

東海大學會計學系碩士在職專班

碩士論文

反向收購對公司信用評等之影響  
-CEO 關係網絡之調節效果

The Impact of Reverse Merger on Credit Ratings -  
The Moderating Effects of CEO Relational Networks

指導教授：林秀鳳 博士

研究生：夏嘉妤 撰

中華民國 106 年 7 月

## 致謝詞

因為想成為會計師，而來東海大學會計師學分班補足考試資格學分，進而加入東海大學會計學系碩士在職專班，二年時光過的飛快、每天在工作和讀書之間來回奔波，雖然很忙碌，但過的很充實，重回學校汲取新知，不斷學習，是一件很棒的事!

何其幸運能遇見許多貴人們，協助我完成論文順利畢業，首先感謝亦師亦友、無話不談的指導教授秀鳳師父。和師父的緣份，從會計師學分班高等會計學課程開始，師父把艱澀難懂的高會，化繁為簡，以圖教學，易於一窺高會奧秘。論文寫作期間，恩師不僅多次在學校研究室陪我討論論文到深夜 11 點多，也曾犧牲假日陪伴家人的時間，在研究室耐心地指導論文。每當遇到研究瓶頸時，師父如同一盞明燈，指引論文方向。遠在台北大學的建然師公，則像聚光燈一樣，遠端協助聚焦、照亮論文明路。論文的口試委員書偉教授及信吉教授也提供許多珍貴建議，協助提升論文品質。台灣經濟新報鍾宜秀經理、璟錚、嘉柏熱心提供研究資料、五南書局副總編張毓芬小姐，熱心轉達社會網絡分析軟體訊息、還有優秀的岳鴻學長以及小幫手學弟育陞、偉誠的協助，感激不盡。

就讀研究所期間，研習多門優質課程且遇見多位教學認真、博學多聞、真心為學生的優秀老師，會計系「財務分析與企業評價」的恩師秀鳳教授、「審計」耿晴教授、「賽局理論」與「企業經營典範」的恩得教授，如同大哥般點醒我可選擇不一樣未來，跳出舊思惟，換個角度看世界。「易經」與「孫子商道」的茂焜教授，取之不盡的中國經典寶藏，以古人智慧，運用於公司經營，引領學生尋找自我的第二曲線。「公司治理與社會責任」的秀英教授、「策略與管理會計」的俊儒教授、「企業研究方法」的政仁教授、日文系生動教學「日文」的偉煌教授以及法律系「國際私法」的恩璋教授等多位優點數不盡的名師。還有樂於分享人生觀的清雄學長以及分享各自職涯心得的同學們，是課堂外的另類收穫。

最後，感謝最愛的母親和家人們，總是全力地支持，成為我永遠的後盾、以及感謝愛家、為家奉獻一生的父親，在天上默默守護我們幸福的家。

感謝所有出現在生命中的貴人們，讓我有更大的勇氣，迎接未來的挑戰!

夏嘉妤謹誌于

東海大學會計學系在職專班研究所

2017 年 7 月

# 反向收購對公司信用評等之影響

## -CEO 關係網絡之調節效果

指導教授：林秀鳳 博士

研究生：夏嘉妤

學 號：G04437010

### 中文摘要

反向收購是一新型的企業併購重組交易形式，與一般正常併購同為企業突破企業成長瓶頸的重要方式之一，然而各界對反向收購褒貶不一。考量專業信評機構賦予受評公司的信用評等等級，且是債權人制訂授信決策的參考指標，本研究即關注反向收購之專業客觀評比上的差異。另一方面，CEO 為公司重要的決策管理階層，亦為是公司內部治理機制運作的核心。本研究從反向收購的角度，探討是否能提升公司信用評等，更進一步以 CEO 關係網絡作為調節變數，探討 CEO 關係網絡是否能擴大反向收購與正常併購公司信用評等提升幅度的差異，最終使反向收購公司獲得較佳的信用評等等級。

本研究以 2001 年至 2014 年發生併購之台灣上市上櫃公司為研究對象，並採用 Ordered Logit 模型分析併購前後一年公司信用評等之變化，進一步檢視 CEO 關係網絡居中調節之效益。

實證結果發現，相對於正常併購的情況，反向收購更能提升公司信用評等；CEO 外部董事關係網絡愈強，愈能提升併購後之信用評等。正常併購信用評等提升之機率隨著 CEO 關係網絡之增加而遞增。另一方面，反向收購公司 CEO 適度的關係網絡，雖可增加信用評等調升的機率與調升的幅度，且皆優於正常併購，但 CEO 關係網絡對反向收購信用評等效益有所侷限，非全面性，本研究並未發現 CEO 高密度關係網絡能有效大幅調升公司信用評等等級，而在提升信用評等的機率上也未必明顯較高。

**關鍵詞：**併購、反向收購、信用評等、關係網絡

# **The Impact of Reverse Merger on Credit Ratings – The Moderating Effects of CEO Relational Networks**

## **Abstract**

Advisor : Dr. Lin, Hsiu-Feng

Graduate Student Name : Hsia, Chia-Yu

Graduate Student NO. : G04437010

Reverse Merger is a type of mergers and acquisitions, and it is a strategic activity for growth momentum. We focus on how rating agencies evaluate firms' activity of reverse merger activity. Chief executive officer (CEO) plays a key role in mergers and acquisitions decision-making, we then explore whether and how the CEO's network of relations as a moderator affect association between reverse merger activity and credit ratings.

This study uses the Taiwan listed cabinet company from year 2001 to 2014, and adopts the Ordered Logit regression model to analyze the change of the credit rating between pre- and post-reverse merger, and moderating effects of CEO's network of relations.

The empirical results show that the reverse merger can improve the credit rating relative to the other types of merger and acquisition. We also find that more better rating from merger and acquisition when CEO has strong networks of external directors, specially, the probability of credit rating of normal M&A activity increases with the stronger CEO's network of relations. Although the reverse acquisition of CEO's network of relations can enhance the evaluation and condition of credit rating, the benefit is limited to network. We have no evidences on the CEO high-density network can effectively increase the credit rating, and can enhance increasing probability of rating.

Key words: Merger, Reverse merger, Credit ratings, networks of relations

## 目錄

目錄 .....	V
表目錄 .....	VI
圖目錄 .....	VII
<b>第壹章 緒論 .....</b>	<b>1</b>
第一節 研究背景與動機 .....	1
第二節 研究目的 .....	4
第三節 研究架構 .....	5
<b>第貳章 文獻探討 .....</b>	<b>7</b>
第一節 反向收購 .....	7
第二節 併購與信用評等 .....	10
第三節 CEO 關係網絡與併購績效 .....	19
<b>第參章 研究設計 .....</b>	<b>20</b>
第一節 觀念性架構 .....	21
第二節 研究假說 .....	22
第三節 變數衡量與實證模型 .....	25
第四節 研究期間與樣本選取 .....	33
<b>第肆章 實證結果與分析 .....</b>	<b>33</b>
第一節 敘述性統計 .....	33
第二節 實證迴歸分析結果 .....	37
第三節 敏感性分析 .....	46
<b>第伍章 研究結論與建議 .....</b>	<b>48</b>
第一節 研究結論 .....	48
第二節 管理意涵 .....	49
第三節 研究限制與建議 .....	50
<b>參考文獻 .....</b>	<b>51</b>
<b>附錄 .....</b>	<b>56</b>

## 表目錄

表 1 反向收購之相關文獻彙總 .....	8
表 2 購併的類型 .....	10
表 3 台灣經濟新報(TEJ) 信用評等方法表 .....	15
表 4 併購與信用評等之相關文獻彙總 .....	17
表 5 CEO 關係網絡與併購績效之相關文獻彙總 .....	19
表 6 變數定義、衡量方式和預期方向 .....	31
表 7 企業併產業-年度分佈況表 .....	32
表 8 敘述性統計量(N=666) .....	35
表 9 相關係數矩陣 .....	36
表 10 反向收購與 CEO 關係網絡對公司信用評等之影響(N=666).....	38
表 11 CEO 關係網絡對併購公司信評改等一級之影響(N=666).....	41
表 12 不同類型併購公司信評改等機率差之比較(N=666).....	42
表 12 不同類型併購公司信評改等機率差之比較(N=666)(續).....	43
表 13 CEO 關係網絡、併購類型與公司信用評等-未經 WINSORIZE處理(N=666)..	46
表 14 CEO 關係網絡、併購類型與公司信用評等-重複樣本(N=802) .....	47

## 圖目錄

圖 1 研究流程圖 .....	5
圖 2 觀念性架構圖 .....	20
圖 3 反向收購與正常併購信用評等調升之機率差 .....	45
圖 4 反向收購與正常併購信用評等調降之機率差 .....	45



# 第壹章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

收購合併(Mergers and Acquisitions, M&A, 簡稱併購)是最現成、最快速的企業成長方式，併購不僅可以擴大規模、降低成本，增加市場佔有率；併購亦可以增加產品的多元化，提升其獲利力。併購大致分為(1)法定結合(Statutory Merger 或 consolidation) 係指合併其他事業；(2)取得或者持有佔多數股份或出資額之其他事業；(3)承租或受讓主要經營事業或整體事業之財產或入主經營事業。就併購而言之財務綜效(Financial Synergy)係指兩家公司合併之後，對合併後公司的影響，係為減少因經營不善而倒閉的風險、權益價值提升，舉債能力會大於併購前兩家之和(Lewellen 1971)，公司信用評等可獲改善。

反觀反向收購，根據現行國際會計準則(IFRS3)，若二家公司合併時，其中一家公司發行權益證券，當其合併後之經營相關決策受制於另一方參與合併之公司，故發行權益證券之公司(於法律上稱為收購者)在會計上被認定為被收購者時，該類公司合併就稱為反向收購。根據上述定義，反向收購與控股合併相關，只是這種控股合併從收購角度而言，更容易直接與非同一控制下公司合併相比較，並且這種合併是通過交換權益的方式實現，亦即反向收購的結果是，法律意義上的被收購者原股東獲得了對法律意義上的收購者的控制權，從而成為合併後主體的控制者。

相對於正常收購，反向收購係為新型態之重組或併購公司之併購交易模式，特別是以反向收購進行上市之安排，此為收購者策略之運用，華人社會多以「借殼上市」加以形容。根據臺灣證券交易所於2013年12月4日公布資料顯示，借殼上市的反向收購形態主要經營權移轉入主上市公司係未上市公司，藉由參與上市公司私募，收購上市公司股權或取得上市公司法人股東控制權等方式，取得上市公司經營權後，可能將未上市公司之業務，資產透過交易方式轉讓原上市公司，而入主上市公司。並且自該日起，上市公司只要符合經營權異動且異動前後一年內有營業範圍重大變更即認定為借殼上市。重大變更之營業範圍係指於整體營收中所增加之業務大於50%、而原始經營之業務小於20%、於期末資產總額中100%處分或取得之不動產以及公司核心前十大進貨或是銷貨之客戶異動超過半數者。(陳亭宇 2014)，此新法規不溯及既往。

近期幾樁反向收購衍生的交易皆引起廣大注意，且褒貶不一，例如創立

於 1966 年，目前專注於呼吸、神經、抗癌等領域困難學名藥的研發與製造的台灣藥廠-美時化學製藥股份有限公司於 2014 年 08 月 13 日正式宣布與艾威群 (Alvogen) 國際製藥公司進行策略聯盟，因此，Alvogen 國際製藥公司擁有美時持股 67%，成為美時最大股東。而美時也相同持有艾威群集團位於韓國、中國、台灣、印度等四家子公司，美時成為 Alvogen 國際製藥公司在進軍亞洲市場關鍵戰略地位<sup>1</sup>。然而，2013 年中的胖達人母公司基因國際公司涉及內線交易案，引發各界對借殼上市問題之重視。金融監督管理委員會評估借殼上市上櫃之公司，如能一併顧及股東權益的部份，則將提供予經營不善之公司一個重生的機會，為加強監理，金融監督管理委員會證券期貨局於 2013 年 11 月 15 日公布有「胖達人條款」之稱的「借殼上市」監理措施<sup>2</sup>。

我國借殼上市條件標準低於各國，且相較於美國、新加坡、香港與中國，我國借殼上市公司之「觀察期」最短(高于婷 2014)，此種利用反向收購經營權移轉之上市上櫃公司方式不同於首次公開募股(Initial Public Offering, 簡稱 IPO)，具有比較優勢包括反向併購的律師、會計師、財務顧問服務等相關費用較低廉，比 IPO 更快且時間縮短即可順利上市上櫃、可提升公司品牌形象達到宣傳效果。然而，反向收購成功後，若需籌措資金需進行再融資，且由於反向收購並未透過承銷商，資訊不對稱較 IPO 嚴重，是否此速捷途徑難以獲得市場支持，妨礙日後可籌集資金，而反向收購對信用評等之影響同樣也攸關可否順利完成再融資目標，從而增加風險，形成惡性循環。透過反向收購進行經營權移轉過程對於信用評等影響之瞭解是否有別於一般正常收購，不論是從投資人或企業經營管理角度，都是一個重要的研究議題。

資源基礎理論係指當增加網絡規模時，將提供予公司更加豐沛之資源及資訊(Brown and Butler 1995; Faems, Looy and Debackere 2005; Knudsen 2007; Thorgren, Wincent and Örtqvist 2009)，鑒於董事會成員為高階管理人員，具有分配資源與公司決策能力，因此對於決定資源的流向具有極為重要的角色(尤隨樺、張武鈞 2014)；過去文獻亦指出，連鎖董事具備相同目標，提供新知識、高利益及降低不穩定性，並發現 CEO 擔任外界董事具有聲譽效果及高能見度，可帶來商業契機(Fich and Shivdasani, 2006)。據此，本研究進而探討 CEO 進行外部董事連結之關係網絡，對反向收購公司信用評等改善幅度，即在反向收購對公司信用評等之影響時，加入 CEO 關係網絡要素，探討 CEO

<sup>1</sup> 美時為台股自採用國際會計準則(IFRS)第一家引用反向購併(Reverse Merge)會計原則的生技製藥公司，在會計上美時為被併購公司。

<sup>2</sup> 借殼上市監理規範分為三階段進行，第一階段符合之上市公司為營業範圍於前後一年內有重大變更及經營權異動者，借殼上市股票須先停止交易半年，審核核可後再恢復交易；若第一階段未通過，第二階段尚有兩年觀察期並進入「變更交易」(即全額交割)；第三階段為停止交易半年。換言之，借殼上市觀察期最長三年，若三階段都無法過關，將「強制下市」。

關係網絡，是否會因公司反向收購對公司信用評等之影響產生調節效果。



## 第二節 研究目的

本研究基於近年來全球併購風潮再現，根據國際併購調查機構 Dealogic 統計，2015 年全球併購總金額為 4.6 兆美元，創下歷史新高；又 2016 年世界投資報告（World Investment Report）的資料顯示，2015 年的全球國際併購總金額為 7,214.55 億美元，也是 2008 年金融海嘯以來的最高。這些年全球國際併購的案件中，買主來自新興市場的比率逐年升高，尤其是大型的國際併購案件。2006 年至 2011 年的 6,500 項國際併購交易項目中，有 22% 的收購者來自新興市場；併購金額超過十億英鎊的 194 項交易中，也有 41% 的收購者來自新興市場。

利用併購方式去突破企業的成长瓶頸，逐漸成為當今火紅的顯學。過去有關併購的文獻多著重在探討併購對經營績效及企業價值的影響，較少討論經營權異動且資訊不對稱較嚴重的反向收購議題，以及 CEO 關係網絡可能呈現的效益。考慮反向收購日後常有籌集資金之需求，信用評等良窳對於反向收購營運績效及風險有其重要性，因此本研究聚焦於反向收購信用評等，並探討 CEO 關係網絡居中可能發揮之效益，分析反向收購對公司信用評等之影響及 CEO 關係網絡之調節效果。本研究目的列示如下：

- 一、 探討反向收購提升信用評等的幅度是否與正常併購不同。
- 二、 探討 CEO 關係網絡對反向收購公司信用評等改善的幅度是否異於正常收購公司。

### 第三節 研究架構

本研究架構共計五章，且列示於圖 1 研究流程圖，第一章至第五章之概述如下：

#### 第壹章 緒論

本論文在研究反向收購、信用評等及 CEO 關係網絡之動機、研究此議題之主要目的，依此擬定研究架構。

#### 第貳章 文獻探討

本章主要探討台灣上市及上櫃公司進行反向收購時，對公司的信用評等影響-CEO 關係網絡之調節效果。透過併購與信用評等、CEO 關係網絡與併購績效，檢視反向收購公司與正常收購公司信用評等之差異，以及是否因 CEO 在社會上擁有較佳的關係網絡可進一步影響兩者差異幅度。

