

企業高階主管人事異動與公司績效關聯性之研究  
—以台灣上市公司為例  
**A Study of Corporate Executive's Turnover and on Company  
Performance in Taiwan**

王雍智 尤虹惠\*

國立高雄應用科技大學 國際企業所

**Abstract**

This study argues that corporate executive's turnover has a significant impact on companies in the way of financial distress, stock return, firm performance, firm value, and credit risk. We argue that corporate executive's turnover has an information content effect to investors. Corporate executives are defined as chairman, general manager, and chief finance officer, who have a decision-making authority, thought of as figureheads. Our sample, filtered from the data of financial crisis in Taiwan Economic Journal between the period of 1998 to 2007, includes 142 public-listed companies, 71 of which are defined as companies in financial crisis and the rest are healthy companies. The result shows that corporate executive turnover in the group of financial crisis is significantly higher than the healthy companies. It is also found that corporate executive turnover has a positive impact on credit risk, but no impact on stock return. Moreover, the result indicates that corporate executive turnover does have a negative relationship with firm performance and firm value. In conclusion, corporate executive's turnover has an information content effect to external investors.

**Keywords:** Corporate executive's turnover, Financial distress,  
Firm performance, Firm value, Credit risk

---

\*王雍智為國立高雄應用科技大學國際企業系助理教授，  
尤虹惠為國立高雄應用科技大學國際企業所碩士。

## 摘 要

本研究主要在以公司高階主管之人事異動 (corporate executive's turnover) 來探討與財務危機、股價報酬、企業績效、企業價值和信用風險之間是否存在資訊內涵效果。我們以對公司是否產生決策影響為依據，定義高階主管為董事長、總經理與財務長等三項重要的人事職位。本研究採台灣經濟新報對於財務危機的定義，並利用傳統研究之配對方法，搜集 1998 年到 2007 年排除金融業後，且曾發生財務危機事件的上市公司，尋找配對之正常公司，共計 142 家台灣上市公司(危機與正常公司各 71 家)。研究結果顯示，財務危機公司之高階主管異動次數顯著高於正常公司之高階主管異動次數，同時，高階主管異動次數愈頻繁，公司信用風險亦愈高；另一方面，我們發現公司高階主管人事異動不會對公司的股價報酬產生影響，但會顯著影響企業績效和企業價值，與後二者呈現負向關聯性。我們的結論是高階主管之人事異動的確具備重大的資訊內涵效果。

**關鍵詞：**高階主管人事異動、財務危機、企業績效、企業價值、信用風險

## 一、緒論

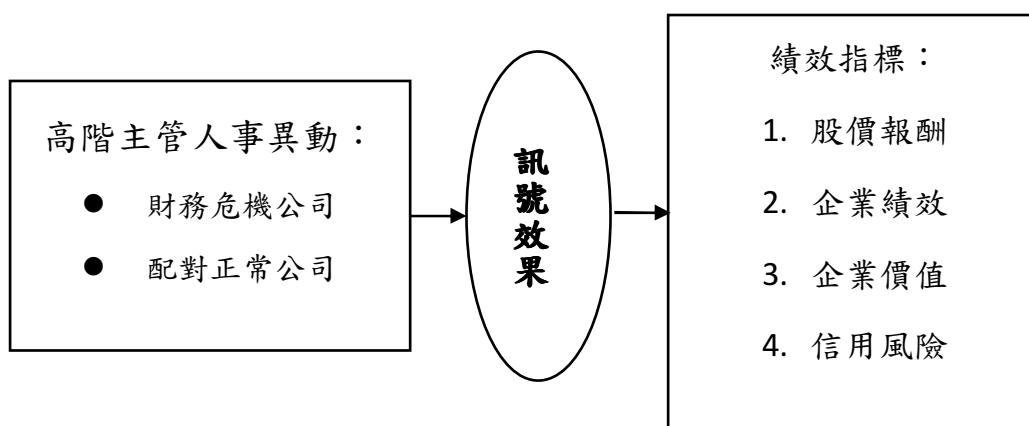
在領導企業團隊邁向成功之途，高階主管的領導風格不但影響了企業未來的前景與藍圖，其管理策略也是決定公司能否在愈趨複雜的環境中取得競爭優勢。也就是說，高階主管的表現對企業的發展有極大的影響力。因此，高階主管與企業績效之間的關係，一直是研究者廣泛討論之重要議題。公司的高階主管為制訂決策的重要角色，其中包含主掌重大決策的董事長、負責執行決策的總經理、管理公司財務的財務長和各部門主管。他們對於企業的策略制訂與執行具有最高的控制權，且影響層面不只侷限於現階段的運作，甚至會影響企業未來的發展方向以及整個組織的文化。

企業中的高階主管是否該遭到撤換，通常決定權掌握在董事會手中，在公司運作發生問題時，董事會是否能及時發揮監督與懲戒管理者的功能亦是董事會的一大考驗。一般認為，高階主管的去留是一項足以影響企業經營成敗的重要決定，與其他階層的員工替換現象相比更需要受到重視，不可忽視其中帶來的影響力。尤其當企業的經營績效不理想時，通常會聯想到是否為高階主管的問題，此時撤換管理績效不佳的高階主管被認為是合理的。

一家公司的主要決策者為公司高階主管，包含主掌重大決策的董事長、負責執行決策的總經理、管理公司財務的財務長和各部門主管。是故，我們以對公司是否產生決策影響為依據，定義高階主管為董事長、總經理與財務長等三項重要的人事職位。

在正常情形之下，公司高階主管可能因為許多原因，導致公司人事的異動。**Warner et al. (1988)** 認為當高階主管異動時，有可能因為外來的新接任者，帶來新的變革而使得公司價值增加；**Friedman and Singh (1989)** 與 **Bendeck and Waller (1999)** 提出企業有可能因為擔心原本良好的績效無法延續下去而造成負面的反應，**Muravyev (2003)** 則認為影響高階主管異動的主要原因是公司認為高階主管的人事異動是改善企業效率與績效的重要方法。在 **Bonnier and Bruner (1989)** 的研究中發現，當公司更換位階不同時，市場確實會有不同的反應。

本研究欲以公司高階主管的人事異動為為主軸，探討當危機公司和正常公司釋放高階主管人事異動的訊號後對於下一期的股價報酬、企業績效、企業價值和信用風險的影響，對於企業的影響效果，其研究架構如下：



圖一 研究架構圖

基於上述，本文之研究目的如下：

1. 將上市公司中有發生財務危機的公司區隔出來，利用財務危機公司和配對正常公司之高階主管人事異動次數來探討人事異動是否與公司發生財務危機有關。
2. 本研究以高階主管異動當作訊號 (Signal)，利用危機公司及正常公司的股價報酬來探討公司高階主管人事異動是否會影響公司股價報酬。
3. 過去文獻指出高階主管異動與企業績效間存在密不可分的關係。若企業績效不佳時，有可能利用更換公司高階主管來改善企業績效，因此，本研究利用資產報酬率 (return on asset, ROA) 和股東權益報酬率 (return on equity, ROE) 作為績效衡量變數以探討公司高階主管人事異動次數與企業績效間之因果關係。
4. 公司價值創造指標市場附加價值 (market value added, MVA) 是從外部衡量企業經營績效的指標，也是企業整體績效的最好衡量指標。本研究以 MVA 觀點，來探討公司高階主管人事異動次數與公司價值間之關聯性。
5. 以台灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 發展出的台灣企業信用風險指標 (Taiwan Corporate Credit Rating Index, TCRI) 當作信用風險的衡量指標，探討公司高階主管人事異動與公司信用風險間之關聯性。

## 二、文獻探討

我們將文獻探討分成三個部份進行討論，分別為高階主管異動、高階主管異動與企業績效、及高階主管異動與信用風險等三個部份進行討論。

## 1. 高階主管人事異動

在正常情形之下，公司高階主管可能因為屆期任滿、原主管離職或是退休等原因而更換，除此之外，公司高階主管也有可能在公司被併購、原主管死亡或者經營不佳被迫離職等這些情況下，導致公司高階主管的人事異動。**Grusky (1963)** 提出當高階主管異動時，由於對於新任主管的領導風格不了解，或因為需要一段適應期間等因素，常造成公司內部的緊張與分裂，導致企業績效下降。當企業績效不佳時，又再度更換高階主管會形成惡性循環，造成股價的下降。**Bendeck and Waller (1999)** 也提出企業有可能因為擔心原本良好的績效無法延續下去而造成負面的反應。相反的，**Warner et al. (1988)** 則認為當高階主管異動時，有可能因為新的接任者是來自於公司外部，帶來新的變革而使得公司價值增加。**Weisbach (1988)** 以及 **Davidson III et al. (1990)**的實證研究發現高階主管變動伴隨著顯著的異常報酬，此結果顯示當公司內部更換高階主管時，對公司而言是個有利事件，會對企業未來營運及公司價值的提升有所幫助。

