

行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

控制權異動之影響因素及對企業信用風險之影響 研究成果報告(精簡版)

計畫類別：個別型
計畫編號：NSC 99-2410-H-004-068-
執行期間：99年08月01日至100年10月31日
執行單位：國立政治大學會計學系

計畫主持人：許崇源
共同主持人：林宛瑩
計畫參與人員：碩士級-專任助理人員：葉于禎
碩士班研究生-兼任助理人員：陳雅晴

公開資訊：本計畫涉及專利或其他智慧財產權，1年後可公開查詢

中華民國 101 年 04 月 13 日

中文摘要：經營控制權的異動，不僅影響股東之權益，也影響債權人之權益。由於公司治理之目的在對資金提供者(包含股東及債權人)保障合理的報酬，本研究認為，經營權異動對債權人之權益影響，亦值得重視。有別於其他研究以高階主管異動(包括執行長或董事長)、委託書徵求或企業併購定義經營權異動，本研究從最終控制者(ultimate controlling shareholder)的觀點，以企業隸屬集團或最終控制者之變更定義經營權異動，分析企業經營權異動之決定性因素，以及企業在經營權異動後，新經營管理層是否改變公司之股權結構(董監持股、機構人持股、外部大股東持股)及董事會組成結構(董事會規模、董事會之專業性與獨立性)，並進一步從債權人之角度，探討經營權異動對信用風險評量之影響。本研究實證發現經營權異動前期大股東持股與集團企業持股較高之公司，其經營權異動之可能性較大。至於經營權異動與信用風險評量呈顯著正向關聯性，表示發生經營權異動之公司其信用風險之評量較差。

中文關鍵詞：控制權異動、財務績效、股權結構、董事會結構、信用風險評量

英文摘要：Financial theory pinpoints that potential conflicts of interest exist between investors and creditors. Since the benefit of corporate governance should commonly shared by shareholders and creditors, this research argues that it is also important from the creditor perspective to understand the effect of corporate control turnover, as an effective external governance mechanism. Different from the previous studies, focusing on the turnover issues of CEO or the chair of board, this research defined management control turnover as companies have change in group-affiliated relationship or change in ultimate controller(s). This study intends to empirically investigate first the determinants of management control turnover and then the effect of management control turnover on the credit rating, after controlling for financial attributes, in views of creditors. The empirical results show that management control turnover is positively related to the firms with large shareholders and group-affiliated, and the relationship between management control turnover and

credit rating is significant positive.

英文關鍵詞： anagement control turnover, financial performance, ownership structure, board structure, credit risk rating

控制權異動之影響因素及對企業信用風險之影響(99-2410-H-004-068-)

有別於其他研究以高階主管異動(包括執行長或董事長)、委託書徵求或企業併購定義經營權異動，本研究從最終控制者的觀點，以企業隸屬集團或最終控制者之變更定義經營權異動，分析企業經營權異動之決定性因素，以及企業在經營權異動後，從債權人之角度，探討經營權異動之外部監理功能是否影響信用風險之評量。

壹、經營權異動之決定性因素

本研究以下列 probit 實證模型探討經營績效、股權結構與董事會特性對經營權異動之影響：

$$Mgtchange = \alpha_0 + \beta_1 Performance + \beta_2 Ownership + \beta_3 Board + \beta_4 Control + \varepsilon$$

本研究預期，經營權是否異動(*Mgtchange*)與異動前經營特性(*Performance*)間呈負向關係；與能發揮監督管理紀律效果之股權結構變數(*Ownership*)與董事會特性變數(*Board*)成正向關係；並納入相關控制變數(*Control*)。

各項解釋變數均以前期觀點衡量，其中，以資產報酬率衡量及負債比率作為經營特性之代理變數，以大股東持股、經理人持股、集團企業持股、董監持股質押比率作為股權結構之代理變數，以董事會規模衡量董事會特性，並以控制型態與公司規模作為控制變數。

一、樣本與資料

本研究以 1996 至 2010 年之台灣所有上市櫃公司為樣本，逐年比對中華信評每年出版之「臺灣集團企業調查研究」各級團分子企業之變化，並參考臺灣經濟新報社之集團組成資料，確定企業所屬企業集團發生改變或最終控制者異動之公司為經營權異動樣本。相關財務資料及公司治理資料主要取自臺灣經濟新報社財務及公司治理資料庫。1996 至 2010 年上市櫃樣本觀察值，排除財務變數、公司治理變數不完整者後，共得 12434 個觀察值，其中 199 個觀察值發生經營權異動，佔總樣本之比率為 0.16%。

