	0.14*	-0.04*	-0.02	-0.07*	-0.02	-0.05*	0.04*	0.02	-0.03*	-0.02	-0.02	0.01	-0.05*	-0.07*	-0.06*	0.02	0.07*	0.17*		0.07*	-0.13*	0.09*	-0.11*	0.03*	-0.01
20.LEV	0.46*	0.08*	0.05*	-0.08*	0.05*	-0.00	0.06*	0.01	-0.02	-0.06*	-0.02	-0.00	-0.09*	-0.14*	-0.07*	0.03*	0.22*	0.12*	0.08*		-0.40*	0.28*	-0.43*	0.22*	-0.09*
21.ROA	-0.63*	-0.04*	0.15*	0.17*	0.02	0.06*	-0.13*	-0.07*	0.05*	0.12*	-0.04*	0.15*	0.13*	0.19*	0.14*	-0.02	-0.10*	-0.18*	-0.17*	-0.40*		-0.62*	0.81*	0.03	-0.14*
22.LOSS	0.53*	0.03*	-0.11*	-0.16*	-0.03*	-0.05*	0.10*	0.05*	-0.07*	-0.11*	0.08*	-0.09*	-0.08*	-0.17*	-0.11*	0.03*	0.17*	0.14*	0.11*	0.29*	-0.69*		-0.56*	-0.06*	0.10*
23.INT_COV	-0.12*	-0.01	0.01	0.11*	0.05*	0.04*	-0.05*	-0.03*	0.03*	0.05*	0.02	0.06*	0.05*	-0.01	0.02	-0.01	-0.07*	-0.03	-0.04*	-0.22*	0.23*	-0.08*		-0.11*	-0.15*
24.SIZE	-0.34*	-0.08*	0.34*	-0.15*	0.18*	-0.16*	0.18*	0.42*	0.28*	-0.34*	-0.18*	-0.10*	0.04*	0.10*	0.10*	0.24*	0.24*	0.04*	0.00	0.20*	0.10*	-0.08*	-0.07*		0.07*
25.CAP_INTN	0.02	0.03*	0.07*	0.09*	0.11*	0.01	0.15*	0.06*	0.11*	-0.12*	-0.08*	-0.11*	-0.07*	0.34*	0.03*	0.10*	0.05*	-0.02	-0.01	-0.06*	-0.13*	0.12*	-0.07*	0.13	

a. 左下半部份為 Pearson 相關係數，而右上半部份為 Spearman 相關係數。

b. 變數定義: 見表 1。上標*代表已達 10% 的顯著水準。

至於顯著影響企業有較高信用風險之公司治理變數則包括:外部大股東人數 (BLOCK)、家族企業 (FAMILY)、董事長兼任總經理 (CEOPOWER)、董監質押比率 (PLEDGE)、總經理異動 (CEOTO) 與財務主管異動 (CFOTO)。我們發現，就單變量的結果而言，所有衡量經營層風險的變數均會對企業信用風險有負面的影響。

控制變數與企業信用風險的關聯性則與預期相同，負債比率 (LEV) 與前期及本期發生損失 (LOSS) 的確增加企業的信用風險；較佳的經營績效 (ROA) 與賺取利息倍數 (INT_COV) 均會降低企業的信用風險。最後，公司規模 (SIZE) 也有助於企業有較低的信用風險。

四、分析 CRI 的迴歸結果

表 5 說明以 CRI 為被解釋變數的 Ordered Probit 迴歸分析實證結果。第 (1) 欄僅以公司治理變數解釋信用風險，第 (2) 欄則以公司財務特性變數分析信用風險的高低，第 (3) 欄～第 (5) 欄則合併公司治理變數與公司財務特性變數解釋信用風險。其中，為單獨檢視控制權偏離及盈餘分配權兩變數對企業信用風險的影響，第 (3) 欄未包含 CF_RIGHT，第 (4) 欄未包含 DEVIATION，至於第 (5) 欄則為完整模型。

