

公司治理與資訊揭露對信用風險之影響-金融海嘯後之長期觀察 The Impacts of Corporate Governance and Information Disclosure on Credit Risks After Financial Crisis -A Long Term Analysis

賴丞坡¹
Cheng-Po Lai

黃麗夙²
Li-Su Huang

摘要

本文旨在研究公司治理與資訊揭露對企業信用風險之影響，以金融海嘯後 2010 至 2017 年台灣上市櫃公司為研究對象，建構追蹤型資料進行實證分析。有別於過去文獻，本研究試圖釐清台灣上市櫃公司治理與資訊揭露對其信用風險之關係，以擴大公司治理研究之廣度與深度，本研究發現公司治理變數中董事會規模與法人持股比例對信用風險呈現顯著負向影響，而資訊揭露亦負向影響信用風險。公司治理變數中獨立董事人數、董事長兼總經理、董事持股比例、監事持股比例與大股東持股比例則對信用風險呈現顯著正向影響。本研究觀察金融海嘯後國內企業治理情形與資訊揭露對其信用風險之影響，實證結果可作為金融機構授信決策與監理單位進行金融監理之參考依據。

關鍵字：公司治理、資訊揭露、信用風險

The purpose of this paper is to examine the impacts of corporate governance and information disclosure on corporate credit risk using a large sample of Taiwan's listed companies from 2010 to 2017 after the global financial crisis. Different from the past research, this study attempts to clarify the relationships among corporate governance, information disclosure and corporate credit risk of Taiwan's listed companies to extend the existing corporate governance research. The results show that the size of the board of directors and the proportion of institutional ownerships in corporate governance variables have significant and negative impacts on credit risk, while information disclosure also has a negative impact on credit risk significantly. Independent directors, CEO duality, director's ownership ratio, supervisor ownership ratio and majority shareholder ratio in corporate governance variables have significant and positive effects on credit risk. This study provides insights into the effects of Taiwanese listed companies' corporate governance and information disclosure on their credit rating. The empirical findings provide suggestions for financial and supervisory institutions in making credit decisions and financial supervisions.

Keywords: Corporate governance, Information disclosure, Credit Risks

本文為南華大學校內專題研究計畫的成果(計畫編號：Y106001599)，作者誠摯感謝南華大學對於本研究的補助。

¹南華大學財務金融學系暨財務管理研究所教授。

²國立臺中科技大學保險金融管理系副教授。聯繫作者：台中市北區三民路三段 129 號，電話：886-4-22196030，傳真：886-4-22196141。E-mail：lisuhuang@nutc.edu.tw。



1. 前言

近年來，學術界對於公司治理機制是否影響經營風險非常重視。許多文獻支持「利益掠奪假說」(conflict-of-interest hypothesis)，認為管理者持股比例愈高時，因享有足夠投票權或其工作保障性較高，而產生怠職的情形，可能也產生一些反接管行為(anti-takeover behavior)，最終導致經營績效變差，進而影響其信用風險(Jensen and Ruback, 1983; Fan and Wong, 2002)。除管理者持股比例外，學者也陸續增加其他公司治理變數對經營績效進行探討，包含董事會規模(Bacon, 1973; Fama, 1980; Jensen, 1993; 丁秀儀, 2008)，董事長是否兼任總經理(例如：Shleifer and Vishny, 1986; Weir and Liang, 2001; 黃旭輝與王育偉, 2007)等對於經營績效的影響。

另一方面，完善的公司治理機制確實是否能有效降低公司信用風險的產生?提高公司的誠信，降低投資人與公司間資訊不對稱的問題等令人關注。Ashbaugh-Skaife et al. (2006)指出信用評等機構關切公司治理不佳會對公司績效產生不良影響進而使的債權人受損，Jones et al. (2015)使用公司治理變數為投入變數，探討公司治理對信用評等改變之模型預測，由此可知，公司治理與信用風險息息相關。而資訊揭露目的在於督促企業藉由正式的財務報表傳遞企業內部真實的資訊，以提供給投資大眾當作參考依據。近年來，許多文獻指出公司治理與信用風險，例如 Alali et al. (2012)以美國公司為樣本，研究公司治理對信用評等之影響，發現公司治理愈好之企業，相對信用評等愈好，且透過改善公司治理可達到提升信用評等之功能。Jones et al. (2015)使用公司治理變數為投入變數，探討公司治理對信用評等改變之模型預測。國內學者林宛瑩等(2009)發現公司治理特性的確影響信用風險。