二、基本敘述統計量

表 1 報導探討經營權異動決定因素所採研究變數之基本敘述統計量，由於各

項解釋變數均採前期方式衡量，故觀察值由 12434 個觀察值減少為 11771。

表 1 經營權異動決定因素實證模型研究變數之基本敘述統計量(n=11771)

variable	mean	p50	p25	p75	sd	max	min
<i>Mgtchange</i>	0.016	0.000	0.000	0.000	0.126	1.000	0.000
<i>ROA_11</i>	6.434	5.880	2.140	10.570	9.500	80.300	-131.760
<i>LEV_11</i>	42.517	43.180	30.220	54.440	16.675	104.220	1.270
<i>Blkratio_11</i>	15.850	14.590	7.660	22.270	11.628	97.210	0.000
<i>Gpshratio_11</i>	10.711	4.120	0.000	15.660	14.768	100.000	0.000
<i>Mgrshratio_11</i>	2.222	0.760	0.090	2.900	3.556	38.230	0.000
<i>Bspledge_11</i>	9.580	0.000	0.000	10.275	18.783	100.000	0.000
<i>Cfright_11</i>	26.787	23.090	12.390	37.710	18.289	100.000	0.000
<i>Bdsize</i>	2.195	2.197	2.079	2.303	0.288	3.466	1.099
<i>SIZE_11</i>	14.410	14.247	13.442	15.194	1.390	20.048	5.916

Mgtchange：經營權是否異動；*ROA_11*：前期資產報酬率；*LEV_11*：前期負債比率；*Blkratio_11*：前期大股東持股；*Gpshratio_11*：前期集團企業持股；*Mgrshratio_11*：前期經理人持股；*Bspledge_11*：前期董監持股質押；*Cfright_11*：前期盈餘分配權；*Bdsize*：前期董事會規模取自然對數；*SIZE_11*：前期公司規模取自然對數。

解釋變數中，前期資產報酬率 *ROA_11* 之平均（中位）數為 6.34%（5.88%），前期負債比率 *LEV_11* 之平均（中位）數為 42.517%（43.18%）；前期大股東持股 *Blkratio_11* 之平均（中位）數為 15.85%（14.59%）；前期集團企業持股 *Gpshratio_11* 之平均（中位）數為 10.711%（4.12%）；前期經理人持股 *Mgrshratio_11* 之平均（中位）數為 2.222%（0.76%）；前期董監持股質押 *Bspledge_11* 之平均（中位）數為 9.58%（0.00%）；前期盈餘分配權 *Cfright_11* 之平均（中位）數為 26.787%（23.090%）；前期董事會規模取自然對數 *Bdsize* 之平均（中位）數為 2.195（2.197），約近 10 人；前期公司規模取自然對數 *SIZE_11* 之平均（中位）數為 14.41（14.247）。

三、相關係數矩陣

表 2 列示 Pearson 及 Spearman 相關係數矩陣。該表 Pearson 相關係數矩陣（矩陣左下半）顯示，以前期概念衡量之各項解釋變數中，與經營權是否異動（*Mgtchange*）呈顯著負相關之變數包括資產報酬率（*ROA_11*）、集團企業持股（*Gpshratio_11*）、盈餘分配權（*Cfright_11*）與公司規模（*SIZE_11*），呈正向關係之變數為負債比率（*LEV_11*）；大股東持股（*Blkratio_11*）、經理人持股（*Mgrshratio_11*）及董監持股質押（*Bspledge_11*）及董事會規模（*Bdsize*）之相

關係數則未達顯著水準。除部分解釋變數間之相關係數未達顯著水準，但相關係數達顯著水準者，係數值均不大，應無嚴重共線性問題。Spearman 相關係數矩陣（矩陣右上半）之結果大致與 Pearson 之分析結果相同。主要差異為：大股東持股 (*Blkratio_11*)、董事會規模 (*Bdsize*)、公司規模 (*SIZE_11*) 等變數與資產報酬率 (*ROA_11*) 之相關係數在 Spearman 分析中轉為顯著。