在未加入公司財務特性變數之前，就股權結構變數而言，第 (1) 欄 BLOCK 的估計係 0.151 (*p*-值<1%) 顯示，外部大股東的人數會負面地影響企業的信用風險，此結果與 Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 的發現相同。如果股東與債權人之間沒有利益衝突，那麼對於股東有利的公司治理變數將會降低企業的信用風險。對於外部大股東人數愈多，企業信用風險愈差之實證發現，顯示外部大股東與債權人間利益衝突的存在。此外，DEVIATION 的估計係數 2.350 (*p*-值<1%) 也顯示，控制股東的投票權偏離盈餘分配權的程度會傷害企業的信用風險。至於%INST (係數-1.507，*p*-值<1%)、%INSIDE (係數 -0.539，*p*-值 <1%) 與 GROUP (係數 -0.355，*p*-值<1%) 則分別顯示，機構投資人持股、內部人持股與屬於集團企業的成員，均有助於降低企業的信用風險。其中管理紀律效果可以解釋機構投資人及內部人持股具有降低企業信用風險的效果。最後，盈餘分配權 (CF_RIGHT) 與家族企業 (FAMILY) 並不影響企業的信用風險。

就董監結構的變數而言，在第 (1) 欄的分析中顯示董監規模 (BRD_SIZE 估計係數 -0.032，*p*-值<1%) 與獨立董監專業性 (%BRD_EXP 估計係數 -0.232，*p*-值<1%) 可以顯著降低企業的信用風險。至於董事長兼任總經理 (CEOPOWER 估計係數 0.253，*p*-值<1%) 會提高企業的信用風險，外部董監比率 (%OUT_BRD) 則不影響企業的信用風險。

與預期相同，專業經理人 (MGT 估計係數 -1.586，*p*-值<1%) 具有降低企業信用風險之管理紀律效果。此外，運用資本應計品質 (WCAQ 估計係數 -4.582，*p*-值<1%) 以及盈餘時效性 (TIMELINESS 估計係數 -1.603，*p*-值<1%) 所衡量的財務資訊透明度也可以改善企業的信用風險。至於監察人內部化則未能有顯著的解釋能力。就經營層

風險而言，無論董監質押比率 (PLEDGE 估計係數 0.958，*p*-值<1%)、總經理異動 (CEOTO 估計係數 0.195，*p*-值<1%) 或財務主管異動 (CFOTO 估計係數 0.129，*p*-值<1%) 均會惡化企業的信用風險。

表 5 信用風險的迴歸分析 (Ordered Probit 模型)

變數	符號	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
公司治理變數						
股權結構						
BLOCK	?	0.151***		0.044**	0.069***	0.040*
%INST	?	-1.507***		-0.429***	-0.285***	-0.429***
%INSIDE	?	-0.539***		-1.443***	-0.701***	-1.495***
DEVIATION	+	2.350***		1.795***		1.859***
CF_RIGHT	−	0.079			-0.566***	0.071
FAMILY	?	0.037		0.042	0.016	0.042
GROUP	?	-0.355***		-0.179***	-0.160***	-0.178***
董監結構						
BRD_SIZE	?	-0.032***		-0.007	-0.006	-0.007
%OUT_BRD	−	0.034		-0.371***	-0.557***	-0.357**
CEOPOWER	+	0.253***		0.199***	0.181***	0.199***
%BRD_EXP	−	-0.232***		-0.125*	-0.072	-0.127*
專業經理人角色						
MGT	−	-1.586***		-1.008***	-0.958***	-0.998***
財務資訊透明度						
WCAQ	−	-4.582***		-2.326***	-2.135***-	2.343***
TIMELINESS	−	-1.603***		-0.411*	-0.430*-	0.409*
SUP_INSIDE	+	0.060		0.081*	0.082*	0.080*
經營層風險						
PLEDGE	+	0.958***		0.884***	0.861***	0.882***
CEOTO	+	0.195***		0.106***	0.101***	0.106***
CFOTO	+	0.129***		0.077***	0.076***	0.077***
公司財務特性變數						
LEV	+		3.684***	3.766***	3.797***	3.764***
ROA	−		-7.606***	-6.445***	-6.583***	-6.447***
LOSS	+		0.675***	0.602***	0.602***	0.602***
INT_COV	−		0.000**	0.000**	0.000***	0.000**
SIZE	−		-0.496***	-0.582***	-0.570***	-0.582***
CAP_INTN	?		0.173***	0.332***	0.338***	0.334***
LR Chi2		1,161.58***	3,328.32***	3,809.32***	3,764.05***	3,809.49***
Pseudo R^2		0.075	0.215	0.246	0.244	0.246
觀察值		3,748	3,748	3,748	3,748	3,748

