

替換類型與市場競爭對總經理異動 宣告股東財富之影響*

王曉雯

國立中央大學會計研究所
副教授

吳明政

國立彰化師範大學商業教育學系
教授兼系主任

本文主要研究目的係探討總經理異動宣告導致的股東財富效果是否將會受到總經理異動類型與公司面臨的市場競爭程度所影響。本文發現相較於自願性總經理異動企業，投資人對於公司宣告強迫性總經理異動將會給予較大顯著負向股價反應。相較於低度市場競爭企業，投資人對高度競爭公司之總經理異動類型宣告將較為敏感。投資人對高度市場競爭公司宣告強迫性總經理異動將會給予較自願性總經理異動為大的顯著負向股價反應。自願性、強迫性總經理異動類型為高度市場競爭企業帶來的股價績效差距將會大於低度競爭公司。最後，繼任總經理如由董事長自行兼任將會對總經理異動宣告股價異常報酬產生負向顯著影響效果；此發現與公司治理精神一致。

關鍵字：總經理異動、替換類型、市場競爭、股東財富

壹、前言

隨著經營規模愈來愈龐大，現代企業對於資金與管理技術的需求則愈來愈迫切。相較於傳統獨資企業，現代企業除了需要豐沛資金挹注以利進行各項投資與業務擴充活動；現代企業亦需要引進專業總經理（chief executive

* 作者非常感謝編輯委員與兩位匿名審查人提供的寶貴建議，使本文更臻於完善。本文如有任何疏誤則為作者之責。

收稿日期：98年9月7日；接受刊登日期：99年5月28日

officer; CEO) 之管理才幹以利企業容易享有專業分工帶來的管理綜效。企業採取「所有權與經營權分離」體制已成為實務企業因應熾烈商業競爭之一種必然選擇。

企業聘請專業總經理固然可以提昇管理效能，然而，尋求自利動機的總經理與追求財富極大化的股東間，往往因為利益分歧而衍生出代理問題。所有權人（股東）除提供適當獎酬契約做為激勵總經理戮力達成績效之誘因機制外（Holmstrom, 1979: 74-91; 蔡柳卿，2006: 69-94）；當總經理績效表現不符合多數股東期望，亦即，股東認為總經理無法再為其經營公司並且創造財富時，替換總經理（CEO replacement）機制便成為股東保障自身利益之一項可行決策（Fama and Jensen, 1983: 301-325; Denis and Denis, 1995: 1029-1057; Huson, et al., 2004: 237-275; 黃旭輝，2006: 23-45）。

人力資源是增進企業競爭優勢的核心要素，總經理則更是企業經營管理之掌舵者。Berry, Bizjak, Lemmon and Naveen (2006: 797-817) 認為總經理聘任是重要決策，總經理適任與否將會攸關企業營運成敗。適任總經理將可為企業營運帶來獲利榮景，不適任總經理錯誤決策則可能導致企業走向衰敗。另一方面，Clayton, Hartzell and Rosenberg (2005: 1779-1808) 認為總經理異動（CEO turnover）是個相當重大事件，總經理異動將會對組織營運方向與獲利能力產生一定程度影響（Beatty and Zajac, 1987: 305-317）。古典財務理論建議公司股價為未來現金流量（獲利）之折現值；當資本市場知道總經理被董事會替換之訊息後，此項訊息將可能會影響投資人對該公司獲利前景持有不確定性看法，並進而改變投資決策行為（例如投資人在宣告公司股價上進行反應與調整）。許多學者因此使用事件研究（event study）法¹分析總經理異動宣告的股東財富與資訊內涵（information content）效果。² Beatty and

1 自從 Fama et al. (1969: 1-21) 提出事件研究法，學者即廣泛運用探討企業在特定事件發生前後之權益價格行為（Binder, 1998: 111-137）。由 Fama 效率市場理論，企業總經理異動宣告應會影響投資人對未來獲利看法並在股價上進行調整。統計上檢定此宣告是否導致股價產生異常報酬即為事件研究法。

2 根據資訊理論之定義，一項資訊若能影響訊息接受者的想法，並進而改變其決策行為時，學者稱該項資訊存在著「資訊內涵」。

Zajac (1987) 指出，總經理異動對股市而言，是一種負面消息。Bonnier and Bruner (1989: 95-106) 指出資本市場對企業宣告管理階層異動將會給予正向顯著股價反應。

Powers (2005: 504-522) 認為，探討總經理特性與企業經營環境對總經理異動與績效關連性之影響已成為總經理異動文獻一個主要研究方向。前奇異董事長 Jack Welch 曾說過，聘請適當總經理是企業重要決策之一；然而，有關於產業特性與組織結構如何影響企業之聘任與替換總經理決策亦是個重要課題 (Berry et al., 2006)。研究者除分析總經理異動類型 (如強迫性、自願性異動) 對於股東財富的影響效果 (如 Denis and Denis, 1995; Huson et al., 2004)，研究者也發現相較於低度競爭產業，處在高度競爭產業的企業較常採取總經理替換決策 (DeFond and Park, 1999: 35-56)。此外，研究者已證實產業特性、市場結構、產業集中度、產業進入障礙與公司特性為公司績效的重要決定因素 (如 Bain, 1956; Schmalensee, 1985: 341-351; Short, et al., 2007: 147-167)。先前文獻大體上均認為市場競爭程度將會影響企業獲利能力，並進而影響到總經理的績效表現。總經理績效表現之良窳勢必將會影響總經理的工作權與薪酬高低。當企業宣告採取替換總經理決策時，資本市場可能會評估此替換決策對公司未來獲利的影響，並在股價上給予反應。然而，截至目前為止，卻鮮少有文獻從投資人角度出發，檢驗資本市場對總經理異動宣告給予的股價反應是否會受到企業面臨市場競爭程度所影響；更遑論有文獻探討總經理異動類型與市場競爭程度交互作用後對於總經理異動宣告股東財富的影響效果。

本文實證結果可歸納如下：(1) 總經理自願性與強迫性異動宣告具有增額資訊內涵。投資人將會給自願性總經理異動宣告企業正向股價反應，強迫性總經理異動宣告企業負向顯著股價反應。此外，相較於自願性總經理異動企業，投資人對於強迫性總經理異動宣告企業將會給予較大負向顯著股價反應。(2) 投資人對總經理異動宣告給予的股價反應將視市場競爭程度而定。相較於低度市場競爭企業，資本市場對處在高度競爭企業宣告總經理異動將會給予較為強烈負向股價反應。(3) 相較於低度市場競爭企業，投資人對高度競爭企業總經理異動類型宣告將較為敏感。投資人對高度競爭公司宣告強迫性

總經理異動將會給予較自願性總經理異動為大的負向顯著股價反應。此外，自願性、強迫性總經理異動類型宣告為處在高度競爭公司帶來的股價績效差距將會較大。(4)總經理異動原因如為董事長免兼總經理，投資人在企業宣告當日將會給予正向顯著股價反應。繼任總經理如由董事長自行兼任將會對總經理異動宣告導致的累積異常報酬產生負向顯著影響效果；這個研究發現與公司治理精神一致。

對於財務、會計領域探討揭露政策文獻而言，相較於國外企業之自願性揭露，國內公司總經理異動宣告則屬於一種強制性揭露。³ 不同資訊揭露型態對股價異常報酬是否將會帶來不同影響效果？本文實證結果或可提供跨國界比較。對於總經理異動文獻而言，先前研究焦點在探討企業具有的產業與公司特性對總經理異動可能性之影響。較少有文獻由投資人觀點出發，分析市場競爭程度對總經理異動宣告股東財富之影響。本文實證結果建議，資本市場在評估總經理異動對公司未來獲利影響效果時確實會將企業面臨的市場競爭程度納入決策考量。本文研究結果可補充總經理異動文獻這方面的實證證據。最後，本文或為首篇探討總經理異動類型與市場競爭交互作用後對總經理異動宣告股價資訊內涵的影響效果。本文實證結果建議，市場競爭程度與自願性、強迫性總經理異動類型交互作用後確實會影響總經理異動宣告傳遞的資訊內涵。

本文內容共分為五節：其中第一節為前言，敘述本文的研究動機、目的與貢獻。第二節為文獻探討與研究假說。第三節為研究設計，包含研究期間與選樣標準、總經理異動宣告事件日界定、總經理異動類型定義、研究方法和變數定義與衡量。第四節為實證結果分析。第五節則為結論。

3 根據台灣證券交易所股份有限公司對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序第2條規定，公司董事長、總經理、法人董監事及其代表人、獨立董監事或自然人董監事發生變動者，應於事實發生或傳播媒體報導之日起次一營業日交易時間開始前，將該訊息內容或說明輸入證交所指定的網際網路資訊申報系統（公開資訊觀測站），但於其前發布新聞稿者，應同時輸入。