#### 第參章 研究設計

本研究於此章節建立假說，並且以假說研究實證的模型以及定義變數之衡量方式和預期方向，並敘明研究期間之資料來源與樣本選取之標準。

#### 第肆章 實證結果分析

透過台灣經濟新報(TEJ)蒐集反向收購、正常併購之財務及交易等資料後，以社會網絡分析軟體(UCINET)求取數值，進行敘述性統計與實證迴歸分析結果。

#### 第伍章 結論與建議

本研究探討反向收購對信用評等之影響，調節變數為 CEO 關係網絡強度，本章提供予後續學者研究結論、限制以及未來研究建議。

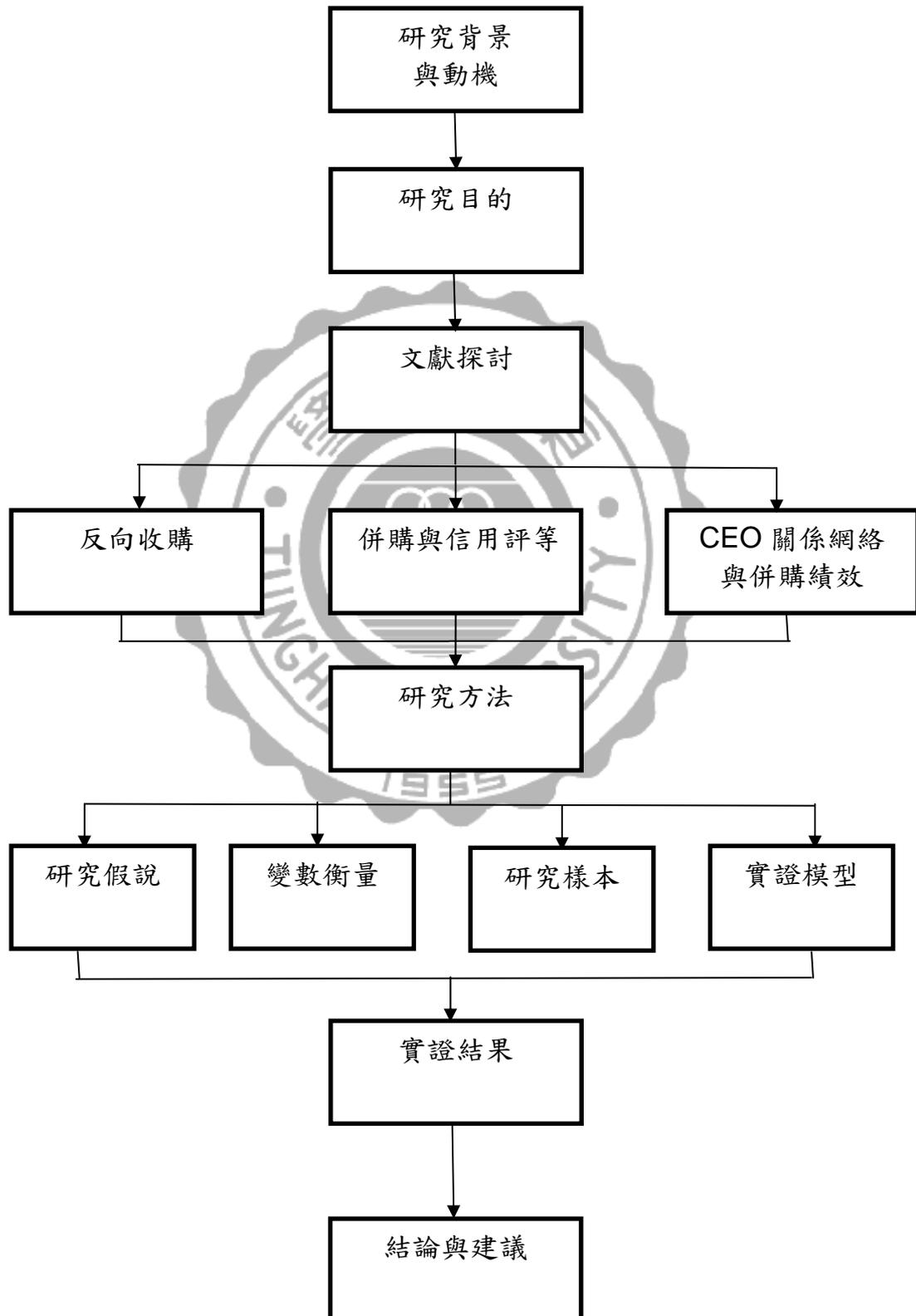


圖 1 研究流程圖

## 第貳章 文獻探討

### 第一節 反向收購

#### 一、反向收購與借殼上市

反向收購是一新型的企業併購重組交易形式，併購雙方大多是以發行權益性證券交換對方股權的方式進行經營權轉換的企業合併。合併後，法律上認可的母公司成為會計上的被併購者，法律上認可的子公司成為會計上的併購者。根據國際會計準則(IFRS)第3號公報規定，反向收購之後編製的合併報表應以法律上母公司的名義發佈，但在附註上則要說明合併報表是法律上子公司財務報表的延續。

林蕙真、劉嘉雯(2013)在高等會計學新論表示，反向收購與正常併購特性差異，舉例而言，甲公司於合併前有流通在外 5,000 股，乙有 3,000 股，換股比率為甲公司 5 股可換乙公司 2 股。甲公司因吸收合併乙公司，而發行新股 7,500 股。故合併後甲公司流通在外股數共 12,500 股，合併前甲公司股東持有其中 5,000 股(占 40%)，而合併前乙公司股東持有剩餘 7,500 股(占 60%)。以合併後公司之相對表決權而言，此合併案係由合併前乙公司之全體股東取得合併後公司之多數比例表決權，故將乙公司界定為會計上收購者，至於存續的甲公司則為法律上收購者，此公司合併即稱反向收購。反觀正常併購，則係指會計上及法律上收購者均為同一公司。針對前述甲、乙兩公司之併購，乙公司亦可透過發行股票達到合併目的。例如，合併前乙公司有流通在外 3,000 股，乙公司因吸收合併甲公司，而發行新股 2,000 股，故合併後乙公司流通在外總股數為 5,000 股，合併後公司之多數比例表決權仍由合併前乙公司之全體股東所保有(3,000 股除以 5,000=60%)，亦即存續之乙公司集結法律上收購者與會計上收購者於一身，故屬正常併購。

美國早在 1934 年即出現反向收購(Reverse Merger; Reverse Takeover)，一些國家對於反向收購慣用稱呼也不盡相同，特別是以反向收購進行上市之安排，澳洲稱之為「Backdoor Listing」，字面之意係指走後門上市(陳亭宇，2014)，中國大陸對於此類反向併購也稱之為借殼上市。意指在形式上是上市公司用發行對價換取非上市公司控股權益，實質上對於非上市公司股東而言，則相當於用移轉對價換取上市公司的控股權益，並成為實質的最終控制者，從而成就了反向收購。至於我國因自 2013 年改採 IFRS，一併規範了反

向收購會計處理方式，而借殼上市一詞則於 2013 年首次出現於台灣證券交易所監理規範中<sup>3</sup>。

湯惠雯(2003)提出借殼上市失敗成因有過度擴充規模、舉債壓力大、炒作股票、多角化經營、利益輸送及所有權與經營權區分不明等因素。吳克昌(1999)認為新經營團隊取得被借殼公司股權的途徑有五種(一)從集中交易市場取得(二)取得控制該上市公司股份之控股公司的控制權(三)取得該上市公司子公司控制權(四)私下協商取得原公司內部人之支持(五)私募制度。

## 二、反向收購相關研究

本研究將反向收購之相關文獻彙總於表 1，說明如下。高于婷(2014)在借殼上市櫃監理規範之研究中表示，借殼上市監理規範之訂定嚴於一般上市股票集中保管規定，主要核心目的係以公司治理標準增進資本市場功能與效率、保護小股東權益，並且防止管理階層炒作股票及股票質押等違法行為。

余尚武，楊政麟(1997)台灣企業借殼上市之經濟行為與股價報酬之關係研究中，以在 1995 年初至 1997 年 3 月之間的 10 家被借殼上市公司為研究樣本中得到當市場傳出即將被借殼上市的消息後，買進此股票幾乎都有賺取超額異常報酬的潛力之結論。

Erickson and Wang(1999)在探討借殼上市以盈餘管理的影響中表示，主要併購公司之併購條件若採用換股方式進行，且併購交易金額愈大，則借殼上市的高階管理階層有較強烈的動機，會在併購宣告之前以盈餘管理的方式，獲取借殼上市後帶來的巨額價差。

洪秀芬、黃君葆(2000)借殼上市財務及法規範之研究中，對目標公司進行分析財務比率時發現，在景氣繁榮時，會積極進行借殼上市活動，透過增資方式改善財務結構。

Bartlett 與 Ghoshal(2002)研究顯示，跨國公司在國際化併購失敗主因並非公司策略分析方向錯誤，而是不完善的組織架構，無法有效率處理跨國併購後，跨國公司國際化的相關問題。在跨國併購案例中，以明基併購西門子手機部門一案備受矚目，梁立衡、游馨慧及李慧珊(2007)在台灣企業併購歐洲企業之成功關鍵因素分析—以明基併購西門子為例的研究結果顯示，台灣公司併購歐洲公司最重要之關鍵因素有人才、工會組織、文化差異、研發技術與財務資訊。

<sup>3</sup> 2013 年 12 月 4 日證交所通函增訂「藉由經營權移轉入主上市公司」(另稱借殼上市)監理規範。

方嘉麟(2011)論經營判斷法則於我國法下適用之可能—以明基併購西門子手機部門一案為例中表示，明基併購西門子手機部門九大併購失敗原因分別為實地查核不確實、負債過高、整合困難、過度仰賴併購、過度多角經營、企業規模太大以及綜效無法實現。高難度併購的四項特質跨文化、小併大、業務轉型以及轉虧轉盈。

表 1 反向收購之相關文獻彙總

作者	年度	研究目的	研究結論
余尚武與 楊政麟	1997	探討台灣企業借殼上市之經濟行為與股價報酬之關係。	研究結果顯示，當市場傳出即將被借殼上市的消息後，買進此股票幾乎都有賺取超額異常報酬的潛力之結論。
Erickson and Wang	1999	探討借殼上市以盈餘管理的影響。	研究結果顯示併購宣告之前以盈餘管理的方式，獲取借殼上市後帶來的巨額價差。
洪秀芬與 黃君蓀	2000	探討借殼上市財務及法規範之研究。	研究結果顯示，景氣繁榮時，會積極進行借殼上市活動。
梁立衡、游馨 慧及李慧珊	2007	藉由明基併購西門子失敗併購事件，反思跨國併購成功關鍵因素。	跨國併購最重要關鍵因素為人才、工會組織、文化差異、研發技術與財務資訊。
方嘉麟	2011	藉由法律層面探討併購失敗原因。	明基併購西門子之九大併購失敗原因。
高于婷	2014	探討借殼上市櫃監理規範之各國研究。	分析各國在借殼上市對主併公司及被併公司之高階經理人與小股東間的利弊分析與建議。

## 第二節 併購與信用評等

### 一、 併購

併購係指合併與收購（美國稱為 Mergers & Acquisitions，英國稱為 Takeover & Merger，中國大陸則稱為兼併），企業之間將資產、股權、負債進行合併、收購之經濟行為。表 2 為伍忠賢（2002）在企業併購理論與實務中，對併購的定義、性質研究與整理，簡要說明如下。

（一）合併：指兩家或以上的公司依法規進行合併為一家公司，或成立新公司，可分為吸收合併及創設合併。

#### 1. 吸收合併

二個或二個以上公司合併，其中一家公司存續，其他公司消滅，存續公司承擔消滅公司的權利與義務，在取得消滅公司淨資產時，可交付現金或其他資產，發行債券或權益證券給被合併公司的股東，又稱為存續合併。

#### 2. 創設合併（Consolidation）

二個或二個以上公司合併，合併後所有公司均消滅，新生一家新公司，新生公司承擔消滅公司所有權利與義務，且在接受消滅公司的淨資產時，須發行股票予合併公司的股東。

（二）收購：指主併公司向目標公司購入資產、營業部門或股票，可分為收購股權或收購資產等方式。

#### 1. 收購股權（Purchase of Stock）

買方購買他公司流通在外具表決權的股票，對其資產具有控制力，並控制其經營決策，形成所謂母子公司。一般常用收購股權的模式包括公開的股票收購（tender offer）、私人買賣及徵求委託書（Proxy Solicitation）等。

#### 2. 收購資產（Purchase of Assets）

買方購買他公司之生產性資產併入其營業中使用，雙方在購買交易後仍屬獨立的法律個體。收購資產的契約形式包括現金、實物、有價證券、債務免除、勞務提供等。

表 2 購併的類型

資產收購	股權收購	吸收合併	設立合併
A(買方公司)收購 B(賣方公司)部份或全部資產	透過 A 與 B 股東協議出讓持股，或在公開市場購買持股。	A、B 合併，A 仍存續。	A、B 合併，另成立新公司 C。

伍忠賢（1998）企業購併聖經，遠流出版事業股份有限公司。

### （三）合併性質區分

#### 1. 水平合併（Horizontal Merger）

為生產相同產品或替代性很高的商品做結合，目的在於提高市佔率，並達到經濟規模效益。

#### 2. 垂直合併（Vertical Merger）

指同業上、下游整合，形成新的統一管理單位，目的在於降低交易成本，達成交易內部化的經濟效益。

#### 3. 集團合併（Conglomerate Merger）

又稱複合式合併，指企業與本身產業無關的公司合併，目的在於多角化經營，分散產業營運風險。

#### 4. 同源合併(Congeneric Merger)

相同產業但業務性質並不相同的合併。

### （四）併購動機

#### 1. 公司價值極大化

效率理論認為併購是為了發生綜效（Synergy），合併後的公司價值會大於合併前的總和。公司內部因產生規模經濟而提升組織效率，在財務動機上最明顯變化是節稅效果，與因盈虧互抵，而達到風險減少的效果；外部則達

到提高市占率，或可達到產業集中度提高的效果，某些企業甚至企圖獲得壟斷市場之利潤，進而提升公司價值，使之達到股東財富極大化。

## 2.管理價值極大化

### (1)傲慢假說

Roll (1986) 指出主併公司管理階層，透過併購達到擴大公司版圖效果，掌握權力和股票溢價取得較高股權。

### (2)代理理論

管理者的自利行為 (Manangerialism) 侵害利益關係人權益，而不是以追求公司價值 (股東財富) 極大化為目的。而經理人風險分散假說，則提到經理人取得報酬以利潤共享 (Profit-Sharing Schemes)、紅利 (Bonuses)、選擇權 (Options) 等方式最為常見，而這些方式都與廠商經營績效有密切關聯，因此報酬風險與廠商經營風險的關聯便相對提高。

Liu and Jiraporn (2010) 所提出，高階管理人員基於獨裁性假說、聲譽假說、風險趨避假說以及自我利益假說等評估後，於融資及負債等決策上產生不同的影響，進一步改變該公司價值。

經理人長期、短期融資工具的選擇，除了對資金成本的影響外，在信用評等方面亦產生顯著之影響，公司長期融資工具係使用公司債時，將會減少公司之信用評等；若改採交易信用方式做為短期融資工具，亦會減少該公司的信用評等。

CEO 專業經營、代理問題與信用風險模型之實證研究建議，提高現金流量允當比率，增強專業經營能力；調整融資決策，提高償債能力，可降低發生信用風險機率。專業經理人調整融資決策，提高企業償債與經營能力，可降低信用風險發生的可能性。

## 二、信用評等

邱冠朱(2009)在董事會特性與信用評等之關聯性研究中表示，發行債券和銀行融資是企業獲取長期負債資金的重要工具，而專業信用評等機構賦予受評公司的信用評等等級，則是債權人制訂授信決策的參考指標。美國的債券評等(Bond Ratings)發展行之有年，因此信用評等在國外制度已相當完善，然而國內信用評等機制須學習的地方仍很多，其中以中華信用評等與台灣經

濟新報(TEJ)兩者的資料庫較完備。

### (一)意義

信用評等制度在債權人與籌資者之間扮演資訊橋樑的角色，由公正客觀的第三者對舉債公司進行信用強度的調查分析，並將分析結果以簡明的等級報導出來，作為債權人授信決策的參考，使債權人的認知風險降低以及資本市場的運作順暢。簡言之，信用評等是專業機構對企業之償債能力及信用狀況進行評估後所給予的信用等級，評等對象包括：

(1)發行體評等(Issuer Rating)：係指以客觀角度評估該公司整體之償債能力，比較國內其他債務人之償債能力。

(2)債務發行評等(Issue Rating)：以特定債務而論，將評估債務人及時償還本金及付息能力，以及保障清償債務。信用評等等級的高低代表公司舉債履約的能力強度，對於關切融資者是否有違約可能的債權人來說，是很有價值的參考指標。還有一點需要注意的是，屬於同一等級內的債券或公司，並不表示其信用強度完全一樣，因為信用評等的結果只區分成幾個等級，而不是連續變數，而且信用評等機構決定最後信用評等等級時，除了評估信用強度外，尚考量公司一旦發生違約而債權人債權被清償的程度，因此同一信用評等等級內的公司或債券，信用品質仍存在若干幅度的差異。

總而言之，信用評等是展現企業債務不履約的可能性與所能提供的保障性，經由信用評等機構以公正客觀而專業的角度，依循相關方法與程度，針對公司或有價證券，全面進行對受評者之信用「違約風險」評估，並依據受評對象信用狀況給予信用等級符號，可作為債權人決定授信決策時的參考標的。此外，當企業的信用狀況改變時，專業信評機構須及時修正其等級，以正確反映信用品質。

### (二)信用評等之重要性

信用評等是資金供需雙方資訊溝通缺口的橋樑，能降低資本市場中資訊不對稱所造成的無效率，使資金需求者能取得足夠資金以從事各項投資，而資金供給者能選擇符合其風險偏好的授信標的，也提升金融監管機關的管理效率，因此能增進資本市場的整體效率。以下分別從債權人、融資者、金融機構管理和市場效率等層面表示信用評等之重要性。