有別於過去文獻，本研究探討公司治理變數與資訊揭露對企業信用風險之影響，建構追蹤型資料進行實證分析，應變數為各公司之信用風險(即台灣企業信用風險指標以下簡稱 TCRI)，自變數則為公司治理變數與資訊揭露，公司特性等為控制變數。本研究以國內上市櫃公司為研究對象，主要理由可歸納如下。首先，我國證券主管機關積極推動公司治理，特別是改善企業的資訊揭露及透明度，因此更能提供公司治理研究之平台；另外，台灣上市櫃之股權存在家族企業，此情形將會加深控制家族與其他股東之間利益的不一致，因此董事會成員可能影響信用風險，因此，台灣產業所處的環境可提供本研究檢視公司治理對信用風險之影響。最後，過去國外學者的研究發現企業的公司治理結構會受到國家法律環境的影響(Faccio and Lang, 2002; La Porta et al., 1999)，本研究探討國內整體上市櫃公司治理與資訊揭露對信用風險之影響，彌補文獻缺口。實務上，本研究結果可提升預測企業發生財務危機之能力，亦可做為金融機構授信決策之參考依據。此外，本研究亦能提供主管機關了解台灣產業治理結構與信用風險之互動關係，方能訂立適當的風險管理機制以提昇台灣上市櫃公司之監理，健全公司治理與產業之發展。

本研究架構除前言外，第二部分為文獻探討，第三部分為資料與研究方法，第四部分為實證結果與分析，最後部分則為結論與建議。



2. 文獻探討

公司治理機制是一種結構與權力的形式，可以降低公司管理當局與股東間的代理問題。公司治理之健全與否影響公司績效甚巨，Jensen and Meckling (1976) 指出代理問題存在主理人與代理人間，而公司治理提供了解決代理問題之良方。公司治理變數中，Cadbury (1999) 認為公司治理的重點在於董事會的運作，也就是董事會在任用、解雇與給付報酬給高階管理者時，應該積極扮演保障股東權益之角色，並發揮有效監督的功能。何里仁 (2003) 指出公司治理又稱為公司監管，公司治理也就是管理者和董事整體對公司運作的方式所應負的責任。

2.1 公司治理與信用風險

Bacon (1973) 認為當董事會人數較多時，因其具有較多元的產業背景、教育程度與技術層面，能對公司經營決策提出不同的建議與看法，因此董事會規模與公司績效呈現正相關，李馨蘋與莊宗憲 (2007) 於實證結果說明董事會規模與公司的經營績效存在正向影響，丁秀儀 (2008) 亦認為董事會席次的提高有助於公司績效之提昇；然而，亦有學者持反對的意見，例如，Jensen (1993) 指出當董事會規模一直增加時，其效率會因為整合及解決問題的成員間意見相左而變得較差。Fama (1980) 認為董事會規模過大會使董事會的運作較無效率，反而無法發揮應有之監督功能。Yermack (1996) 之實證研究也發現董事會的規模與公司價值成反比，且董事會規模較小的公司，會有較佳的營運績效。楊朝旭等 (2008) 認為公司在裁量創新決策時會受到董事會的監督，如主要控制股東佔董事會席次比例多數時，可能藉由掌握董監事席次及涉入管理階層來影響公司的創新投資決策，進而損害公司的價值。

董事長兼任總經理對公司信用風險之影響，也是值得關心的議題。Weir and Liang (2001) 主張董事長如果兼任總經理時會有更多的資訊瞭解公司的經營情況對公司較有利，然而，黃旭輝與王育偉 (2007) 發現董事長如兼任總經理，會使董事會的監督功能降低而產生代理問題，而且因為總經理的撤換機率變小，使得公司經營績效不佳情況會繼續產生。Shleifer and Vishny (1986) 在特殊情況下大股東直接參與管理可解決內外部股東資訊不對稱的問題，而 Patton and Baker (1987) 卻主張控制股東為董事長或總經理，有可能使董事會失去客觀決策性與制衡監督的力量。