貳、文獻探討與研究假說

人力資源是增進企業競爭優勢的核心要素，總經理則更是企業經營管理之掌舵者。Clayton et al. (2005) 認為總經理異動是個相當重大事件，總經理異動對企業未來營運方向與獲利能力將會產生一定程度之影響 (Beatty and Zajac, 1987; 黃旭輝, 2006)。相當多文獻 (如 Denis and Denis, 1995) 建議經營績效不佳時，企業常常會藉由替換總經理以尋求經營績效能夠獲得改善。總經理異動後，公司績效可能呈現顯著改善、持續惡化，或者是與先前績效一般；學者據此分為常識 (common-sense)、惡性循環 (vicious-circle) 以及代罪羔羊 (ritual-scapegotating) 等三派論點。支持常識理論之學者 (如 Clayton et al., 2005) 認為董事會會替換不適任總經理，並同時挑選合適總經理重新領導企業。總經理異動後，公司績效應會獲得大幅改善。Huson et al. (2004) 將上述論點稱為管理改善 (improved management) 假說。支持惡性循環理論學者 (如 Suchard, et al., 2001: 1-27) 認為企業在更換不適任總經理後，新的人事和作風較容易導致內部關係緊張而使組織受到無謂傷害；經營績效並不會因為更換總經理而獲得提昇，反而會變得更差。董事會可能再次啟動替換總經理機制以挽救績效惡化，如此惡性循環，使得公司績效表現愈來愈差。代罪羔羊假說乃是根據代理理論演繹而成。該假說認為每個總經理管理才幹品質並無不同，公司績效不佳乃是由於外部因素造成，與總經理的管理才幹無關。支持代罪羔羊理論學者 (如 Khanna and Poulsen, 1995: 919-940) 認為總經理異動只不過是公司獲利表現不佳時的代罪羔羊。

Huson et al. (2004) 認為總經理異動宣告時的股價異常報酬乃是反應出投資人對總經理異動後公司未來績效變化之理性預期，而非對已經實現財務績效的反應。古典財務理論亦建議公司股價為未來股利 (現金流量) 之折現值。總經理異動後，倘若資本市場給予正 (負) 向股價反應，實則代表投資人將總經理異動視為一項好 (壞) 消息，公司未來獲利應能 (不能) 夠隨著替換總經理而獲得改善。Bonnier and Bruner (1989) 指出資本市場對於企業宣告管理階層異動將會給予正向顯著股價反應。Bendeck and Waller (1999: 95-

105) 研究發現，企業替換管理階層宣告對股東財富存在顯著負向影響效果。Warner, Watts and Wruck (1988: 461-492) 指出總經理異動宣告與股價反應並無顯著關連，並認為總經理異動對有些企業是好消息，對有些企業則為負面消息，總經理異動宣告價格效果，平均而言，為零。先前文獻在分析總經理異動宣告對股東財富之影響並未獲得一致性結論。

研究者進一步根據總經理異動原因分類為自願性與強迫性異動，並分析不同異動類型對股東財富的影響效果。一般而言，學者將異動原因屬晉升、董事長免兼總經理、屆齡退休、另有任用等項歸類為自願性總經理異動（如 Farrell and Whidbee, 2003: 165-196）。自願性總經理異動通常屬於正常人事更迭，與異動前公司績效表現無直接關連（Denis and Denis, 1995）。先前文獻將總經理因為遭到董事會撤換、因為公司政策而離職等異動原因歸類為強迫性異動（如 Engel, et al., 2003: 197-226）。Mahajan and Lummer (1993: 393-410) 發現管理階層異動原因如屬於自願性異動，宣告企業股價呈現不顯著異於零。Huson et al. (2004) 指出資本市場將會給予自願性總經理異動宣告企業正向顯著股價反應，給予強迫性異動較自願性異動企業為大的股價反應。

在效率市場假說下，本文認為投資人將會審慎評估自願性與強迫性總經理異動對宣告公司未來獲利的影響，並在股價上進行調整與反應。先前文獻於探討總經理異動類型宣告對股東財富影響效果之研究結論分歧，但大體上均證實投資人傾向樂觀解讀自願性總經理異動訊息，並會給予宣告企業正向股價反應。本文因此形成假說 1A。

Sunder (1997) 指出總經理提供人力資本使企業獲益。由於總經理的管理技能品質無法直接觀察，董事會便藉由已實現績效來推論總經理管理品質並做為獎酬依據。總經理提供人力資本給企業除了可得到薪資、紅利與獎金外，總經理也可獲得工作經驗。此種工作經驗可增加總經理的人力資本、管理聲譽與未來謀生能力。總經理的總財富中有絕大部分與他們的人力資本緊密相連。倘若總經理績效表現太差，董事會便據以推論總經理管理技能品質不佳，並認為替換掉該名總經理對企業帶來的效益將會高過於成本（Huson et al., 2004）。總經理一旦因績效不佳遭公司強迫撤換，總經理的聲譽將受到損傷，進而使其總財富受到嚴重負面影響。上述可說明 Warner et al. (1988),

Weisbach (1988: 431-460), and Denis and Denis (1995) 等學者提出的論點；公司可能不會報導總經理異動之真正理由，或以相當含蓄字眼說明總經理異動的原因。

相較於國外企業之自願性揭露，國內公司總經理異動宣告則屬於一種強制性揭露；亦即，公司一旦替換總經理，就必需強制公告給投資人知曉。然而，現行國內法規允許公司自行選擇是否公告總經理異動原因以及異動原因的類型。本文認為，企業宣告總經理異動原因如屬於強迫性異動，此種強迫替換類型宣告，實則隱含總經理在離職前的績效表現不佳；總經理除已不適任本職外，總經理與董事會關係可能亦呈現絕裂狀態。Mahajan and Lummer (1993) 發現管理階層異動原因如屬於強迫性異動，宣告企業股價將會呈現顯著負向反應。Denis and Denis (1995) 發現相較於自願性總經理異動企業，強迫性總經理異動公司在採行總經理替換決策前遭受到重大股東財富損失。強迫性總經理異動後的六個月內，公司股價異常報酬亦呈現顯著負向反應。Clayton et al. (2005) 發現公司股票波動性於總經理異動宣告期間將會增加，相較於自願性總經理異動，企業宣告強迫性異動將會面臨較大股價波動性。本文因此推論相較於自願性總經理異動企業，投資人對於強迫性總經理異動宣告企業之未來績效表現將抱持較大不確定性負面看法。本文形成假說 1B 與 1C。

假說 1A：資本市場對於企業宣告自願性總經理異動將會給予顯著正向股價反應。

假說 1B：資本市場對於企業宣告強迫性總經理異動將會給予顯著負向股價反應。

假說 1C：相較於自願性總經理異動企業，資本市場對於企業宣告強迫性總經理異動將會給予較大顯著負向股價反應。

經濟理論建議，產業集中度和市場不完美競爭導致的經濟租為企業獲利重要決定因素 (Cheng, 2005a: 5-31)。Cheng (2005b: 85-112) 發現產業特性和市場佔有率 (經濟租之代理變數) 可以協助預測公司未來盈餘並解釋股價。

Krishnan (2005: 269-287) 發現市場競爭將會影響投資人對會計資訊之需求強度；競爭程度愈高，投資人對會計資訊的需求則會愈大。另一方面，DeFond and Park (1999: 35-56) 發現相較於低度競爭產業，處在高度市場競爭產業的企業較常採取總經理替換決策。在高度市場競爭產業內，公司特定會計衡量（如相對績效評估）與總經理異動關連性較高。相較於低度競爭產業，楊朝旭與蔡柳卿（2003: 63-80）發現，在高度市場競爭產業，公司相對產業績效的會計衡量指標與總經理替換機率的負向關連性較強。本文由上述文獻可獲知，企業面臨的市場競爭程度不僅會影響董事會對總經理績效表現之評定，同時亦會影響董事會的總經理替換決策。市場競爭程度愈高，總經理替換決策與總經理績效表現的關連性則愈強。

市場競爭程度將會影響公司獲利能力與總經理的績效表現。總經理績效表現之良窳勢必將會影響薪酬高低與工作權（Karuna, 2007: 275-297）。在效率市場假說下，投資人應能夠區辨總經理異動對公司未來獲利影響，並同步解讀宣告企業伴隨傳遞的其它資訊（如公司面臨的市場競爭程度）。在投資人對企業宣告自願性總經理異動會給予顯著正向股價反應，強迫性總經理異動會給予顯著負向股價反應之假說（假說 1A 與 1B）成立下，本文認為市場競爭將會進一步影響投資人對自願性、強迫性總經理異動宣告給予的股價反應。本文推論在高度市場競爭產業中，投資人對總經理異動類型宣告將會較低度市場競爭公司為敏感；市場競爭程度將會進一步強化投資人對自願性、強迫性總經理異動宣告的股價反應。本文因此形成假說 2。同理，在投資人給予宣告強迫性總經理異動較自願性異動為大之顯著負向股價反應假說（假說 1C）成立下，本文推論市場競爭程度將會進一步強化投資人對自願性、強迫性總經理異動宣告的股價反應。本文因此形成假說 3。