1. 減少債權人在蒐尋資訊時的成本，當債權人在進行一項投資案之前，須蒐集各項相關資訊以判斷公司是否能如期履約和償還本息，而非專業信用評等機構的債權人往往只能根據自身過去的經驗或個別專才來做判斷，容易得到偏頗或錯誤的結論。專業信用評等機構的比較優勢為具備規模經濟，將縱斷面及橫斷面會合的角度，從整體架構分析各公司信用強度，而且評等機構因為與公司之間互信和密切互動的情形而通常可以獲得公司的內部資訊，這些優勢都是一般債權人或金融機構所無法擁有的。因此，專業信評機構，所賦予公司信用評等的等級，可以作為債權人授信決策時，一項公正客觀的指標，大幅減少所投入的資訊蒐集成本。
2. 對於無信用等級公司，減少融資公司的負債資金成本，對於投資人有高度資訊不對稱，進而造成公司不易籌資，即使能夠獲取資金，亦須負擔高風險溢酬，進而補償因資訊不對稱，對債權人所產生的額外風險。而信用評等對於融資企業而言，就像經過品質認證所得到的標籤，可降低資訊不對稱所帶來的認知風險，債權人所要求的風險溢酬也隨之下降，也就是融資企業的負債資金成本下降，若企業能得到較高的信用評等等級，則可取得債權人的信任，便可以更低的利率取得資金。

### 3. 金融管理效率提高

債券市場裡，金融機構管理資產及負債的重要金融商品之債券品質的優劣，對金融機構在經營上的風險有直接性的影響，此經營風險亦會影響金融體系之穩定性，對各級金檢單位而言，此為需持續關注之金融機構。信用評等能作為政府審查、核准業務之依據，降低金檢工作的複雜度，發揮預警的功效，有效提昇金融管理機構之監管效率。

### 4. 市場效率提高

信用評等可降低債權人蒐集資訊之成本，且降低融資公司的負債資金成本，亦一併降低在市場效率中，所產生的資訊不對稱與額外交易成本，不僅強化市場透明度，更讓整體市場效率提高。

## (三)國內信用評等機構

1991 年全國金融會議提出國內信用評等之構想，1995 年底，證期會「建立信用評等制度推動方案」已完成，於 1996 年 4 月正式成立「建立信用評等制度籌設委員會」，全力進行設置信用評等公司計畫，1997 年 4 月，作為台灣信用評等機構設立標準之「信用評等事業管理規則」已核准。在國內主要信用評等機構中，除了中華信用評等公司係由官方協助成立之外，尚有由

民間機構成立之台灣經濟新報。

## 1. 中華信用評等公司

成立於 1997 年 5 月，不僅由政府主導之外，更屬於公司制之專業信用評等機構，更與標準普爾公司(Standard & Poor's, 簡稱 S&P)國際專業信用評等機構合作，以吸收專業知識與經驗，其餘股東包括台灣證券交易所(股)公司、台灣證券集中保管(股)公司、財團法人金融聯合徵信中心、中華徵信所企業(股)公司、台灣期貨交易所(股)公司及台灣網路認證(股)公司。

中華信用評等公司之評等流程為：(1)評等申請(2)受評公司準備評等資料(3)與受評公司管理階層舉行會談(4)舉行評等委員會決定等級(5)通知受評公司評等結果(6)定期評等監視。完成評等結果後，中華信用評等公司將持續予以監視，每年定期再作審查以追蹤評等結果。

## 2. 台灣經濟新報(TEJ)

台灣經濟新報(TEJ)於 1991 年發展信用評等制度，並於 1996 年開始運用公開資料進行評估信用風險，並發佈「TCRI」信用評等結果。

### (1)評估對象：

須以財務報告為基準，評等範圍有公開發行公司(包含上市公司、上櫃公司以及未上市公司)。排除評等之產業有：租賃業、產險壽險業、金融業。投信業、投資業、證券業、創投業、期貨業。知識密集行業：如廣告業、工程顧問、建築經理業、軟體業、投資顧問等。排除金融證券，係因其業務與資產之變動性較高，以一季一次的財報，不容易掌握風險；需多評估風險控管因素，如內部政策擬訂及執行；此時台灣經濟新報(TEJ)尚無法處理，故先予以排除評等。關於知識密集之產業，「人力資本」之風險與價值均與公司少數關鍵人員有關，現階段的財報無法評估，故不進行評估。

### (2)評等方法：

TEJ 根據風險評估假設及目標，透過接受信用評等公司之財務報告，進而計算出「綜合評分」辨別公司經營體質，並過濾門檻，以及評估公司前景和營運風險，而取得受信用評等公司的 TCRI 值，步驟如表 3：

表3 台灣經濟新報(TEJ)信用評等方法表

步驟	工作內容	衍生指標
步驟 I	<p>依據財務報告，進行會計品質分析後，再進行財務分析，以辨別該公司的體質。</p> <p>1.以非合併報表為輔、合併報表為主。</p> <p>2. 一個綜合評分係由十個財務比率或數值轉換並加權而得之數值。</p> <p>3.依綜合評分，而區分九等基本等級。</p>	<p>綜合評分 (SCR)</p> <p>基本等級 (GDA)</p>
步驟 II	<p>仍依據財務報告：</p> <p>1.以公司規模作為門檻。</p> <p>2.以公司財務惡化狀況(財務壓力指標APL)作為門檻。</p> <p>3.以門檻修正公司之基本評等等級，而得門檻等級。</p>	<p>APL</p> <p>門檻等級</p>
步驟 III	<p>加入公司前景和經營風險評估後修正門檻等級，取得 TEJ 的「TCRI」信用風險指標。</p>	<p>TCRI</p>

(四) 併購與信用評等之相關文獻

姜復瑞(2011)在併購、公司治理與融資決策對信用評等之影響中探討併購、公司治理與信用評等之攸關性，並參考林宛瑩等(2009)之研究，建構兩組 Ordered Probit 模型，分別驗證併購前及併購後信用評等之差異。研究中採用 SDC 資料庫取得 1992~2009 年間台灣主併購公司之樣本群，再應用 Rubin (1973)、Rosenbaum and Rubin (1985a, 1985b)的配對法(Matching Approach)，找到非併購公司樣本群(併購前一年性質及變數類似的公司)。實證結果發現：(1)併購公司在併購後之信用評等，相對於配對公司，確有顯著改善。(2)公司治理與信用評等部分：董監規模愈大，公司監管能力提升，可以改善公司信用評等；外部董監席次比愈高，亦愈有助於改善信用評等。(3)併購與公司治理之交互效果對信用評等之影響部分：在併購之交互效果下，外部大股東持股比率上升或外部董監席次比率愈高，均會使信用評等惡化；而盈餘分配權愈高，信

用評等則愈佳。(4)融資決策與信用評等部分：使用內部資金程度愈高，信用評等改善程度顯著大於負債融資方式。(5)併購與融資決策之交互效果對信用評等之影響部分：在併購之交互效果下，使用內部資金程度愈高，信用評等則愈差。歸納本文之實證結果顯示，併購可顯著改善信用評等；但經由公司治理與融資決策之交互(中介)效果，則存在不同方向與程度之信用評等衝擊效應。

併購目的為減少公司風險(公司風險係由財務風險和營運風險之總和)。在財務風險方面，分析併購前、後之負債比率，若負債比率提升，則財務風險亦隨之增加。不僅如此，還把過渡時期的財務風險考慮進來。Lewellen(1971)提出財務綜效(Financial Synergy)，係指兩家公司併購後的財務綜效，併購後的公司風險降低且經營不善的機會減少，債權人風險溢酬隨之減少。當公司資金成本降低，進而公司之權益價值提高。換言之，兩家公司併購後的舉債能力優於併購前兩家公司之總和。

Galai and Masulis(1976)研究指出，企業集團的併購，藉由互保效果(Coinsurance Effect)的影響，債權人對企業的請求權比股東享有優先性，因此會使債權人的權益更受到保障。Kim and McConnell(1977)研究公司併購與公司負債間的互保效果。當公司併購後，由於兩家公司資金的結合，不致周轉不靈，使併購後公司破產機率降低。研究結果顯示，互保效果的確存在，且當使用財務融資時，會產生財富移轉效果(Wealth Transfer Effect)。

Ghent(2004)以 1988 至 1993 年之 492 個併購樣本，探討歐洲銀行併購後績效之變化。推論併購後銀行財務槓桿將會改善，其管理亦會更加完善。實證結果顯示，銀行在進行併購後，績效確實顯著改善，國際併購帶來之成本效益更為明顯。表示在進行併購後，不但可增加銀行績效，便可降低銀行財務風險。

Yook et al.(2010)研究 1986 至 1995 年間，288 家收購與目標公司，研究中使用的異常報酬驗證財富移轉效果，亦試圖找出先前研究的錯誤並控制潛在偏誤因子，其實驗變數亦包括信用評等，研究結果顯示：(1)股票交換的財富移轉效果比現金收購還要弱；(2)收購可以降低違約風險。

表 4 併購與信用評等之相關文獻彙總

作者	年度	研究目的	研究結論
Kim and McConnell	1977	探討企業併購與證券收益間之關聯。	研究結果顯示，當企業併購之消息宣告時，收購公司普通公司債、不可轉換特別股之持有人，並不會因為收購事件而虧損。
林宛瑩、許崇源、戚務君與陳宜伶	2009	探討公司之信用風險與公司治理間之關聯。	研究結果顯示，當公司內部人持股、機構投資人持股、外部董監席次比率、獨立董監專業性較高時，公司的信用風險反顯較低。
Liu and Jiraporn	2010	探討公司之債券平等，與 CEO 優勢間之關聯。	研究結果顯示，當 CEO 擁有較大的決策能力時，公司之債券評等較低，且收益率較高。
姜復瑞	2011	探討公司治理、信用評等及併購之攸關性。	實證結果顯示，在改善信用評等上，併購具顯著，但因融資決策與公司治理之中介效果，使信用評等存在程度與不同方向之衝擊效應。當董事長兼任總經理時，則股價報酬與公司併購宣告日有顯著正相關。

### 第三節 CEO 關係網絡與併購績效

#### 一、CEO 關係網絡

蘇沁(2015)探討 1983 至 2011 年共 583 件資料完整之併購事件，分析併購溢價幅度對於主併公司併購後經營績效表現之影響，以總資產報酬率相對差額(SROA)與每股盈餘相對差額(SEPS)兩項為應變數進行迴歸分析。研究發現，主併公司能有效評估併購成本與未來效益，取得對公司未來經營績效有正面助益的成功併購，同時台灣產業密集度高，相關併購頻率遠高於非相關併購，故企業在策略性考量下為了獲取綜效而進行的相關併購多能創造額外的公司價值。

併購績效與 CEO 特性有關。學界有關 CEO 的論述很多，Black (1989) 提出過度支付假說，假設經理人因過度樂觀以及其利益與股東的利益並不一致，會付出較多資金進行併購。公司治理相關研究則指出，CEO 與董事會的連結對董事會獨立性及經營團隊決策產生相當程度的影響，並且存在正向、負向兩種截然不同的論點與實證結果(Boyd, 1995；finkelstein and D' Aveni,1994)。忠僕理論指出，CEO 兼任董事長職務時，可提升決策效率。然而，代理理論的觀點，CEO 若未兼任董事長，董事會有較好的監督效率。即根據經理人自利的看法 (Empire-Building Theory) 探討公司所有權與經營權分離時，公司進行購併為經理人本身利益極大化，而並非是股東利益極大化，所做出之購併決策，此非價值極大化的決策，會損及股東利益。此時若 CEO 透過兼任董事長角色增加結構權，提升權力 (Mizruchi,1983；Harrison, Torres, and Kukalis,1988；Ocasio, 1994)。由兼任董事長之 CEO 主導併購活動和監督併購程序，將加劇對企業併購績效之影響。

CEO 除了與任職公司之董事連結可能影響企業績效外，CEO 與非屬任職公司之董事連結亦可能對企業價值產生一定程度的作用。Chemmanur and Paeglis(2005)即指出，管理者的名聲對企業價值具有保證效力，管理團隊擁有越多具名聲的成員，可以更可靠地傳達公司本身的內部價值給外部使用者，降低其所面對的資訊不對稱性。Mace(1986)認為擔任外界董事即具有聲譽效果，有較高能見度，並能帶來商業契機，為公司有價值之資源 (Fich and

Shivdasani,2006)。過去研究中發現，公司對外重要關係連結為擔任外部董事，除了參加其他公司擬訂政策，亦可提高本身管理經營方面的能力(Fich,2005)。

管理者的名聲所能發揮之效益預期也將較大，經理人透過拓展外部關係之跨界活動(Boundary Spanning)，也較能取得外部互補性資源來增進營運效率(Cohen and Levinthal,1990)。管理者擔任其他公司董事可向外界傳達決策專家之訊息，並且可藉由聲望、關係網絡與學習機會而獲益(Fama and Jensen, 1983; Srinivasan, 2005)。因此 CEO 網絡連絡程度愈大，經營管理階層愈多的外部董事會連結，愈能裨益企業績效，增進公司價值。

聚焦於 CEO 之董事連結與併購績效相關文獻彙整列示於表 5。本研究將延伸近代併購議題的研究，探討反向收購對公司信用評等之影響，並進一步分析 CEO 關係網絡之調節效果。

表 5 CEO 關係網絡與併購績效之相關文獻彙總

作者	年度	研究目的	研究結論
Chemmanur and Paeglis	2004	探討管理階層之能力及關係網絡，與 IPO 之後企業績效的關聯。	研究結果顯示，當管理階層之關係網絡之質量較高時，企業 IPO 後之績效較高。
劉韻僖與林玟廷	2009	探討 CEO 之關係網絡與專家知識權力對薪酬的影響。	研究結果顯示 CEO 關係網路中聲望權及專家知識，與薪酬水準具顯著正向關係。
林宛瑩、許崇源、戚務君與陳宜伶	2014	探討公司之社會關係網絡與創新績效之關係。	研究結果顯示，社會網絡規模與企業創新績效不具有顯著關係，但網絡密集度與創新績效具有顯著正相關。
蘇沁	2015	探討併購時溢價幅度對於併購後主併公司營運績效之影響。	研究結果顯示，主併公司組織愈具規模，則資訊揭露成本及發行成本低於小規模公司。

## 第參章 研究設計

### 第一節 觀念性架構

本研究主要探討反向收購對公司信用評等之影響-CEO 關係網絡之調節效果。藉以瞭解管理當局之關係網絡是否在進行反向收購時，對公司信用評等具有影響，其觀念性架構如圖 2 所示：

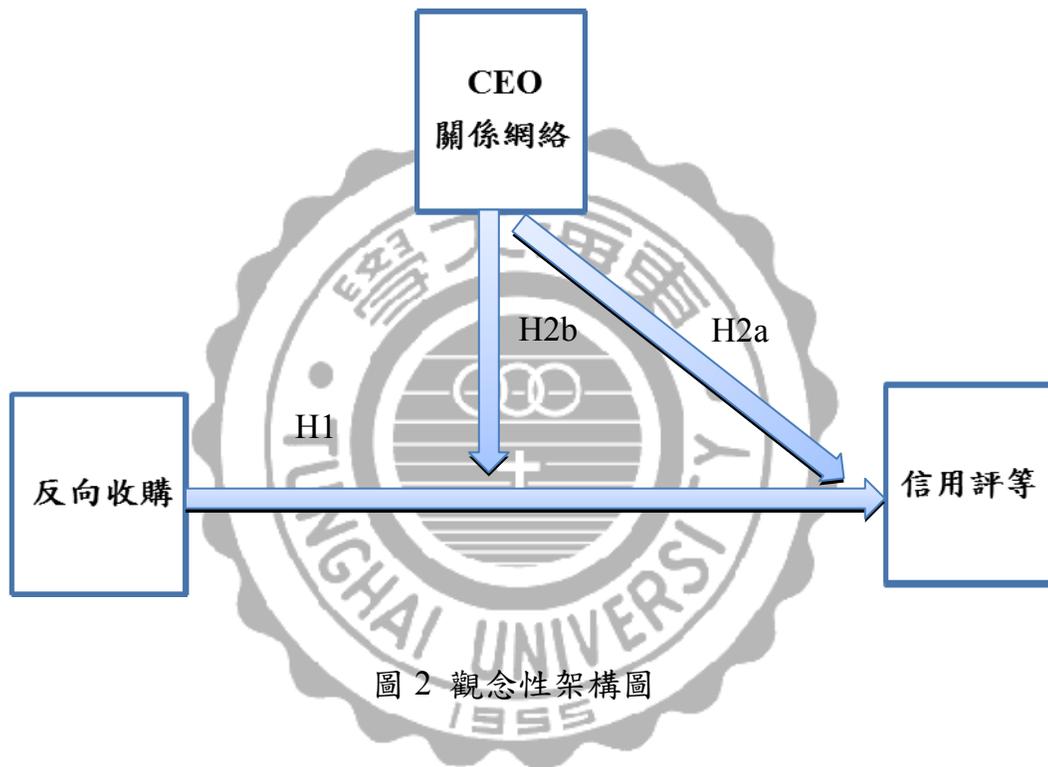


圖 2 觀念性架構圖

## 第二節 研究假說

本研究假說之建立，首先探討反向收購相較於正常併購對公司信用評等影響之差異，而後探討 CEO 關係網絡對兩者關係之調節效果。

### 一、 反向收購與信用評等

併購目的之一是為降低公司風險。由於債權人對企業的請求權比股東享有優先性，當公司併購後，由於兩家公司資金的結合，不致周轉不靈，使併購後公司破產機率降低(Kim and McConnell 1977)。因此，企業集團的併購可藉由互保效果(Coinsurance Effect)的影響，使債權人的權益更受到保障(Galai and Masulis 1976)。除了併購與公司負債的互保效果外，Lewellen (1971)另提出財務綜效(Financial Synergy)觀點，指出併購的財務綜效來自於兩家公司合併之後，可降低公司倒閉機會。降低風險後，亦可降低債權人風險溢酬，當降低公司資金成本，自然會提升公司權益價值。換言之，併購後兩家公司的舉債能力大於併購前兩家之和。