丁秀儀、翁天龍(2013)發現考慮公司特性與董事專業性之後，獨立董事基於愛惜自己的聲譽資本，會有效監督公司，避免做出錯誤決策而損害自己的聲譽，能降低公司績效波動。朱博湧等人(2015)探討獨立董事多樣性對於公司價值與經營風險的影響，結果顯示獨立董事背景經驗的多樣性確能提升公司價值、降低經營風險。公開發行公司董事會中，若是董事會成員具備較多元的背景，可增加對於公司治理的監控功能具有；而提升董事會歧異性的方法之一，則是引入外部獨立董事(Fama, 1980)。林妙雀等人(2008)認為財務健全度愈高，獨立董事席次愈多，決策品質愈佳，能顯著且正向地增加企業價值。以美國近年實際發生最重大的企業醜聞安隆案來看，在弊案發生時，安隆公司仍有百分之八十的董事屬於外部獨立董事(Tosi et al., 2003)。然而 Ronald and Emma (2019) 主張擁有更多獨立董事的公司，公司價值和經營業績不斷下滑，併購(M&A)盈利能力和會計



品質下降。

Alali et al. (2012) 以美國公司為樣本，研究公司治理對信用評等之影響，發現公司治理愈好之企業，相對信用評等愈好，且透過改善公司治理可達到提升信用評等之功能。Ashbaugh-Skaife et al. (2006) 探討公司治理對信用評等之影響，指出公司治理的功能旨在減少管理者與所有利益相關者間的代理衝突，提供獨立的監督管理並促進有效的管理決策，以增加公司價值，而且指出信用評等機構會關切公司治理，公司治理不佳時會對公司績效產生不良影響進而使的債權人受損。Jones et al. (2015) 使用公司治理變數為投入變數，探討公司治理對信用評等改變之模型預測。林宛瑩等 (2009) 提出國內公司治理特性影響信用風險。呂素蓮等 (2014) 則進一步分析台灣產業之公司治理對信用評等影響，發現約半數產業董事會規模對企業信用評等有顯著影響。邱怡茹 (2009) 實證結果顯示，管理者持股比率愈多、董事長與總經理不由同一人擔任、大股東持股比率愈低以及法人機構持股率愈多，能降低公司信用風險的產生，使公司的信用評等愈好。彭雅惠與呂佩珊 (2011) 實證結果則發現信用評等與內部管理者持股呈現負向關係，而董事長兼總經理與信用評等則為正向關係。陳安琳等 (2013) 發現公司董監質押比率提高之後，會藉由擴大盈餘席次偏離程度與股份席次的偏離程度、增加公司的信用風險與加深監察人內部化等代理問題而降低公司績效。綜合以上文獻，公司治理與信用風險息息相關。

2.2 資訊揭露之角色

資訊揭露為公司治理之重要構面，Mallin (2002) 指出健全的公司治理其中一環就是提高公司的資訊透明度。然而 1997 年亞洲金融風暴的發生，凸顯亞洲企業隱含財務資訊不透明的嚴重性。台灣於 1998 年後，公司因財務舞弊而引發財務危機的情形遽增，例如東隆五金、中央票券、廣三、力霸及博達等公司破產。2001 年美國安隆公司 (Enron) 弊案，嚴重衝擊資本市場，2002 年又發生世界通訊 (WorldCom)、默克藥廠 (Merck) 的會計交易醜聞，連續數個重大財務弊案，探究其原因，則多為企業資訊揭露不足，進而造成投資人的利益嚴重受損。學術界對於資訊揭露的研究亦不遺餘力 (Marston and Shrivess, 1996; Ahmed and Courtis, 1999)，例如資訊不對稱易衍生代理問題 (Healy and Palepu, 2001) 或逆選擇及道德危險的問題 (Beaver, 1998; Hoshi et al., 1991; Myers and Majluf, 1984)。資訊揭露旨在於傳遞企業內部真實的資訊，以提供給投資大眾當作參考依據。Beaver (1998) 提出充分揭露資訊有助於減輕逆選擇及道德危險的問題，可降低管理當局與外部股東之間的資訊不對稱產生之代理問題。Lang and Lundholm (1996) 指出當企業管理當局願意提高自願性揭露，可增加投資人的投資意願，反之，當企業資訊揭露較不透明時，投資人承擔的風險提高，相對會要求公司提高相對報酬。所以資訊透明度越佳，則投資人承受的風險越低 (Chau and Gray, 2002; Chen et al., 2003, 2004; Pawlina and Renneboog, 2005; Sloan, 2001)。資訊揭露的結果也可能有助於降低公司的資金成本 (陳瑞斌與許崇源, 2008; Hail, 2002; Lang and Lundholm, 1996)。張瑞當與方俊儒 (2006) 指出台灣在實施企業資訊揭露評鑑系統後，企業的盈餘管理的行為降低，顯示提高公司的揭露水準可減輕公司經理和外部資金提供者之間資訊不對稱。