本表模式為 CRI ＝*f* (公司治理變數,公司財務特性變數)

上標*、**與***分別代表已達 10%、5% 與 1% 的顯著水準。

變數定義: 見表 1。

第 (2) 欄則報導以信用風險對公司財務特性進行迴歸的估計結果。與單變量的發現相同，負債比率 (LEV 估計係數 3.684，p-值<1%) 與發生損失 (LOSS 估計係數 0.675，*p*-值<1%) 均會增高企業的信用風險；經營績效 (ROA 估計係數 -7.606，*p*-值<1%) 則會正面影響企業的信用風險評量 (註[17])。公司規模 (SIZE 估計係數 -0.496，*p*-值<1%) 也有助於企業有較佳的信用風險評量。最後，資本密集度 (CAP_INTN 估計係數 0.173，*p*-值<1%) 對企業信用風險有不利的影響，可能是已支出的固定成本，一旦面臨清算時，變現性較差。

第 (3) 欄與第 (4) 欄則合併所有的公司治理變數與公司財務特性變數，其中的差別在第 (3) 欄保留 DEVIATION 而刪除CF_RIGHT，至於第 (4) 欄則保留 CF_RIGHT 而刪除 DEVIATION (註[18])。在第 (4) 欄的分析中，我們可以發現，在刪除變數 DEVIATION 之後，原本不顯著的 CF_RIGHT (估計係數 -0.566，p-值<1%) 有降低企業信用風險的影響。換言之，控制股東的盈餘分配權愈高，會促使信評機構給予較有利的企業信用風險評量。

第 (5) 欄為完整的迴歸分析模型，除了 BRD_SIZE (由第 1 欄的顯著負值變為第 5 欄的不顯著結果)、%OUT_BRD (由第 1 欄的不顯著結果變為第 5 欄的顯著負值) 與 SUP_INSIDE (由第 1 欄的不顯著結果變為第 5 欄的顯著正值) 之外，我們發現其主要結果與第 (1) 欄一致。具體來說，在完整模型中，機構投資人持股、內部人持股、集團企業、外部董監席次比率、獨立董監專業性、專業經理人角色、應計品質以及盈餘時效性等變數有助於降低企業信用風險。外部大股東人數、控制權偏離程度、董事長兼任總經理、監察人內部化、董監質押比率、過去三年之總經理異動頻率以及財務主管異動頻率等變數則有提高企業信用風險的不利影響。至於公司財務特性變數對信用風險的影響，則與第 (2) 欄的發現完全相同。

五、敏感性分析

我們採取以下的程序進行本研究的敏感性分析。首先，我們將原研究變數 CRI 改為高 (CRI 介於 7 級 ～10 級)、中 (CRI 屬於 5～6 級)、低 (CRI 介於 1～4 級) 信用風險等級，再度進行 Ordered Probit 分析。其次，我們將高度及中度風險合併，並與低度風險兩者進行 probit 分析。最後，我們參考 Mansi、Maxwell 與 Miller (2004) 之研究，再以最小平方法進行分析，未製表的實證結果顯示，前述主要發現並無重大