表 2 經營權異動決定因素實證模型研究變數之相關係數矩陣

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 <i>Mgtchange</i>	1	-0.100	0.031	0.013	-0.019	-0.003	-0.003	-0.086	-0.018	-0.062
		0.000	0.001	0.155	0.039	0.721	0.753	0.000	0.046	0.000
2 <i>ROA_11</i>	-0.147	1	-0.273	-0.015	-0.072	0.189	-0.206	0.047	0.030	-0.055
	0.000		0.000	0.110	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000
3 <i>LEV_11</i>	0.040	-0.286	1	0.020	0.069	-0.066	0.143	0.051	-0.054	0.032
	0.000	0.000		0.035	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001
4 <i>Blkratio_11</i>	0.015	-0.023	0.039	1	0.303	-0.020	-0.063	0.294	-0.039	-0.026
	0.115	0.011	0.000		0.000	0.034	0.000	0.000	0.000	0.004
5 <i>Gpshratio_11</i>	-0.024	-0.002	0.058	0.300	1	-0.186	0.076	0.501	-0.019	0.137
	0.010	0.856	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	0.045	0.000
6 <i>Mgrshratio_11</i>	-0.006	0.154	-0.057	-0.067	-0.152	1	-0.164	-0.235	0.053	-0.224
	0.553	0.000	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	0.000
7 <i>Bspledge_11</i>	0.008	-0.169	0.183	-0.026	0.061	-0.155	1	-0.133	0.065	0.408
	0.398	0.000	0.000	0.006	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000
8 <i>Cfright_11</i>	-0.08	0.07	0.05	0.33	0.61	-0.16	-0.07	1	-0.227	-0.198
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		0.000	0.000
9 <i>Bdsize</i>	-0.015	-0.008	-0.044	-0.055	-0.043	-0.024	-0.020	-0.211	1	0.241
	0.106	0.391	0.000	0.000	0.000	0.009	0.034	0.000		0.000
10 <i>SIZE_11</i>	-0.063	-0.004	0.023	-0.039	0.039	-0.243	0.262	-0.204	0.333	1
	0.000	0.647	0.014	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	

相關係數矩陣之左下半列示 Pearson 相關係數，右上半則列示 Spearman 相關係數。以紅字標示者為變數間相關係數顯著水準未達 10%。變數定義參見表 1。

四、經營權異動決定性因素之 probit 迴歸分析結果

本研究從最終控制者的觀點，以企業隸屬集團或最終控制者之變更定義經營權異動，分析異動前期之股權結構及財務績效是否為企業經營權異動之重要決定因素。表 3 報導經營權異動決定因素之 probit 迴歸分析結果。

表 3 顯示，前期之資產報酬 *ROA_11*、經理人持股 *Mgrshratio_11*、盈餘分配權 *Cfright_11*、董事會規模 *Bdsize* 與經營權是否異動 (*Mgtchange*) 呈顯著負向關

係。亦即，前期經營績效較佳、經理人持股較高、盈餘分配權較高，以及董事會較大之公司，其經營權相對穩定，經營權異動之可能性較低。表 3 亦顯示，前期大股東持股 *Blkratio_11*、前期集團企業持股 *Gpshratio_11* 與經營權是否異動 (*Mgtchange*) 呈顯著正向關係。換言之，經營權異動前期大股東持股與集團企業持股較高之公司，其經營權異動之可能性較大。此項分析結果，與一般認知有不同，但顯然說明大股東及集團企業持股均有決定經營權是否穩定之影響力。至於前期董監持股質押 *Bspledge_11*、前期負債比率 *LEV_11* 雖與經營權是否異動 (*Mgtchange*) 呈正向關係惟未達顯著水準。控制變數中，公司規模 *SIZE_11*、控制型態 *DT* 均與 *Mgtchange* 呈顯著負向關係。*DT* 三變數之分析顯示，異動前為官股主導之公司，其經營權異動之可能性較大。