有關資訊揭露之衡量，部分學者以公司是否由大型或聲譽佳會計師事務所簽證為依據，例如，丁秀儀（2008）實證發現公司資訊揭露品質對經營績效有正面的影響，即公司是否為四大會計師簽證可以檢驗公司資訊揭露的程度。近來訊揭露之衡量則以證基會的資訊揭露評鑑系統的結果做為公司資訊揭露水準的衡量居多，證基會的資訊揭露評鑑自 2003 年開始，當時尚屬初步推行階段，僅公布評鑑結果資訊揭露較透明公司名單，為提升受評公司對強化資訊揭露的重視，自第三屆（2005 年）起，分成五級公布所有受評公司之評鑑結果，資訊揭露評鑑系統將受評公司依評鑑成績高低區分為 A+級、A 級、B 級、C 級以及 C-級。因此，本文將以證基會的資訊揭露評鑑系統的結果做為公司資訊揭露水準的衡量。

3. 資料與研究方法

3.1 資料來源

本文之研究期間為金融海嘯後，以 2010 年至 2017 年台灣上市櫃公司為研究對象，由於金融保險業之營業性質、財務結構及法令規章與一般產業迥異，因此本文排除之，資料係取自「台灣經濟新報(TEJ)」以及「公開資訊觀測站」。觀察樣本共計 1,604 家上市櫃公司，最終得到 11,142 筆年資料觀察值，運用敘述性統計、相關係數分析以及追蹤型資料之最小平方方法迴歸分析，進行實證。

3.2 研究模型

本文分析模型之依變數依據過去文獻（廖秀梅等，2017），以臺灣經濟新報（Taiwan Economic Journal; TEJ）所建構之台灣公司信用風險指標（Taiwan Corporate Credit Risk Index; TCRI）作為信用風險代理變數。TCRI之公司信用風險高低分為9等，其中1-4等為低度風險；5-6等為中度風險；7至9等則為高等風險；D為企業已發生違約或倒帳，為了便於分析，本文將屬於D等之企業量化為10。其餘變數則為公司治理相關變數與特性等控制變數。實證模型如下：

$$TCRI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BOARD_{i,t} + \alpha_2 IND_{i,t} + \alpha_3 DUAL_{i,t} + \alpha_4 INSO_{i,t} + \alpha_5 DIRO_{i,t} + \alpha_6 SUPO_{i,t} + \alpha_7 MANO_{i,t} + \alpha_8 MAJO_{i,t} + \alpha_9 INF_{i,t} + \alpha_{10} ROA_{i,t} + \alpha_{11} SIZE_{i,t} + \alpha_{12} AGE_{i,t} + \alpha_{13} FAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

本文是以年頻率資料進行追蹤型資料迴歸分析，其中，應變數為信用風險，以公司信用評等風險(TCRI)為代理變數。自變數中包括董事會規模(BOARD)、獨立董事人數(IND)、董事長兼總經理(DUAL)、法人持股比例(INSO)、董事持股比例(DIRO)、監事持股比例(SUPO)、經理人持股比例(MANO)、大股東持股比例(MAJO)、資訊揭露(INF)與資產報酬率(ROA)、公司規模(SIZE)、公司年齡(AGE)與家族企業(FAM)等控制變數，各變數定義如表1。其中資訊揭露(INF)，由於證基會之資訊揭露評鑑系統將受評公司依評鑑成績高低區分為A+級、A級、B級、C級以及C-級。因此，本文分別以6，5，4，3，2，1為上述評鑑成績之代理變數，未參加資訊揭露評鑑系統的公司則以0代表之。



表 1 變數定義

變數	定義
信用評等風險(TCRI)	評分值介於 1 分至 10 分，越高代表信用風險越高
董事會規模(BOARD)	公司董監事人數
獨立董事人數(IND)	公司獨立董事人數
董事長兼總經理(DUAL)	兼任=1，無兼任=0
法人持股比例(INSO)	法人持股佔公司流通在外股數的比例
董事持股比例(DIRO)	董事持股佔公司流通在外股數的比例
監事持股比例(SUPO)	監事持股佔公司流通在外股數的比例
經理人持股比例(MANO)	公司高階主管持股佔公司流通在外股數的比例
大股東持股比例(MAJO)	持股佔公司流通在外股數達 5% 以上之股東的持股合計數佔公司流通在外股數的比例
資訊揭露(INF)	越高代表資訊揭露透明度越高
資產報酬率(ROA)	淨利/資產
公司規模(SIZE)	總資產之帳面價值取自然對數
公司年齡(AGE)	公司成立之年數
家族企業(FAM)	非家族企業=1，家族企業=0