另外，Yook et al.(2010)以異常報酬驗證財富移轉效果也發現，併購可以降低違約風險，同時存在財富移轉效果，其管理亦可能更加完善，Ghent(2004)研究即指出，併購後績效顯著改善，國際併購產生之效益更為明顯。公司在進行併購後，兩家公司之結合可能產生財務綜效而增進績效，同時可使風險降低，財務槓桿改善、舉債能力也會大於併購前；且能彌補資金不足之需，併購後公司破產機率也跟著降低。

相對於正常收購，反向收購是一新型的企業併購重組交易形式，併購雙方大多是以發行權益性證券交換對方股權的方式進行經營權轉換的企業合併。特別是以反向收購進行上市之安排，此收購者策略之運用，澳洲稱之為「Backdoor listing」，字面之意係指走後門上市(陳亭宇，2014)，華人社會則以「借殼上市」形容。上市公司通常透過先減資、後私募引進策略投資人來改變股權結構，策略投資人於取得企業控制權後再以發行新股方式與另一未上市公司合併。法律形式上，合併後存續的上市公司是收購公司，合併後消滅的未上市公司為被收購公司；但經濟實質上，合併公司的股權與經營實權皆由原未上市公司的所有者牢牢掌握，此為併購類型中的反向併購(Reverse-Acquisition)。

在以借殼上市為併購目標下，標的選擇除了須預先考量有無符合主管機

關合併核准條件及後續繼續上市條件之認定外，通常具有一些重要特性，例如 1.營運持續虧損且已失去創造成長動能必要條件之企業。2.原股東與經理階層結構單純，其退出障礙及後續整合條件低。3.公司年資不久，後續員工資遣成本負擔不大。

一般而言，初次公開上市(IPO)的公司股票有三種承銷方式分別為競價拍賣、詢價圈購及公開申購配售。過去文獻指出，承銷商聲譽品質攸關認證發行股價(Booth and Smith 1986)。Richardson(2000)研究發現，藉由借殼上市的反向收購公司，其在上市時無須經過承銷行為，在欠缺承銷商監督下，使公司較有機會進行盈餘管理，亦即反向收購加重 IPO 公司原本存在的資訊不對稱程度，投資人對反向收購之上市行為低盈餘品質與高風險不確定性較大(Carter and Manster 1990; Gleason et al. 2005)。此外，私募在反向併購的操作過程中是一個改變股權結構的重要運用工具，而在營運面上也是企業快速取得長期資金之良好經濟途徑，同時也是善用產業同盟進而擴大競爭優勢之策略工具。然而，由於選擇通往資本上市捷徑的動機通常是一個隱藏的資訊，投資人無法確切得知借殼上市之行為在節省審查時間與成本的背後，究係長期經營或炒作股價以賺取資本利得，也因此私募在反向併購的操作於資訊不對稱環節無疑是雪上加霜，更加惡化投資人對於以反向併購從事借殼上市行為的疑慮。

相對於一般投資人，信評機構較具專業之判斷，而專業信評機構賦予受評公司的信用評等等級，往往亦是債權人制訂授信決策的參考指標。誠如前述，從債權人權益的角度，併購後績效之提升與財務槓桿之改善能降低債權人所承擔的信用風險，進而降低公司整體的違約風險，最終使公司獲得較佳的信用評等等級，亦即併購行為可以改善公司信用評等。

在實證研究方面，併購後主併公司信用評等提升雖然亦多能獲得相關研究之支持(邱冠朱 2009)。然而，公司信用評等改善之程度則可能因其併購方式而異。有鑒於反向收購藉由經營權移轉入主上市公司，為避免衍生弊端，主管機關訂定嚴格之監理規範，另一方面，為了避免私募遭大股東濫用而成為套利工具，傷害小股東權益，主管機關訂有應募人資格限縮、價格門檻規定及私募後轉讓之限制。而實質被併購之公司亦多為欠缺營運績效之公司，經營權移轉後，信用評等可獲大幅改善。

反觀正常收購下，通常其收購標的並不限於上市公司，只要對企業主體發展有利即可加以收購，然而收購者原多為績效佳之經營體，在藉由收購公

司，擴大公司經營範圍或其規模時，對其本身信用評等之提升較為有限。預期併購改善信用評等的幅度小於反向收購，建立研究假說如下：

H1：反向收購對信用評等提升的幅度大於正常併購。

## 二、CEO 關係網絡的調節效果

依據資源依賴理論(Resource Dependence Theory)，因在局勢複雜多變的環境中，無法維持個別組織的單一運作，需與其他組織互動及依賴其環境資源，取得必要的組織發展平衡元素。在實務中，董監連結的情況為公司之間通常一人同時兼任兩家公司以上之董監事職位，透過其個人經營管理之連結相關性，以增加公司優勢、建立公司間利益關係及取得相關外部資訊，且同時減少資訊成本(Wu and Leung 2005)。

CEO 從事董事之外部連結較其他成員效果佳，Geletkanycz, Boyd & Finkelstein (2001)即指出，CEO 擔任其它公司董事會成員、協會理事等的職位具有較強的聲望權，可提升該組織在產業網絡結構中的中心性，藉由 CEO 的聲望權使組織向外部其他利益關係者尋求資源時更容易；且 CEO 聲望權所衍生的外部網絡中心性可吸引外部組織主動供應資源(Grabke Rundell & Gomez-Mejia,2002)。Chemmanur and Paeglis (2005)也指出，管理者的名聲對企業價值具有保證效力，能更可靠地傳達公司本身的內部價值給外部使用者，降低其所面對的資訊不對稱性。

另一方面，過去研究亦發現，擁有外部董事職位為公司重要對外連結關係，藉著參與研議其他公司政策，亦增進本身管理經營能力(Fich, 2005)。CEO 擔任其他公司董事可向外傳達決策專家之訊息，並且可藉由聲望、關係網絡與學習機會而獲益(Fama and Jensen, 1983; Srinivasan, 2005)。因此 CEO 與外部董事會連結愈多，網絡連結程度愈大，愈能裨益企業績效，增進公司價值。李建然、陳信吉與梁宏康(2007)在金融公司購併溢價與被併公司高階管理團隊特質之關聯性研究結果亦顯示，以董事連結捕捉外部聲譽可正面增加購併溢價。

誠如前述，反向收購相對於正常收購及一般上市上櫃隱含資訊不對稱較嚴重，外部投資人之疑慮較深，管理者的名聲所能發揮之效益預期也將較大，CEO 透過拓展外部關係之跨界活動(Boundary Spanning)，也較易獲得外部互補性資源來增加營運效率(Cohen and Levinthal,1990)。有鑒於 CEO 擔任外界

董事即具有聲譽效果，有較高能見度，並能帶來商業契機，為企業有價值之資源 (Fich and Shivdasani,2006)。CEO 供應鏈之關係網絡連結可增進上游廠在原料品質的保證，下游廠在產品通路的配置，皆可使公司營運的彈性增加，以降低營運過程中外部不確定環境的威脅，易獲其他金融機構在財務上的支持，進而降低公司整體的違約風險。因此，本研究預期公司 CEO 外部關係網絡對併購信用評等之提升能居中發揮正面影響，並且對於反向收購之效益大於正常收購，提出下列假說：

H2a：CEO 關係網絡愈好，併購公司信用評提升機率愈大。

H2b：CEO 關係網絡將對反向收購與正常併購公司信用評等提升幅度擴大差異。



### 第三節 變數衡量與實證模型

本研究係採多元迴歸模型檢測反向收購與公司信用評等之關聯，兼論 CEO 關係網絡之調節效果。有鑒於公司整體的信用評等反應了信用評等機構對於企業償還債務的能力以及是否有資格接受信用貸款的評定意見(林美鳳、金成隆與林良楓，2009)，故信用評等之狀況與公司獲利能力之財務體質密切相關，同時也受財務壓力影響。本研究參考文獻(高惠松，2012)的作法，信用評等模型控制財務指標，包括表徵企業獲利能力之經營績效指標，財務壓力指標方面則考量企業現金太少、舉債太多，致信用擴張困難之財務安全疑慮，以及企業活動力差而積壓資金所形成之財務壓力，藉以瞭解管理當局之關係網絡是否在進行反向收購時，對公司信用評等具有影響，做為假說驗證之基礎，以下為變數衡量與實證模型說明。

#### 一、變數衡量

##### (一) 依變數

依變數為信用評等併購前後差異數( $\Delta RATING$ )，本研究依循相關文獻(林宛瑩等，2009)的作法，採用台灣經濟新報(TEJ)之 TCRI (Taiwan Corporate Credit Risk Index)作為信用評等計算基礎，其值域為 1(信用評等最佳)至 10(信用評等最差)。其中，學者將 TCRI 介於 1 到 4 級列為投資級，歸屬低度風險；TCRI 介於 5 到 6 級歸屬中度風險；至於 TCRI 介於 7 到 10 級為投機級，歸屬為高度風險<sup>4</sup>。本研究觀察併購事件日(發生)前一年及併購基準日(完成)後一年之間信用評等之變化。考量 TCRI 值小信評佳，為估計結果解讀之方便，將依變數 $\Delta RATING$  界定為併購事件日(發生)前一年信評等級減去併購基準日(完成)後一年信評等級。因此， $\Delta RATING$  值為正時，代表公司併購後信用評等提升。

##### (二) 實驗變數

<sup>4</sup> 台灣經濟新報所編製之信用評等(Taiwan Corporate Credit Risk Index, TCRI)係綜合評比企業十項財務指標，對於公司整體的信用評等評量具有相當的嚴謹性(林美鳳、金成隆與林良楓，2009)。其優點在於資料來源易取得、徵信系統評估對象較廣，且為國內銀行徵信業務廣泛引用，分析師也作為選取分析指標之一。此外，有少數資料之 TCRI 出現「D」級，其定義為(1).倒閉破產、(2).重整、(3).跳票擠兌、(4).紓困求援、(5).接管、(6).全額下市(7).財務吃緊停工，以及(8).CPA 對繼續經營假設存疑、(9).淨值為負。由定義可知歸類為 D 級多屬於有財務危機疑慮之情況。本研究初步將 D 級歸類為等級 11。

## 1. 反向收購(REMA)

反向收購之虛擬變數；若為反向收購公司者令為 1，正常併購公司為 0；

## 2. CEO 關係網絡

本研究以 CEO 關係來界定網絡之形成，探討 CEO 關係網絡之調節效果在反向收購對公司信用評等有何影響，屬於關係網絡的分析層面。首先，本研究以過去文獻中，定義連鎖董事係指至少有一位共同董事任職於兩家公司的董事會；且依循樣本公司中，在兩公司間有無連鎖董事來認定兩者關係，進而建立關係矩陣；最終以關係矩陣找出每個公司 CEO 關係網絡的範圍。至於 CEO 為管理團隊之最高領導人，一般職稱為總經理、總裁或執行長，本研究另將董事長亦涵蓋其中。下列為 CEO 關係網絡公式：

$$C_d(n_i) = d[(n)_i] = \sum_{j=1}^n z_{ij} = \sum_{j=1}^n z_{ji}$$

其中，第  $n_i$  個行動者的網絡關係以  $C_d(n_i)$  代表，行動者  $j$  與  $i$  是否有關係則以  $z_{ij}$  代表，若有關係則為 1，反之即為 0。本研究以外部董事連結數捕捉 CEO 網絡之關係。同時參考文獻以網絡密度(CEONW)衡量 CEO 關係網絡之強度(尤隨樺與張武鈞，2014)的作法，逐年計算 CEO 關係網絡密度，公式如下：

$$CEONW = \frac{2L}{N(N-1)} \times 100 \quad (1)$$

L 係指網絡關係連線數；N 則為公司個數。

### (三) 控制變數

#### 1. 董事持股比率(RDIR)

董事持股比例越大，則有較高的誘因監督公司決策，有利於公司資訊品質和營運成果的提升，降低債權人所承擔的代理風險和資訊風險，同時降低公司整體違約風險，最終公司能獲得較佳的信用評等等級，亦即董事持股比例愈大，則公司信用評等愈好(Ashbaugh-Skaife et al. 2006) 信評等級越低。因此，本研究推論董事持股比例與公司信用評等之間呈現負向關係，董事持股比率(RDIR)公式如下。

$$\text{董事持股比率} = \text{董事持股股數} / \text{總股數} \times 100\%$$

## 2. 公司獲利能力(*PROF*)

以淨值報酬率(*ROE*，又稱股東權益報酬率 Return on Shareholders' Equity)、營業利益率和總資產報酬率(Return on Assets)衡量企業的獲利能力，並將公司併購當年的淨值報酬率、營業利益率和總資產報酬率，使用因素分析法萃取出一個標準化數值，代表公司的整體獲利能力。淨值報酬率通常使用稅後淨利，包含賣地、本業以及金融操作等等的損益，因此獲利性質略有差異，故不應視為一體，而需改用「常續性利益」來取代稅後淨利。營業利益率代表公司本業獲利，為可預期之穩定獲利，此比率越高，係指在該產業擁有更高的競爭力，且於景氣不佳時具有較大的抗壓力，當本業獲利能力愈佳，該公司擁有更高評價。總資產報酬率代表企業運用資產的效能，相同淨值報酬率的企業，其總資產報酬率不一定相同，因此在獲利力方面，TEJ 也加入總資產報酬率做為評估項目，為高總資產報酬率的公司加分。

就投資及債權保障的觀點而言，獲利能力好壞需衡量二個層面：獲利穩定程度及獲利水準高低(通稱為獲利品質)，愈穩定且愈高愈好。公司獲利能力與信評等級呈現負向關係，亦即公司的獲利能力越高，信評等級越低，本研究預期公司獲利能力愈好，併購後公司信用評等愈可能提升，*PROF* 與  $\Delta RATING$  兩者為正相關，公式如下。

$$(1) \text{淨值報酬率}(ROE) = \text{常續性利益} / \text{股東權益}$$

$$(2) \text{營業利益率} = \text{營業利益} / \text{營收}$$

$$(3) \text{總資產報酬率}(ROA) = \text{稅後息前常續性損益} / \text{總資產}$$

## 3. 公司財務安全性(*SECU*)

以速動比率、利息支出率和借款依存度衡量公司的財務安全性，並將公司併購當年的速動比率、利息支出率和借款依存度，使用因素分析法萃取出一個標準化數值，代表公司的財務安全性。速動比率愈高表示公司有愈多流動性高的資金以因應公司的支出；利息支出率低時表示公司繳息正常，可降低被抽銀根機率；借款依存度高時表示幾種情形：(1)營業循環，貨款收回晚於貨款支付，產生鉅額資金缺口；(2)收入小於成本(即為虧損)，等於以借款

貼補客戶；(3)自有資本僅能小部分運用，卻投資高風險資產如固定資產設備及長期投資等。

在資本市場上，一家公司營運發展的生存最基本要求為財務安全性，也只有高度財務安全性方能避免高額負債。故本研究預期公司整體財務安全性與信評等級呈現負向關係，亦即財務安全性越高，則公司信評等級越低，信用評等越佳。本研究預期公司財務安全性越高，併購後公司信用評等愈可能提升， $SECU$  與  $\Delta RATING$  呈現為正向相關，公式如下。

$$(1) \text{ 速動比率} = \text{速動資產} / \text{流動負債}$$

$$(2) \text{ 利息支出率} = \text{利息支出} / \text{營業收入}$$

$$(3) \text{ 借款依存度 } DE = \text{長短期借款} / \text{股東權益}$$

#### 4. 公司活動力( $ACT$ )

將公司年底的收現月數和售貨月數，使用因素分析法萃取出一個標準化數值( $ACT$ )， $ACT$  值愈高，代表公司活動力愈差，公司信用評等愈差。本研究預期  $ACT$  與  $\Delta RATING$  關係為負，亦即公司活動力愈好， $ACT$  值愈低，併購後公司信用評等愈可能提升，公式如下。

$$\text{收款天數} = 365 / (\text{營業收入} / \text{期末應收帳款})$$

$$\text{售貨天數} = 365 / (\text{營業成本} / \text{期末存貨})$$

#### 5. 負債比率( $LEV$ )

公司之營運效果及財務結構均會影響績效，本研究參考相關文獻(Mehran 1995; Tallman and Li 1996)，在研究模型納入負債比率為控制變數，負債比率( $LEV$ ) 定義為總負債除以總資產。公司績效與負債比率的關係，Myers(1977)認為高獲利能力公司，可經由營運產生之保留盈餘，而非藉由大量舉債滿足資金需求。反之 Berger et al.(1997)認為增加負債將使管理者提高喪失工作機會及公司破產之可能性，致使管理者為提升企業績效而約束自利行為，且此比率亦會使公司產生稅盾效果，一般而言，負債比率越高，也含著較高的破產風險。因此，本研究以併購事件日當年底之負債比率來控制公司財務槓桿