表 3 經營權異動決定因素之 probit 迴歸分析結果

Variables	Coef.	z-值	P>z
<i>_Cons</i>	4.1555***	5.210	0.000
<i>ROA_11</i>	-0.0255***	-8.360	0.000
<i>LEV_11</i>	0.0016	0.760	0.446
<i>Blkratio_11</i>	0.0097***	2.950	0.003
<i>Gpshratio_11</i>	0.0296***	5.820	0.000
<i>Mgrshratio_11</i>	-0.0290**	-2.390	0.017
<i>Bspledge_11</i>	0.0024	1.330	0.185
<i>Cfright_11</i>	-0.0455***	-8.820	0.000
<i>Bdsize</i>	-0.4735***	-3.150	0.002
<i>Size_11</i>	-0.2227***	-6.860	0.000
<i>DT1</i>	-1.1579***	-5.240	0.000
<i>DT2</i>	-1.1005***	-4.690	0.000
<i>DT3</i>	-1.1424***	-4.890	0.000
產業	(已控制)	(已控制)	(已控制)
年度	(已控制)	(已控制)	(已控制)
no. obs		11238	
LR chi2(47)		450.69	
Prob > chi2		0.0000	
Log likelihood		-766.55479	
Pseudo R2		0.2272	

***, ** 表達 <0.1, <0.5, <0.01 顯著水準。*Mgtchange*：經營權是否異動；*ROA_11*：前期資產報酬率；*LEV_11*：前期負債比率；*Blkratio_11*：前期大股東持股；*Gpshratio_11*：前期集團企業持股；*Mgrshratio_11*：前期經理人持股；*Bspledge_11*：前期董監持股質押；*Cfright_11*：前期盈餘分配權；*Bdsize*：前期董事會規模取自然對數；*SIZE_11*：前期公司規模取自然對數。*DT1,DT2,DT3* 分別代表家族、共治及專業經理人治理型態。

貳、經營權異動與信用風險評量

本研究從企業最終控制者觀點，以所屬企業集團之異動衡量經營權異動，檢視經營權異動與企業信用風險的關聯性。以下說明分析企業經營權異動與其信用風險評量關聯性之 ordered probit 實證模型及變數定義：

$$Rating = \beta_0 + \gamma_1 Mgtchange + \gamma_2 Performane + \gamma_3 Ownership + \gamma_4 Board + \gamma_5 Control + \zeta \quad (2)$$

其中，*Rating* 代表公司之信用風險評量（值愈大表風險愈高）；*Mgtchange* 代表經營權是否異動；*Performance* 代表公司之經營特性變數；*Ownership* 代表股權結構變數；*Board* 代表董事會特性；*Control* 代表控制變數。本研究預期，*Rating* 與經營權是否異動(*Mgtchange*)呈正向關係；與經營特性(*Performance*)間呈負向關係；與能發揮監督管理紀律效果之股權結構變數(*Ownership*)與董事會特性變數(*Board*)成負向關係；並納入相關控制變數(*Control*)。

本研究以 TEJ 之 TCRI 作為 *Rating* 之代理變數，以企業所屬集團是否異動衡量經營權異動，以速動比率、存貨週轉率、應收帳款週轉率、總資產週轉率、資產報酬率及負債比率衡量經營特性，以以大股東持股、經理人持股、集團企業持股、董監持股質押比率作為股權結構之代理變數，以董事會規模衡量董事會特性，以及以控制型態與公司規模作為控制變數。

一、樣本與資料

本研究以 1996 至 2010 年之台灣所有上市櫃公司為樣本，逐年比對中華信評每年出版之「臺灣集團企業調查研究」各級團分子企業之變化，並參考臺灣經濟新報社之集團組成資料，確定企業所屬企業集團發生改變或最終控制者異動之公司為經營權異動樣本。相關財務資料及公司治理資料主要取自臺灣經濟新報社財務及公司治理資料庫。

1996 至 2010 年上市櫃樣本觀察值，排除財務變數、公司治理變數不完整者後，共得 12434 個觀察值，其中 199 個觀察值發生經營權異動，佔總樣本之比率為 0.16%。