註[17] 我們得到 INT_COV 估計係數為顯著正值的結果，是因為 INT_COV 與 ROA 的相關係數為 0.23 (p-值 <1%)。當我們將 ROA 剔除之後，INT_COV 估計係數就變為負值。

註[18] 因 DEVIATION 是股權控制權 (Voting Rights) 減 CF_RIGHT，故與 CF_RIGHT 負相關，兩者間之相關係數為 -0.28 (p-值<1%)。

改變 。

我們亦嘗試以公司治理及公司財務特性之變化作為自變數，針對企業信用風險之變化進行迴歸分析。未列表之結果顯示，整體模型之解釋能力下降 (Pseudo R2 由 0.246 降為 0.109)，推測可能係因研究樣本中有 72.66% 的觀察值其 CRI 於前後期並未發生變化。其中，機構投資人持股、獨立董監專業性、董監質押比率及財務主管異動等公司治理變數仍與原實證結果完全一致。我們進一步針對 CRI 前後期有變動之觀察值再次分析，結果顯示 (Pseudo R2 由 0.109 增為 0.206)，除前述四項變數外，專業經理人角色亦有改善企業信用風險之效果。

彙整而言，我們發現股權結構、董監結構、專業經理人角色、財務資訊透明度以及經營層風險的確影響公司的信用風險。公司治理變數的變化對於企業信用風險的改變之進一步分析結果，可能隱喻機構投資人持股、獨立董監專業性、董監質押比率、財務主管異動及專業經理人角色為最具重要性的公司治理變數。

伍、結論與建議

基於舉債融資為國內企業取得資金之重要來源，故有別於以公司治理對公司價值或經營績效之影響為研究重點，我們分析公司治理特性對企業信用風險的影響。此外，公司治理特性深受國家、地域、法律、經濟等制度、環境以及企業實務之影響，針對各國實際情況進行深度研究有其必要性。本文為國內首篇探討公司治理對企業信用風險影響之研究，我們預期，實證結果除可提供國內使用信用風險評量資訊之決策者參考外，更有助於跨國性研究結果之分析比較。

我們選擇股權結構、董監結構、專業經理人角色、財務資訊透明度與經營層風險五大類之公司治理變數；並以負債比率、經營績效、發生損失、賺取利息倍數、公司規模與資本密集度等公司財務特性作為控制變數。實證結果支持公司治理確實影響企業的信用風險。其中，降低企業信用風險的公司治理變數 (具管理紀律效果) 包括：機構投資人持股、內部人持股、集團企業成員、外部董監席次比率、獨立董監專業性、專業經理人角色、營運資本應計品質與盈餘時效性。提高企業信用風險的公司治理變數 (具侵佔效果) 則包括：外部大股東人數、控制權與盈餘分配權之偏離程度、董事長兼總經理、監察人內部化、董監質押比率、總經理異動及財務主管異動。

除探討公司治理變數對企業信用風險之影響外，我們亦進一步探索公司治理變化與企業信用風險變動的關聯性。針對後者之實證結果顯示，僅機構投資人持股、獨立董監專業性、專業經理人角色、董監質押比率及財務主管異動等公司治理變數具有顯著的解釋能力，未來的相關研究值得針對信用風險變化作進一步的探討。

此外，我們的研究優於 Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 分析資料之處包括以下四點：(1) 本研究所使用之樣本代表性較強，(2) 樣本選擇性偏誤小，(3) 被解釋變數客

觀性較高，及 (4) 研究樣本的可比較性也較高。最後，由於信用風險並無法全面性地反映企業真實的債務融資成本 (例如信用風險高的公司可以藉由提高擔保品而取得較低的資金成本)，決策者宜適當地解讀公司治理對企業財務成本的經濟後果。因此，我們鼓勵未來研究可對公司治理與實際融資成本的關聯性，進行深入的探討。