程度對信用評等之影響，且不預期負債比率之影響方向，公式如下。

$$\text{負債比率}(LEV) = \text{總負債}/\text{總資產}$$

## 6. 公司規模(SIZE)

於過去文獻中，可發現公司規模對創新有重大影響(Teece 1992)。公司有大者恆大的趨勢，公司併購時，公司規模為必要考慮因素之一，本研究控制公司規模對信用評等之影響，並依循 Goerzen (2007)的作法，以企業之總資產帳面值取自然對數衡量之。公司規模越大，越可在營運、銷售及財務方面達到規模經濟，從而提升公司績效與價值 (Demsetz & Lehn 1985)，愈有利於併購後信用評等之提升。另一方面，大公司營運及財務較為健全，在併購當時即享有較佳之信用評等，反而使得信用評等不易因併購而進一步大幅提升。本研究納入企業規模作為控制變數，以總資產取自然對數值衡量，至於對併購後信用評等的影響方向則作不預期。

## 二、實證模型

綜合上述變數衡量之定義，本研究驗證假說之變數與迴歸模型如下：

$$\Delta RATING = \alpha_0 + \alpha_1 REMA + \alpha_2 CEONW + \alpha_3 RDIR + \alpha_4 PROF + \alpha_5 SECU + \alpha_6 ACT + \alpha_7 LEV + \alpha_8 SIZE + \varepsilon \quad (1)$$

$$\Delta RATING = \beta_0 + \beta_1 REMA + \beta_2 CEONW + \beta_3 REM \times CEONW + \beta_4 RDIR + \beta_5 PROF + \beta_6 SECU + \beta_7 ACT + \beta_8 LEV + \beta_9 SIZE + u \quad (2)$$

$\Delta RATING$  = 併購前後信用評等差異；

$REMA$  = 反向收購之虛擬變數；若為反向收購公司為 1，否則為 0；

$CEONW$  = CEO 關係網絡；

$RDIR$  = 董事持股比率；

$PROF$  = 公司獲利能力；

$SECU$  = 公司財務安全性；

$ACT$  = 公司活動力；

$LEV$  = 負債比率；

*SIZE* = 公司規模。

假說 H1 預期反向收購對公司信用評等提升的幅度大於正常併購，因此 *REMA* 的係數  $\alpha_1$  顯著為正，即與假說 H1 的觀點相符。假說 H2a 探討企業併購對公司信用評等改善的幅度是否與 CEO 關係網絡有關，H2b 則預期 CEO 關係網絡擴大反向收購與正常併購公司信用評等提升幅度的差異，意指 CEO 關係網絡裨益併購公司之信用評等提升，且相對於正常併購公司而言，反向收購公司更能受惠於 CEO 關係網絡，其提升信用評等的幅度大於正常併購，因而擴大公司信用評等之間的差異。當  $\alpha_2$  符號為正，支持假說 H2a。本研究在模型(1)納入 CEO 關係網絡(*CEONW*)及其與 *REMA* 的交乘項，預期交乘項係數  $\beta_3$  符號為正，即為支持假說 H2b 之觀點。由於依變數是有順序的整數值，故本研究參考文獻(Hill *et al.*, 2008, 433~437)的作法，採用 Ordered Logit 模型進行估計測試。



表 6 變數定義、衡量方式和預期方向

變數	名稱	衡量方式	預期方向
<b>應變數</b>			
$\Delta RATING$	信用評等差異	研究期間設定為併購事件日(發生)前一年及併購基準日(完成)後一年，共計 2 年時間。信用等級分十級，級數愈大代表公司違約風險愈高， $\Delta RATING$ 為併購前信用評等減併購後信用評等之差額。 $\Delta RATING$ 代表信評提升之幅度，數值為正，代表併購後信評優於併購前。	
<b>實驗變數</b>			
$REMA$	反向收購	反向收購之虛擬變數若為反向收購公司為 1，否則為 0。	+
$CEONW$	CEO 關係網絡	依據關係矩陣找出各個公司之 CEO 關係網絡。	+
$REMA \times CEONW$	CEO 關係網絡交乘項	反向收購及 CEO 關係網絡交乘項。	+
<b>控制變數</b>			
$RDIR$	董事持股比率	所有董事持股比率	+
$PROF$	公司獲利能力	將公司年底的淨值報酬率、營業利益率和總資產報酬率，使用因素分析法萃取出一個標準化數，代表公司整體獲利能力。	+
$SECU$	公司財務安全性	將公司的速動比率、利息支出率和借款依存度，使用因素分析法萃取出一個標準化數值，代表公司財務安全性。	+
$ACT$	公司活動力	將公司年底的收現月數和售貨月數，使用因素分析法萃取出一個標準化數值，代表公司活動力。	-
$LEV$	負債比率	以總負債除以總資產衡量。	+/-
$SIZE$	公司規模	以總資產取自然對數值衡量。	+/-

#### 第四節 研究期間與樣本選取

本研究以 2001 年至 2014 年間台灣上市上櫃公司中，從事併購活動公司為研究樣本，研究期間設定為併購事件日(發生)前一年及併購基準日(完成)後一年，共計 2 年時間，以利觀察名為法律上收購者之公司是否會因併購之異動而使信用評等產生變化。歸納以上所述，本研究之對研究樣本的總觀察期間為 2000 年至 2015 年。

本研究資料從台灣經濟新報(TEJ)資料庫取得相關購併交易資料、購併財務資料與公司治理資料。刪除資料不齊全之樣本後共計 666 個公司/年度觀察值，公司年度分配與產業分配情況列示於表 7。表 7 顯示，併購案件呈現逐年增加傾向，其中又以電子及生技產業居多。

表 7 企業併購產業-年度分佈狀況表

產業代碼	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	合計	%
1100 水泥									2			1		2	5	0.8
1200 食品		1		2	1	1	1	1		1	1		1		10	1.5
1300 塑膠	1		1						2	2	1				8	1.2
1400 紡織			1		1	1	2	1	2	2		2	1	2	15	2.3
1500 電機	2		2	1	1			3	1	4	3	4	5	3	29	4.4
1600 電器						1		1	2	1	3		1		9	1.4
1721 化學					2			3		1	1	5	4	1	17	2.6
1722 生技			2	1	1	1	2	2	4	4	3	2	8	13	42	6.3
1900 紙類				1								1			2	0.3
2000 鋼鐵	1				3		2	4		1		3	1	2	17	2.6
2100 橡膠								1							1	0.2
2200 汽車													3		3	0.5
2324 半導體	1	2	5	4	8	4	9	10	8	5	8	7	8	8	87	13.1
2325 電腦週邊		2	3	2	2	6	6	4	5	4	7	5	8	7	61	9.2
2326 光電業		2	2	3	1	3	6	3	4	9	7	10	8	6	64	9.6
2327 電子零組件	1	2	4	2	2	2	3	3	4	1	4		1		29	4.4
2328 通信網路業		2	6	5	7	7	4	7	7	15	4	4	8	13	89	13.4
2329 電子通路業		6	1	2	1	1	2	2	3	2	4	1	4		29	4.4
2330 資訊服務業		1	1	1	1	1	3		1	5	1		1	2	18	2.7
2331 其他電子業						2	1	2	3	1		2	4	1	16	2.4
2500 紙類			1	2	5	7	4	4		3	6	3	2	1	38	5.7
2600 營建		1	1	2					2	1		1		1	9	1.4
2700 運輸							3	1			2	1	4	2	13	2.0
2900 觀光		1				1	2	1	3	2		3	6	4	23	3.5
3200 金融		1				1						1		2	5	0.8
9700 百貨										1					1	0.2
9900 其他		1		2				4	2	4	1	4	1	7	26	3.9
合計	3	25	28	31	36	39	50	59	53	69	56	61	79	77	666	100
%	0.5	3.8	4.2	4.7	5.4	5.9	7.5	8.9	8.0	10.4	8.4	9.2	11.9	11.6	100	

## 第肆章 實證結果與分析

第肆章主要分為四節，第一節是各變數之敘述性統計值以及相關係數表，第二節為實證迴歸分析結果，第三節為敏感性分析與增額測試。

### 第一節 敘述性統計

首先針對全體樣本進行介紹，本研究樣本共計 666 筆觀察值，各研究變數敘述性統計量彙總於表 8。在應變數方面，信用 TEJ 賦予公司的信用風險指標等級(TCRI)，等級分十級由 1 到 10，級數愈大代表公司違約風險愈高，本研究計算信用評等差異 $\Delta RATING$  為併購前信用評等減併購後信用評等之差額。當 $\Delta RATING$  數值為正，代表併購後信評優於併購前。觀察表 8 中 Panel A 資料， $\Delta RATING$  整體樣本中最大值是 4，最小值-4，表示併購後公司信用評等最高調升了四個等級，最差則調降四個等級。由第一四分位數、中位數及第三四分位數，代表半數以上的併購事件公司維持原信用評等。 $\Delta RATING$  的平均值接近 0(0.003)，顯示信用評等遭調整之其他併購事件，其調升或調降情況相近，難分軒輊。另外，在實驗變數方面， $REMA$  平均值 0.105，代表樣本中約有一成為反向收購。

檢視表 8 中 Panel B 不同併購類型之變數發現，全樣本中依變數 $\Delta RATING$  整體平均值雖低，但其兩個子樣本中的平均值相當懸殊，在正常收購樣本中為負(-0.0302)，反向併購樣本中為正(0.2857)，表示平均而言正常收購信用評等調降，而反向併購信用評等調升，單變量檢定呈現兩者差異達 1% 顯著水準（平均數差異-0.3159，t 值-2.63）。此外， $CEONW$  在兩個子樣本平均值也有相當之差異，在正常收購樣本的平均數為 0.0402，反向併購樣本的平均數為 0.0221，正常收購公司的 CEO 進行外部董事連結之關係網絡密度顯著高於反向收購（平均數差異 0.0181，t 值 3.36）。此外，正常併購公司的董事會整體的持股高於反向收購公司，正常收購公司獲利能力及財務安全性優於反向收購公司，並且正常收購公司的規模平均大於反向收購公司。

表 9 為各變數間相關係數之彙總，從表中得知，依變數 $\Delta RATING$  與實驗變數中的反向收購虛擬變數( $REMA$ )為顯著正相關，表示反向收購後信用評等調升的機率高於正常收購。另一實驗變數 CEO 關係網絡( $CEONW$ )相關係數不具顯著性。控制變數方面，企業獲利能力( $PROF$ )以及公司財務安全性( $SECU$ )顯著為正，與預期相符。所有董事持股比率( $RDIR$ )、公司活動力( $ACT$ ) 及公司規模( $SIZE$ )則未達一般統計顯著水準。一般而言，各變數間的相關係數大於

0.8 會有嚴重共線性的問題發生，而本研究除了 *SECU* 與 *LEV* (Pearson 相關係數-0.634；Spearman 相關係數-0.779) 外，其他各自變數之相關係數多不大，皆未超過 0.4。本研究另進行共線性檢定，VIP 檢定平均數 1.37，最大值也僅為 1.82，使用 OLS(普通最小平方法)迴歸式刪除變數 *LEV* 後，並不影響各變數估計結論，*SECU* 係數由 1.6894 下降至 1.4874，而 adj R<sup>2</sup> 則由 10.66% 微幅下降至 10.64%。整體而言，變數之間的共線性問題並不嚴重。考量使用單變量檢定無法對可能產生影響之其他變數加以控制，本研究將進一步採用多元迴歸模型檢測，同時模式中亦將維持原變數之設定。



表 8 敘述性統計量 (N=666)

變數 <sup>a</sup>	平均數	標準差	最小值	第一四分位數	中位數	第三四分位數	最大值
$\Delta RATING$	0.003	0.955	-4.000	0.000	0.000	0.000	4.000
$\bar{REMA}$	0.105	0.307	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$CEONW$	0.038	0.043	0.000	0.014	0.025	0.052	0.229
$RDIR$	0.200	0.134	0.037	0.100	0.167	0.256	0.634
$PROF$	0.021	0.521	-2.668	-0.045	0.115	0.289	0.750
$SECU$	<0.001	0.059	-0.344	-0.015	0.014	0.033	0.071
$ACT$	-0.003	0.002	-0.006	-0.004	-0.003	-0.002	0.003
$LEV$	0.440	0.174	0.053	0.319	0.443	0.557	0.865
$SIZE$	15.809	1.675	12.325	14.669	15.629	16.770	19.957

Panel B 信用評等相關因素在不同併購類型差異之單變量檢定

變數 <sup>a</sup>	正常併購(n=596)		反向併購(n=70)		平均數 差異	t 值 <sup>b</sup>	Wilcoxon 統計量
	平均數	中位數	平均數	中位數			
$\Delta RATING$	-0.0302	0.0000	0.2857	0.0000	-0.3159***	-2.63	-2.04***
$CEONW$	0.0402	0.0260	0.0221	0.0200	0.0181***	3.36	3.41***
$RDIR$	0.1886	0.1568	0.3007	0.2435	-0.1121***	-6.85	-6.14***
$PROF$	0.0800	0.1329	-0.4792	-0.1917	0.5592**	8.99	6.74***
$SECU$	0.0012	0.0138	-0.0115	0.0167	0.0127*	1.73	-0.69
$ACT$	-0.0029	-0.0031	-0.0026	-0.0029	-0.0003	-1.19	-0.68
$LEV$	0.4392	0.4382	0.4448	0.4713	-0.0056	-0.26	-0.37
$SIZE$	16.0072	15.7770	14.1172	13.7991	1.8900***	9.51	9.00***

<sup>a</sup>  $\Delta RATING$ : 信用等級分十級, 級數愈大代表公司違約風險愈高,  $\Delta RATING$  為併購前信用評等減併購後信用評等之差額。 $\Delta RATING$  數值為正, 代表併購後信評優於併購前;  $REMA$ : 反向收購之虛擬變數若為反向收購公司為 1, 否則為 0。 $CEONW$ : CEO 關係網絡強度, 根據併購公司 CEO 之董事關係網絡強度衡量。依據關係矩陣找出各個公司之 CEO 關係網絡;  $RDIR$ : 所有董事整體持股比率;  $PROF$ : 公司整體獲利能力, 將公司營業利益率和總資產報酬率, 使用因素分析法萃出一個標準化數值;  $SECU$ : 公司財務安全性, 係將公司的速動比率、利息支出率和借款依存度, 使用因素分析法萃出一個標準化數值;  $ACT$ : 公司活動力, 係將公司年底的收現月數和售貨月數, 使用因素分析法萃出一個標準化數值;  $LEV$ : 負債比率, 以總負債除以總資產衡量;  $SIZE$ : 企業規模, 以總資產取自然對數值衡量。

<sup>b</sup> t 值為雙尾檢定; \*\*\*, \*\*與\* 分別表示 1%、5%及 10%的顯著水準。

表 9 相關係數矩陣<sup>b</sup>

變數 <sup>a</sup>	$\Delta RATING$	<i>REMA</i>	<i>CEONW</i>	<i>RDIR</i>	<i>PROF</i>	<i>SECU</i>	<i>ACT</i>	<i>LEV</i>	<i>SIZE</i>
$\Delta RATING$		0.079**	0.032	0.008	0.301***	0.176***	0.024	-0.086**	-0.009
<i>REMA</i>	0.102***		-0.132***	0.238***	-0.261***	0.027	0.026	0.014	-0.349***
<i>CEONW</i>	0.021	-0.129***		-0.007	0.033	0.040	-0.009	-0.059	0.231***
<i>RDIR</i>	0.049	0.257***	0.052		-0.049	0.040	0.070*	0.034	-0.334***
<i>PROF</i>	0.227***	-0.329***	0.03	-0.099**		0.180***	-0.095**	-0.126***	0.217***
<i>SECU</i>	0.144***	-0.067*	0.063	0.031	0.195***		0.027	-0.779***	-0.206***
<i>ACT</i>	0.012	0.046	-0.085**	0.091**	-0.139***	0.017		-0.031	-0.179***
<i>LEV</i>	-0.072*	0.01	-0.052	0.033	-0.018	-0.634***	-0.012		0.209***
<i>SIZE</i>	-0.054	-0.346***	0.269***	-0.266***	0.311***	-0.026	-0.175***	0.188***	

<sup>a</sup>變數定義如表 2。

<sup>b</sup>表格右邊為 Spearman 相關係數檢定，左邊為 Pearson 相關係數檢定。\*\*\*與\*\*分別表示 0.01 與 0.05 的顯著水準。

## 第二節 實證迴歸分析結果

本研究以反向收購前後信用評等差額之變化( $\Delta RATING$ )為依變數，檢測反向收購與公司信用評等之關聯，並進一步觀察 CEO 關係網絡之調節效果，將實證結果列示於表 10 模型(一)及模型(二)。兩模式的卡方檢定值  $X^2$  分別為 65.30 與 65.37，皆達 1% 顯著水準， $Pseudo R^2$  值均為 4.2%。根據表 10 的模式(一)實證結果顯示，在反向收購與信用評等變化關係的測試(假說 H1)方面，變數  $REMA$  之係數顯著為正(係數 1.2275,  $t$  值 4.00)，代表相對於正常併購的情況，反向收購更能提升信用評等，實證結果支持假說 H1 之觀點。 $CEONW$  的係數也顯著為正(係數 4.1338,  $t$  值 2.1)，與本研究假說 H2a 預期一致，表示公司 CEO 外部關係網絡確能對併購居中產生正面作用，進而提升信用評等。