4. 實證結果與分析

4.1 敘述統計量分析

本文實證分析結果如下，從表 2 可得知各變數之敘述性統計量。信用風險(TCRI)，最小值為 1，最大值則為 10，本文發現 2010-2017 年間共計 143 家樣本公司，發生違約或倒帳，TCRI 平均值為 5.83，顯示台灣上市櫃公司普遍屬於中度風險；董事會規模(BOARD)，平均值為 9.25，最小值為 6，最大值為 17；獨立董事人數(IND)，平均值為 1.71，最小值為 0，最大值為 4；董事長兼總經理(DUAL)，平均值為 0.34，最小值為 0，最大值為 1；資訊揭露(INF)，平均值為 1.93，最小值為 0，最大值為 6；在股權結構方面，法人持股比例(INSO)，平均值為 38.73%，最小值為 0.0095，最大值為 0.9054；董事持股比例(DIRO)，平均值為 21.18%，最小值為 0.0228，最大值為 0.6634；監事持股比例(SUPO)，平均值為 2.27%，最小值為 0，最大值為 0.1984；經理人持股比例(MANO)，平均值為 1.43%，最小值為 0，最大值為 0.1172；大股東持股比例(MAJO)，平均值為 22.12%，最小值為 0.0362，最大值為 0.6179；在績效方面，資產報酬率(ROA)平均值為 0.082%，最小值為 -19.94%，最大值為 31.61%。公司規模(SIZE)與公司年齡(AGE)則分別



為取對數後的值；家族企業(FAM)平均值為 87.6%，表示大部分樣本公司為非家族企業型態。

表 2 變數之敘述統計表

變數	樣本數	平均值	標準差	最小值	最大值
TCRI	11,205	5.833556	1.530383	1	10
BOARD	11,412	9.246758	1.982597	6	17
IND	11,412	1.712496	1.189506	0	4
DUAL	11,412	0.3373642	0.472831	0	1
INF	11,412	1.932527	2.025256	0	6
INSO	11,412	0.3872467	0.2269614	0.0095	0.9054
DIRO	11,412	0.2118107	0.142643	0.0228	0.6634
SUPO	11,412	0.0227498	0.0332482	0	0.1984
MANO	11,412	0.0142751	0.0223747	0	0.1172
MAJO	11,412	0.2211829	0.120987	0.0362	0.6179
ROA	11,412	0.082041	0.0877161	-0.1994	0.3161
SIZE	11,412	15.2992	1.435237	12.44413	19.84594
AGE	11,412	2.478297	0.6350855	0.6931472	3.89182
FAM	11,412	0.8760077	0.3295872	0	1

說明:自變數中包括董事會規模(BOARD)、獨立董事人數(IND)、董事長兼總經理(DUAL)、法人持股比例(INSO)、董事持股比例(DIRO)、監事持股比例(SUPO)、經理人持股比例(MANO)、大股東持股比例(MAJO)、資訊揭露(INF)、資產報酬率(ROA)、公司規模(SIZE)、公司年齡(AGE)與家族企業(FAM)。

4.2 相關係數分析

表 3 為各變數之 Pearson 相關係數，應變數信用評等風險(TCRI)和董事長兼總經理(DUAL)、董事持股比例(DIRO)與經理人持股比例(MANO)等自變數呈顯著正相關。TCRI 與董事會規模(BOARD)、獨立董事人數(IND)、資訊揭露(INF)、大股東持股比例(MAJO)、資產報酬率(ROA)、公司規模(SIZE)與公司年齡(AGE)等呈現負相關。

4.3 追蹤資料迴歸分析

本研究首先以 F-test 檢定固定效果模型與最小平方法之適切性，其結果顯示：追蹤資料之 F 值為 28.34 否決虛無假設，即固定效果模型較最小平方法為佳；此外，本研究以 LM test 檢定隨機效果模型與最小平方法之適切性，結果發現追蹤資料之 LM-test 值為 4048.80 亦否決虛無假設，即隨機效果模型較最小平方法為佳。再者，本研究採用 Hausman (1978) 提出的 Hausman Test 來進行檢測，以決定固定效果模型或隨機效果模型較為適切，其檢定結果否決虛無假設，顯示固定效果模型較佳。