假說 2A：在將自願性總經理異動視為好消息下，相較於低度市場競爭企業，投資人對高度競爭企業宣告自願性異動將給予較大顯著正向股價反應。

假說 2B：在將強迫性總經理異動視為壞消息下，相較於低度市場競爭企業，投資人對高度競爭企業宣告強迫性異動將給予較大顯著負向股價

反應。

假說 3：相較於低度市場競爭企業，資本市場對於高度競爭企業宣告強迫性總經理異動將會給予較自願性總經理異動為大的顯著負向股價反應。

參、研究設計

一、研究期間與選樣標準

本文研究期間為民國 87 年至 94 年，研究樣本則為研究期間內有採行總經理替換決策之台灣上市、上櫃公司。有關於總經理異動宣告事件，本文取自於台灣證券交易所建置的「公開資訊觀測站」（1998-2005）。本文於公開資訊觀測站之「重大訊息」網頁，鍵入「總經理異動」、「更換總經理」等相關關鍵字搜尋而獲得研究樣本。樣本公司之會計、財務資料則取自「台灣經濟新報」相關資料庫（1998-2005）。本文的選樣標準為：(1)樣本公司宣告總經理異動前後 3 天內，公司並無其它宣告事件。(2)樣本公司如果一年內宣告兩次或兩次以上總經理異動，本文僅挑選該宣告年內第一次總經理異動做為研究樣本。(3)本文刪除會計年度非屬於曆年制的公司。此外，金融保險業由於行業性質特殊，故刪除之。(4)樣本公司會計、財務資料缺失，以及在研究期間內因故被列為全額交割股或停止交易公司，本文均一併刪除。上述選樣標準(1)乃是為避免總經理異動宣告股價效果受到公司其它宣告事件所干擾。選樣標準(2)乃是為避免在以事件研究法進行實證分析時，公司總經理異動宣告股價異常報酬之估計期與前一次總經理異動宣告事件窗期重疊，而使研究結果受到混淆。

經由上述篩選準則，本文一共得到 302 個總經理異動宣告事件，其中以資訊電子業的樣本數最多，達 157 個（佔全體樣本比例約 52%），其次為營建業的 22 個宣告樣本。

二、總經理異動宣告事件日界定

證券交易法第三十六條規定，企業發生對股東權益或證券價格有重大影響的事項（如總經理異動），應於事實發生日起二日內公告並向主管機關申

報。一般說來，企業替換總經理之決議與公告時間點依序為董事會決議日期、公司在公開資訊觀測站公告此重大訊息（公告日），與報章媒體報導此一異動訊息（見報日）。在效率市場假說下，本文認為在公開資訊觀測站發佈總經理異動訊息後，投資人應能立即接收此項訊息並調整宣告公司股價；本文因此選取總經理異動公告日為事件日。本文檢視樣本公司宣告時間點發現，逾七成總經理異動公告時間皆在當日股市收盤後；針對此類樣本，本文則改以次一個股市交易日做為事件日。

三、總經理異動類型定義

為了解總經理異動的原因與類型是否會影響投資人對宣告公司未來獲利前景持有不同看法，進而影響股價宣告效果；本文將參考 Farrell and Whidbee (2003), Engel et al. (2003), Huson et al. (2004) 與黃旭輝（2006）等學者，將樣本分類為自願性總經理異動組、強迫性總經理異動組與其它組。⁴ 本文將企業宣告總經理異動原因為(1)晉升，(2)董事長免兼總經理，(3)屆齡退休，(4)另有任用，與(5)有詳細說明健康因素歸類為自願性異動樣本組。「晉升」係指公司在公開資訊觀測站公告總經理異動原因為升任成為（關係企業）董事長或副董事長。「董事長免兼總經理」係指公司公告總經理異動原因為強化公司治理、經營權與管理權專業分工，或為因應組織業務發展需要。倘若公

4 Farrell and Whidbee (2003) 根據華爾街日報報導總經理異動原因，將總經理因為下列理由而離開公司者謂之自願性異動：(1)退休，(2)正常職務調動與晉升，(3)總經理因死亡或疾病而離職，(4)總經理更換到其它公司，而且獲得較現職更好之工作。其餘異動原因則稱之為強迫性總經理異動。Engel et al. (2003) 將總經理因為下列理由而離開公司者謂之強迫性異動：(1)總經理遭解僱，(2)總經理因績效不佳遭撤換，(3)公司無公告異動原因，(4)總經理因公司政策離職。其餘異動原因則稱之為非強迫性異動。Huson et al. (2004) 根據華爾街日報報導總經理異動原因，將總經理因為下列理由而離開公司者謂之強迫性異動：(1)總經理遭解僱，(2)總經理遭撤換，(3)總經理離職但未說明原因，(4)總經理因公司政策離職。Huson et al. (2004) 將總經理因為下列理由異動謂之為自願性異動：(1)總經理換到另一個與原來職位相當之工作，(2)總經理因為個人或企業因素離職，而那些因素與總經理目前在公司負責的業務或活動無關。黃旭輝(2006)將總經理因為下列理由而離職稱為強迫性異動：(1)公司合併，(2)任期屆滿，(3)改派（公司政策），(4)法律因素，(5)未屆齡退休，與(6)未說明理由之請辭。黃旭輝（2006）將總經理因為職位晉升、職務調動（另有任用）與聘任專任總經理等原因而異動者謂之為自願性總經理異動。

公司公告異動原因僅為董事長免兼總經理，本文將此類樣本歸類為其它組的無詳細說明董事長免兼總經理之理由。「另有任用」係指公司公告總經理異動原因為轉任公司內其它職位。「有詳細說明健康因素」係指公司公告總經理異動時，有說明總經理因健康不佳而解任，並且調任到公司其它職位。倘若公司公告異動原因僅為總經理因健康因素請辭，本文則將此類樣本歸類為其它組。

本文將企業宣告總經理異動原因為(1)未說明原因之離職，(2)遭董事會撤換，(3)因公司政策離職，與(4)公司無公告異動原因者歸類為強迫性異動樣本組。「未說明原因之離職」係指公司在公開資訊觀測站內僅以總經理離職、請辭等字眼來公告總經理異動。倘若公司公告總經理異動原因為個人因素(如個人規劃)而離職，本文則將此類樣本歸類為其它組之非強迫性請辭。「遭撤換」係指公司於公開資訊觀測站公告的總經理異動原因為遭撤換或董事會決議、董事會改選。「公司政策」係指公司公告總經理異動原因為公司因應任務需要，但在公告內卻未提及原任總經理的新職務。「無原因」係指公司在公開資訊觀測站完全未提及總經理異動原因。Warner et al. (1988) 與 Weisbach (1988) 指出，公司可能不會報導總經理異動之真正理由，或以相當含蓄字眼說明總經理異動的原因。本文因此將企業宣告總經理異動原因為(1)有說明原因之請辭，(2)未屆齡退休，(3)無詳細說明健康因素，與(4)無詳細說明董事長免兼總經理之理由者歸類為其它組，以減緩分類方式不精確對研究結果造成的影響。

表 1 列示總經理異動類型統計表。由表 1 可知，自願性總經理異動組計有 105 個樣本(佔全體樣本比例約 34.77%)，強迫性總經理異動組計有 131 個樣本(佔全體樣本比例約 43.38%)。至於非屬於自願性或強迫性總經理異動之其它組則計有 66 個樣本。

表 1：總經理異動類型統計表

異動類型	異動原因	樣本次數	合計次數
自願性異動	晉升 ¹	29	
	董事長免兼總經理 ²	34	
	屆齡退休 ³	13	
	另有任用 ⁴	27	
	有詳細說明健康因素 ⁵	2	105
強迫性異動	未說明原因之離職 ⁶	41	
	遭撤換 ⁷	27	
	公司政策 ⁸	61	
	無原因 ⁹	2	131
其它	非強迫性請辭	51	
	非自願性退休	6	
	無詳細說明健康因素	7	
	無詳細說明董事長免兼總經理之理由	2	66

說明：

- 1 企業於總經理異動原因宣告中，使用如「調升」等詞句，或前任總經理升任為正、副董事長等訊息。例如：國喬石化（公司代碼 1312）民國 92/11/03 於公開資訊觀測站公告總經理異動原因為原任總經理升任副董事長。
- 2 企業於總經理異動原因宣告中，使用如「免兼總經理」等詞句。例如：邁達康（9960）民國 93/09/24 於公開資訊觀測站公告總經理異動原因為落實公司治理，董事長不宜兼任總經理。
- 3 例如：味全（1201）民國 88/03/25 於公開資訊觀測站公告總經理異動原因為原任總經理已達退休條件，申請退休。
- 4 企業於總經理異動原因宣告中，揭露原任總經理仍然繼續留在公司內並授予其他非正、副董事長之職位。例如：達欣工程（2535）在民國 89/10/27，宣告總經理因任期屆滿調整職務，調派任董事會執行秘書兼董事長特別助理。
- 5 例如：永豐餘（1907）民國 88/11/08 於公開資訊觀測站公告公司總經理因眼疾影響視力，必須開刀治療休養，故辭任總經理職務，該職缺乃由董事長兼任。
- 6 本文將總經理異動原因「離職」定義為企業在公告總經理異動原因時使用「請辭」、「離職」、「辭職」等字眼且未說明離職原因謂之。例如：興泰（1235）民國 93/06/18 於公開資訊觀測站公告總經理異動原因僅有請辭兩個字。
- 7 例如：展成科技（3089）民國 94/06/27 於公開資訊觀測站公告總經理異動原因為原任總經理遭董事會撤換。
- 8 本文將總經理異動原因「公司政策」定義為企業在公告總經理異動原因時使用「公司合併」、「配合業務需要」等字眼謂之。例如：聲寶（1604）民國 90/11/06 於公開資訊觀測站公告總經理異動原因為推動本公司第二階段轉型工程及聲寶東元合併案之推展。
- 9 樣本公司未明確揭露總經理異動的原因。