此外，觀察表 10 的模式(二)可知， $REMA$  係數與  $CEONW$  係數也皆為正，且已達 5% 顯著水準(係數為 1.1441 與 4.0564,  $t$  值為 2.61 與 2.04)，意味著在 CEO 未有任何外部董事連結關係，企業單純的反向收購對信用評等的提升效果即優於正常併購情況；而當企業進行正常併購時，CEO 外部董事關係網絡愈強，對信用評等的提升助益愈大。交乘項  $REMA \times CEONW$  為正，但不具顯著性(係數 3.8713,  $t$  值 0.27)，即假說 H2b 反向收購與正常併購公司信用評等提升幅度的差異，會因 CEO 關係網絡而有明顯擴大的看法，並無法由模型(二)的結果獲得實證證據之支持。

在控制變數方面， $PROF$  與  $SECU$  係數顯著為正，符合預期，代表併購時公司的整體獲利能力愈好、財務安全性愈高，其在併購後愈能提高公司之信用評等。 $SIZE$  係數顯著為負，與過去研究之發現一致，表示大公司在併購當時即多享有較好之信用評等，不易因進一步擴張事業版圖，而使其信用評等獲得大幅提升。

表 10 反向收購與 CEO 關係網絡對公司信用評等之影響(N=666)

變數 <sup>a</sup>	預期 <sup>b</sup> 符號	模式(一)		模式(二)	
		係數	t 值	係數	t 值
<i>REMA</i>	+	1.2275 ***	4.00	1.1441 ***	2.61
<i>CEONW</i>	+	4.1338 **	2.10	4.0564 **	2.04
<i>REMA</i> × <i>CEONW</i>	+			3.8713	0.27
<i>RDIR</i>	+	-0.3263	-0.51	-0.3166	-0.49
<i>PROF</i>	+	1.2081 ***	6.38	1.2067 ***	6.37
<i>SECU</i>	+	3.2040 **	1.79	3.2123 **	1.79
<i>ACT</i>	-	61.9156	1.23	61.4072	1.22
<i>LEV</i>	+/-	0.1051	0.17	0.1131	0.19
<i>SIZE</i>	+/-	-0.1122 **	-1.96	-0.1112 *	-1.94
$X^2$		65.30 ***		65.37 ***	
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>		0.042		0.042	

<sup>a</sup> $\Delta RATING$ ：信用等級分十級，級數愈大代表公司違約風險愈高， $\Delta RATING$  為併購前信用評等減併購後信用評等之差額。 $\Delta RATING$  數值為正，代表併購後信評優於併購前；*REMA*：反向收購之虛擬變數若為反向收購公司為 1，否則為 0。*CEONW*：CEO 關係網絡強度，根據併購公司 CEO 之董事關係網絡強度衡量。依據關係矩陣找出各個公司之 CEO 關係網絡；*RDIR*：所有董事整體持股比率；*PROF*：公司整體獲利能力，將公司營業利益率和總資產報酬率，使用因素分析法萃取出一個標準化數值；*SECU*：公司財務安全性，係將公司的速動比率、利息支出率和借款依存度，使用因素分析法萃取出一個標準化數值；*ACT*：公司活動力，係將公司年底的收現月數和售貨月數，使用因素分析法萃取出一個標準化數值；*LEV*：負債比率，以總負債除以總資產衡量；*SIZE*：企業規模，以總資產取自然對數值衡量。

<sup>b</sup>變數若為單一預期符號則是單尾檢定；若無則是雙尾檢定。

\*\*\*表示達 1%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*表示達 10%顯著水準。

由於Ordered Logit 模型為非線性函數模型，對於交乘項之解讀與一般線性函數不完全相同，並且先前也發現表8 Panel B中， $\Delta RATING$ 及實驗變數  $CEONW$ 於反向收購與正常併購兩個子樣本所呈現的平均數差異相當大。考量關係網絡對信用評等之提升有可能雖不具全面性，但在某些情況可產生一定程度之影響，而有更細微觀察之必要，本研究即進一步檢視正常併購以及反向收購提升信用評等之可能性是否與不同的CEO關係網絡密度有關。在做法上，本研究根據敘述性統計表8所顯示之值域範圍，將表徵CEO關係網絡之變數  $CEONW$ 由小至大依序排列，區分十個層級，觀察不同關係網絡密度下，正常併購與反向收購後信用評等提升之情況。

首先檢視信用評等提升與降低一個等級，其結果列示於表11。為方便說明，表11將相對成敗比(Odds Ratio)估計結果轉換為機率值呈現，表12則是依照表11的資料，進一步計算正常收購( $REMA=0$ )以及反向併購( $REMA=1$ )兩狀態之機率差，同時針對機率差進行檢定。根據表11信評提升一級的模式(一)所示，不論是正常併購或是反向收購，信評提升的機率皆能隨著CEO關係網絡密度的增加而增加。當 $CEONW$ 值為0，即企業CEO未有任何外部董事連結關係時，併購提升信評的機率明顯較低，而且反向併購後信評提升一個等級的機率高於正常併購，兩者機率相差0.1291 (正常併購機率0.0991；反向併購機率0.2282)；而當 $CEONW$ 值為0.06時，正常併購提升信評之機率增為0.1210；反向併購大幅增加至0.2911，兩者之機率差已多達0.1701。

兩者機率差也可直接由表12得知，觀察表12不難發現，不論 $CEONW$ 大小，信評在反向併購後向上提升一級的機率皆高於正常併購10%以上，意味著CEO外部關係對反向收購產生之效益明顯大於正常收購。此外，兩者機率差是隨著 $CEONW$ 的提高而增加，此現象與本研究預期公司CEO外部關係網絡對併購信用評等之提升能居中發揮正面影響，並擴大反向收購與正常併購公司信用評等調升發生機率差異的觀點一致，即假說H2b的觀點在併購後信評調升一個等級的情況獲得支持。

併購後信評調降一級的情況，檢視表 11 也發現，無論是正常併購或是反向收購，CEO 未有任何關係網絡( $CEONW=0$ )之公司，其併購後信評調降的機率明顯高於其他網絡關係。資料顯示，當  $CEONW$  值為 0 時，信評在正常併購調降一級的機率 0.1539；反向併購機率為 0.0585。而當  $CEONW$  值為 0.06 時，正常(反向)併購後信評調降一級之機率為 0.1273(0.0376)，發生機率減少了

0.0266(0.0206)，亦即 CEO 關係網絡密度較高，併購後信評調降機率較低。

另一方面，本研究也發現 CEO 關係網絡對於正常併購後信評降等的調節作用相當明顯，且具全面性，併購後信評調降的機率皆隨著 *CEONW* 的增加而顯著減少。反觀發生在反向併購之機率值於 *CEONW* 超過 0.06，檢測的結果即已不具顯著性。表 12 進一步計算表 11 資料而求得機率差，觀察 Panel B 的模式(二)亦可得知，正常併購與反向收購兩者機率差顯著為負，代表反向併購後信評調降發生之機率皆低於正常收購。同時也發現兩者間機率差絕對值隨著 CEO 關係網絡密度的增加而降低，顯示 CEO 關係網絡係縮小兩者間發生機率的差異。

將此現象綜合了前述表 11 呈現 CEO 關係網絡緩和正常併購信評調降之效果優於反向收購的結果，推測主要是由於正常併購發生信評調降之機率原本即高於反向收購，因此 CEO 關係網絡居中發揮效益，可減緩正常併購後信評調降的機率相較於反向收購明顯。再者，反向收購之 *CEONW* 值超過 0.06 時，檢測的結果皆不具顯著性，可能反映了原本反向收購信評調降機率即低，因而縱使公司 CEO 具有高密度關係網絡，也並未發現能大幅減少信評調降機率。

本研究另將樣本中，其他併購後信用評等調升及調降等級機率差之檢測結果一併列示於表 12 的 Panel B 至 Panel D。反向併購與正常併購之機率差在併購信評提升的情況皆為正，同樣顯示併購後信評轉佳的情況，發生於反向併購公司之機率高於正常收購。另一方面，信評調降之機率差皆為負，表示反向併購後信評惡化發生之機率低於正常併購，也與上述信評調降一級的情況一致。不過，反向收購與正常併購信評向上提升的機率差雖皆為正，但數值大小與信評等級調升幅度有關。以  $CEONW=0.04$  為例，併購後信評調升一級之機率，反向收購高於正常併購 0.1574；併購後信評調升兩級之機率，兩者機率相差大幅縮小至 0.0544，調升四級之機率差更下滑至 0.0056，且未具顯著性。而且，當反向收購信評調升兩級以上，機率差在 CEO 高密度關係網絡皆未達一般統計顯著水準，意味著反向收購 CEO 關係網絡雖較正常併購易於彰顯效益，而能調升信評等級，但恐難以單純靠 CEO 高密度的關係網絡而使信用評等大幅提升。

表 11 CEO 關係網絡對併購公司信評改等一級之影響(N=666)

信評等級變化	(一)提升一級			(二)降低一級		
	CEONW 值	機率值	標準誤 t 值	機率值	標準誤 t 值	t 值
0.00-正常	0.0991 ***	0.0130	7.62	0.1539 ***	0.0177	8.71
-反向	0.2282 ***	0.0586	3.89	0.0585 ***	0.0232	2.52
0.02-正常	0.1060 ***	0.0122	8.68	0.1446 ***	0.0152	9.53
-反向	0.2495 ***	0.0429	5.81	0.0506 ***	0.0145	3.48
0.04-正常	0.1133 ***	0.0122	9.27	0.1357 ***	0.0140	9.71
-反向	0.2707 ***	0.0558	4.85	0.0436 ***	0.0167	2.61
0.06-正常	0.1210 ***	0.0133	9.08	0.1273 ***	0.0140	9.07
-反向	0.2911 ***	0.0816	3.57	0.0376 *	0.0226	1.67
0.08-正常	0.1290 ***	0.0155	8.30	0.1192 ***	0.0150	7.92
-反向	0.3102 ***	0.1055	2.94	0.0323	0.0276	1.17
0.10-正常	0.1374 ***	0.0187	7.34	0.1115 ***	0.0166	6.73
-反向	0.3274 ***	0.1210	2.71	0.0278	0.0312	0.89
0.12-正常	0.1462 ***	0.0227	6.44	0.1042 ***	0.0183	5.70
-反向	0.3421 ***	0.1246	2.75	0.0239	0.0333	0.72
0.14-正常	0.1553 ***	0.0272	5.70	0.0973 ***	0.0200	4.87
-反向	0.3538 ***	0.1138	3.11	0.0205	0.0343	0.60
0.16-正常	0.1648 ***	0.0323	5.11	0.0908 ***	0.0216	4.21
-反向	0.3620 ***	0.0878	4.12	0.0175	0.0344	0.51
0.23-正常	0.2002 ***	0.0521	3.84	0.0708 ***	0.0256	2.77
-反向	0.3603 ***	0.1426	2.53	0.0102	0.0302	0.34

<sup>a</sup> CEONW：關係網絡強度，依主併公司 CEO 關係網絡密度(CEONW)排序。

<sup>b</sup> 機率差為雙尾檢定；\*\*\*、\*\*與\* 分別表示 1%、5%及 10%的顯著水準。

表 12 不同類型併購公司信評改等機率差之比較 (N=666)

Panel A		(一)提升一級		(二)降低一級		
<i>CEONW</i> 值 <sup>a</sup>	機率差 <sup>b</sup>	標準誤	t 值	機率差	標準誤	t 值
0.00	0.1291 **	0.0582	2.22	-0.0954 ***	0.0270	-3.53
0.02 <sup>c</sup>	0.1435 ***	0.0417	3.44	-0.0941 ***	0.0183	-5.14
0.04	0.1574 ***	0.0545	2.89	-0.0921 ***	0.0196	-4.70
0.06	0.1701 **	0.0807	2.11	-0.0897 **	0.0251	-3.57
0.08	0.1812 **	0.1049	1.73	-0.0869 **	0.0304	-2.85
0.10	0.1900 *	0.1208	1.57	-0.0837 ***	0.0346	-2.42
0.12	0.1959 *	0.1248	1.57	-0.0804 **	0.0375	-2.14
0.14	0.1985 **	0.1146	1.73	-0.0768 **	0.0394	-1.95
0.16	0.1972 **	0.0901	2.19	-0.0732 **	0.0403	-1.82
0.23	0.1601	0.1479	1.08	-0.0606 *	0.0395	-1.53

Panel B		(一)提升二級		(二)降低二級		
<i>CEONW</i> 值 <sup>a</sup>	機率差 <sup>b</sup>	標準誤	t 值	機率差	標準誤	t 值
0.00	0.0391 **	0.0233	1.68	-0.0169 ***	0.0060	-2.83
0.02	0.0463 ***	0.0190	2.44	-0.0162 ***	0.0049	-3.35
0.04	0.0544 ***	0.0275	1.98	-0.0156 ***	0.0048	-3.25
0.06	0.0634 *	0.0466	1.36	-0.0148 ***	0.0052	-2.86
0.08	0.0734	0.0718	1.02	-0.0141 ***	0.0057	-2.49
0.10	0.0843	0.1014	0.83	-0.0134 **	0.0061	-2.20
0.12	0.0961	0.1343	0.72	-0.0127 **	0.0063	-2.00
0.14	0.1086	0.1692	0.64	-0.0119 **	0.0065	-1.84
0.16	0.1216	0.2044	0.59	-0.0112 **	0.0065	-1.72
0.23	0.1667	0.2938	0.57	-0.0090 *	0.0062	-1.45

<sup>a</sup> *CEONW*：關係網絡強度，依主併公司 CEO 關係網絡密度(*CEONW*)排序。

<sup>b</sup> 機率差為單尾檢定；\*\*\*、\*\*與\* 分別表示 1%、5%及 10%的顯著水準。

<sup>c</sup> *CEONW* 值為 0.02 時，反向併購公司 CEO 關係網絡提升信用評等一個等級之機率高於正常併購公司 0.1435；反向併購公司 CEO 關係網絡降低信用評等一個等級之機率低於正常併購公司 0.0941，兩者皆達 1%顯著水準。*CEONW* 值為 0.08 時，反向併購公司 CEO 關係網絡提升信用評等兩個等級之機率高於正常併購公司 0.0734 (t 值 1.02)，未達一般統計顯著水準；反向併購公司 CEO 關係網絡降低信用評等兩個等級之機率低於正常併購公司 0.0141(t 值 2.49)，仍達 1%顯著水準。

表 12 不同類型併購公司信評改等機率差之比較 (N=666)(續)

Panel C		(一)提升三級			(二)降低三級		
<i>CEONW</i> 值 <sup>a</sup>	機率差 <sup>b</sup>	標準誤	t 值	機率差	標準誤	t 值	
0.00	0.0174 *	0.0116	1.49	-0.0034 *	0.0021	-1.60	
0.02 <sup>c</sup>	0.0209 **	0.0102	2.04	-0.0032 **	0.0019	-1.68	
0.04	0.0250 **	0.0148	1.69	-0.0031 **	0.0018	-1.66	
0.06	0.0299	0.0252	1.19	-0.0029 *	0.0018	-1.61	
0.08	0.0355	0.0401	0.88	-0.0028 *	0.0018	-1.53	
0.10	0.0419	0.0594	0.71	-0.0026 *	0.0018	-1.46	
0.12	0.0494	0.0835	0.59	-0.0025 *	0.0018	-1.39	
0.14	0.0580	0.1129	0.51	-0.0023 *	0.0017	-1.34	
0.16	0.0677	0.1481	0.46	-0.0022 *	0.0017	-1.29	
0.23	0.1123	0.3207	0.35	-0.0017	0.0015	-1.16	

Panel D		(一)提升四級			(二)降低四級		
<i>CEONW</i> 值	機率差	標準誤	t 值	機率差	標準誤	t 值	
0.00	0.0039	0.0035	1.09	-0.0099 ***	0.0041	-2.44	
0.02	0.0047	0.0037	1.26	-0.0095 ***	0.0035	-2.73	
0.04	0.0056	0.0049	1.16	-0.0090 ***	0.0034	-2.68	
0.06	0.0068	0.0073	0.93	-0.0086 ***	0.0035	-2.45	
0.08	0.0081	0.0108	0.75	-0.0081 **	0.0037	-2.21	
0.10	0.0097	0.0157	0.62	-0.0076 **	0.0038	-2.01	
0.12	0.0116	0.0221	0.53	-0.0072 **	0.0039	-1.85	
0.14	0.0138	0.0302	0.46	-0.0068 **	0.0039	-1.72	
0.16	0.0164	0.0405	0.40	-0.0064 *	0.0039	-1.62	
0.23	0.0295	0.1007	0.29	-0.0050 *	0.0036	-1.38	

<sup>a</sup> *CEONW*：關係網絡強度，依主併公司 CEO 關係網絡密度(*CEONW*)排序。

<sup>b</sup> 機率差為單尾檢定；\*\*\*、\*\*與\* 分別表示 1%、5%及 10%的顯著水準。

<sup>c</sup> *CEONW* 值為 0.02 時，反向併購公司 CEO 關係網絡提升信用評等三個等級之機率高於正常併購公司 0.0209(t 值 2.04)；反向併購公司 CEO 關係網絡降低信用評等三個等級之機率低於正常併購公司 0.0032。*CEONW* 值為 0.08 時，反向併購公司 CEO 關係網絡提升信用評等兩個等級之機率高於正常併購公司 0.0734 (t 值 1.68)，兩者皆達 5%顯著水準。