二、基本敘述統計量

表 4 報導探討經營權異動決定因素所採研究變數之基本敘述統計量。被解釋

變數信用風險評量 (*Rating*) 之平均 (中位) 值為 5.629 (6), 說明 TEJ 對企業信用風險評量趨於保守 (*TCRI* 值介於 1 至 10, 值愈高風險愈大)。解釋變數中, 速動比率 *QR* 之平均 (中位) 數為 162.201% (110.430%)、存貨週轉率 *INVTO* 之平均 (中位) 數為 23.096 次 (5.16 次)、應收帳款週轉率 *ARTO* 之平均 (中位) 數為 12.23 次 (5.16 次)、總資產週轉率 *ATTO* 之平均 (中位) 數為 1.01 次 (0.86 次)、資產報酬率 *ROA* 之平均 (中位) 數為 6.151% (5.74%) ; 負債比率 *LEV* 之平均 (中位) 數為 42.239% (42.78%)。

股權及董事會特性變數中, 大股東持股 *Blkratio* 之平均 (中位) 數為 16.375% (15.06%) ; 集團企業持股 *Gpshratio* 之平均 (中位) 數為 10.8% (4.4%) ; 經理人持股 *Mgrshratio* 之平均 (中位) 數為 2.134% (0.74%) ; 董監持股質押 *Bsplledge* 之平均 (中位) 數為 9.483% (0.00%) ; 盈餘分配權 *Cfrigh* 之平均 (中位) 數為 26.274% (22.63%) ; 董事會規模取自然對數 *Bdsize* 之平均 (中位) 數為 2.195 (2.197), 約近 10 人。控制變數公司規模取自然對數 *SIZE_ll* 之平均 (中位) 數為 14.526 (14.344)。

表 4 經營權異動與企業信用風險關聯性研究變數之基本敘述統計量(n=12434)

Variable	mean	p50	p25	p75	sd	max	min
<i>Rating</i>	5.629	6.000	5.000	6.000	1.640	10.000	1.000
<i>Mgtchange</i>	0.016	0.000	0.000	0.000	0.126	1.000	0.000
<i>QR</i>	162.201	110.430	71.630	178.620	238.331	8414.540	0.530
<i>INVTO</i>	23.096	5.160	3.170	8.340	526.640	44311.420	-0.040
<i>ARTO</i>	12.230	5.440	3.880	8.270	84.615	6909.240	-0.300
<i>ATTO</i>	1.010	0.860	0.580	1.240	0.689	7.220	-0.040
<i>ROA</i>	6.151	5.740	2.060	10.270	9.190	78.780	-105.750
<i>LEV</i>	42.239	42.780	29.900	54.160	16.636	98.300	1.270
<i>Blkratio</i>	16.375	15.060	8.400	22.660	11.525	84.230	0.000
<i>Gpshratio</i>	10.800	4.400	0.000	15.860	14.642	100.000	0.000
<i>Mgrshratio</i>	2.134	0.740	0.100	2.800	3.393	34.610	0.000
<i>Bsplledge</i>	9.483	0.000	0.000	10.310	18.551	100.000	0.000
<i>Cfright</i>	26.274	22.630	12.050	37.060	18.009	100.000	0.000
<i>Bdsize</i>	2.195	2.197	2.079	2.303	0.288	3.466	1.099
<i>SIZE</i>	14.526	14.344	13.559	15.269	1.349	20.176	8.991

Rating : 信用風險評量 ; *Mgtchange* : 經營權是否異動 ; *QR* : 速動比率 ; *INVTO* : 存貨週轉率 ; *ARTO* : 應收帳款週轉率 ; *ATTO* : 總資產週轉率 ; *ROA* : 資產報酬率 ; *LEV* : 負債比率 ; *Blkratio* : 大股東持股 ; *Gpshratio* : 集團企業持股 ; *Mgrshratio* : 經理人持股 ; *Bsplledge* : 董監持股質押 ; *Cfright* : 盈餘分配權 ; *Bdsize* : 董事會規模取自然對數 ; *SIZE* : 期初公司規模取自然對數。

三、相關係數矩陣

表 5 列示 Pearson 及 Spearman 相關係數矩陣。該表 Pearson (矩陣左下半) 及 Spearman (矩陣右上半) 相關係數矩陣均顯示，經營權異動與企業信用風險呈顯著正向相關，衡量經營效率之變數則多與信用風險成負向關係。