四、研究方法

(一)單變量迴歸模式分析——事件研究法

依據 Fama 效率市場假說，當企業宣告總經理異動，此項訊息應該能夠影響投資人對於企業未來獲利之看法，投資人因此在訊息宣告企業股價上進行反應與調整。統計上檢定總經理異動宣告是否會導致股價產生異常報酬的方法即是事件研究法。本文使用市場模式 (market model) 來估計樣本公司於總經理異動宣告期間的異常報酬。

1. 以市場模式估計總經理異動宣告企業的預期報酬

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中 t 表示交易日之連續編號， $t \in \{-180, -179, \dots, k\}$ 。 $t \in \{-l, \dots, 0, \dots, k\}$ 為事件期間； $t=0$ 為事件日 (總經理異動宣告日)； $t \in \{-180, -179, \dots, -l-1\}$ 為估計期。 R_{it} 表示 i 公司於第 t 日的報酬率。 R_{mt} 表示第 t 日市場組合報酬率。 β_i 表示 i 公司的系統風險。 ε_{it} 為誤差項。

2. 樣本公司 (累積) 異常報酬之估計

本文將(1)式進行迴歸分析可得到估計值 $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ 。本文利用 $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ 以及事件期間的市場投資組合報酬率計算公司在總經理異動宣告期間的預期報酬率 \hat{R}_{it} (如(2)式)。本文使用總經理異動宣告期間公司股票實際日報酬率減掉預期報酬率來計算異常報酬率 AR_{it} (如(3)式)。累積異常報酬率 CAR_{it} 則是將總經理異動宣告窗期 $(-l, k)$ 內，每日異常報酬率逐日累加而獲得 (如(4)式)。

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (2)$$

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (3)$$

$$CAR_{it} = \sum_{t=-l}^k AR_{it} \quad (4)$$

其中 \hat{R}_{it} 為 i 公司於第 t 日的預期報酬率。 AR_{it} 為 i 公司於第 t 日的異常報酬率。 CAR_{it} 表示 i 公司的累積異常報酬率。

3. 樣本公司平均（累積）異常報酬之計算

$$\overline{AR}_t = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n} \quad (5)$$

$$\overline{CAR}_t = \frac{\sum_{i=1}^n CAR_{it}}{n} \quad (6)$$

其中 \overline{AR}_t 表示樣本公司平均每日異常報酬率。 \overline{CAR}_t 表示樣本公司平均每日累積異常報酬率。 n 表示樣本總數。

4. 樣本公司平均（累積）異常報酬之統計檢定

本文以標準化殘差法估算之 t 值進行統計推論。

(二) 多變量迴歸模式分析

—— 總經理異動宣告股價累積異常報酬之決定因素

除使用事件研究法分析總經理異動宣告時的股價反應，本文亦使用多變量迴歸模式來探討總經理異動宣告股價累積異常報酬之決定因素。

$$CAR_{i,t}(-l, k) = \alpha_0 + \beta_1 Ty_{i,t} + \beta_2 Com_{i,t-1} + \beta_3 Ty_{i,t} \times Com_{i,t-1} + \beta_4 S_{i,t-1} + \beta_5 G_{i,t-1} + \beta_6 Lev_{i,t-1} + \beta_7 ARoa_{i,t-1} + \beta_8 Ind_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中 $CAR_{i,t}(-l, k)$ 表示 i 公司於 t 年總經理異動宣告事件日前 l 日到後 k 日之累積異常報酬率。 $Ty_{i,t}$ 表示 i 公司於 t 年的總經理異動原因組別，為虛擬變數（ $Ty=1$ 為強迫性總經理異動組， $Ty=0$ 為其它）。 $Com_{i,t-1}$ 為 i 公司總經理異動宣告前一年（ $t-1$ 年）的市場競爭程度組別，為虛擬變數（ $Com=1$ 為高度市場競爭組， $Com=0$ 為其它）。 $Ty_{i,t} \times Com_{i,t-1}$ 為總經理異動原因組別與市場競爭程度組別之交乘項。 $S_{i,t-1}$ 為 i 公司總經理異動宣告前一年的公司規模。 $G_{i,t-1}$ 為 i 公司總經理異動宣告前一年具有的成長機會。 $Lev_{i,t-1}$ 為 i 公司總經理異動宣告前一年的財務槓桿。 $ARoa_{i,t-1}$ 為 i 公司總經理異動宣告前一年經產業調整後的公司績效。 $Ind_{i,t-1}$ 表示 i 公司總經理異動宣告前一年的產業別，為虛擬變數（ $Ind=1$ 為資訊電子產業， $Ind=0$ 為其它）。 $\varepsilon_{i,t}$ 為誤差項。

本文根據總經理異動之相關文獻，納入公司規模、成長機會、總經理異

動前公司相對績效做為實證分析的控制變數。相較於小公司，大公司的控制結構較為複雜，Reinganum (1985: 46-60) 因此認為，總經理異動宣告對大公司的影響較小。然而，Lubatkin, Chung, Rogers, and Owers (1986: 36-40) 和 Bonnier and Bruner (1989) 發現公司規模與總經理異動宣告股價累積異常報酬呈現正向關連。本文將不對公司規模變數方向進行預測。黃旭輝 (2006) 發現公司成長機會與總經理異動宣告累積異常報酬呈現負向關係。Lubatkin, Chung, Rogers, and Owers (1989: 47-68) 建議總經理異動前公司績效為總經理異動宣告股價反應的重要決定因素。Lubatkin et al. (1986) 發現總經理異動前公司績效與異動期間股價累積異常報酬無關。Huson et al. (2004) 指出總經理異動前公司績效與股價反應呈現負向關係。本文將不預測總經理異動前公司績效變數之方向。另一方面，Stulz (1990: 3-27) 指出財務槓桿可能會限制公司進行策略性投資以抵禦競爭帶來的獲利威脅；當企業揭露會影響未來獲利的訊息時，高財務槓桿公司可能會面臨較大之負向影響效果。Guenther and Rosman (1994: 115-128) 則發現股票報酬在公司重大事件宣告後產生之橫斷面差異可由產業結構來解釋。本文亦納入財務槓桿與產業別做為控制變數。

本文採用最小平方法 (ordinary least squares; OLS) 進行估計。另以 White (1980: 817-838) 修正之 t 值來避免實證分析可能產生的異質變異問題。本文以變異數膨脹因素 (variance inflation factor; VIF) 值檢驗自變數共線性問題。本文以 Durbin-Watson 統計量檢驗殘差項之獨立性假設。

五、變數定義與衡量

(一) 累積異常報酬率 ($CAR_{i,t}(-l, k)$)

本文以窗期 (-2, +2)，即總經理異動宣告前 2 日到宣告日後 2 日，之累積異常報酬率代理投資人對總經理異動宣告給予的股價反應。各企業總經理異動宣告累積異常報酬率乃是由異動宣告前 2 日股價異常報酬率逐日累加到宣告日後 2 日來衡量。本文亦使用 (-1, 0)、(0, +10) 與 (-30, +30) 等事件窗期進行敏感性分析，以避免事件期間選取影響研究結果。

(二)總經理異動類型 ($Ty_{i,t}$)

本文參考 DeFond and Park (1999), Huson et al. (2004), and Berry et al. (2006) 文章，使用虛擬變數表示總經理異動類型，其中 $Ty=1$ 為強迫性總經理異動組， $Ty=0$ 為自願性總經理異動與其它組。

(三)市場競爭程度 ($Com_{i,t-1}$)

本文以市場佔有率 ($Ms_{i,t-1}$) 衡量樣本公司面臨的產業競爭程度。⁵ 本文以樣本公司在 $t-1$ 年度的銷貨收入佔同產業 $t-1$ 年度全部銷貨收入之比重代理市場佔有率，並據以將樣本分組為高、低市場競爭組，其中虛擬變數 $Com=1$ 為高度市場競爭組， $Com=0$ 為低度市場競爭組。⁶

(四)公司規模 ($S_{i,t-1}$)

本文以企業總經理異動宣告年度之期初總資產取自然對數做為公司規模的代理變數。

(五)成長機會 ($G_{i,t-1}$)

本文以公司權益之市值帳面值比來代理成長機會。⁷

(六)財務槓桿 ($Lev_{i,t-1}$)

本文以公司的負債資產比做為財務槓桿之代理變數。

5 本文亦以 Herfindahl Index 來衡量企業面臨的市場競爭程度，並進行敏感性分析。Herfindahl Index 的求算則以產業為計算主體，每個產業 Herfindahl 指數為 $t-1$ 年度該產業各公司市場佔有率的平方和。Herfindahl 指數愈大代表產業集中度愈高，產業競爭程度因此愈小。本文發現以 Herfindahl 指數進行分析之結果與市場佔有率相似。

6 除使用虛擬變數方式進行分析，本文亦以各樣本公司實際的市場佔有率值和 Herfindahl 指數值進行敏感性分析，二者實證結果相似。

7 本文參考 Chung and Pruitt (1994: 70-74) 計算各樣本公司的 Tobin's Q 值，並進行敏感性分析。實證結果與使用市值帳面值比相似。

(七)總經理異動宣告前公司績效 ($ARoa_{i,t-1}$)