表 4 結果顯示，台灣上市櫃公司董事會規模(BOARD)、法人持股比例(INSO)與資訊揭露(INF)對信用風險呈現顯著負向影響，表示，董事會規模(BOARD)越大可能降低公司信用風險，董事會監控隨著董事會規模的擴大而增加，因為較大的董事會往往擁有在董事會中具有不同專業知識的成員，在業務的所有方面做出更好的決策，進而降低信用(Hou and Moore, 2010; Lu and Boateng, 2018)；法人持股比例(INSO)顯示專業投資機構可能依其專業經驗，避開信用風險高之公司，使得信用風險降低；資訊揭露(INF)越透明，其信用風險越低。此外，值得注意公司治理變數中獨立董事人數(IND)、董事長兼總經理(DUAL)、董事持股比例(DIRO)、監事持股比例(SUPO)與大股東持股比例(MAJO)對信用風險呈現顯著正向影響，顯示這些變數可能增加公司之信用風險。



表 3 各變數之 Pearson 相關係數

Variables	TCRI	BOARD	IND	DUAL	INF	INSO	DIRO	SUPO	MANO	MAJO	ROA	SIZE	AGE	FAM
TCRI	1													
BOARD	-0.220***	1												
IND	-0.097***	0.102***	1											
DUAL	0.134***	-0.136***	-0.001	1										
INF	-0.339***	0.127***	0.131***	-0.154***	1									
INSO	0.015*	0.074***	0.084***	-0.076***	0.394***	1								
DIRO	0.067***	0.061***	-0.190***	0.01	0.037***	0.024**	1							
SUPO	0.001	0.003	0.077***	0.009	-0.165***	-0.014	0.003	1						
MANO	0.109***	-0.188***	-0.01	0.001	0.297***	-0.196***	-0.014	-0.092***	1					
MAJO	-0.177***	0.070***	-0.285***	-0.047***	-0.068***	-0.066***	0.057***	-0.004	-0.137***	1				
ROA	-0.547***	0.069***	0.107***	-0.064***	0.226***	0.071***	-0.007	0.081***	-0.017*	0.095***	1			
SIZE	-0.536***	0.244***	0.012	-0.137***	0.397***	-0.149***	-0.098***	-0.161***	-0.056***	0.131***	0.194***	1		
AGE	-0.044***	0.071***	-0.365***	-0.002	-0.029***	-0.218***	0.050***	-0.219***	-0.009	0.026***	-0.174***	0.348***	1	
FAM	-0.004	-0.093***	-0.007	0.030***	0.016*	-0.012	-0.036***	0.003	0.024**	0.005	-0.002	0.038***	0.028***	1

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

說明:變數中包括信用評等風險(TCRI),自變數中包括董事會規模(BOARD)、獨立董事人數(IND)、董事長兼總經理(DUAL)、資訊揭露(INF)、法人持股比例(INSO)、董事持股比例(DIRO)、監事持股比例(SUPO)、經理人持股比例(MANO)、大股東持股比例(MAJO)、資產報酬率(ROA)、公司規模(SIZE)、公司年齡(AGE)與家族企業(FAM)。



表 4 追蹤資料迴歸結果

變數	Coefficient	t-Statistic
_cons	11.178***	37.13
BOARD	-0.023***	-3.8
IND	0.012*	1.69
DUAL	0.033*	1.8
INSO	-0.924***	-12.86
DIRO	0.984***	8.5
SUPO	0.830***	3.16
MANO	0.389	0.7
MAJO	0.928***	8.89
INF	-0.020***	-6.37
ROA	-3.347***	-34.05
SIZE	-0.337***	-17.04
AGE	-0.0038512	-0.15
FAM	0.260***	4

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

5. 結論與建議

本文旨在研究公司治理與資訊揭露對企業信用風險之影響，以金融海嘯後 2010 至 2017 年台灣上市櫃公司為研究對象，建構追蹤型資料進行實證分析。本研究實證結果發現公司治理變數中董事會規模與法人持股比例對信用風險呈現顯著負向影響，而資訊揭露亦負向影響對信用風險。公司治理變數中獨立董事人數、董事長兼總經理、董事持股比例、監事持股比例與大股東持股比例則對信用風險呈現顯著正向影響。顯示目前國內已經建構逐趨完整的公司治理評鑑制度並揭露資訊有其顯著成效，評鑑成績能夠反映出企業的公司治理制度是否完善有助於減少資訊不對稱之情形，透過維護股東權益，使企業能夠降低信用風險，完善的公司治理機制確實是能有效降低公司信用風險的產生。對於金融機構而言，在授信徵信時參考公司治理指標與資訊揭露訊息也成為重要參考，我國金融監理單位也可透過這些公開指標進行實質審查加強風險管理機制。