其餘各項解釋變數中，與信用風險評量 (*Rating*) 呈顯著負相關之變數包括速動比率 *QR*、存貨週轉率 *INVTO*、應收帳款週轉率 *ARTO*、總資產週轉率 *ATTO*、資產報酬率 (*ROA_II*)、經理人持股 (*Mgrshratio_II*)、董事會規模 (*Bdsize*) 及公司規模 (*SIZE_II*)；與信用風險評量 (*Rating*) 呈顯著正相關之變數包括負債比率 (*LEV_II*)、大股東持股 (*Blkratio_II*)、集團企業持股 (*Gpshratio_II*)、董監持股質押 (*Bsplledge_II*) 及盈餘分配權 (*Cfright_II*)。

除部分解釋變數間之相關係數未達顯著水準，但相關係數達顯著水準者，係數值均不大，應無嚴重共線性問題。Spearman 相關係數矩陣 (矩陣右上半) 之結果中，除董監持股質押變數 (*Bsplledge_II*) 與信用風險評量 (*Rating*) 無顯著相關外，其餘大致與 Pearson 之相關係數分析結果相同。本文進一步以多變量實證模型作探討，以了解在納入其他變數下，各解釋變數與信用風險之關係。

表 5 經營權異動與企業信用風險關聯性

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 <i>Rating</i>	1	0.095	-0.371	-0.257	-0.170	-0.260	-0.532	0.288	0.069	0.015	-0.037	-0.010	0.058	-0.185	-0.453
		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.105	0.000	0.290	0.000	0.000	0.000
2 <i>Mgtchange</i>	0.110	1	-0.010	-0.009	-0.021	-0.040	-0.102	0.003	0.046	0.010	-0.006	-0.024	-0.081	-0.012	-0.059
	0.000		0.254	0.322	0.021	0.000	0.000	0.712	0.000	0.258	0.477	0.009	0.000	0.197	0.000
3 <i>QR</i>	-0.102	0.003	1	0.175	-0.141	0.094	0.383	-0.707	0.003	-0.114	0.208	-0.224	-0.082	0.042	-0.101
	0.000	0.706		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.752	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
4 <i>INVTO</i>	-0.027	-0.003	0.015	1	0.066	0.411	0.131	0.041	0.004	-0.026	0.071	-0.026	-0.047	0.082	0.040
	0.003	0.774	0.089		0.000	0.000	0.000	0.000	0.664	0.003	0.000	0.004	0.000	0.000	0.000
5 <i>ARTO</i>	-0.019	-0.008	-0.010	0.009	1	0.112	0.096	-0.019	0.045	0.152	-0.126	0.091	0.054	0.045	0.217
	0.034	0.382	0.252	0.333		0.000	0.000	0.031	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
6 <i>ATTO</i>	-0.216	-0.027	-0.112	0.015	0.017	1	0.370	0.167	0.019	-0.063	0.270	-0.197	0.042	-0.061	-0.200
	0.000	0.003	0.000	0.090	0.053		0.000	0.000	0.032	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
7 <i>ROA</i>	-0.480	-0.164	0.160	0.005	0.009	0.242	1	-0.279	-0.008	-0.068	0.197	-0.194	0.025	-0.006	-0.025
	0.000	0.000	0.000	0.587	0.335	0.000		0.000	0.348	0.000	0.000	0.000	0.005	0.511	0.005
8 <i>LEV</i>	0.311	0.008	-0.464	-0.024	0.005	0.212	-0.274	1	0.021	0.075	-0.066	0.150	0.048	-0.039	0.049
	0.000	0.395	0.000	0.007	0.548	0.000	0.000		0.018	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
9 <i>Blkratio</i>	0.090	0.053	0.037	-0.006	0.033	0.000	-0.030	0.035	1	0.303	-0.028	-0.079	0.313	-0.065	-0.058
	0.000	0.000	0.000	0.487	0.000	0.986	0.001	0.000		0.000	0.002	0.000	0.000	0.000	0.000
10 <i>Gpshratio</i>	0.017	0.004	0.015	-0.006	0.079	0.000	-0.007	0.057	0.305	1	-0.190	0.069	0.525	-0.022	0.119
	0.055	0.667	0.085	0.482	0.000	0.966	0.433	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	0.017	0.000
11 <i>Mgrshratio</i>	-0.017	-0.006	0.047	-0.013	-0.029	0.193	0.158	-0.065	-0.066	-0.152	1	-0.158	-0.235	0.040	-0.229