本文參考 Denis and Denis (1995) and Huson et al. (2004)，以 $t-1$ 年營業利益加回折舊費用除以總資產（資產報酬率；ROA）做為公司績效指標。為降低經營環境對公司績效之干擾，本文以產業調整後 ROA（公司 ROA 減掉產業平均 ROA）代理總經理異動宣告前之公司績效。

(八)產業別 ($Ind_{i,t-1}$)

本文以虛擬變數代表企業所屬產業別，其中 $Ind=1$ 為資訊電子業組， $Ind=0$ 為非資訊電子業組。

肆、實證結果分析

一、敘述性統計與變數相關係數分析

表 2 列示迴歸變數之敘述性統計。由表 2，樣本公司在窗期 $(-2, +2)$ 的平均累積異常報酬率（以下簡稱為累積異常報酬率）為 -0.132% 。自願性與強迫性總經理異動宣告公司在窗期 $(-2, +2)$ 的累積異常報酬率則分別為 0.352% 與 -0.575% （列示於表 3）。總經理異動前公司經產業調整過的平均會計績效（產業調整 ROA）為 -4.358% ；此數值似乎隱含當公司績效較同業為差時，董事會較可能採取替換總經理決策。自願性與強迫性總經理異動宣告公司之產業調整 ROA 則分別為 -2.145% 與 -6.955% （未列示於表 2）。公司成長機會平均數為 1.436，顯示樣本公司平均而言具有未來成長機會。自願性與強迫性總經理異動宣告，公司之成長機會平均數則分別為 1.632 與 1.266（未列示於表 2）。

本文分別使用 Pearson 與 Spearman 相關係數值來檢測迴歸變數之相關性。部份自變數間的相關係數達 1% 顯著水準，但經本文進一步計算各自變數之 VIF 值發現皆未超過指標值 10，故自變數共線性問題應不致影響本文研究結果。

表 2：迴歸變數之敘述性統計

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
$CAR_{i,t}(-2, 2)$	-0.132	-0.18	2.76	-11.73	10.35
$Ty_{i,t}$	0.416	0	0.49	0	1
$Com_{i,t-1}$	0.268	0	0.44	0	1
$Ms_{i,t-1}$	2.711	0.33	6.08	0.001	38.49
$Ty_{i,t} \times Com_{i,t-1}$	0.116	0	0.32	0	1
$S_{i,t-1}$	15.209	15.05	1.37	12.71	19.65
$G_{i,t-1}$	1.436	1.07	1.28	0.11	10.64
$Lev_{i,t-1}$	43.869	43.58	15.54	6.07	90.66
$ARoa_{i,t-1}$	-4.358	-2.48	11.93	-64.28	35.25
$Ind_{i,t-1}$	0.517	1	0.50	0	1
$Ins_{i,t}$	0.755	1	0.43	0	1
$Boa_{i,t}$	0.303	0	0.46	0	1

說明：

- 1 全體總經理異動樣本數為 302 個。
- 2 $CAR_{i,t}(-2, 2)$ 表示公司宣告總經理異動前 2 日到宣告日後 2 日之平均累積異常報酬率（單位為 %）。 $Ty_{i,t}$ 代表總經理異動原因組別，其中虛擬變數 $Ty=1$ 為強迫性總經理異動， $Ty=0$ 為其它。 $Com_{i,t-1}$ 表示公司的產業競爭程度組別，其中虛擬變數 $Com=1$ 為高度市場競爭組， $Com=0$ 為其它。 $Ms_{i,t-1}$ 表示公司於總經理異動宣告前之市場佔有率（單位為 %）。 $S_{i,t-1}$ 為公司規模。 $G_{i,t-1}$ 為公司的未來成長機會。 $Lev_{i,t-1}$ 為公司的財務槓桿（單位為 %）。 $ARoa_{i,t-1}$ 表示總經理異動宣告前經產業調整後之公司績效（單位為 %）。 $Ind_{i,t-1}$ 為公司的產業別，為虛擬變數；其中， $Ind=1$ 為資訊電子產業組， $Ind=0$ 則為其它。 $Ins_{i,t}$ 代表 i 公司於 t 年的繼任總經理來源，為虛擬變數，其中 $Ins=1$ 代表繼任總經理來自公司內部， $Ins=0$ 為其它。 $Boa_{i,t}$ 代表繼任總經理是否由董事長所兼任，其中虛擬變數 $Boa=1$ 代表繼任總理由董事長兼任， $Boa=0$ 為其它。

二、總經理異動與異動類型宣告股東財富效果之分析

表 3 列示總經理異動（類型）宣告之股價異常報酬。由表 3 可知，全體總經理異動樣本在窗期 $(-2, +2)$ 宣告當日（事件日 $t=0$ ）之平均異常報酬率（以下簡稱為異常報酬率）為 -0.088% ，窗期 $(-2, +2)$ 累積異常報酬率則為 -0.132% 。全體樣本實證結果與 Warner et al. (1988) 一致，亦即，總經理異動宣告與股價異常報酬無存在顯著關連性。

自願性總經理異動組在窗期 $(-2, +2)$ 宣告當日之異常報酬率為 0.279% （達 1% 顯著水準）。自願性異動組在各種事件窗期，平均而言，呈現正向累

表 3：總經理異動（類型）宣告之股價異常報酬

A 表：窗期 (-2, +2) 各事件日之平均（累積）異常報酬率									單位：%
事件日	全體樣本		自願性異動組		強迫性異動組		其它組		
	AR (<i>t</i> 值)	CAR (<i>t</i> 值)	AR (<i>t</i> 值)	CAR (<i>t</i> 值)	AR (<i>t</i> 值)	CAR (<i>t</i> 值)	AR (<i>t</i> 值)	CAR (<i>t</i> 值)	
-2	-0.042 (-0.73)	-0.042 (-0.73)	0.011 (0.11)	0.011 (0.11)	-0.041 (-0.47)	-0.041 (-0.47)	-0.162 (-1.26)	-0.162 (-1.26)	
-1	0.053 (0.92)	0.011 (0.13)	0.088 (0.90)	0.099 (0.71)	0.064 (0.74)	0.023 (0.19)	0.052 (0.40)	-0.110 (-0.59)	
0	-0.088 ⁺ (-1.54)	-0.078 (-0.78)	0.279*** (2.87)	0.376** (2.24)	-0.371*** (-4.28)	-0.348** (-2.32)	-0.106 (-0.82)	-0.214 (-0.96)	
1	-0.042 (-0.73)	-0.125 (-1.04)	-0.011 (-0.12)	0.365* (1.88)	-0.191** (-2.20)	-0.539*** (-3.11)	0.229* (1.77)	0.018 (0.03)	
2	-0.004 (-0.06)	-0.132 (-0.96)	-0.014 (-0.14)	0.352 ⁺ (1.62)	-0.021 (-0.24)	-0.575*** (-2.89)	0.006 (0.05)	0.024 (0.04)	

B 表：自願性與強迫性總經理異動組之各種事件窗期平均累積異常報酬率

事件窗期	V		F		CAR 差異檢定
	CAR (<i>t</i> 值)	Median [% Pos]	CAR (<i>t</i> 值)	Median [% Pos]	CAR (F-V) (<i>t</i> 值)
(-1, 0)	0.367*** (2.67)	0.218 [56.6%]	-0.309** (-2.52)	-0.456 [36.8%]	-0.676*** (-3.00)
(-2, 2)	0.352 ⁺ (1.62)	0.132 [51.9%]	-0.575*** (-2.89)	-0.529 [39.9%]	-0.927*** (-2.71)
(0, 10)	0.651** (2.02)	0.138 [53.8%]	-0.650** (-2.19)	-0.665 [42.9%]	-1.302** (-2.43)
(-30, 30)	-0.521 (-0.55)	-1.385 [44.3%]	-1.339** (-2.17)	-1.049 [40.6%]	-0.819 (-0.59)

說明：

- 括號內數字為 *t* 值（雙尾）。*** 代表顯著水準達 1%；** 代表顯著水準達 5%；* 代表顯著水準達 10%；⁺代表顯著水準達 15%。
- 全體總經理異動樣本數為 302 個，自願性總經理異動組樣本數為 105 個，強迫性異動組樣本數為 131 個。非屬於自願或強迫性異動之其它組則有 66 個樣本。V 代表自願性總經理異動組，F 代表強迫性總經理異動組。
- A 表中，事件日為 0 之平均異常報酬率（AR）代表企業宣告總經理異動當日，宣告公司的平均股價異常報酬率；日期為 -1 之 AR 代表企業於宣告總經理異動前一日，宣告公司的平均異常報酬率。在事件窗期為 5 天 ($t \in (-2, +2)$) 時，日期為 0 之平均累積異常報酬

率 (CAR) 乃是由企業於總經理異動宣告日前二天之 AR，加上宣告日前一天之 AR，再加上宣告日當天之 AR 而獲得。B 表結果可依此類推。

- 4 Median 代表樣本公司平均累積異常報酬率之中位數；% Pos 則代表樣本公司平均累積異常報酬率為正值佔該組樣本數之比重。
- 5 本文使用 Jarque-Bera 檢定獲知自願性和強迫性總經理異動組的 CAR 符合常態分配。強迫性與自願性異動組 CAR 之差異數 (CAR (F-V)) 檢定因此採用 t 檢定進行分析。