**Denis and Denis (1995)**利用事件研究法來分析，以股票價格績效、市場調整報酬、營業淨利對總資產比例來作為績效變數，其研究結果得知，當公司績效顯著下跌時，會造成高階主管的異動，當高階主管異動後，公司績效則顯著改善。**Kang and Shivdasani (1995)**分析日本資料也發現高階主管非常規的人事異動與公司績效呈顯著負相關。**Denis et al. (1997)** 證實市場股票報酬愈高時，高階主管的異動可能性下降。**Knezevic and Pahor (2004)**之實證結果得知，高階主管的異動與公司銷貨成長率呈顯著負相關。相同的，**Cosh and Hughes (1997)**、**Lausten (2002)**、**Muravyev (2003)**、**Brunello et al. (2003)**、**Neumann and Voetmann (2005)**、**林穎芬、祝道松與洪晨桓(2006)**均提及此負相關之論點。

另外，**Gamson and Scotch (1964)** 認為公司績效不好是公司整個組織的問題，更換高階主管只是替公司組織背黑鍋，所以股價不會有任何的反應。也就是說，高階主管只是為了企業的經營不善、績效不佳代罪，市場不會對這樣的事件有正面或是負面的反應。**Worrell et al. (1986)**、**Mcguire et al. (1988)**，以及 **Mahajan and Lummer (1993)** 的實證結果皆支持此一論點。

本國文獻中，**郭佩文(2003)**、**林穎芬、祝道松與洪晨桓(2006)**提及資本結構中的負債比例愈高時，其公司的財務風險將上升，較容易更換管理者。**Tsai et al. (2006)** 也提出信用風險與高階主管異動機率之間的關聯性，也提及當公司績效下降時，易造成高階主管之人事異動。此外，當公司負債過多時，將造成企業風險增加與流動性降低，進一步則造成公司的破產。因此負債愈多的公司，高階主管的異動機率可能就會愈高。

## 2. 高階主管人事異動與企業績效

在過去的文獻中，探討高階主管人事異動與公司績效之關聯時，有三種不同的可能結果，分別為高階主管異動造成公司績效降低、提高或者不變。**Weisbach (1988)**、**Jensen and Murphy (1990)**、**Murphy and Zimmerman (1993)**、**Kaplan (1994)**、**Denis and Denis (1995)**

在他們的研究中發現，高階主管人事異動的機率與企業績效間存在密不可分的關係。如果企業績效不佳時，有可能利用更換公司高階主管來改善績效，以增加企業的績效。另外，企業績效佳時，有可能會保留原先的高階主管，維持企業的績效。Warner et al. (1988)指出當高階主管人事異動時，有可能因為新的接任者來自公司外部，帶來新的變革而使得企業績效增加；Friedman and Singh (1989)與 Bendeck and Waller (1999)提出公司也有可能因為擔心公司原本良好的績效無法延續下去而造成負面的反應，Muravyev (2003)提出高階主管人事異動其中一個主要的原因為公司認為高階主管的人事異動是改善企業效率與績效的重要方法。

有關企業績效之衡量指標模式在不同目的、不同行業，可能會有不同的衡量方法及指標，下表 2 - 5 為本研究整理之國內外學者對企業績效的衡量方法：

由文獻可以得知，以往學者評估企業績效的方式，多以財務面作為衡量指標，且因研究目的而有所不同。對於一般公開發行公司而言，董事會對於專業經理人經營績效之要求，大都以利潤標竿為主軸，利潤標竿偏向財務指標(量)之衡量，包括純益率(net profit)、資產報酬率、股東權益報酬率、每股盈餘(earnings per share, EPS)、營業淨利率(return on sale, ROS)、營業收入成長率(net sales or revenue growth rate)、市場佔有率(market share)等。在探討高階主管異動的可能性時，以往皆使用會計績效作為績效評估的依據，原因為會計績效可以反映出公司營運的短期獲利能力。La Porta et al. (2002)、及葉銀華等人(2002)在衡量公司治理指標與公司績效間之關聯性時，採用 ROA 與 ROE 作為績效衡量變數，因此，本研究以 ROA 和 ROE 作為衡量公司績效的指標。

表一 國內外學者對企業績效之衡量方法

學者	企業績效之衡量方法
Levitz and Brooke (1985)	利用財務比率（流動性比率、財務結構比率、經營活動方面比率、折舊比率、獲利比率）、成本、生產力等三類指標來衡量醫院經營績效。
Coyne (1986)	以資本結構（負債/淨值）、資產融資（總資產/負債）、利潤邊際（純益/總收入）、資產週轉率（總收入/總資產）等四項來建立整體財務面績效評估的指標。
Chakravathy (1986)	認為若以傳統獲利率作為企業經營績效衡量之方法，並不能有效區別公司的經營績效。
Denis and Denis (1995)	利用事件研究法來分析，以股票價格績效、市場調整報酬、營業淨利對總資產比例來當作績效變數，其研究結果得知，當公司績效顯著下跌時，會造成 CEO 的異動；而當 CEO 異動後，公司績效則顯著改善。
黃慶堂、林建宏 (1996)	以獲利能力（稅前淨利率、股東權益報酬率、總資產報酬率）、經營效率（員工營業額、員工獲利額、營業費用率）、資產運用效率（應收帳款週轉率、存貨週轉率、固定資產週轉率）以及財務槓桿（負債比率、財務槓桿指數）等四項作為經營績效指標。
Gibson (2003)	利用盈餘/資產、盈餘/資產的變動率、股票市場報酬率與銷貨成長率來分析，均得知公司績效愈差時，高階主管異動的機率則愈高，尤其當財務會計為績效指標時，更為顯著。

資料來源：本研究整理

### 3. 高階主管人事異動與信用風險

信用風險是指交易對手(即借款人、股東或債權人)未能於履行契約中在到期日償還債務的義務，導致債權人遭受經濟損失所形成的風險；亦即由於違約所形成的風險機率。

從投資者及債權人的角度來看，信用風險來源主要為股票或債券的投資；而就銀行、金融機構而言，其信用風險的來源則是以借款為最主要的標的。從公司治理的角度來思考，信用風險是公司於一段期間內的經營績效、盈餘配製及公司未來發展的參考指標，具有預警的作用，所以企業在進行融資決策時會參考其指標，以改善營運並提高信用評等，提升企業整體價值，無論是對投資大眾、股票，甚或是銀行等金融機構，皆可依據企業的信用風險狀態來決定最適的投資組合。

過去許多文獻指出公司負債與信用風險之間有密切的關係，Hart (1995)、Muravyev (2003)提出負債比率與公司高階主管異動的關聯性。Tsai et al. (2006)發現公司風險與高階主管人事異動之間的關聯性。公司負債過多會引發企業風險增加與流動性降低，進一步則造成公司破產，而公司的信用風險主要來自於因公司無法清償負債而產生財務危機的情形。

爲了預防信用風險的發生，投資大眾可經由公司的信用評價以預測其投資的風險，在進行投資時，規避可能承擔的風險。關於信用風險的評估，Beaver (1966)利用財務比率分析來預測公司之財務危機，爲單變量預測財務危機的先驅。以 1954-1964 年發生財務危機的公司隨機抽樣，共有 79 家財務危機的樣本公司，再依據配對法找尋相同規模及相同產業之營運正常公司。選取 14 個財務比率，針對發生財務危機和正常公司去做測試，結果發現現金流量/總負債爲最優良之區別變數。但是僅利用單一變數去判定一家企業營運狀況和風險，難免會導致偏差。因此後續發展出一系列多變量統計方法來預測財務危機。