參考文獻

李存修、張淑婉，1994，「上市公司發行轉換公司債之考慮因素及與公司價值之關係」，證券市場發展季刊，2 卷2 期：頁279-305。

李樑堅、張志向，1999，「中小企業授信評估模式建立之研究」，臺大管理論叢，9 卷2 期：頁69-100。

林宛瑩、許崇源，2008，「台灣集團企業之控股型態及公司治理衡量指標之研究與建議」，交大管理學報，28 卷1 期：頁269-312。

邱正仁、熊大中、高蘭芬，2002，「股權質押與財務危機關聯性之研究」，中華會計學刊，3 卷1 期：頁79-111。

夏侯欣榮、林聰明，1997，「臺灣公司債評等模式之研究」，輔仁管理評論，4 卷 2 期：頁63-83。

孫銘誼、王思芳，2005，「信用評等模型驗證之初探：相關方法與文獻回顧」，金融風險管理季刊，1 卷1 期：頁111-125。

高蘭芬、邱正仁，2002，「董監事股權質押對會計盈餘與股票報酬率相關性之影響」，臺大管理論叢，13 卷1 期：頁127-162。

陳錦村，1997，「銀行授信客戶之信用評等與模式比較」，輔仁管理評論，4 卷 1 期：頁145-171。

葉銀華、蘇裕惠、柯承恩、李德冠，2004，「公司治理機制對於關係人交易的影響」，證券市場發展季刊，15 卷4 期：頁69-106。

鄭桂蕙、林宛瑩、許崇源，2006，「董監事持股高低對庫藏股買回誘因之影響」，東吳經濟商學學報，54 期：頁1-26。

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，12 卷 2 期：頁307-336。

Agrawal, A., & Mandelker, G. N. 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 25 (2):143-161.

Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. ***Journal of Financial Economics***, 68 (2): 263-285.

Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. 2006. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. ***Journal of Accounting and Economics***, 42 (1/2): 203-243.

Basel Committee on Bank Supervision. 2000. ***Range of practice in banks' internal ratings systems***. http://www.bis.org/publ/bcbs66.pdf. Accessed Oct. 1, 2008.

Bates, T. W., Lemmon, M. L., & Linck, J. S. 2006. Shareholder wealth effects and bid

negotiation in freeze-out deals: Are minority shareholders left out in the cold? ***Journal of Financial and Economics***, 81 (3): 681-708.

Bhattacharya, U., Daouk, H., & Welker, M. 2003. The world price of earnings opacity. ***The Accounting Review***, 78 (3): 641-678.

Bhojraj, S., & Sengupta, P. 2003. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and the outside directors. ***The Journal of Business***, 76 (3): 455-475.

Blume, M. E., Lim, F., & Mackinlay, A. C. 1998. The declining credit quality of U.S. corporate debt: Myth or reality? ***Journal of Finance***, 53 (4): 1389-1413.

Blumenthal, R. G. 1992. Marriott to split its business into 2 entities. ***Wall Street Journal***, October 6: A3.

Bushee, B. 1998. The influence of institutional investors on myopia rand investment behavior. ***The Accounting Review***, 73 (3): 305-333.

Byard, D., Li, Y., & Weintrop, J. 2006. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. ***Journal of Accounting and Public Policy***, 25 (5): 609-625.

Chaganti, R., & Damanpour, F. 1991. Institutional ownership, capital structure, and firm performance. ***Strategic Management Journal***, 12 (7): 479-491.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. 2002a. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. ***Journal of Finance***, 57 (6): 2741-2772.

_____. 2002b. ***The benefits and costs of group affiliation: Evidence from East Asia***. Discussion paper no.3364, Center for Economic Policy Research.

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporation. ***Journal of Financial Economics***, 58 (1/2): 81-112.

Coase, R. H. 1960. The problem of social cost. ***Journal of Law and Economics***, 3 (OCT): 1-44.

Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. 2008. Boards: Does one size fit all? ***Journal of Financial Economics***, 87 (2): 329-356.

Cotter, J., Shivdasani, A., & Zenner, M. 1997. Do outside directors enhance target shareholder wealth during tender offer contests? ***Journal of Financial Economics***, 43 (2): 195-218.

Cyert, R. M., Kang, S. H., & Kumar, P. 2002. Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: Theory and evidence. ***Management Science***, 48 (4): 453-470.

Davidson, W. N., Pilger, T., & Szakmary, A. 1998. Golden parachutes, board and committee

composition, and shareholder wealth. ***Financial Review***, 33 (1): 17-32.

Dechow, P., & Dichev, I. D. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. ***The Accounting Review***, 77 (Supplement): 35-59.

Engel, E., Hayes, R. M., & Wang, X. 2003. CEO turnover and properties of accounting information. ***Journal of Accounting and Economics***, 36 (1/3): 197-226.

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): 401-425.

Farrell, K. A., & Whidbee, D. A. 2003. Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. ***Journal of Accounting and Economics***, 36 (1/3): 165-196.

Francis, J. R., LaFond, P., Olsson, P. M., & Schipper, K. 2004. Cost of equity and earnings attributes. ***The Accounting Review***, 79 (4): 967-1010.

_____. 2005. The market pricing of accruals quality. ***Journal of Accounting and Economics***, 39(2): 295-327.

Geiger, M. A., & North, D. S. 2006. Does hiring a new CFO change things? An investigation of changes in discretionary accruals. ***The Accounting Review***, 81 (4): 781-809.

Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. 2001. The role of family ties in agency contracts. ***Academy of Management Journal***, 44 (1) : 81-95.

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

Gordon, L. A., & Pound, J. 1993. Information, ownership structure, and shareholder voting: Evidence from shareholder-sponsored corporate governance proposal. ***Journal of Finance***, 48 (2): 697-718.

Grinstein, Y., & Hribar, P. 2004. CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses. ***Journal of Financial Economics***, 73 (1): 119-143.

Hartzell, J. C., & Starks, L. T. 2003. Institutional investors and executive compensation. ***The Journal of Finance***, 58 (1): 158-172.

Horrigan, J. 1966. The determinants of long-term credit standing with financial ratios. ***Journal of Accounting Research***, 4 (Supplement): 44-62.

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

Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal

control systems. ***Journal of Finance***, 48 (3): 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. ***Journal of Financial Economics***, 3 (3): 305-360.

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

Kaplan, R. S., & Urwitz, G. 1979. Statistical models of bond ratings: A methodological inquiry. ***Journal of Business***, 52 (2): 231-261.

Kesner, I. F. 1987. Directors stock ownership and organization performance: An investigation of fortune 500 companies. ***Journal of Management***, 13 (3): 499-508.

Khanna, T., & Yafeh, Y. 2005. Business groups and risk sharing around the world. ***Journal of Business***, 78 (1): 301-340.

Klein, A. 1998. Firm performance and board committee structure. ***Journal of Law and Economics***, 41 (1): 275-303.

_____. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. ***Journal of Accounting and Economics***, 33 (3): 375-400.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, A. 2002. Investor protection and corporate valuation. ***Journal of Finance***, 57 (3): 1147-1170.

Lasfer, M. A. 2006. The interrelationship between managerial ownership and board structure. ***Journal of Business Finance and Accounting***, 33 (7/8): 1006-1033.

Lemmon, M. L., & Lins, K. V. 2003. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. ***Journal of Finance***, 58(4): 1445-1468.

Lins, K. V. 2003. Equity ownership and firm value in emerging markets. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 38 (1): 159-185.

Lipton, M., & Lorsch, J. W. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. ***Business Lawyer***, 48 (1): 59-77.

Mansi, S. A., Maxwell, W. F., & Miller, D. P. 2004. Does auditor quality and tenure matter to investors? Evidence from the bond market. ***Journal of Accounting Research***, 42 (Supplement): 755-793.