綜合上述，相對於正常併購的情況，反向收購更能提升信用評等，實證結果與假說 H1 之觀點一致。H2a 預期 CEO 關係網絡愈好，併購公司信用評提升機率愈大，實證結果亦支持假說 H2a 之觀點。至於假說 H2b 有關 CEO 關係網絡的調節效果方面，實證結果顯示，CEO 關係網絡擴大反向收購與正常併購公司信用評等調升發生機率之差異，因此實證結果也與 H2b 之觀點一致。不過，在緩和公司信用評等調降的情況，CEO 關係網絡反而是縮小兩者機率差。本研究另發現，正常併購而調升信評之機率隨著 CEO 關係網絡強度增加而上升，且提升之幅度亦能成長，亦即 CEO 關係網絡信評效果具邊際效益遞增特性。但本研究並未發現 CEO 之高密度關係網絡，可使反向收購公司有較大的信評提升發生率，亦未發現公司信用評等在反向併購後能大幅提升，意味著 CEO 關係網絡對反向收購信評效益的作用有所侷限，非屬全面性。

本研究進一步就正常併購與反向收購，比較關係網絡密度高低表現於不同信用評等調整之機率差異，並以圖形呈現。觀察圖 3，折線圖顯示的機率差值皆為正，而圖 4 之折線圖顯示的機率差值皆為負，代表反向收購信評調升機率高於正常併購；信評調降機率低於正常併購，與假說 H1 的觀點一致。此外，圖 3 及圖 4 中  $CEONW$  值大的折線圖在上，而  $CEONW$  值小的折線圖在下，表示不同類型併購後信評調升機率之差異，隨著 CEO 關係網絡密度增加而增加，亦與假說 H2b 之預期一致，CEO 關係網絡擴大反向收購與正常併購公司信用評等提升幅度的差異。反觀圖 4 則反映 CEO 關係網絡縮小兩者信用評等調降幅度的差異。

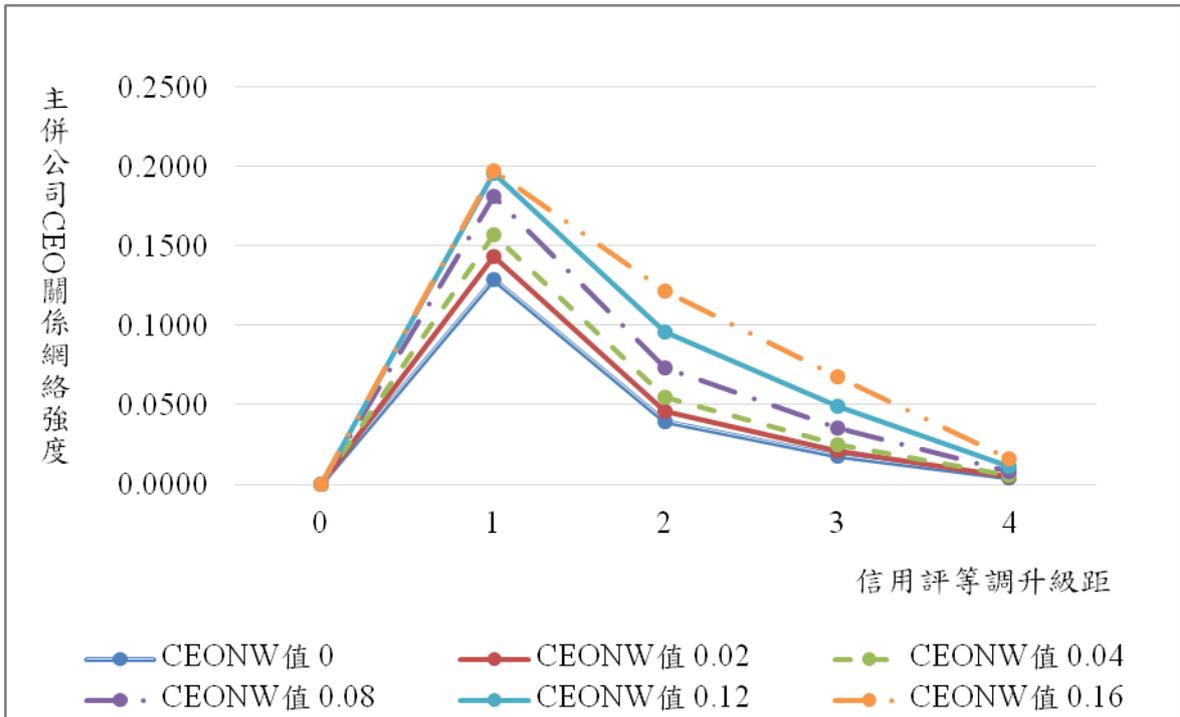


圖3 反向收購與正常併購信用評等調升之機率差

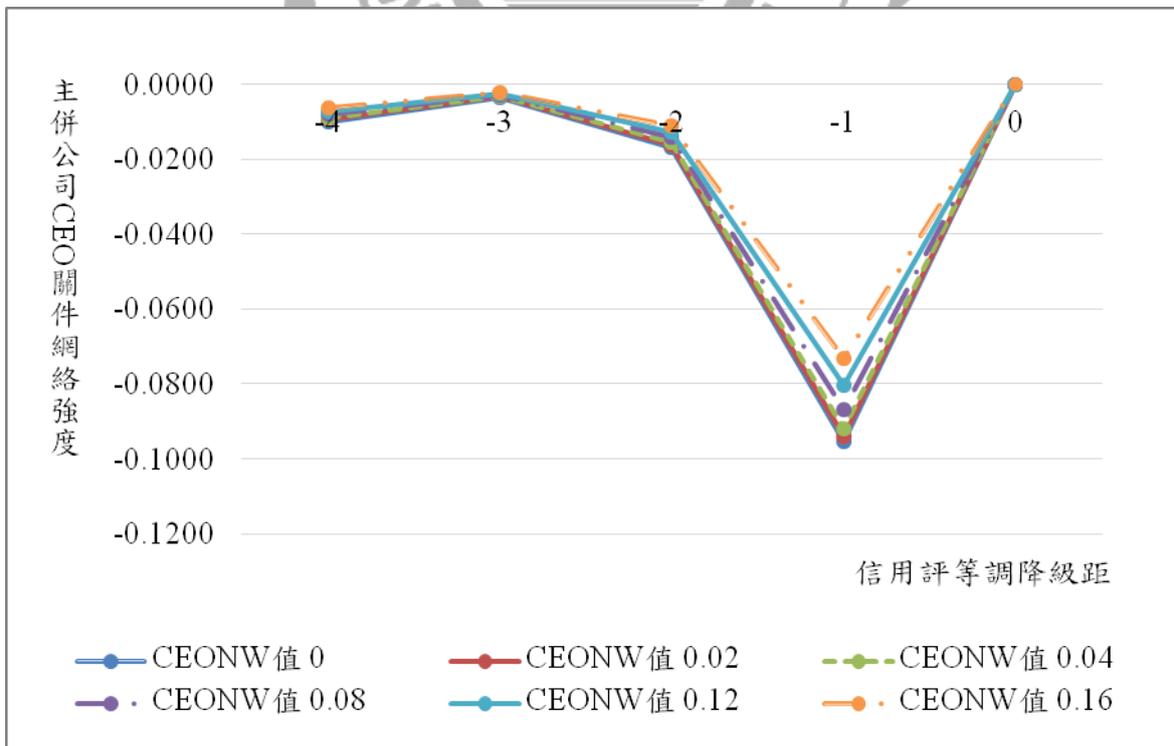


圖4 反向收購與正常併購信用評等調降之機率差

### 第三節 敏感性分析

本研究進行敏感性測試以瞭解實證結果之穩定性(Robustness)。首先，本研究使用原始樣本資料，而不針對極端值進行端點取代(Winsorize)之處理。結果如表 13 所示，所有假說之檢測結論均相同，實驗變數結果未因極端值而受影響，不過控制變數方面則有些微改變。其中，代表公司財務安全性的變數 *SECU* 已不具顯著性，而表徵企業活動力的變數 *ACT* 係數則顯著為正，與預期相反。猜測極端值產生之差異主要來自於反向收購法律上收購者即常因經營不善而遭致併購，在併購後因經營決策群優化反而更可提升信評。另一方面，正常收購者也可能因併購，使其供銷價值鏈整合而產生利基，而大幅改善存貨銷售與債權收現情形，裨益信用評等之提升。

表 13 CEO 關係網絡、併購類型與公司信用評等-未經 Winsorize 處理 (N=666)

變數 <sup>a</sup>	預期 <sup>b</sup> 符號	模式(一)		模式(二)	
		係數	t 值	係數	t 值
<i>REMA</i>	+	1.2021***	3.91	1.1155***	2.55
<i>CEONW</i>	+	3.7658**	2.02	3.6926**	1.96
<i>REMA</i> × <i>CEONW</i>	+			4.0194	0.28
<i>RDIR</i>	+	-0.1305	-0.22	-0.1206	-0.20
<i>PROF</i>	+	1.2168***	6.59	1.2146***	6.57
<i>SECU</i>	+	-0.0128	-0.23	-0.0127	-0.23
<i>ACT</i>	-	76.4599**	1.75	75.9743**	1.73
<i>LEV</i>	+/-	-0.5448	-1.17	-0.5372	-1.15
<i>SIZE</i>	+/-	-0.0994*	-1.77	-0.0984*	-1.75
$X^2$		59.50***		59.57***	
Pseudo $R^2$		0.038		0.038	

<sup>a</sup> $\Delta RATING$ ：信用等級分十級，級數愈大代表公司違約風險愈高， $\Delta RATING$  為併購前信用評等減併購後信用評等之差額。 $\Delta RATING$  數值為正，代表併購後信評優於併購前；*REMA*：反向收購之虛擬變數若為反向收購公司為 1，否則為 0。*CEONW*：CEO 關係網絡強度，根據併購公司 CEO 之董事關係網絡強度衡量。依據關係矩陣找出各個公司之 CEO 關係網絡；*RDIR*：所有董事整體持股比例；*PROF*：公司整體獲利能力，將公司營業利益率和總資產報酬率，使用因素分析法萃取出一個標準化數值；*SECU*：公司財務安全性，係將公司的速動比率、利息支出率和借款依存度，使用因素分析法萃取出一個標準化數值；*ACT*：公司活動力，係將公司年底的收現月數和售貨月數，使用因素分析法萃取出一個標準化數值；*LEV*：負債比率，以總負債除以總資產衡量；*SIZE*：企業規模，以總資產取自然對數值衡量。

<sup>b</sup>變數若為單一預期符號則是單尾檢定；若無則是雙尾檢定。

\*\*\*表示達 1%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*表示達 10%顯著水準。

其次，資料顯示，企業在從事併購行為，可能基於整體營運結構上的考量，而同時進行多家公司之整併。考量本研究以公司年度為組成樣本之單位，因此在選取樣本時刪除同年度多次併購之重複樣本。但為瞭解公司多次併購行為對信評強度的效果，本研究將原刪除之觀察值納入於樣本之中，樣本共計 802 筆觀察值，重新進行分析。根據表 14 的檢測，結果仍與原分析結論一致。

表 14 CEO 關係網絡、併購類型與公司信用評等-重複樣本(N=802)

變數 <sup>a</sup>	預期 <sup>b</sup> 符號	模式(一)		模式(二)	
		係數	t 值	係數	t 值
<i>REMA</i>	+	1.0786***	3.81	0.8462***	2.08
<i>CEONW</i>	+	3.6660**	2.01	3.4567**	1.87
<i>REMA</i> × <i>CEONW</i>	+			10.8203	0.81
<i>RDIR</i>	+	-0.0234	-0.04	0.0023	0.01
<i>PROF</i>	+	1.0997***	6.65	1.0960***	6.63
<i>SECU</i>	+	1.9705	1.22	1.9889	1.23
<i>ACT</i>	-	91.5692**	2.04	89.5141**	1.99
<i>LEV</i>	+/-	-0.0736	-0.13	-0.0593	-0.11
<i>SIZE</i>	+/-	-0.1315*	-2.57	-0.1294*	-2.52
$X^2$		71.84***		72.48***	
<i>Pseudo R</i> <sup>2</sup>		0.038		0.039	

<sup>a</sup> $\Delta RATING$ ：信用等級分十級，級數愈大代表公司違約風險愈高， $\Delta RATING$  為併購前信用評等減併購後信用評等之差額。 $\Delta RATING$  數值為正，代表併購後信評優於併購前；*REMA*：反向收購之虛擬變數若為反向收購公司為 1，否則為 0。*CEONW*：CEO 關係網絡強度，根據併購公司 CEO 之董事關係網絡強度衡量。依據關係矩陣找出各個公司之 CEO 關係網絡；*RDIR*：所有董事整體持股比例；*PROF*：公司整體獲利能力，將公司營業利益率和總資產報酬率，使用因素分析法萃取出一個標準化數值；*SECU*：公司財務安全性，係將公司的速動比率、利息支出率和借款依存度，使用因素分析法萃取出一個標準化數值；*ACT*：公司活動力，係將公司年底的收現月數和售貨月數，使用因素分析法萃取出一個標準化數值；*LEV*：負債比率，以總負債除以總資產衡量；*SIZE*：企業規模，以總資產取自然對數值衡量。

<sup>b</sup>變數若為單一預期符號則是單尾檢定；若無則是雙尾檢定。

\*\*\*表示達 1%顯著水準；\*\*表示達 5%顯著水準；\*表示達 10%顯著水準。

## 第五章 研究結論與建議

### 第一節 研究結論

本研究探討正常併購與反向收購型態是否對公司信用評等產生一定程度的影響，並進一步以CEO關係網絡強度為調節變項，檢視CEO關係網絡居中效益之差異。本研究計算CEO外部董事連結之關係網絡密度衡量關係網絡強度。主要的研究發現如下：

1. 相對於正常併購的情況，反向收購更能提升公司信用評等。
2. CEO 外部董事關係網絡愈強，愈能提升併購後之信用評等。
3. 正常併購信用評等提升之機率隨著 CEO 關係網絡之增加而遞增。
4. CEO 關係網絡增加反向收購信評調升之機率與調升幅度皆優於正常併購，但反向收購 CEO 關係網絡之信評效益非屬全面性。本研究僅觀察到反向收購公司 CEO 適度的關係網絡可增加信評調升的機率、減少調降的機率，但並未發現其 CEO 高密度關係網絡能有效大幅調升公司信評等級；意味著縱使 CEO 關係網絡之強連結，也無法確保公司之信用評等在反向收購後必然大幅上升。
5. CEO 關係網絡對反向併購信評調升產生的作用相較於正向併購明顯，而擴大反向收購與正常併購公司信用評等調升發生機率之差異。另一方面，由於反向收購信評調降機率較正常併購低，使得 CEO 關係網絡能居中發揮效益也較為有限，因而縮小信用評等調降發生機率的差異。

## 第二節 管理意涵

CEO 調整融資決策可增進公司經營能力，可減少發生信用風險的可能性(余惠芳、郭如秀及蔡牧婷，2012)。在購併宣告對股東財富有顯著正面的影響(陳安琳、湯惠雯與許銘峻，2000)。本研究在探討從反向收購的角度，納入 CEO 外部董事連結特性，並藉由 CEO 關係網絡之調節效果，瞭解 CEO 關係網絡連結強度反應在信用評等上的差異，以及對公司經營效益影響，本研究具有下列管理意涵：

1. 有別於過去文獻強調 CEO 關係網絡之強連結，本研究並未發現 CEO 關係網絡之全面性效益。當 CEO 適度維持關係網絡時，在反向收購初期時，對信用評等的提升即具有顯著效果，但隨著關係網絡密度大幅增加，反而成效不顯著。
2. 由此可得知，當 CEO 在初期進行反向收購後，由於公司(法律上收購者)原多為經營不善、體質欠佳之公司，入主公司(會計上收購者)之 CEO 並非將大量時間用在關係網絡之經營，建議反向收購後入主公司仍應專注本業，始能成功整合被併公司之財務、經營績效、行銷策略以及公司文化，進而發揮市場對反向併購公司之購併綜效，創造獲利。而讓該被購公司轉虧為盈，實現獲利極大化，運用被收購公司本身獨特利基，使收購公司得到資源整合極大化，進而讓公司信用評等之等級變佳，當公司營運慢慢步入軌道後，即使不刻意經營關係網絡，透過公司經營穩定獲利消息的流通，該公司的 CEO 自然而然會吸引該領域的相關之關係網絡進行策略合作，隨著時間的推進，而能強化市場競爭力，裨益長期信用評等，更能吸引投資人長期持有該公司股票，以利公司永續經營。

### 第三節 研究限制及建議

本研究主要探討反向收購對信用評等之影響，並以 CEO 關係網絡強度為調節變數，在研究的過程中，本研究有以下研究限制及建議，提供予後續研究學者參考。

金融監督管理委員會證券期貨局於2013年11月15日公布有「胖達人條款」之稱的反向收購相關監理措施，並作為「借殼上市」審查依據。其中符合「經營權異動且營業範圍重大變更」者，應依規定辦理相關事項之公告及申報，主管機關審查後，始公佈於公開資訊觀測站「經營權異動資訊」中供投資人參考。由於本樣本收集期間對於反向收購認定未有明確標準可供依循，且公司資訊揭露尚未透明完備，本研究依循相關文獻使用台灣經濟新報(TEJ)以董事、股東席次達1/3界定為經營權異動，同時藉由搜尋網頁，查證反向收購案件，但在判定上仍受限於人工識別，取得客觀資料的困難度為本研究之最大限制。建議未來進行相關議題探討時，擴充樣本至主管機關有明確定義且公告週知之期間(2014年5月第1季以後)，反向收購之明文化是否將對未來公司併購決策以及併購行為所引發之競爭態勢產生變化，後續可進一步觀察與檢視。