由於單一變數無法完全衡量企業所有風險，因此 Altman (1968)發展出一套信用風險之評分系統，從 1946-1965 隨機抽取 33 家發生財務危機的樣本公司，再依據產業和規模尋找相似的正常公司。選取 22 個財務比率，將其區分爲爲流動性(liquidity)、獲利能力(profitability)、財務槓桿(leverage)、償債能力(solvency)與週轉能力(activity)，利用多元區別分析法選出五個最具預測能力的代表性變數，最後將五個變數組成一個線性評分模型，計算出一個 Z 值(Z score)，因此稱之爲 Z 值模型 (Z model)。

KMV 公司在 1997 年以 Merton (1974)的選擇權評價理論爲主要架構，推導 Merton 的選擇權評價模型發展出的信用風險評估模型。在負債到期時，如果公司價值小於負債應償還的價值時，即會發生違約。把公司價值視爲隨機過程利用選擇權評價理論即可算出違約機率，參考一家公司的財務報表與股價資料，推估可能違約的機率，而違約機率會視下列條件而定：股利、利息、資產預期報酬率、資產價值波動、貸款期限等。利用這些變數去衡量時可以反映出違約的預測能力。

### 三、研究假說與設計

本研究乃以台灣公開上市公司爲研究對象，探討財務危機公司與正常公司的高階主管人事異動對公司股價報酬、公司績效、公司價值和信用風險之影響，並以羅吉斯迴歸分析 (logistic regression analysis)和迴歸分析作爲本研究之分析方法。

#### 1. 危機公司和正常公司的高階主管人事異動次數比較：

公司會發生高階主管遭到更換的原因很多，Warner et al. (1988) 指出當高階主管異動時，可能因外來的新接任者，帶來新的變革而使得公司價值增加；Muravyev (2003)



提出高階主管異動其中一個主要的原因為公司認為高階主管的人事異動是改善企業效率與績效的重要方法。而財務危機公司有可能利用公司高階主管的人事異動來改善原本公司績效，正常公司則為了保持公司原本良好的績效而保留原先高階主管的職位，不隨意更換，使得高階主管異動次數較少，因此本研究假說一可為：

H1：危機公司高階主管（董事長、總經理和財務長）之人事異動次數顯著高於正常公司。

本研究以羅吉斯迴歸分析對危機和正常公司及高階主管異動次數之間的關係進行測試，以下為本研究提出之實證模型：

$$D_i = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

其中， $D_i$ ： $\begin{cases} 1 & \text{第}i\text{家危機公司} \\ 0 & \text{第}i\text{家正常公司} \end{cases}$

$X_{it}$ ：在期間 $t$ 之下，第 $i$ 家公司之高階主管人事異動次數。

為分別瞭解各種高階主管之人事異動次數如何影響我們的自變數，我們在每一個假說中，另以  $X_1$   $X_2$   $X_3$  及  $SX$  代表董事長、總經理、財務長、及總人事異動次數。

## 2. 危機公司和正常公司的高階主管人事異動與股價報酬之關係：

Kang and Shivdasani (1995) 指出會計績效指標可以反映出的是短期公司營運的獲利能力，而股價報酬則是可以衡量出公司具有長期影響而未及時反映在會計指標的績效。在 Weisbach (1988) 和 Jensen and Murphy (1990) 的研究發現，公司高階主管異動與公司股票報酬之間存有顯著的相關性。而高階主管的人事異動對於公司股價報酬的影響可從三方面加以說明。第一：正面的效果，例如卓越管理人才的加入，可以提高公司的經營效能，造成股價報酬的增加。第二：負面的效果，新進高階主管造成管理效率的低落，股價報酬的下降。第三則是無效果，股價報酬不會有任何的反應。公司的人事異動可能存在資訊內涵，也就是公司可能利用釋放高階主管人事異動的訊息，來影響市場上的變化，或是隱藏人事異動的資訊，影響投資人的決策，當高階主管異動次數高，可能是因為公司內部發生問題而造成異動，所以，當公司人事異動愈頻繁，愈可能為發生財務危機之公司，進而影響公司股價報酬的降低。因此本研究提出之假說二可為：

H2：高階主管（董事長、總經理和財務長）人事異動與股價報酬有顯著負相關。

本研究以迴歸分析危機公司和正常公司高階主管人事異動與股價報酬之間的關係進行測試，以下為本研究提出之實證模型：

$$Y_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 R_{im} + \beta_3 R_{im}^2 + \beta_4 PER_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 PBR_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

其中， $Y$ ：公司股價年報酬率

$R_m$ ：公司市場指數報酬率。

$PER$ ：公司之本益比。

$SIZE$ ：公司規模。

$PBR$ ：公司淨值市價比。

$t$ ：當期， $t+1$ ：下一期， $i$ ：第  $i$  家公司。

### 3. 高階主管人事異動次數與企業績效間之關聯性：

Murphy and Zimmerman (1993)、Kaplan (1994)、Denis and Denis (1995)研究發現，高階主管異動的機率與企業績效間存在密不可分的關係。如果企業績效不佳時，有可能利用更換公司高階主管來改善企業績效；相反的，當企業績效佳時，公司有可能會保留原先的高階主管，以維持良好的績效。

在探討高階主管異動的可能性時，許多文獻使用會計績效作為績效評估的依據，因為會計績效可以反映出公司營運的短期獲利能力。由於  $ROA$  代表在某一段時間內，公司利用總資產為股東所創造的利潤，是企業經營成果的綜合性指標。 $ROE$  代表在某一段時間內，公司利用股東權益為股東所創造的利潤。因此，本研究利用  $ROA$  和  $ROE$  作為衡量公司績效的指標，假說三可為：

H3a：高階主管（董事長、總經理和財務長）人事異動與公司  $ROA$  有顯著負相關。

H3b：高階主管（董事長、總經理和財務長）人事異動與公司  $ROE$  有顯著負相關。

本研究利用迴歸分析高階主管人事異動與企業績效間之關係，以下為本研究提出之實證研究模型：

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DA_{it} + \beta_4 RD_{it} + \varepsilon \quad (3)$$

其中， $ROA$ ：總資產報酬率。

$DA$ ：公司負債比率。

$RD$ ：公司研發比率。

$t$ ：當期， $t+1$ ：下一期， $i$ ：第  $i$  家公司。

$$ROE_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DA_{it} + \beta_4 RD_{it} + \varepsilon \quad (4)$$

其中， $ROE$ ：股東權益報酬率。

### 4. 高階主管人事異動次數與企業價值間之關聯性：

Lieber (1996)提出  $MVA$  是從外部衡量企業經營績效的指標，也是企業整體衡量最佳

指標。MVA 可以顯示出企業增加股東財富的累計金額，指出股東權益增加或減少部份，顯示股票市值與累計資本投入之間的差額，反映了資本市場對企業未來盈利能力的預期，也反映經營階層對企業長期規劃的成效，因為市值包含了對預期長期報酬的折現值。Lehn and Makhija (1996)的研究建議公司在評估高階主管績效應以市場附加價值基礎來進行衡量。

本研究欲探討公司價值與高階主管人事異動間之關係，以企業價值創造指標 MVA 作為衡量變數。當公司高階主管異動次數較多的可能原因為公司高階主管無法使公司維持良好的價值，公司價值不佳；反之，當高階主管能維持公司良好的價值，那麼高階主管異動次數則較少，因此本研究假說四可為：

H4：高階主管（董事長、總經理和財務長）人事異動與企業價值有顯著負相關。

本研究利用迴歸分析高階主管人事異動次數與企業價值間之關係，以下為本研究提出之實證研究模型：

$$\ln(MVA)_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DA_{it} + \beta_4 RD_{it} + \varepsilon \quad (4)$$

其中， $\ln(MVA)$ ：市場附加價值取 Ln。

#### 5. 高階主管人事異動次數與信用風險之關聯性：

當一家公司的負債過多，將會引發企業風險增加與流動性的降低，進一步則會造成公司破產。Hart (1995)、Muravyev (2003) 研究提出負債比率與公司高階主管異動之間的關聯性。Tsai et al. (2006) 發現高階主管人事異動與公司風險有顯著的關聯性。

公司的信用風險造成的主要原因在於公司因為無法償還負債而產生財務危機情形的機率，因此，財務危機的公司，高階主管的異動機率可能愈高；相反的，如果公司發生信用風險機率愈低，更換高階主管反而可能會讓市場懷疑是否能夠維持好的績效，因而造成高階主管異動次數愈少。因此假說五可為：