McConnell, J. J., & Servaes, H. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. ***Journal of Financial Economics***, 27 (2): 595-612.

Mitchell, C. 1992. Marriott plan enrages holders of its bonds. ***Wall Street Journal***, October 7: C1.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. 1988. Management ownership and market valuation:

An empirical analysis. ***Journal of Financial Economics***, 20 (1): 293-315.

OECD. 2004. ***OECD principles of corporate governance***. Paris, France: OECD Publications.

Opler, T., & Sokobin, J. S. 1997. ***Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the council of institutional investors***. Working paper, Ohio State University.

Oviatt, B. M. 1988. Agency and transaction cost perspectives on the manager-shareholder relationship, incentives for congruent interests. ***Academy of Management Review***, 13 (2): 214-225.

Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. ***Journal of Financial Economics***, 20 (1): 237-265.

Sengupta, P. 1998. Corporate disclosure quality and the cost of debt. ***The Accounting Review***, 73 (4): 459-474.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1997. A survey of corporate governance. ***Journal of Finance***, 52 (2): 737-783.

Stein, J. C. 1997. Internal capital markets and the competition for corporate resources. ***Journal of Finance***, 52 (1): 111-133.

Szewczyk, S. H., Tsetsekos, G. P., & Varma, R. 1992. Institutional ownership and the liquidity of common stock offerings. ***The Financial Review***, 27 (2): 211-225.

Wang, D. 2006. Founding family ownership and earnings quality. ***Journal of Accounting Research***, 44 (3): 619-656.

Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H. 1988. Stock prices and top management changes. ***Journal of Financial and Economics***, 20 (4): 461-492.

Weisbach, M. S. 1988. Outside directors and CEO turnover. ***Journal of Financial and Economics***, 20 (1/2): 431-460.

Williamson, O. E. 1985. ***The economic institutions of capitalism***. New York, NY: The Free Press.

Yeh, Y., Lee, T., & Woidtke, T. 2001. Family control and corporate governance: Evidence for Taiwan. ***International Review of Finance***, 2 (1/2): 21-48.

Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. ***Journal of Financial Economics***, 40 (2): 185-211.

Zahra, S. A., & Pearce, J. A. 1989. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrated model. ***Journal of Management***, 15 (2): 291-334.

Ziebart, D. A., & Reiter, S. 1992. Bond ratings, bond yields and financial information. ***Contemporary Accounting Research***, 9 (2): 252-282.

作者簡介

林宛瑩

美國 Boston University 會計博士，現任國立政治大學會計學系副教授，研究興趣包括財務報導與分析、公司治理、企業流程重現與評估、策略成本管理等相關議題。論文曾發表於 Industrial Management & Data Systems、Journal of Management Research、International Accountant、臺大管理論叢、交大管理學報及東吳經濟商學學報等學術期刊。

許崇源

美國曼菲斯大學會計博士，現任國立政治大學會計系教授，主要研究領域為財務會計、稅務法規與會計、非營利組織會計與租稅、公司治理等。著有財務報表分析、稅務會計、兩稅合一制度與會計、家庭稅務規劃、成本會計等書。論文發表於 Journal of Business, Finance, and Accounting、中山管理評論、會計評論、交大管理學報、證券市場發展季刊等學術期刊。

戚務君

國立臺灣大學商學研究所博士，現任國立政治大學會計系教授。主要研究領域為財務會計與公司治理。論文曾發表於 Contemporary Accounting Research、Journal of Business Finance & Accounting、Journal of Contemporary Accounting & Economics、Research in Accounting Regulation、證券市場發展季刊、管理評論、會計評論、中華會計學刊以及管理與系統等學術期刊。

陳宜伶

國立政治大學會計博士班候選人，現任元智大學會計系講師。研究領域為財務會計、公司治理、審計。論文曾發表於管理評論。