積異常報酬率，惟統計顯著性則視窗期而定。假說 1A 因此獲得部份支持。本文自願性總經理異動宣告結果與先前文獻 (如 Denis and Denis, 1995) 一致；總經理自願性異動為公司正常人事更迭，投資人並沒有給予太大的正向股價反應。強迫性總經理異動組在窗期 (-2, +2) 宣告當日之異常報酬率則為 -0.371% (達 1% 顯著水準)。強迫性異動組在各種事件窗期均呈現顯著負向累積異常報酬率。假說 1B 因此獲得支持。另一方面，由強迫性、自願性總經理異動組累積異常報酬率之差異數檢定顯示，強迫性異動組的累積異常報酬率明顯小於自願性異動組。本文實證結果建議相較於自願性總經理異動企業，資本市場對於企業宣告強迫性總經理異動將會給予較大負向顯著股價反應。假說 1C 因此獲得支持。

除使用不同事件窗期來強化實證結果之穩健性，本文亦以總經理異動宣告時，同產業其它公司股價累積異常報酬做為對照組。本文為每一個總經理異動宣告樣本依據總資產規模尋找六家同產業公司做為配對樣本。如果某一產業不到六家公司，則該產業同一宣告年度內無揭露總經理異動的公司即做為對照組樣本。

全體總經理異動對照組公司在窗期 (-2, +2) 宣告當日之異常報酬率為 -0.0482% (達顯著水準 10%)。而全體總經理異動對照組公司在窗期 (-2, +2)、(0, +10) 與 (-30, +30) 之累積異常報酬率則分別為 -0.083%、0.328% (達顯著水準 1%) 與 0.408% (達顯著水準 5%)。自願性總經理異動對照組公司在窗期 (-2, +2) 宣告當日之異常報酬率為 -0.009%。自願性總經理異動對照組公司在窗期 (-2, +2)、(0, +10) 與 (-30, +30) 累積異常報酬率分別為 -0.075%、0.163% 與 0.222%。強迫性總經理異動對照組公司在窗期 (-2, +2) 宣告當日之異常報酬率為 -0.095% (達顯著水準 5%)。強迫性總經理異動對照組公司在窗期 (-2, +2)、(0, +10) 與 (-30, +30) 累積異常報酬率分

別為 -0.284% (達顯著水準 1%)、 0.240% 與 0.165% 。由對照組結果可知，投資人確實會將自願性與強迫性總經理異動類型納入考量並給予宣告企業不同方向的股價反應。

綜合上述實證結果，相較企業單純宣告總經理異動事件，資本市場對公司額外多揭露總經理異動類型與原因將會給予較為顯著的股價反應。總經理自願性與強迫性異動宣告具有增額資訊內涵。

在各種自願性總經理異動原因宣告中，本文發現，資本市場對於企業宣告原任總經理晉升與另有任用等異動原因給予的正向股價反應較大。例如，晉升、董事長免兼總經理、屆齡退休與另有任用等自願性異動原因，在窗期 $(-2, +2)$ 的累積異常報酬率分別為 0.658% 、 0.144% 、 -0.109% 與 0.603% 。在各種強迫性總經理異動原因宣告中，資本市場對於企業宣告原任總經理離職給予的負向股價反應較大。例如，未說明原因之離職、遭董事會撤換與因公司政策離職等強迫性異動原因在窗期 $(-2, +2)$ 的累積異常報酬率分別為 -0.830% (達顯著水準 5%)、 -0.400% 與 -0.344% (未列表報導)。⁸

總而言之，在自願性總經理異動方面，本文結果大致上與 Mahajan and Lummer (1993), Denis and Denis (1995), and Huson et al. (2004) 一致；雖然將自願性總經理異動宣告解讀為正面消息，投資人同時認為公司採取自願性總經理替換決策為正常人事調動，因此給予宣告公司幅度較小的正向股價反應。在強迫性總經理異動方面，本文實證結果大致上與 Mahajan and Lummer (1993) 一致，投資人將強迫性替換總經理決策解讀為負面消息，強迫性總經理異動消息可能傳遞企業未來獲利不佳訊號，投資人因此給予宣告公司幅度較大的負向股價反應。

三、市場競爭程度對總經理異動(類型)宣告股東財富之影響

表 4 列示市場競爭程度對總經理異動宣告股東財富之影響。表 5 則列示市場競爭程度對自願性、強迫性總經理異動宣告股東財富之影響。由表 4 可

⁸ 自願性總經理異動原因分類之「有詳細說明健康因素」組，以及強迫性總經理異動原因分類之「無原因」組，由於樣本數均只有兩個，本文省略說明該兩組的結果。

表 4：市場競爭程度對總經理異動宣告股東財富之影響

A 表：窗期 (-2, +2) 各事件日之平均（累積）異常報酬率 單位：%

事件日	高度競爭組 H		低度競爭組 L	
	AR (<i>t</i> 值)	CAR (<i>t</i> 值)	AR (<i>t</i> 值)	CAR (<i>t</i> 值)
-2	-0.113 (-1.39)	-0.113 (-1.39)	0.038 (0.47)	0.038 (0.47)
-1	-0.024 (-0.30)	-0.137 (-1.19)	0.145* (1.78)	0.183+ (1.56)
0	-0.151* (-1.85)	-0.287** (-2.04)	0.008 (0.09)	0.187 (1.33)
1	-0.078 (-0.96)	-0.371** (-2.24)	-0.009 (-0.11)	0.174 (1.10)
2	0.047 (0.58)	-0.324* (-1.75)	-0.037 (-0.45)	0.133 (0.78)

B 表：高低市場競爭組總經理異動宣告之各種事件窗期平均累積異常報酬率

事件窗期	H	L	CAR 差異檢定
	CAR (<i>t</i> 值)	CAR (<i>t</i> 值)	CAR (H-L) (<i>t</i> 值)
(-1, 0)	-0.174+ (-1.51)	0.149 (1.30)	-0.323* (-1.66)
(-2, 2)	-0.324* (-1.75)	0.133 (0.78)	-0.457+ (-1.49)
(0, 10)	0.218 (0.81)	0.008 (0.15)	0.211 (0.46)
(-30, 30)	-1.784*** (-2.65)	0.796 (1.36)	-2.579** (-1.99)

說明：

- 括號內數字為 *t* 值（雙尾）。*** 代表顯著水準達 1%；** 代表顯著水準達 5%；* 代表顯著水準達 10%；+ 代表顯著水準達 15%。H 代表高度市場競爭組，樣本數為 151 個。L 代表低度市場競爭組，樣本數為 151 個。
- 本文以樣本公司在 *t*-1 年度之銷貨收入佔同產業全部銷貨收入的比重來計算市場佔有率 ($MS_{i,t-1}$)。本文依據公司市場佔有率大小將樣本分組為高度市場競爭組 ($MS_{i,t-1}$ 之平均數為 0.08%) 和低度市場競爭組 ($MS_{i,t-1}$ 之平均數為 5.09%)。

- 3 A 表中，事件日為 0 之平均異常報酬率 (AR) 代表企業宣告總經理異動當日，宣告公司的平均股價異常報酬率；日期為 -1 之 AR 代表企業於宣告總經理異動前一日，宣告公司的平均異常報酬率。在事件窗期為 5 天 ($t \in (-2, +2)$) 時，日期為 0 之平均累積異常報酬率 (CAR) 乃是由企業於總經理異動宣告日前二天之 AR，加上宣告日前一天之 AR，再加上宣告日當天之 AR 而獲得。B 表結果可依此類推。
- 4 本文使用 Jarque-Bera 檢定獲知高度和低度市場競爭組的 CAR 符合常態分配。高、低市場競爭組 CAR 之差異數 (CAR(H-L)) 檢定因此採用 t 檢定分析。

得知，高度市場競爭組在窗期 (-2, +2) 宣告當日之異常報酬率為 -0.151% (達 10% 顯著水準)；在窗期 (-2, +2) 之累積異常報酬率則為 -0.324% (達 10% 顯著水準)。再者，高度競爭組在各種事件窗期，平均而言，均呈現負向累積異常報酬率。另一方面，低度市場競爭組在窗期 (-2, +2) 宣告當日之異常報酬為 0.008%；窗期 (-2, +2) 累積異常報酬率則為 0.133%。低度競爭組在各種事件窗期均呈現正向不顯著累積異常報酬率。此外，由高、低度市場競爭組累積異常報酬率之差異數檢定顯示，高度市場競爭組的累積異常報酬率，平均而言，小於低度競爭組。相較於低度市場競爭環境，本文發現投資人將會對面臨高度競爭之企業宣告總經理異動較為敏感，並給予較為強烈股價反應。