H5：高階主管（董事長、總經理和財務長）人事異動與企業信用風險有顯著正相關。

本研究利用迴歸分析高階主管人事異動次數與公司信用風險間的關係，以下為本研究提出之實證研究模型：

$$TCRI_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 (\ln AGE)_{it} + \beta_3 DA_{it} + \beta_4 ARD_{it} + \beta_5 (\ln MV)_{it} + \varepsilon \quad (5)$$

其中，*TCRI*：信用風險。

*LnAGE*：公司成立年數取自然對數。

*ARD*：公司廣告與研發比率。

*LnMV*：公司市值取自然對數。

根據上述假說及模式，本研究自變數之操作變數設為高階主管人事異動次數，分為個別人事異動（董事長、總經理、財務長）、總人事異動（董事長、總經理與財務長異動次數加總）和整體高階主管人事異動次數。

為提高本研究之解釋程度，本研究另加入以下之控制變數：

#### (1) 三因子(PER、SIZE、PBR)

Fama and French (1992)分析規模、本益比及淨值市價比等因素與報酬之間的顯著關係。Lettau and Wachter (2005)以 1952 年到 2002 年普通股月報酬為資料樣本，除了利用淨值市價比、本益比外，更加入現金流量市價比及股利市價比與報酬有顯著的相關。基於上述資料，本研究加入 Fama and French (1992)的三因子(規模、本益比及淨值市價比)來做為衡量股價報酬關係的控制變數。

#### (2) 公司規模(SIZE)

當公司規模愈大，可在營運、行銷及財務方面達到規模經濟，提昇公司價值，Firth and Smith (1992)認為公司規模愈大愈有操控盈餘的動機，Lang and Stulz (1994)研究結果發現企業規模與企業價值相關，Becker et al. (1998)發現規模控制變數可有效替代遺漏變數。本研究加入以總資產取自然對數作為衡量公司規模之指標。

#### (3) 負債比率(DA)

負債被認為是影響企業績效及營運風險的重要決定因素之一，而負債比率為公司的負債與資產之比率。Grossman and Hart (1982)指出，負債可以降低經理人過度消費，由於負債會增加公司的破產機率，而破產機率的提高會威脅到經理人的控制權及信譽。Mansi and Reeb (2002)指出無舉債企業不會因多角化發展，而使企業價值下降，但有舉債的企業從事多角化發展會使企業價值產生折損，特別是高負債比率的企業，因此負債比率與企業價值呈反向關係。本研究採納負債比率以控制財務槓桿程度對公司績效之影響。本研究也採納負債比率以控制對信用風險之影響。

#### (4) 研發比率(RD)

研發比率為當年度研究發展費用佔銷貨收入比率。Agrawal and Knoeber (1996) 與 Cho (1998)的研究皆指出研究發展費用對公司績效有正面的影響。因此，本研究加入研發比率為控制對公司績效之影響變數。

#### (5) 公司市值 Ln(MV)

以取對數後的流通在外普通股股數乘以每股市價來衡量。Firth and Smith (1992)認為公司規模愈大愈有操控盈餘的動機，與公司信用風險具有相關性。因此，本研究納入市值取 Ln 作為衡量信用風險之控制變數。

#### (6) 公司成立時間 Ln(AGE)

公司成立愈久，顯示其聲譽愈佳，投資者人數較多，公司發生違約機率的可能性較低。因此，本研究加入以公司成立時間(年)取自然對數作為信用風險之控制變數。

#### (7) 廣告與研發比率(ARD)

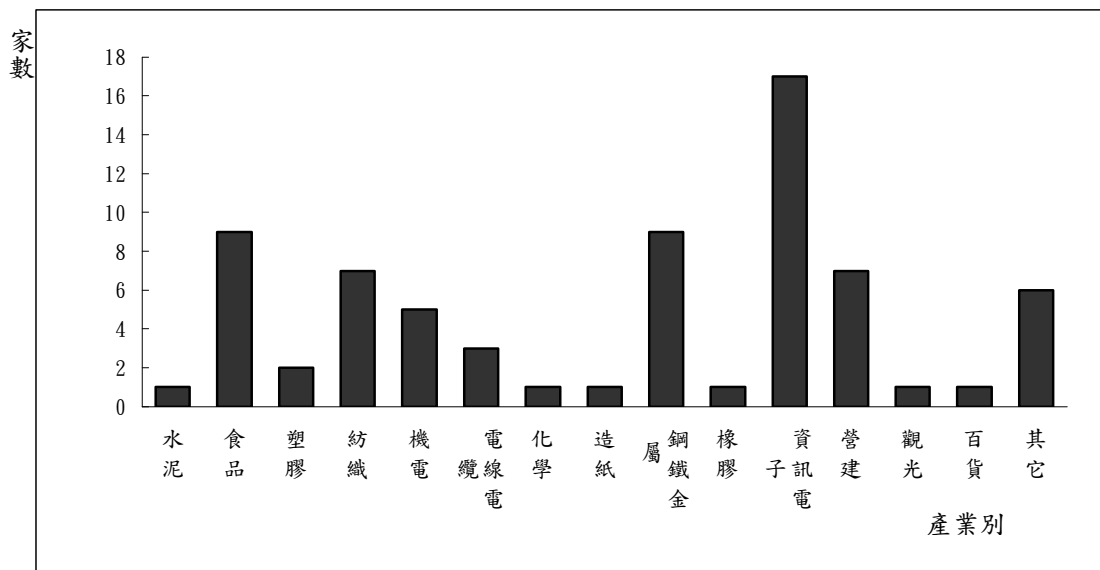
McConnell 和 Muscarella (1985) Chan、Martin and Kensinger (1990)研究指出，投資金額之增加可促進公司之價值，亦即研發、廣告費用愈高，公司未來成長潛力愈強。Cho (1998)研究主張廣告費用是公司投資的一部分，對公司績效有正向關係，也提到風險較高的企業，應投入更多的研發來增加競爭力，以降低企業事業的風險。因此，本研究採以研發費用與廣告支出之和，除以營業收入淨額來衡量廣告與研發比率以作為控制信用風險之變數。

## 四、研究結果

### 1. 資料來源

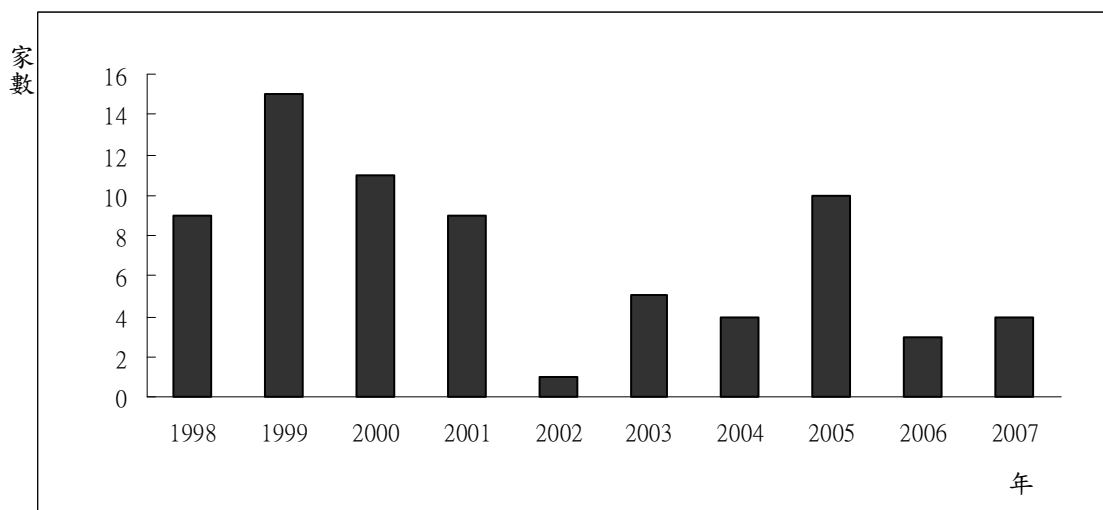
本研究主要以台灣上市公司為研究對象，資料來源為台灣經濟新報資料庫、情報贏家資料庫、台灣證券交易所和公開資訊觀測站。研究期間為 1998 年 1 月 1 日至 2007 年 12 月 31 日，研究對象為排除金融業後所有台灣上市且曾發生財務危機事件的公司；由於本文欲探討財務危機公司和體質健全的正常公司其間差異，採用的是 Altman (1968) 的配對方法，亦即針對財務危機公司，尋找相同產業、上市年份相近、規模相近(資產總額規模差距 $\pm 20\%$ 以內)、主要業務相似的正常公司為對照組。扣除資料不全之公司，本研究樣本數為 142 家上市公司(其中包含財務危機公司和配對之正常公司各 71 家)，以公司發生危機時間當期開始選取資料，因此每一項目會有危機和正常公司各 884 筆的資料。