	0.057	0.488	0.000	0.143	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
12 <i>Bspledge</i>	0.104	-0.025	-0.111	-0.013	-0.003	-0.141	-0.157	0.180	-0.028	0.060	-0.150	1	-0.122	0.084	0.389
	0.000	0.006	0.000	0.140	0.733	0.000	0.000	0.000	0.002	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000
13 <i>Cfright</i>	0.051	-0.071	-0.009	-0.005	0.045	0.011	0.045	0.048	0.340	0.626	-0.164	-0.063	1	-0.230	-0.191
	0.000	0.000	0.299	0.580	0.000	0.234	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000
14 <i>Bdsize</i>	-0.191	-0.015	-0.007	0.025	-0.008	-0.079	-0.027	-0.034	-0.068	-0.043	-0.045	0.004	-0.215	1	0.256
	0.000	0.106	0.456	0.006	0.362	0.000	0.002	0.000	0.000	0.000	0.000	0.636	0.000		0.000
15 <i>SIZE</i>	-0.490	-0.062	-0.050	0.022	0.020	-0.141	0.037	0.041	-0.056	0.028	-0.240	0.253	-0.196	0.327	1
	0.000	0.000	0.000	0.013	0.029	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

相關係數矩陣之左下半列示 Pearson 相關係數，右上半則列示 Spearman 相關係數。以紅字標示者為變數間相關係數顯著水準未達 10%。

四、經營權異動與企業信用風險關聯性之 ordered probit 迴歸分析結果

從債權人之角度，本研究探討經營權異動之外部監理功能是否影響信用風險之評量。表 6 報導經營權異動與企業信用風險關聯性之 ordered probit 迴歸分析結果。

表 6 經營權異動與企業信用風險關聯性之 ordered probit 迴歸分析結果

Variables	Coef.	z-值	P>z
<i>Mgtchange</i>	0.1811**	2.280	0.023
<i>QR</i>	0.0002***	3.680	0.000
<i>INVTO</i>	0.0000	0.670	0.502
<i>ARTO</i>	-0.0003**	-2.300	0.022
<i>ATTO</i>	-0.7476***	-39.490	0.000
<i>ROA</i>	-0.0509***	-39.140	0.000
<i>LEV</i>	0.0318***	41.380	0.000
<i>Blkratio</i>	-0.0007	-0.750	0.451
<i>Gpshratio</i>	0.0029***	3.250	0.001
<i>Mgrshratio</i>	-0.0171***	-5.450	0.000
<i>Bspledge</i>	0.0110***	19.080	0.000
<i>Cfright</i>	-0.0069***	-8.490	0.000
<i>Bdsize</i>	-0.1617***	-4.320	0.000
<i>SIZE</i>	-0.8304***	-77.460	0.000
<i>DT1</i>	0.0456	1.410	0.158
<i>DT3</i>	-0.0645*	-1.690	0.090
<i>DT4</i>	-0.5673***	-6.600	0.000
產業	(已控制)	(已控制)	(已控制)
年度	(已控制)	(已控制)	(已控制)
No. obs		12434	
LR chi2(58)		13194.88	
Prob > chi2		0.0000	
Log likelihood		-16811.66	
Pseudo R2		0.2818	

***, ** 表達 <0.1, <0.5, <0.01 顯著水準。Rating: 信用風險評量; *Mgtchange*: 經營權是否異動; *QR*: 速動比率; *INVTO*: 存貨週轉率; *ARTO*: 應收帳款週轉率; *ATTO*: 總資產週轉率; *ROA*: 資產報酬率; *LEV*: 負債比率; *Blkratio*: 大股東持股; *Gpshratio*: 集團企業持股; *Mgrshratio*: 經理人持股; *Bspledge*: 董監持股質押; *Cfright*: 盈餘分配權; *Bdsize*: 董事會規模取自然對數; *SIZE*: 期初公司規模取自然對數; *DT1, DT3, DT4* 分別代表家族、專業經理人及官股治理型態。

表 6 顯示，是否發生經營權異動 *Mgtchange* 與信用風險評量 *Rating* 呈顯著正向關聯性，表示發生經營權異動之公司其信用風險之評量較差。與研究預期相符，經營效率變數中，應收帳款週轉率 *ARTO*、總資產週轉率 *ATTO*、資產報酬率 *ROA* 均與信用風險評量 *Rating* 呈顯著負向關聯性，但速動比率 *QR* 則與研究預期不符，與 *Rating* 呈顯著正向關聯性。此外，負債比率 *LEV* 則與 *Rating* 呈正向關係，符合預期，但未達顯著水準。