由表 5 可知，當企業宣告自願性總經理異動時，高度市場競爭組在窗期 (-2, +2) 宣告當日之異常報酬率為 0.272% (達 10% 顯著水準)。高度市場競爭組在各種事件窗期均呈現正向累積異常報酬率。另一方面，低度市場競爭組在窗期 (-2, +2) 宣告當日之異常報酬為 0.305% (達 5% 顯著水準)。低度市場競爭組在各種事件窗期，平均而言，均呈現正向累積異常報酬率。高、低度市場競爭組累積異常報酬率之差異數檢定顯示，相較於低度市場競爭企業，資本市場對處於高度競爭之企業宣告自願性總經理異動將會給予較大正向股價反應，惟統計顯著性則須視窗期而定。假說 2A 因此獲得部分支持。另一方面，當企業宣告強迫性總經理異動，高度市場競爭組在窗期 (-2, +2) 宣告當日之異常報酬率為 -0.393% (達 1% 顯著水準)。低度市場競爭組在窗期 (-2, +2) 宣告當日之異常報酬為 -0.290% (達 5% 顯著水準)。高度競爭組在各種事件窗期，平均而言，呈現顯著負向累積異常報酬率。低度競爭組在各種事件窗期平均皆呈現負向累積異常報酬率。高、低度市場競爭

表 5：市場競爭程度對自願性、強迫性總經理異動宣告股東財富之影響

事件日	高度競爭組 H N=151						低度競爭組 L N=151						單位：%
	自願異動 V N=49		強迫異動 F N=73		自願異動 V N=56		強迫異動 F N=58		自願異動 V N=56		強迫異動 F N=58		
	AR (t 值)	CAR (t 值)	AR (t 值)	CAR (t 值)	AR (t 值)	CAR (t 值)	AR (t 值)	CAR (t 值)	AR (t 值)	CAR (t 值)	AR (t 值)	CAR (t 值)	
-2	-0.133 (-0.93)	-0.133 (-0.93)	-0.129 (-1.10)	-0.129 (-1.10)	0.139 (1.04)	0.139 (1.04)	0.139 (1.04)	0.139 (1.04)	0.102 (0.78)	0.102 (0.78)	0.102 (0.78)	0.102 (0.78)	
-1	0.209 (1.46)	0.076 (0.38)	-0.131 (-1.12)	-0.258+ (-1.56)	-0.012 (-0.09)	0.127 (0.66)	0.127 (0.66)	0.127 (0.66)	0.334** (2.55)	0.334** (2.55)	0.334** (2.55)	0.436** (2.31)	
0	0.272* (1.91)	0.348 (1.41)	-0.393*** (-3.36)	-0.651*** (-3.21)	0.305** (2.29)	0.431* (1.86)	0.431* (1.86)	0.431* (1.86)	-0.290** (-2.21)	-0.290** (-2.21)	-0.290** (-2.21)	0.139 (0.61)	
1	0.186 (1.30)	0.534* (1.87)	-0.196* (-1.68)	-0.847*** (-3.62)	-0.169 (-1.26)	0.262 (0.98)	0.262 (0.98)	0.262 (0.98)	-0.168 (-1.28)	-0.168 (-1.28)	-0.168 (-1.28)	-0.029 (-0.11)	
2	-0.119 (-0.83)	0.415 (1.30)	0.150 (1.28)	-0.697*** (-2.66)	0.080 (0.60)	0.341 (1.14)	0.341 (1.14)	0.341 (1.14)	-0.177 (-1.35)	-0.177 (-1.35)	-0.177 (-1.35)	-0.234 (-0.69)	

B表：高低市場競爭組總經理異動類型宣告之各種事件窗期平均累積異常報酬率

事件窗期	H			L			V			F				
	V		差異檢定	V		差異檢定	F		差異檢定	V		差異檢定	F	
	CAR (<i>t</i> 值)	CAR (<i>t</i> 值)	CAR (F-V) (<i>t</i> 值)	CAR (<i>t</i> 值)	CAR (<i>t</i> 值)	CAR (F-V) (<i>t</i> 值)	CAR (<i>t</i> 值)	CAR (<i>t</i> 值)	CAR (F-V) (<i>t</i> 值)	CAR (H-L) (<i>t</i> 值)	CAR (H-L) (<i>t</i> 值)	CAR (H-L) (<i>t</i> 值)	CAR (H-L) (<i>t</i> 值)	
(-1, 0)	0.485** (2.40)	-0.525*** (-3.17)	-1.010*** (-3.20)	0.294+ (1.55)	0.037 (0.20)	-0.257 (-0.80)	0.191 (0.57)	-0.562* (-1.85)						
(-2, 2)	0.415 (1.30)	-0.697*** (-2.66)	-1.113** (-2.16)	0.341 (1.14)	-0.234 (-0.69)	-0.575 (-1.35)	0.074 (0.16)	-0.463 (-0.98)						
(0, 10)	1.489*** (3.14)	-0.595+ (-1.53)	-2.084*** (-2.73)	-0.008 (-0.02)	-0.361 (-0.74)	-0.352 (-0.51)	1.497** (2.08)	-0.234 (-0.32)						

說明：

- 1 括號內數字為 *t* 值(雙尾)。*** 代表顯著水準達 1%；** 代表顯著水準達 5%；* 代表顯著水準達 10%；+ 代表顯著水準達 15%。N 為樣本數。
H 代表高度市場競爭組，L 代表低度市場競爭組。V 代表自願性總經理異動組，F 代表強迫性總經理異動組。高度、低度競爭組內非屬於自願或強迫性異動之其它組則分別有 29 與 37 個樣本。
- 2 A 表中，事件日為 0 之平均異常報酬率(AR)代表企業宣告總經理異動當日，宣告公司的平均股價異常報酬率。在事件窗期為 5 天($t \in (-2, 2)$) 時，日期為 0 之 CAR 乃是由企業於總經理異動宣告日前二天之 AR，加上宣告日前一天之 AR，再加上宣告日當天之 AR 而獲得。B 表結果可依此類推。
- 3 本文使用 Jarque-Bera 檢定獲知各子樣本組的 CAR 均符合常態分配。CAR 之差異數檢定因此採用 *t* 檢定進行分析。
- 4 窗期 $t \in (-30, 30)$ 之結果與 B 表其它事件窗期的結果相似。

組累積異常報酬率之差異數檢定顯示，相較於低度市場競爭企業，資本市場對處在高度競爭企業宣告強迫性總經理異動將較為敏感而且給予較大負向股價反應；然而，統計顯著性則須視窗期而定。假說 2B 因此獲得部分支持。

企業在面臨高度市場競爭環境下，自願性總經理異動組在各種事件窗期，平均而言，均呈現正向累積異常報酬率。強迫性總經理異動組在各種事件窗期，平均而言，均呈現負向顯著累積異常報酬率。此外，自願性與強迫性異動兩組累積異常報酬率之差異數檢定顯示，處在高度競爭環境下，總經理異動類型宣告確實會傳遞不同訊息給投資人，並為企業股價累積異常報酬率帶來顯著差異。當企業處在低度市場競爭環境，自願性與強迫性總經理異動組在各種事件窗期累積異常報酬率的差異數檢定顯示，處在低度競爭環境下，總經理異動類型宣告雖然會對股價累積異常報酬帶來影響，但不若高度競爭環境那樣明顯。綜合上述，相較於低度市場競爭企業，本文發現投資人對高度競爭公司總經理異動類型宣告將較為敏感。相較於低度市場競爭企業，自願性、強迫性總經理異動類型宣告為處在高度競爭公司帶來的股價績效差距平均而言將會較大。

另一方面，企業在面臨高度市場競爭環境下，強迫性與自願性總經理異動在各種事件窗期的累積異常報酬率差異數，平均而言，大於面對低度市場競爭之公司。例如，高、低度市場競爭組下，強迫性與自願性總經理異動公司在事件窗期 $(-1, 0)$ 、 $(-2, +2)$ 、 $(0, +10)$ 之累積異常報酬率差異數分別為 -0.753% （經統計檢定達顯著水準 10% ）、 -0.538% 與 -1.732% （達顯著水準 10% ）。假說 3 因此獲得支持。

四、總經理異動宣告股價累積異常報酬之決定因素分析

表 6 列示總經理異動宣告股價累積異常報酬之決定因素。由模式 1，本文發現強迫性總經理異動類型將會為公司宣告替換總經理導致的累積異常報酬帶來顯著負向影響效果（迴歸係數為 -0.709 ， t 值為 -2.25 ，達 5% 顯著水準）。假說 1C 再次獲得支持。由模式 2，本文發現企業面臨之市場競爭程度與總經理異動宣告導致的累積異常報酬間則呈現顯著負向關係（迴歸係數為 -1.439 ， t 值為 -2.64 ，達 1% 顯著水準）。由模式 3，本文發現總經理異動和

表 6：總經理異動宣告股價累積異常報酬之決定因素

$$\text{模式：} CAR_{i,t}(-2, +2) = \alpha_0 + \beta_1 Ty_{i,t} + \beta_2 Com_{i,t-1} + \beta_3 Ty_{i,t} \times Com_{i,t-1} + \beta_4 S_{i,t-1} + \beta_5 G_{i,t-1} + \beta_6 Lev_{i,t-1} + \beta_7 ARoa_{i,t-1} + \beta_8 Ind_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