圖二為研究樣本中財務危機公司產業別分佈圖，其中以資訊電子業最多有 17 家，其次分別為食品業 9 家、鋼鐵金屬業 9 家、紡織業 7 家、營建業 7 家、其他產業 6 家、機電業 5 家、電線電纜業 3 家、塑膠業 2 家、其餘的水泥業、化學業、造紙業、橡膠業、觀光業和百貨業皆各為 1 家。



圖二 財務危機公司產業別分佈

圖三為發生財務危機的時間與家數分佈圖，由圖中可知，本研究危機事件發生時間多集中於 1999 年有 15 家為最多，其次為 2000 年 11 家和 2005 年各 10 家、1998 年和 2001 年的各 9 家公司，其餘則分佈在 2002 年 1 家、2003 年 5 家、2004 年 4 家、2006 年 3 家及 2007 年的 4 家，共 71 家危機公司的發生時間點。



圖三 發生財務危機時間家數

## 2. 敘述統計分析

研究樣本為 142 家危機公司與正常公司之高階主管人事異動次數，以 1998 至 2007 年每半年的資料為研究時間頻率。危機公司與正常公司之各變數敘述統計量於表二。

表二 敘述統計量

變數		平均數	標準差	最大值	中位數	最小值	t 值	P-value
<b>自變數</b>								
董事長異動次數	危機公司	0.609	0.037	8	0	0	9.853	0.000***
	正常公司	0.216	0.015	3	0	0		
總經理異動次數	危機公司	0.609	0.037	9	0	0	3.878	0.000***
	正常公司	0.448	0.022	4	0	0		
財務長異動次數	危機公司	0.584	0.036	8	0	0	2.723	0.003***
	正常公司	0.471	0.024	4	0	0		
高階主管總異動次數	危機公司	1.801	0.091	17	0	0	6.938	0.000***
	正常公司	1.135	0.042	8	1	0		
<b>因變數</b>								
股價報酬	危機公司	4.214	1.329	138.460	2.000	-55.000	-4.334	0.000***
	正常公司	3.446	0.639	65.850	2.430	-30.750		
ROA	危機公司	-2.547	0.593	21.020	-0.510	-108.610	-10.022	0.000***
	正常公司	4.518	0.199	38.490	3.410	-18.500		
ROE	危機公司	-6.708	1.576	99.330	-12.605	-117.143	-10.870	0.000***
	正常公司	3.989	0.298	40.870	3.190	-52.040		
Ln(MVA)	危機公司	13.566	0.075	17.238	13.685	5.940	-9.013	0.000***
	正常公司	14.759	0.056	19.141	14.704	9.346		
TCRI	危機公司	8.723	0.101	10.000	10.000	4.000	17.230	0.000***
	正常公司	5.697	0.067	10.000	6.000	1.000		
註： * 在 0.1 的顯著水準下，有顯著相關 ** 在 0.05 的顯著水準下，有顯著相關 ***在 0.01 的顯著水準下，有顯著相關								

本研究以 t 檢定來檢定正常公司與危機公司的樣本是否存在顯著差異性，由表中可以得知，本研究中危機公司和正常公司之高階主管人事異動變數（董事長、總經理、財務長和總異動次數）與應變數（股價報酬、ROA、ROE、MVA 及 TCRI）之 t 檢定結果皆顯著，顯示危機公司與正常公司的配對之間存在顯著的差異性。

### 3. 共線性分析

為避免變數彼此間相關性太高可能具有共線性之問題，因而影響實證結果之可靠性，因此，本研究利用 Pearson 相關性檢定和變異數膨脹因子 (variance inflation factor, VIF) 二種檢定方法檢定變數之間是否存在高度相關性，藉以選擇實證模型之主要變數。

#### (1) 相關性分析

當兩個解釋變數之間的相關係數絕對值大於 0.8，表示有強烈的共線性關係，表三為 Pearson 相關係數結果，由表中得知本研究變數之相關係數均小於 0.8，顯示各變數間並不具有高度相關性，也就是自變數之間的相關性不致於造成多重共線性 (multicollinearity) 的問題。

## (2) VIF 檢定

本研究以變異數膨脹因子來檢測模式中自變數之間之線性相關性，當 VIF 為 1 時，顯示該自變數與其他自變數不具關聯性；當 VIF 很大的時候（大於 10），顯示該自變數與其他自變數間具有很高的相關性，顯示造成共線性的問題嚴重。

表四表為變異數膨脹因子數值表，因各自變數的 VIF 值皆小於 10，表示各變數間沒有共線性的問題存在。



表三 Pearson 相關係數矩陣

Correlations	<i>Y</i>	<i>MVA</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>TCRI</i>	$X_1$	$X_2$	$X_3$	$R_m$	$R_m^2$	<i>PER</i>	<i>SIZE</i>	<i>PBR</i>	<i>RD</i>	<i>DA</i>	<i>Ln(AGE)</i>	<i>Ln(MV)</i>	<i>ARD</i>	
<i>Y</i>	1																		
<i>MVA</i>	0.040	1																	
<i>ROA</i>	0.016	0.051	1																
<i>ROE</i>	0.070	0.027	0.333	1															
<i>TCRI</i>	0.074	-0.151	0.002	0.057	1														
$X_1$	-0.023	-0.043	0.004	0.048	0.162	1													
$X_2$	-0.029	-0.037	0.013	-0.011	0.214	0.614	1												
$X_3$	0.004	0.023	-0.089	-0.022	-0.119	0.413	0.541	1											
$R_m$	-0.095	0.001	-0.031	0.028	-0.085	0.056	0.033	0.026	1										
$R_m^2$	-0.130	-0.012	-0.128	-0.033	0.101	0.103	0.067	0.035	0.614	1									
<i>PER</i>	-0.017	-0.001	-0.056	-0.120	0.047	-0.031	-0.071	-0.080	0.021	-0.051	1								
<i>SIZE</i>	0.000	0.002	-0.096	-0.072	-0.430	-0.094	-0.124	-0.108	-0.024	0.033	-0.079	1							
<i>PBR</i>	0.016	-0.027	0.039	0.009	-0.196	0.096	0.038	0.047	-0.012	-0.031	0.014	-0.144	1						
<i>RD</i>	-0.039	-0.014	0.005	0.018	-0.205	-0.011	0.134	0.214	0.024	-0.017	-0.012	-0.080	0.028	1					
<i>DA</i>	-0.038	0.008	-0.026	-0.023	0.439	-0.065	-0.068	-0.077	0.004	-0.044	-0.234	-0.435	0.115	-0.015	1				
<i>Ln(AGE)</i>	0.001	-0.018	-0.114	-0.037	-0.294	0.036	-0.049	-0.157	-0.018	-0.058	0.002	0.400	0.001	-0.186	-0.092	1			
<i>Ln(MV)</i>	-0.037	0.074	0.128	-0.035	-0.597	-0.244	-0.153	-0.234	0.067	-0.029	0.099	0.681	-0.018	0.000	-0.476	0.229	1		
<i>ARD</i>	-0.069	-0.024	0.009	0.033	-0.366	-0.019	0.016	-0.028	0.025	-0.030	-0.015	-0.031	0.044	0.016	-0.079	-0.185	0.058	1	

表四 變異數膨脹因子數值表

變數名稱	VIF
$X_1$	1.1628
$X_2$	1.1591
$X_3$	1.0453
$R_m$	1.0869
$R_m^2$	1.0676
$PER$	1.0197
$SIZE$	1.0259
$PBR$	1.0327
$RD$	1.0497
$DA$	1.2145
$Ln(AGE)$	1.0437
$Ln(MV)$	1.2437
$ARD$	1.0464