股權及董事會特性變數中，與研究預期相符，經理人持股 (*Mgrshratio1*)、盈餘分配權 (*Cfright*) 及董事會規模 (*Bdsize*) 與信用風險評量 (*Rating*) 呈顯著負向關係，大股東持股 (*Blkratio*) 雖與信用風險呈負向關係，惟未達顯著水準。集團企業持股 (*Gpshratio*) 及董監持股質押 (*Bspledge*) 則與信用風險呈顯著正向關係，符合研究預期。控制變數中，公司規模 (*SIZE*) 及專業經理人治理型態 *DT3*、官股治理型態 *DT4* 則與信用風險呈顯著負向關係。

前項實證結果表示，經營權發生異動會導致有較差之企業信用風險評量。此外，經營效率佳、經理人持股較多、盈餘分配權較高與董事會規模較大之公司，其信用風險評量較佳。但是，集團企業持股比率較高、董監持股質押比率較高之公司，則會導致有較差之信用風險評量。

國科會補助計畫衍生研發成果推廣資料表

日期:2012/04/11

國科會補助計畫	計畫名稱: 控制權異動之影響因素及對企業信用風險之影響
	計畫主持人: 許崇源
	計畫編號: 99-2410-H-004-068- 學門領域: 會計
無研發成果推廣資料	

99 年度專題研究計畫研究成果彙整表

計畫主持人：許崇源		計畫編號：99-2410-H-004-068-					
計畫名稱：控制權異動之影響因素及對企業信用風險之影響							
成果項目		量化			單位	備註（質化說明：如數個計畫共同成果、成果列為該期刊之封面故事...等）	
		實際已達成數（被接受或已發表）	預期總達成數（含實際已達成數）	本計畫實際貢獻百分比			
國內	論文著作	期刊論文	0	0	100%	篇	
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	0	0	100%		
		專書	0	0	100%		
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（本國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		
國外	論文著作	期刊論文	0	0	100%	篇	
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	0	0	100%		
		專書	0	0	100%		章/本
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（外國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		

<p>其他成果 (無法以量化表達之成果如辦理學術活動、獲得獎項、重要國際合作、研究成果國際影響力及其他協助產業技術發展之具體效益事項等，請以文字敘述填列。)</p>	<p>本研究修正投稿中</p>
--	-----------------

	成果項目	量化	名稱或內容性質簡述
科 教 處 計 畫 加 填 項 目	測驗工具(含質性與量性)	0	
	課程/模組	0	
	電腦及網路系統或工具	0	
	教材	0	
	舉辦之活動/競賽	0	
	研討會/工作坊	0	
	電子報、網站	0	
	計畫成果推廣之參與(閱聽)人數	0	

國科會補助專題研究計畫成果報告自評表

請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況、研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）、是否適合在學術期刊發表或申請專利、主要發現或其他有關價值等，作一綜合評估。

1. 請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況作一綜合評估

達成目標

未達成目標（請說明，以 100 字為限）

實驗失敗

因故實驗中斷

其他原因

說明：

2. 研究成果在學術期刊發表或申請專利等情形：

論文： 已發表 未發表之文稿 撰寫中 無

專利： 已獲得 申請中 無

技轉： 已技轉 洽談中 無

其他：（以 100 字為限）

3. 請依學術成就、技術創新、社會影響等方面，評估研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）（以 500 字為限）

有別於其他研究以高階主管異動（包括執行長或董事長）、委託書徵求或企業併購定義經營權異動，本研究從最終控制者的觀點，以企業隸屬集團或最終控制者之變更定義經營權異動，分析企業經營權異動之決定性因素，以及企業在經營權異動後，從債權人之角度，探討經營權異動之外部監理功能是否影響信用風險之評量。實證發現經營權異動前期大股東持股與集團企業持股較高之公司，其經營權異動之可能性較大。至於經營權異動與信用風險評量呈顯著正向關聯性，表示發生經營權異動之公司其信用風險之評量較差。此研究結果預期有助於學術文獻之補重與實務應用之參考。