在信用評等方面，本研究考量資料取得成本與完整性，採用台灣經濟新報(TEJ)發佈之信評指標(TCRI)。由於TCRI系統未將金融、證券、投資、建經仲介、及媒體產業納入，致使本研究並未予考慮。因分析層面未包含所有產業，亦未使用其他資料庫進行全面檢測，可能影響分析結果。針對相當注重外部關係網絡之金控公司動態併購活動，有賴後續學者採用其他信評機關資料，以提供相關之實證結果。

本研究聚焦於組織內制定決策和控制資源分配之上層董事連結關係，檢定公司CEO(包含董事長在內)此關係網絡在併購信評變化上的重要性。未來研究可以拓展涵蓋其他主要經營管理者或其他外部連結關係之探討，豐富本研究議題。此外，本研究藉由檔案型資料檢視CEO外部董事連結之關係網絡特性，具有客觀、可大規模蒐集並驗證之優點，然而，衡量關係網絡特性變數極為廣泛，其所賦予的意涵也將不盡相同，同時也可能因欠缺心理層面之測量，導致分析結果整體性不足，實有賴後續研究進一步蒐集關係網絡之特徵變數，透過不同的研究設計與方法提供另一層面的分析。

## 參考文獻

- 尤隨樺與張武鈞，2014，社會網絡特性與創新績效之關係：網絡規模與網絡結構之影響，會計評論，第 58 期：101-132。
- 方嘉麟，2011，論經營判斷法則於我國法下適用之可能—以明基併購西門子手機部門一案為例，政大法學評論，第 128 期：261-349。
- 伍忠賢，1998，企業購併聖經，初版，台北：遠流出版事業股份有限公司。
- 伍忠賢，2002，企業併購理論與實務，台北：新陸書局股份有限公司。
- 余尚武及楊政麟，1997，臺灣企業借殼上市之經濟行為與股價報酬之關係，經濟情勢暨評論，第 3 期：206-221。
- 余惠芳、郭如秀與蔡牧婷，2012，CEO 專業經營、代理問題與信用風險模型之實證研究，華人前瞻研究，第 8 卷第 2 期：43-63。
- 吳克昌，1999，集中交易市場借殼上市之探討，台灣證券交易所，證交資料，第 452 期：9-17。
- 邱冠朱，2009，董事會特性與信用評等之關聯性，國立彰化師範大學會計學系研究所碩士論文：1-85。
- 姜復瑞，2011，併購、公司治理與融資決策對信用評等之影響，東海大學會計學系研究所碩士論文：1-55。
- 林宛瑩、許崇源、戚務君與陳宜伶，2009，公司治理與信用風險，臺大管理論叢，第 19 卷第 2 期：71-98。
- 林蕙真、劉嘉雯，2013，高等會計學新論(上冊)，台北：証業出版股份有限公司。
- 梁立衡、游馨慧與李慧珊，2007，台灣企業併購歐洲企業之成功關鍵因素分析—以明基併購西門子為例，全球管理與經濟，第 3 卷第 1 期：69-94。
- 林美鳳、金成隆與林良楓，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 20 卷第 1 期：289-329。
- 洪秀芬與黃君葆，2001，「借殼上市」財務及法規範之研究，東海大學法學研究，第 16 期：111-141。
- 高于婷，2014，借殼上市櫃監理規範之研究，國立政治大學法研所碩士論文：1-160。
- 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 13 卷第 2 期：117-159。
- 湯惠雯，2003，企業借殼上市運作模式及其財務危機之研究—國揚實業個案分析，正修學報，第 16 期：223-234。
- 劉韻僖與林玟廷，2010，CEO 權力與薪酬關係之實證研究—代理和資源依賴觀點，中原企管評論，第 8 卷第 1 期：35-59。
- 陳安琳、湯惠雯與許銘峻，2000，企業購併對主併公司股東財富的影響，亞太

- 管理評論，第5卷第2期：171-182。
- 陳亭宇，2014，借殼上市公司股價與營運績效之探討，中興大學會計學研究所碩士論文：1-105。
- 蘇沁，2015，併購溢價與併購後公司經營績效之研究，交通大學管理學院財務金融學程碩士論文：1-36。
- A.N. Berger, et al. 1997. Inside the black box: what explains differences in the efficiencies of financial institutions. *Journal of Banking & Finance*. 21: 895-947.
- 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): 203-243.
- Bartlett, C. A., and S. Ghoshal. 2002. Building competitive advantage through people. *Sloan Management Review* 43(2): 34-41.
- Boyd, B. 1995. CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*. 16(4): 301-312.
- Booth, J.R., and R.L. Smith, II, 1986. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics*. 15: 262-281.
- Black, B. S. 1989. Is corporate law trivial: A political and economic analysis. *Nw. UL Rev.* 84:542.
- Brown, B., Butler, J. E. 1995. Competitors as allies: A study of entrepreneurial networks in the U.S. wine industry. *Journal of Small Business Management*, 33,57-66.
- Carter, R., and S. Manaster. 1990. Initial public offerings and underwriter reputation. *Journal of Finance* XLV: 1045-1067.
- Chemmanur, T. J., and I. Paeglis. 2005. Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics* 76 (2):331-368.
- Cochran, W. G., and D. B. Rubin. 1973. Controlling bias in observational studies: A review. *Sankhyā: The Indian Journal of Statistics, Series A*:417-446.
- Cohen, W. M., and D. A. Levinthal. 1990. Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation. *Administrative Science Quarterly*:128-152.
- Demsetz, H. and K. Lehn, 1985, The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93: 1155-1177.
- Erickson, and Wang, 1999, Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, No. 2 :149-176.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics* 26 (2):301-325.
- Faems, D., Van Looy, B., & Debackere, K. 2005. Interorganizational collaboration

- and innovation: Toward a portfolio approach. *Journal of product innovation management*, 22(3):238-250.
- Fich, E. M. 2005. Are some outside directors better than others? Evidence from director appointments by Fortune 1000 firms. *The Journal of Business* 78 (5):1943-1972.
- Fich, E. M., and A. Shivdasani. 2006. Are busy boards effective monitors? *The journal of Finance* 61 (2):689-724.
- Finkelstein, S., & D'Aveni, R. A. 1994. CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *The Academy of Management Journal*. 37(5): 1079-1108.
- Galai, D., and R. W. Masulis. 1976. The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of Financial economics* 3 (1):53-81.
- Ghent, Belgium. 2004. The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions. *Journal of Banking & Finance* 20(9): 1531-1558.
- Geletkanycz, M. A., Boyd, B. K. and Finkelstein, S., 2001, The strategic value of CEO external directorate networks: implications for CEO compensation, *Strategic Management Journal*, 22(9), 889-898.
- Epstein, Jonathan I., et al. 2005. The 2005 International Society of Urological Pathology (ISUP) consensus conference on Gleason grading of prostatic carcinoma. *The American journal of surgical pathology* 29.9 : 1228-1242.
- Goerzen, A., & Beamish, P. W. 2007. The Penrose effect: "Excess" expatriates in multinational enterprises. *Management International Review*, 47(2): 221-239.
- Grabke-Rundell, Arden, and Luis R. Gomez-Mejia. 2002 Power as a determinant of executive compensation. *Human Resource Management Review*, 12.1: 3-23.
- Harrison, J. R., D. L. Torres, and S. Kukalis. 1988. The changing of the guard: Turnover and structural change in the top-management positions. *Administrative Science Quarterly*: 211-232.
- Hill, R. Carter, William E. Griffiths, and Guay C. Lim (2008). Principles of Econometrics, 3rd Edition. *John Wiley & Sons*:433-437.
- Kim, E. H., and J. J. McConnell. 1977. Corporate mergers and the co-insurance of corporate debt. *The journal of Finance* 32 (2):349-365.
- Knudsen, E. I. 2007. Fundamental components of attention. *Annu. Rev. Neurosci.* 30: 57-78.
- Lewellen, W. G. 1971. A pure financial rationale for the conglomerate merger. *The journal of Finance* 26 (2):521-537.
- Liu, Y., and P. Jiraporn. 2010. The effect of CEO power on bond ratings and yields.

- Journal of Empirical Finance* 17 (4):744-762.
- Mace, Myles, *Directors: Myth and Reality*, Boston.1986 Harvard Business School Press.
- Mehran, H. 1995. Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 38: 163-184.
- Miller, M. H., 1977, Debt and Taxes. *Journal of Finance* 32(2): 261-275.
- Mizruchi, M. S. 1983. Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large American corporations. *Academy of management Review* 8 (3):426-435.
- Myers, S.C. and S.M. Turnbull. 1977. The Capital Budgeting and TheCapital Asset Pricing Model-Good News and Bad News. *Journal of Finance*: 321-333.
- Ocasio, W. 1994. Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in US industrial corporations, 1960-1990. *Administrative Science Quarterly*:285-312.
- Ofek, E. and M. Richardson. 2000. The IPO lock-up period: Implications for market efficiency and downward sloping demand curves. *Working Paper*.
- Roll, R. 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*:197-216.
- Rosenbaum, P.R. and Rubin, D.B. (1985a). Constructing a control group using multivariate matched sampling methods that incorporate the propensity score. *The American Statistician*. 39: 33–38.
- Rosenbaum, P.R. and Rubin, D.B. 1985b. The bias due to incomplete matching. *Biometrics*. 41: 103–116.
- Srinivasan, S. 2005. Consequences of financial reporting failure for outside directors: Evidence from accounting restatements and audit committee members. *Journal of Accounting Research* 43 (2):291-334.
- Tallman, Stephen, and Jiatao Li. 1996. Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms. *Academy of Management journal* 39.1: 179-196.
- Teece, D.J. 1992. Competition, cooperation, and innovation: organizational arrangement for regimes of rapid technological progress. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 18: 1-25.
- Thorgren, S., Wincent, J., & Örtqvist, D. 2009. Designing interorganizational networks for innovation: An empirical examination of network configuration, formation and governance. *Journal of Engineering and Technology Management*. 26(3): 148-166.
- Wu, W.-p., and A. Leung. 2005. Does a micro-macro link exist between managerial value of reciprocity, social capital and firm performance? The case of SMEs in

China. *Asia Pacific Journal of Management* 22 (4):445-463.

Yook, K. C., William C. H., and G. McCabe. 2010. The wealth transfer hypothesis in corporate acquisitions. *Journal of Business & Economic Studies* 16(2): 14-31.



## 附錄：TCRI 簡介

台灣經濟新報(TEJ)之信用評等(Taiwan Corporate Credit Risk Index, TCRI)摘錄如下：

### 一、TCRI 評等方法

本風險指標係依照下列三步驟：先由財務資料得出基本等級→再依風險和規模得出門檻等級→最後再就非量化因素決定 TCRI。有關評等方法之說明，請參考「貨幣觀測與信用評等」第 16、17 期專文；發展及修正過程，則請參考「財務報表分析與信用評等」一書，及「貨幣觀測與信用評等」第 12~15 期專文。

### 二、基本等級

採用財務報告，以合併報表為主，非合併為輔。

以 10 個財務數值和比率計算出一個基本綜合分數，並可得到一個初步的等級分成 1~9 級，凡綜合評分在 165 分以下為 9 等，760 分以上為第 1 等，其間以 85 分為一級距分級。被歸入第 9 等者，信用風險最高；歸入第 1 等者，幾無信用風險，其間風險依次遞減。

表一、TCRI 等級 vs. 授信決策

放款別	Assets Lending 資產放款(當舖)			Cash Flow Lending /Assets Lending 非信用放款		Cash Flow Lending 信用放款			
風險別	高風險，投機級			中度風險		低風險，投資級			
TCRI 等級	9	8	7	6	5	4	3	2	1
綜合評分	165	250	335	420	505	590	675	760	

【註 1】違約定義，實為財務危機，以下列 9 種方式定義：

(1).倒閉破產、(2).重整、(3).跳票擠兌、(4).紓困求援、(5).接管、(6).全額下市  
(7).財務吃緊停工，以及(8).CPA 對繼續經營假設存疑、(9).淨值為負。後二種並非信用事件，借用

【註 2】已過財報截止日卻仍未公佈財報者，表示該公司無法於規定期限繳交財報(風險高)。

由於並未出現違約情事，故無法直接標為"D"，但考慮到未如期揭露財報之警訊，TCRI 先標 "C" 級，等財報公佈之後，會重新再作評等

◎凡連續 3 期(註)均有「r4」之現象，或最近一期有「L」之現象；再加上所負擔的借款息都在 13%以上，且 CFO 為赤字者，其門檻等級最高為第 8 等

◎凡連續 3 期均有「r4」之現象，或最近一期有「L」之現象；再加上所負擔的借款息都在 13%以上，其門檻等級最高為第 7 等

◎凡最近期有「P」及「L」之現象，其門檻等級最高為第 7 等

◎凡連續 3 期均有「r4」之現象，或最近一期有「L」之現象；且 CFO 之赤字大過 1 個月之營收者，其門檻等級最高為第 6 等

◎凡連續 3 期均有「r4」之現象，且最近一期有「L」之現象，其門檻等級最高為第 6 等

◎凡最近期有「P」之現象，且 CFO 之赤字大過 1 旬之營收者，其門檻等級最高為第 5 等

◎凡連續 3 期均有「r4」之現象，或最近一期有「L」之現象，其門檻等級最高為第 5 等

(註) 連續 3 期係指前兩年度及最近一期，如以 103Q3 為例，連續 3 期為 101 年度、102 年度、103 年前三季

規模之門檻設定

◎營收不到 5 億，則不列入前 5 等；電子業門檻較高，門檻為 10 億

◎營收不到 10 億，則不列入前 4 等；電子業門檻較高，門檻為 20 億

◎營收不到 30 億，則不列入前 3 等；電子業門檻較高，門檻為 40 億

◎營收不到 100 億，則不列入前 2 等(92/1 新增)

◎營收不到 200 億，則不列入前 1 等(92/1 新增)

以上總營收均調整為 86/12 之物價水準

資訊的不一致性、風險偏好、近月業績動態(報告空窗期)來調整，主要的考量：

1. 財報上，營業利益和 CFO 的不一致程度。
2. 月業績和財務預測之發布：偏離預測、偏離同業；預測偏離過去、偏離同業。
3. 不名譽事項、不一致的投融資決策。
4. 經營層的偏好(Risk Preference)，是否從事金融操作、過度投資。

## 二、TCRI 模組群內容

單單提供評等所用到的財務指標，資訊解讀上恐有困難，因此本模組還搭配相關的資料：

TCRI 主表：由於資料量大，分成上市及未上市兩個模組。詳表三。

1. TCRI 調整紀要：本資料庫原來僅就 TCRI 調等的者作說明，自 1999/7 開始，則將我們對每一份新發布財報的核閱心得全納入，即我們的「財報核閱紀要資料庫」。因此分析者可先參考本資料庫，快速過濾出較異常事件，再循線追蹤。本資料庫其實就是先幫分析者讀報告。當然，我們的觀察點可能還不夠好，但只要不斷驗證(包括來自客戶的指正)，一定會日進有功。有關本資料庫之發展過程，請參考「貨幣觀測與信用評等」第 19 期專文。

2. 經理層換手公司的最近 5 任董事長及總經理

3. 財務比率統計值——上市公司及未上市公開發行公司。詳表六、七、八。

公司屬性：財務危機公司大事紀。詳表八其他評等機構之評等大事紀

表八、危機公司大事紀

項次	欄位名稱	欄位說明
#01	年月	事件日
#02	公司碼	
#03	內文	依見報新聞每日維護。 另若需統計各公司財務危機事件別【註3】，請至「公司屬性模組」。

【註3】本資料庫將財務危機區分三大項－

財務危機事件

項目：倒閉破產、重整、跳票擠兌、紓困求援、接管、CPA 對其繼續經營有疑慮、公司淨值為負數、全額下市(因每股淨低於 5 元而轉為全交股者除外)、財務吃緊停工

事件日之選定：事件見報之日，並歸屬至最近一期之已評等財報年月。一旦見報即歸為此項時，便不再改類別。

財務危機前兆

項目：掏空挪用、暫停交易、銀行緊縮、嚴重虧損(含每股淨低於 5 元而轉為全交股者)、董事長跳票、景氣不佳停工、資產價值減損。

事件日之選定：事件見報之日，並歸屬至最近一期之已評等財報年月。一旦見報即歸為此項時，須追蹤後續發展，若後續發展演變至前項各類時，便改為前項各類，但事件日不變。

其他負面事件

項目：關係企業發生財務危機(有前財務危機 9 項事件之一)、非董事長之董監跳票、外人違約交割、謠傳危機、股價暴跌、內控不當、內線交易、發生訴訟案件、因環保、工安或其他事件而遭主管機關懲戒等。

事件日之選定：事件見報之日，並歸屬至最近一期之已評等財報年月。

TCRI 評等說明僅為意見之陳述，不代表對任何投資、授信決策的推薦意見，僅供參考用途，恕不負任何法律責任。