#### 4. 迴歸實證分析

##### (1) 危機公司和正常公司之高階主管人事異動分析

假說一的羅吉斯迴歸實證分析結果列於表五。由表中我們可以得知，董事長、總經理和公司高階主管總人事異動次數顯著值皆與公司發生財務危機呈現顯著的正相關。財務長異動顯著值為不顯著，顯示公司財務長異動與公司發生危機沒有顯著的關聯性。在高階主管的整體異動次數部分顯著值分別為 0.001\*\*\*<sup>1</sup>、0.423、0.401。顯示公司高階主管的異動的職務對於公司發生財務危機是有不同的影響的。這個結果也顯示台灣上市公司高階主管的人事異動與公司發生財務危機有關，也與異動位階相關，且當高階主管異動頻率愈高，公司愈可能發生財務危機。

##### (2) 高階主管人事異動與股價報酬之關聯性

<sup>1</sup> \* 在 0.1 的顯著水準下，有顯著相關  
 \*\* 在 0.05 的顯著水準下，有顯著相關  
 \*\*\* 在 0.01 的顯著水準下，有顯著相關

假說二模型的實證分析結果列於表六。以公司高階主管人事異動次數來衡量人事異動是否會影響公司下一期的股價報酬變動。由表中我們可以得知，董事長、總經理、財務長的異動次數顯著值分別為 0.064\*、0.588、0.144、0.099\*顯示公司董事長和總異動次數與公司股價報酬呈現顯著的負相關，總經理和財務長的異動次數則沒有存在顯著的關聯性，顯示總經理和財務長的異動並非顯著的影響因素。在公司整體高階主管人事異動次數部份，顯著值皆不顯著，顯示董事長、總經理和財務長的人事異動不會對於公司的股價報酬造成影響。此研究結果顯示，公司高階主管的人事異動和股價報酬之間沒有顯著的因果關係，也就是當公司高階主管發生人事異動時，公司股價報酬不會有任何反應。

### (3) 高階主管人事異動與企業績效之關聯性

假說三模型的實證分析結果列於表七及表八。表七為高階主管人事異動與企業績效衡量變數 ROA 之關聯性迴歸分析結果。由表中我們可以得知，公司董事長、總經理、財務長與總高階主管的人事異動顯著值皆與 ROA 呈顯著的負相關。整體高階主管人事異動次數迴歸分析結果顯示，公司之董事長、總經理和財務長人事異動顯著值分別為 0.041\*\*、0.506、0.100\*，表示整體高階主管人事異動會影響企業績效，其中總經理的異動影響不大。統計迴歸分析結果顯示公司高階主管發生人事異動會影響企業績效，當高階主管人事異動次數愈多則企業績效愈不好，當公司高階主管人事異動次數愈少，顯示企業績效愈佳。

表八為高階主管人事異動與企業績效衡量變數 ROE 關聯性之迴歸實證分析結果。由表中可以得知在董事長、總經理、財務長和高階主管總異動次數顯著值皆與 ROE 有顯著的相關，整體高階主管的異動次數分別結果也皆與 ROE 具有顯著的負相關，因此，我們得知公司高階主管整體人事異動情形會影響公司 ROE。

綜合以上結果，當企業高階主管發生人事異動會影響企業績效，也就是當企業高階主管異動次數愈多則企業績效愈不好，當公司高階主管異動次數愈少則企業績效愈佳。此績效衡量變數 ROE 的分析結果與變數 ROA 衡量結果一致，顯示企業高階主管人事異動與企業績效之間存在顯著的負向關聯性。

### (4) 高階主管人事異動與企業價值之關聯性

假說四模型的實證分析結果列於表九。以企業價值創造指標 MVA 取 Ln 來衡量其與高階主管人事異動間之關係。由表中我們可以得知，公司之董事長、總經理與財務長人事異動顯著值分別為 0.000\*\*\*、0.029\*\*、0.000\*\*\*與 Ln(MVA) 有顯著的負相關，公司高階主管的異動次數總和顯著值為 0.000\*\*\*與 Ln(MVA) 也有顯著負相關。整體高階主管異動次數與 Ln(MVA) 迴歸分析結果顯著值為 0.030\*\*、0.690、0.000\*\*\*，顯示整體而言董事長和財務長的人事異動與 Ln(MVA) 有顯著的負相關總經理異動則非顯著影響。此迴歸研究結果顯示，當公司高階主

管發生人事異動會影響公司價值，當公司高階主管人事異動頻率愈高，公司價值愈低；反之，當公司高階主管人事異動頻率愈低，其公司價值愈高。

#### (5) 高階主管人事異動與信用風險之關聯性

表十為假說五模型的迴歸實證分析結果。研究以 TCRI 作為公司信用風險的衡量變數，探討高階主管人事異動對公司信用風險的影響。由表中我們可以得知，董事長、總經理和財務長的人事異動顯著值分別為 0.069\*、0.008\*\*\*、0.637 顯示董事長和總經理的人事異動與公司信用風險呈現顯著正相關，財務長的人事異動則非顯著影響因素。高階主管總異動次數顯著值為 0.100\*與公司信用風險呈現顯著正相關。在整體高階主管異動次數部份，顯著值分別為 0.680、0.017\*\*、0.406，顯示更換位階不同對公司風險影響程度也不同。此結果顯示，公司高階主管異動次數與公司信用風險呈顯著正相關，也就是說當公司高階主管異動次數愈多，發生信用風險危機機率愈高；反之，當公司高階主管異動次數愈少，公司發生信用風險危機機率也就愈低。

## 五、結論

本研究主張以公司高階主管人事異動為主要訊號來探討其對於發生財務危機、股價報酬、企業績效、企業價值和信用風險之影響，分析公司高階主管的人事異動是否提供外部投資人重要的資訊內涵，基於實證結果，本研究之結論可歸納如下：

### 1. 高階主管人事異動次數與財務危機之關聯性

本實證結果如同 Joel and Michael (1973)及 Argenti (1976) 之結果，高階主管異動是公司發生財務危機時的重要訊號。我們發現高階主管人事異動與公司發生財務危機是具有關聯性的，財務危機公司之高階主管人事異動次數顯著高於正常公司之高階主管人事異動次數，亦即當公司高階主管人事異動頻率愈高，公司愈可能發生財務危機。因此，外部投資人可以基於高階主管的人事異動作為訊號，預測公司內部可能發生的危機。

### 2. 高階主管人事異動與股價報酬之關聯性

本研究結果顯示，公司股價報酬不會因為公司高階主管的人事異動而變動。此結果與國外研究 Gamson and Scotch (1964) 的實證結果一致，Gamson and Scotch 以為公司績效不佳乃企業整體組織之問題，更換高階主管只是替公司組織背黑鍋，因而股價不會有任何的反應。高階主管異動只是為了企業的經營不善、績效不佳代罪，市場不會對這樣的事件有正面或是負面的反應。另外，Worrell et

al. (1986)、Mcguire et al. (1988)、及 Mahajan and Lummer (1993)持相同看法。

### 3. 高階主管人事異動與企業績效之關聯性

本研究以台灣上市公司高階主管的人事異動為訊號，探討其與企業績效的關聯性，其分析結果顯示高階主管人事異動是會對企業績效造成影響的，且為負面的影響。也就是說，當高階主管異動次數愈多則企業績效愈差，當公司高階主管異動次數愈少則企業績效愈佳。因此，外部投資人可以藉由此異動訊號來預測公司績效的變動。本研究結論與 Friedman and Singh (1989) 和 Bendeck and Waller (1999) 提出之當公司發生高階主管人事異動，可能會因為擔心公司原本良好的績效無法延續下去而造成負面反應的觀點一致。

### 4. 高階主管人事異動與企業價值之關聯性

本研究以高階主管人事異動為訊號，探討其與企業價值的關聯性，研究結果顯示此訊號是會對企業價值產生負向的影響。亦即當公司高階主管人事異動頻率愈高時，顯示對企業價值愈不利；反之，公司人事相對穩定，企業價值反而愈佳。

### 5. 高階主管人事異動與信用風險之關聯性

在過去文獻提及高階主管人事異動與公司信用風險之關聯性，多以信用風險或是負債當作影響高階主管人事異動的原因，本研究則是以公司高階主管人事異動為訊號，探討其與信用風險之關聯性，這是與過去研究不同之處。由本研究實證結果得知台灣上市公司高階主管的人事異動會影響公司信用風險，當高階主管人事異動頻率愈高，表示公司信用風險愈高，當公司高階主管異動次數愈少，公司信用風險愈低。