建議後續研究可以長期觀察探討影響公司信用風險之其他因素，例如，董事會成員結構，各產業所面臨之信用風險。另一方面，公司治理結構受到國家法律制度、文化及公司特質影響，比較各國家族企業與其他股東之間利益的不一致，導致控制股東代理問題，而最明顯的即是反映在公司信用風險，上述能加深公司信用風險之研究，藉以提供實務界更多參考依據。



參考文獻

中文部份

1. 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20卷第1期,191-228頁。
2. 丁秀儀、翁天龍(2013),「忙碌獨立董事可以降低公司績效波動性嗎?」,證券市場發展季刊,第25卷第2期,161-194頁。
3. 朱博湧、林裕凌、王筠傑,2015,「獨立董事多樣性對於公司價值之研究」,管理資訊計算,第4卷第2期,65-82頁。
4. 何里仁(2003),「公司治理之資訊透明度與績效評核關聯性之研究」,逢甲大學會計與財稅研究所碩士論文。
5. 林妙雀、顏怡音、陳雪芳,2008,「公司治理與財務健全度對企業價值影響之研究—多元適應性雲形迴歸之運用」,中山管理評論,第16卷第4期,787-822頁。
6. 呂素蓮、李國榮、謝聖涵(2014),「公司治理對企業信用評等之影響與預測」,東吳經濟商學學報,第87期,97-133頁。
7. 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57期,1-27頁。
8. 林宛瑩、許崇源、戚務君、陳宜伶(2009),「公司治理與信用風險」,台大管理論叢,第19卷第2期,71-98頁。
9. 邱怡茹(2009),「公司治理與信用風險」,國立高雄第一科技大學財務管理系碩士論文。
10. 張瑞當、方俊儒(2006),「資訊揭露評鑑系統對企業盈餘管理行為之影響」,會計評論,第42期,1-22頁。
11. 陳安琳、高蘭芬、陳怡凱、陳焯鈺(2013),「董監事股權質押與公司治理之研究」,中山管理評論,第21卷第2期,229-337頁。
12. 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27卷第2期,55-109頁。
13. 陳瑞斌、許崇源(2008),「資訊揭露水準對於權益資金成本之影響」,東吳經濟商學學報,第61期,67-108頁。
14. 彭雅惠、呂佩珊(2011),「公司治理機制與信用評等關係之研究」,玄奘管理學報,第8卷第1期,49-74頁。
15. 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。
16. 楊朝旭、蔡柳卿、吳幸蓁(2008),「最終控制股東與公司創新之績效與市場評價:台灣電子業之證據」,管理評論,第27卷第4期,29-56頁。
17. 廖秀梅、湯麗芬、李建然(2017),「董監事暨重要職員責任保險對企業信用評等之影響」,臺大管理論叢,第27卷第4期,75-104頁。