本研究之最大貢獻在以國內實證資料，探討公司高階主管人事異動企業績效變數之關聯性，經由本研究實證結果發現公司高階主管的人事異動與企業的企業績效、企業價值以及信用風險這些變數之間具有顯著關聯性，顯示公司高階主管的人事異動對外部投資人而言存在著重要的資訊內涵，彌補過去文獻與未來研究之重要橋樑。建議未來之研究可藉由本研究之實證結果，加入其他經濟變數，例如：政府法律規章變更、國際經濟的衝擊等，將使相關研究更為充實。

表五 高階主管人事異動與財務危機之關聯性

	Model 1-1			Model 1-2			Model 1-3			Model 1-4			Model 1-5		
	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性
常數	0.4	8.846	0.000***	0.431	9.292	0.000***	0.452	8.751	0.000***	0.396	7.953	0.000***	0.411	8.247	0.000***
$X_1$	0.184	4.511	0.000***										0.176	3.284	0.001***
$X_2$				0.107	3.117	0.002***							0.038	0.804	0.423
$X_3$							0.061	1.599	0.112				0.038	0.842	0.401
$SX$										0.052	3.571	0.000***			
F 值	20.347			9.714			2.558			12.755			7.053		
顯著性	0.000***			0.002***			0.112			0.000***			0.000***		
$R^2$	0.127			0.065			0.018			0.083			0.133		
Adjusted $R^2$	0.121			0.058			0.011			0.077			0.114		

註： \* 在 0.1 的顯著水準下，有顯著相關； \*\* 在 0.05 的顯著水準下，有顯著相關； \*\*\* 在 0.01 的顯著水準下，有顯著相關

表六 高階主管人事異動與下一期股價報酬之關聯性

	Model 2-1			Model 2-2			Model 2-3			Model 2-4			Model 2-5		
	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性
常數	3.470	0.417	0.677	1.451	0.175	0.861	2.687	0.323	0.747	3.548	0.424	0.672	4.039	0.482	0.630
$X_1$	-1.228	-1.856	0.064*										-1.234	-1.577	0.115
$X_2$				-0.306	-0.542	0.588							0.403	0.610	0.542
$X_3$							-0.772	-1.461	0.144				-0.564	-0.994	0.320
$SX$										-0.418	-1.653	0.099*			
$R_m$	0.000	0.031	0.976	0.000	-0.006	0.995	-0.001	-0.065	0.948	0.000	-0.054	0.957	0.000	0.001	0.999
$R_m^2$	0.132	0.256	0.798	0.244	0.473	0.637	0.184	0.356	0.722	0.141	0.272	0.786	0.104	0.199	0.842
$PER$	-0.431	-1.916	0.056*	-0.456	-2.028	0.043**	-0.459	-2.043	0.041**	-0.445	-1.977	0.048**	-0.435	-1.933	0.053*
$SIZE$	-0.445	-6.497	0.000***	-0.452	-6.579	0.000***	-0.451	-6.593	0.000***	-0.446	-6.503	0.000***	-0.447	-6.507	0.000***
$PBR$	0.009	2.079	0.038**	0.009	2.092	0.037**	0.009	2.129	0.034**	0.009	2.089	0.037**	0.009	2.110	0.035**
F 值	9.932			9.381			9.703			9.808			7.592		
顯著性	0.000***			0.000***			0.000***			0.000***			0.000***		
$R^2$	0.049			0.046			0.048			0.048			0.050		
$Adjusted R^2$	0.044			0.041			0.043			0.043			0.043		

註： \* 在 0.1 的顯著水準下，有顯著相關； \*\* 在 0.05 的顯著水準下，有顯著相關； \*\*\* 在 0.01 的顯著水準下，有顯著相關

表七 高階主管人事異動與下一期 ROA 關聯性

	Model 3a -1			Model 3a -2			Model 3a -3			Model 3a -4			Model 3a -5		
	$\beta$ 之 估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之 估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之 估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之 估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之 估計值	t 值	顯著性
常數	-18.673	-4.303	0.000 ***	-19.678	-4.557	0.000 ***	-19.350	-4.472	0.000 ***	-17.985	-4.133	0.000 ***	-17.779	-4.079	0.000 ***
$X_1$	-1.052	-3.284	0.001 ***										-0.756	-2.043	0.041 **
$X_2$				-0.716	-2.564	0.010 **							-0.219	-0.666	0.506
$X_3$							-0.750	-2.789	0.005 ***				-0.480	-1.644	0.100 *
$SX$										-0.466	-3.736	0.000 ***			
$SIZE$	1.399	5.168	0.000 ***	1.459	5.414	0.000 ***	1.440	5.336	0.000 ***	1.374	5.077	0.000 ***	1.360	5.017	0.000 ***
$RD$	-0.016	-12.138	0.000 ***	-0.016	-12.098	0.000 ***	-0.016	-12.148	0.000 ***	-0.016	-12.238	0.000 ***	-0.016	-12.231	0.000 ***
$DA$	-0.020	-0.447	0.655	-0.006	-0.135	0.892	-0.001	-0.015	0.988	0.001	0.013	0.990	-0.004	-0.084	0.933
F 值	62.714			61.470			61.827			63.651			42.535		
顯著性	0.000***			0.000***			0.000***			0.000***			0.000***		
$R^2$	0.160			0.158			0.158			0.162			0.163		
$Adjusted R^2$	0.158			0.155			0.156			0.160			0.159		

註： \* 在 0.1 的顯著水準下，有顯著相關； \*\* 在 0.05 的顯著水準下，有顯著相關； \*\*\* 在 0.01 的顯著水準下，有顯著相關



表八 高階主管人事異動與下一期 ROE 關聯性

	Model 3b -1			Model 3b -2			Model 3b -3			Model 3b -4			Model 3b -5		
	$\beta$ 之 估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之 估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之 估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之 估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之 估計值	t 值	顯著性
常數	-54.637	-0.734	0.463	-26.386	-0.356	0.722	-18.432	-0.248	0.804	-27.273	-0.364	0.716	-35.012	-0.468	0.640
$X_1$	-10.444	-2.126	0.034 **										-17.883	2.720	0.007***
$X_2$				-14.064	-3.251	0.001 ***							-9.787	-1.766	0.078*
$X_3$							-9.070	-2.093	0.037 **				-8.646	-1.761	0.079*
$SX$										-6.244	-3.230	0.001 ***			
$SIZE$	13.247	2.894	0.004***	11.814	2.597	0.010**	11.415	2.502	0.012**	11.822	2.578	0.010**	12.489	2.727	0.006***
$RD$	-3.774	-36.516	0.000***	-3.756	-36.403	0.000***	-3.761	-36.514	0.000***	-3.758	-36.401	0.000***	-3.778	-36.618	0.000***
$DA$	-6.204	-3.701	0.000***	-6.279	-3.744	0.000***	-6.418	-3.822	0.000***	-6.304	-3.755	0.000***	-6.374	-3.804	0.000***
F 值	361.578			360.970			361.572			360.543			243.442		
顯著性	0.000***			0.000***			0.000***			0.000***			0.000***		
$R^2$	0.532			0.532			0.532			0.531			0.533		
$Adjusted R^2$	0.531			0.530			0.531			0.530			0.533		

註： \* 在 0.1 的顯著水準下，有顯著相關； \*\* 在 0.05 的顯著水準下，有顯著相關； \*\*\* 在 0.01 的顯著水準下，有顯著相關

表九 高階主管人事異動與下一期 Ln(MVA)之關聯性

	Model 4-1			Model 4-2			Model 4-3			Model 4-4			Model 4-5		
	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性
常數	0.504	0.707	0.480	0.280	0.393	0.694	0.573	0.812	0.417	0.673	0.948	0.343	0.742	1.046	0.296
$X_1$	-0.207	-3.700	0.000***										-0.140	-2.178	0.030**
$X_2$				-0.103	-2.190	0.029**							-0.022	0.399	0.690
$X_3$							-0.234	-5.333	0.000***				-0.207	-4.410	0.000***
$SX$										-0.106	-4.991	0.000***			
$SIZE$	0.914	20.807	0.000***	0.928	21.185	0.000***	0.913	21.012	0.000***	0.907	20.742	0.000***	0.903	20.668	0.000***
$RD$	-0.011	0.707	0.000***	-0.012	-7.665	0.000***	-0.011	-7.528	0.000***	-0.011	-6.960	0.000***	-0.011	-7.042	0.000***
$DA$	0.030	-3.700	0.000***	0.032	4.565	0.000***	0.035	5.137	0.000***	0.034	4.993	0.000***	0.034	4.978	0.000***
F 值	150.359			147.083			155.790			154.491			104.966		
顯著性	0.000***			0.000***			0.000***			0.000***			0.000***		
$R^2$	0.329			0.324			0.337			0.335			0.339		
Adjusted $R^2$	0.327			0.322			0.334			0.333			0.336		

註： \* 在 0.1 的顯著水準下，有顯著相關； \*\* 在 0.05 的顯著水準下，有顯著相關； \*\*\* 在 0.01 的顯著水準下，有顯著相關

表十 高階主管人事異動與下一期 TCRI 之關聯性

	Model 5-1			Model 5-2			Model 5-3			Model 5-4			Model 5-5		
	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性	$\beta$ 之估計值	t 值	顯著性
常數	14.659	28.307	0.000***	14.751	28.733	0.000***	14.769	28.338	0.000***	14.632	28.240	0.000***	14.791	28.283	0.000***
$X_1$	0.151	1.819	0.069*										0.036	0.413	0.680
$X_2$				0.157	2.658	0.008***							0.153	2.396	0.017**
$X_3$							0.027	-0.473	0.637				0.047	-0.831	0.406
$SX$										0.051	1.642	0.100*			
$Ln(AGE)$	-1.009	-8.808	0.000***	-1.028	-9.005	0.000***	-1.018	-8.882	0.000***	-1.014	-8.868	0.000***	-1.028	-8.973	0.000***
$ARD$	-0.087	-4.962	0.000***	-0.088	-5.049	0.000***	-0.085	-4.864	0.000***	-0.087	-4.972	0.000***	-0.089	-5.066	0.000***
$DA$	0.037	11.146	0.000***	0.036	11.005	0.000***	0.037	11.241	0.000***	0.037	11.175	0.000***	0.036	10.905	0.000***
$Ln(MV)$	-0.808	-20.148	0.000***	-0.814	-20.430	0.000***	-0.814	-20.250	0.000***	-0.807	-20.151	0.000***	-0.816	-20.278	0.000***
F 值	195.846			198.059			195.221			196.246			141.403		
顯著性	0.000***			0.000***			0.000***			0.000***			0.000***		
$R^2$	0.519			0.521			0.518			0.519			0.522		
$Adjusted R^2$	0.516			0.519			0.515			0.516			0.518		

註： \* 在 0.1 的顯著水準下，有顯著相關； \*\* 在 0.05 的顯著水準下，有顯著相關； \*\*\* 在 0.01 的顯著水準下，有顯著相關

## 參考文獻

### 一、中文部份

1. 葉銀華、李存修、柯承恩 (2002), 公司治理評等系統, 台北: 商智文化。
2. 黃慶堂、林建宏 (1996), 「我國公營事業民營化經營績效之實證研究」, 臺灣銀行季刊, 第 47 卷第 3 期, 臺灣銀行經濟研究室編印。
3. 林穎芬、祝道松與洪晨桓 (2006), 「經濟附加價值與總經理更替之探討」, 當代會計, 第 7 卷, 第 1 期, 頁 103-134。
4. 郭佩文 (2003), 「高階管理者更迭與公司績效、公司特性、與管理者特性關係之研究—以台灣上市公司為例」, 朝陽科技大學財務金融系碩士論文。

### 二、西文部份

1. Agrawal, A. and C. R. Knoeber (1996), "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholder." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
2. Altman, E. I. (1968), "Financial Ratios, Discriminate Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
3. Argenti, J. (1976), "*Corporate Collapse-The Causes and Symptoms*," London: McGraw-Hill.
4. Becker, C. L., M. L. Defond, J. Jiambalvo and K. R. Subramanyam (1998), "The effect of audit Quality on Earning Management." *Contemporary Accounting Research*, spring, 1-24.
5. Bendeck, Y. M. and Waller, E. R., (1999), "The Wealth Effects of Non-Senior Management Departures from Investment Banks," *Journal of Business Research*, 46, 95-105.
6. Bonnier, K. and Bruner, R. F. (1989), "An Analysis of Stock Price Reaction to Management Change in Distressed Firms." *Journal of Accounting and Economics*, 11, 95-106.
7. Chan, S., J. Martin and J. Kensinger, (1990), "Corporate Research and Development Expenditures and Share Value." *Journal of Financial Economics* 26: 255-276
8. Cho, M. H., (1998), "Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 47, 103-121.

9. Denis, D. J. and D. K. Denis (1995), "Performance Changes Following Top Management Dismissals," *Journal of Finance*, 50: 1029-1057.
10. Fama, E. and K. French (1992), "The Cross-section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 47, 427-465.
11. Firth M. and Smith, A. (1992), "The accuracy of profits forecasts in initial public offering prospectuses," *Accounting and Business Research*, 22(87), 239-247.
12. Friedman, S. D. and Singh, H. (1989), "CEO Succession and Stockholder Reaction: The Influence of Organization Context and Event Context," *Academy of Management Journal*, 32, 718-744.
13. Gamson, W. A. and Scotch, N. A. (1964), "Scapegoating Baseball." *American Journal of Sociology*, 70, 69-72.
14. Grossman, S. and O. Hart (1982), "Corporate finance structure and managerial incentives," In J.J. McCall (Ed.), *The economics of information and uncertainty*, Chicago: University of Chicago Press, 107-140.
15. Hart, O. (1995), "Corporate Governance: Some Theory and Implications," *Economic Journal*, 105: 678-689.
16. Jensen, M. C. and K. J. Murphy (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98:225-264.
17. Kaplan, S. (1994), "Top Executive Rewards and Firm Performance: a Comparison of Japan and the US," *Journal of Political Economy*, 102: 510-546.
18. Kang, J. K. and A. Shivdasani (1995), "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, 38: 29-58.
19. Lang, L.H.P., and R.M. Stulz. (1994), "Tobin's q, corporate diversification and firm performance," *Journal of Political Economy* 102: 1248-1280.
20. Lehn, Kenneth and Anil K. Makhija. (1996), "EVA and MVA as performance measures and signals for strategic change," *Strategy and Leadership*, 24, 34-38.
21. Lieber, R. B. (1996), "Who are the real wealth creators?" *Fortune* 134(12): 73-78.
22. Mahajan, A. and Lummer, S. (1993), "Shareholder Wealth Effects of Management Changes," *Journal of Business Finance and Accounting*, 20, 393-410.
23. Mansi, S. A. and D. M. Reed (2002), "Corporate international activity and debt finance," *Journal of International Business Studies*, 33(1), 129-147.
24. Martin Lettau and Jessica Wachter (2005). "Why is Long-Horizon Equity

- Less Risky? A Duration-Based Explanation of the Value Premium,* NBER Working Papers 11144, National Bureau of Economic Research, Inc.
25. McGuire, J., S. and Naroff, J. (1988), "Effects of Top Managers' Cabinet Appointments on Shareholders' Wealth," *Academy of Management Journal*, 31, 201-212.
  26. McConnell, J. and C. Muscarella (1985), "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm," *Journal of Financial Economics*, 14, 399-422.
  27. Muravyev, A., (2003), "Turnover of Senior Managers in Russian Privatized Firms," *Comparative Economic Studies*, 45: 148-172.
  28. Murphy, K. J. and J. Zimmernan (1993), "Financial Performance Surrounding CEO Turnover," *Journal of Accounting and Economics*, 16: 275-315.
  29. Tsai, W. H., J. H. Hung, Y. C. Kuo, and L. Kuo (2006), "CEO Tenure in Taiwanese Family and Nonfamily Firms: An Agency Theory Perspective," *Family Business Review*, 19(1): 11-28.
  30. Warner, J. B., Watts, R. L. and Wruck, K. H. (1988), "Stock Prices and Top Management Changes," *Journal of Financial Economics*, 20, 461-492.
  31. Weisbach, M. S. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
  32. Worrell, D. L., Davidson III, W. N., Chandy, P. R. and Garrison, S. L. (1986), "Management Turnover through Deaths of Key Executives: Effects on Investor Wealth," *Academy of Management Journal*, 29, 674-694.