英文部份

1. Ahmed, K. and J. K. Courtis (1999), “Associations between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-analysis,” *British Accounting Review*, 31(1), pp. 35-61.
2. Alali, F., A. Anandarajan and W. Jiang (2012), “The Effect of Corporate Governance on Firm’s Credit Ratings: Further Evidence Using Governance Score in the United States,” *Journal of Accounting and Finance*, 52(2), pp. 291–293.
3. Ashbaugh-Skaife, H., D. Collins, W. Kinney and R. LaFond (2006), The Effect of Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Equity Capital, Working paper, University of Iowa.
4. Attig, N., S. E. Ghoul, O. Guedhami and J. Suh (2013), “Corporate Social Responsibility and Credit Ratings,” *Journal of Business Ethics*, 117, pp. 679-694.
5. Bacon, J. (1973), *Corporate Directorship Practices: Membership and Committees of The Board*, New York: The Conference Board.
6. Beaver, W. (1998), *Financial Reporting: an Accounting Revolution*, 3rd ed., Prentice Hall.
7. Cadbury A. (1999), “What are the Trends in Corporate Governance ? How will They Impact Your Company?” *Long Range Planning Journal*, 32(1), pp. 12-19.
8. Chau, G. K. and S. J. Gray (2002), “Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure in Hong Kong and Singapore,” *International Journal of Accounting*, 37(2), pp. 247-266.
9. Chen, K. C. W., Z. H. Chen, and J. K. C. Wei (2003), Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia’s Emerging Markets, SSRN Working Paper.
10. Chen, K. C. W., Z. H. Chen and J. K. C. Wei (2004), Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital in Emerging Markets, SSRN Working Paper.
11. Faccio, M. and L. H. P. Lang (2002), The Separation of Ownership and Control: An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations, SSRN Working Paper.
12. Fama, E. F. (1980), “Agency Problems and the Theory of the Firm,” *Journal of Political Economy*, 88(2), pp. 288-307.
13. Fan, J. P. H. and T. J. Wong (2002), “Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia,” *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), pp. 401-425.
14. Hail, L. (2002), “The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex-Ante Cost of Capital for Swiss Firms,” *The European Accounting Review*, 11(4), pp. 741-773.
15. Hausman, J. (1978), “Specification Tests in Econometrics,” *Econometrica*, 46(6), pp. 1251-1271.
16. Healy, P. and K. Palepu (1993), “The Effect of Firms’ Financial Disclosure Policies on Stock Prices,” *Accounting Horizons*, 7, pp, 1-11.



17. Healy, P. M., and K. G. Palepu (2001), "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and The Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature," *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), pp. 405-440.
18. Hou W and G. Moore (2010), "Players and Referee Roles Held Jointly: The Effect of State Ownership on China's Regulatory Enforcement Against Fraud," *Journal of Business Ethics*, 95(2), pp. 317-335.
19. Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), pp. 33-60.
20. Jensen, M. C. and R. S. Ruback (1983), "Market for Corporate Control: Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 5-50.
21. Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
22. Jensen, M. C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48(3), pp. 831-880.
23. Jones, S., D. Johnstone and R. Wilson (2015), "An Empirical Evaluation of the Performance of Binary Classifiers in the Prediction of Credit Ratings Changes," *Journal of Banking & Finance*, 56, pp. 72-85.
24. Kalton, G., D. Kasprzyk and D. McMillen (1989), Nonsampling Errors in Panel Surveys, in D. Kasprzyk, G. J. Duncan, G. Kalton and M. P. Singh, eds., John Wiley Co., New York, pp. 249-270.
25. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54(2), pp. 471-517.
26. Lang, M. and R. Lundholm (1996), "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior," *The Accounting Review*, 71(4), pp. 467-492.
27. Lu, J and A. Boateng (2018), "Board Composition, Monitoring and Credit Risk: Evidence from the UK Banking Industry," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(3), pp. 1107-1128.
28. Mallin, C. (2002), "The Relationship between Corporate Governance, Transparency and Financial Disclosure," *Corporate Governance: An International Review*, 10(4), pp. 253-255.
29. Marston, C. and P. Shrides (1996), A Review of Empirical Research into Financial Disclosure, Paper presented at European Accounting Association meetings, Bergen.
30. Myers, S. and N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187-221.
31. Patton, A. and J. C. Baker (1987), "Why Won't Directors Rock the Boat?" *Harvard*



- Business Review*, 65(6), pp. 10-18.
32. Pawlina, G. and L. Renneboog (2005), “Is Investment-cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK,” *European Financial Management*, 11(4), pp. 483-513.
 33. Ronald W. M. and Zhang, E. J. (2019), “How Valuable are Independent Directors? Evidence from External Distractions,” *Journal of Financial Economics*, 132(3), pp. 226-256.
 34. Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986), “Large Shareholders and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, 94(3), pp. 461-488.
 35. Sloan, R. G., 2001, Financial Accounting and Corporate Governance: a Discussion, *Journal of Accounting and Economics*, 32: 335-47.
 36. Tosi, H. L., Shen, W and Gentry, R. J. 2003, Why Outsiders on Boards Can’t Solve the Corporate Governance Problem, *Organizational Dynamics*, 32(2), 196-212.
 37. Weir, C. and D. Liang (2001), “Governance Structures, Director Independence and Corporate Performance in the UK,” *European Business Review*, 13(2), pp. 86-95.
 38. Yermack, D. (1996), “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors,” *Journal of Financial Economics*, 40(2), pp. 185-211.