	Model 1 迴歸係數 (<i>t</i> 值)	Model 2 迴歸係數 (<i>t</i> 值)	Model 3 迴歸係數 (<i>t</i> 值)	Model 4 迴歸係數 (<i>t</i> 值)
Intercept	-5.813*** (-2.84)	-2.666 (-1.18)	-4.973** (-2.42)	-2.401 (-1.06)
$Ty_{i,t}$	-0.709** (-2.25)			-0.761** (-2.06)
$Com_{i,t-1}$		-1.439*** (-2.64)		-1.522*** (-2.64)
$Ty_{i,t} \times Com_{i,t-1}$			-1.177** (-1.98)	0.129 (0.18)
$S_{i,t-1}$	0.401*** (2.93)	0.194 (1.34)	0.334** (2.48)	0.197 (1.35)
$G_{i,t-1}$	-0.145 (-0.98)	-0.213 (-1.33)	-0.167 (-1.05)	-0.233 (-1.48)
$Lev_{i,t-1}$	0.0002 (0.02)	-0.002 (-0.16)	-0.001 (-0.05)	-0.002 (-0.19)
$ARoa_{i,t-1}$	0.015 (0.70)	0.017 (0.75)	0.013 (0.59)	0.013 (0.57)
$Ind_{i,t-1}$	0.491 (1.40)	1.071** (2.26)	0.672* (1.75)	1.139** (2.45)
Adjusted R ²	4.19%	5.02%	4.04%	6.05%
D-W 統計量	2.10	2.09	2.06	2.11
F 統計量	2.96***	3.36***	2.88***	3.16***

說明：

- 1 括弧內數字為經 White (1980) 修正後的 *t* 值 (雙尾)。***代表顯著水準達 1%；**代表顯著水準達 5%；*代表顯著水準達 10%。樣本數為 302 個。
- 2 $CAR_{i,t}(-2, +2)$ 表示公司宣告總經理異動前 2 日到宣告日後 2 日之累積異常報酬率。 $Ty_{i,t}$ 代表總經理異動原因組別，其中虛擬變數 $Ty=1$ 為強迫性總經理異動， $Ty=0$ 為其它。 $Com_{i,t-1}$ 表示公司的產業競爭程度組別，其中虛擬變數 $Com=1$ 為高度市場競爭組， $Com=0$ 為其它。 $S_{i,t-1}$ 為公司總經理異動宣告前一年的公司規模。 $G_{i,t-1}$ 為公司的未來成長機會。 $Lev_{i,t-1}$ 為公司的財務槓桿。 $ARoa_{i,t-1}$ 表示總經理異動宣告前經產業調整後之公司績

效。 $Ind_{i,t-1}$ 為公司的產業別，為虛擬變數；其中， $Ind=1$ 為資訊電子產業組， $Ind=0$ 則為其它。

- 3 上表自變數 VIF 值介於 1.047~3.125 間，顯示各迴歸模式自變數均無線性重合問題。D-W 統計量衡量殘差項是否符合獨立性假設；所有 D-W 值均接近 2，顯示各迴歸模式無序列相關。
- 4 本文使用事件窗期 $t \in (-1, 0)$ 、 $t \in (0, +10)$ 、 $t \in (-30, +30)$ 進行敏感性分析，並發現實證結果與窗期 $t \in (-2, +2)$ 相似。本文僅列示窗期 $t \in (-2, +2)$ 的實證結果。

市場競爭變數之交乘項與總經理異動宣告導致的累積異常報酬間呈現顯著負向關係（迴歸係數為 -1.177 ， t 值為 -1.98 ，達 5% 顯著水準）。本文實證結果建議，企業面臨的市場競爭程度愈大，強迫性總經理異動宣告將會導致較大的股東財富損失。假說 3 再次獲得支持。模式 4 結果大致與上述實證結果相似。

本文發現公司規模與總經理異動宣告累積異常報酬呈現正向關連，此結果與 Bonnier and Bruner (1989) 一致。本文發現總經理異動前公司績效與總經理異動宣告期間股價反應無顯著關係，此結果與 Lubatkin et al. (1986) 一致。最後，本文發現產業別，平均而言，將會對總經理異動宣告異常報酬帶來正向顯著影響效果。

先前文獻認為繼任總經理來源是總經理異動後公司績效的一個重要決定因素 (Bonnier and Bruner, 1989)。本文將分析繼任總經理來自於公司內部或外部對總經理異動宣告股價反應之影響效果。當企業採取總經理替換決策且繼任總經理來自於公司內部，此類內部總經理繼任者樣本公司在窗期 $(-2, +2)$ 總經理異動宣告當日股價異常報酬率為 -0.069% ，窗期 $(-2, +2)$ 之累積異常報酬率則為 0.134% 。⁹ 另一方面，當繼任總經理來自於公司外部，此類外部總經理繼任者樣本在窗期 $(-2, +2)$ 宣告當日股價異常報酬率為 -0.031% ，累積異常報酬率則為 -0.606% ，達 5% 顯著水準（未列表報導）。¹⁰

9 內部總經理繼任者樣本公司自願性與強迫性總經理異動宣告在窗期 $(-2, +2)$ 宣告當日異常報酬率分別為 0.220% （達 10% 顯著水準）與 -0.360% （達 1% 顯著水準）；窗期 $(-2, +2)$ 之累積異常報酬率則為 0.431% 與 -0.416% 。

10 外部總經理繼任者樣本公司自願性與強迫性總經理異動在窗期 $(-2, +2)$ 宣告當日異常報酬率分別為 0.499% （達 10% 顯著水準）與 -0.144% ；窗期 $(-2, +2)$ 之累積異常報酬率分別為 -0.387% 與 -0.2760% 。

上述實證結果顯示投資人對繼任總經理來自於公司內部的股價反應較佳。本文接著檢驗總經理異動宣告股價異常報酬橫斷面差異是否可由總經理繼任人選來源所解釋。由表 7 可知，繼任總經理如來自於公司內部將會對總經理異動宣告累積異常報酬產生正向影響效果。例如在模式 2，繼任總經理來自於公司內部虛擬變數 ($Ins=1$) 之迴歸係數為 0.913，達 5% 顯著水準。此實證結果與 Warner et al. (1988) 一致；相較於外部繼任者，內部繼任總理由於具有公司特定人力資本（如較瞭解公司文化、產品、顧客與競爭者），而且較不易造成組織分裂與低階管理者士氣低落，投資人因此給予較為正面股價反應。

另外一方面，安隆案、世界通訊破產案造成投資人、管制者莫大震撼之餘，同時亦促使投資人在進行投資決策時更加重視企業的資訊透明度與公司治理。John and Senbet (1998: 371-403) 認為所有權與經營權分離體制乃是造成公司治理存在的主要原因；由於所有權過於分散，小股東缺乏足夠誘因去監督總經理的作為，董事會監督角色便扮演了重要的公司治理機制。本文將檢驗董事長解任（繼任）總經理對總經理異動宣告股價異常報酬之影響。本文發現，總經理異動原因如果是董事長免兼總經理，在窗期 (-2, +2) 宣告當日異常報酬為 0.381%（達 10% 顯著水準），累積異常報酬率則為 0.144%。繼任總經理如由董事長自行兼任總經理一職，在窗期 (-2, +2) 宣告當日異常報酬為 -0.197%（達 10% 顯著水準），累積異常報酬率則為 -0.349%（未列表報導）。

本文將一步檢驗總經理異動宣告股價異常報酬橫斷面差異是否可由總經理繼任人選來源，以及董事長兼任總經理所解釋。由表 7，繼任總經理如來自於公司內部，且由董事長自行兼任，將會對總經理異動宣告累積異常報酬產生負向顯著影響效果。例如在模式 2，繼任總經理為董事長兼任，虛擬變數 ($Boa=1$) 之迴歸係數為 -0.707（達 5% 顯著水準）。上述研究發現與公司治理精神一致。

在迴歸模式引入繼任總經理來源與特性後，本文發現產業別對總經理異動宣告股價異常報酬帶來的正面影響效果將較表 6 更為顯著。其餘變數對於總經理異動宣告累積異常報酬之影響則與表 6 相似。

表 7：繼任總經理特性對原任總經理異動宣告股價累積異常報酬之影響

$$\text{模式：} CAR_{i,t}(-2, +2) = \alpha_0 + \beta_1 Ty_{i,t} + \beta_2 Com_{i,t-1} + \beta_3 Ty_{i,t} \times Com_{i,t-1} + \beta_4 S_{i,t-1} + \beta_5 G_{i,t-1} + \beta_6 Lev_{i,t-1} + \beta_7 ARoa_{i,t-1} + \beta_8 Ind_{i,t-1} + \beta_9 Ins_{i,t} + \beta_{10} Boa_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

	Model 1 迴歸係數 (<i>t</i> 值)	Model 2 迴歸係數 (<i>t</i> 值)	Model 3 迴歸係數 (<i>t</i> 值)	Model 4 迴歸係數 (<i>t</i> 值)
Intercept	-6.627*** (-3.16)	-3.503 (-1.55)	-6.080*** (-2.90)	-3.059 (-1.34)
$Ty_{i,t}$	-0.565 (-1.61)			-0.672* (-1.68)
$Com_{i,t-1}$		-1.509*** (-2.71)		-1.648*** (2.80)
$Ty_{i,t} \times Com_{i,t-1}$			-1.082* (-1.69)	0.185 (0.24)
$S_{i,t-1}$	0.394*** (2.75)	0.182 (1.23)	0.340** (2.44)	0.183 (1.23)
$G_{i,t-1}$	-0.072 (-0.51)	-0.133 (-0.88)	-0.087 (-0.57)	-0.147 (-0.99)
$Lev_{i,t-1}$	0.005 (0.36)	0.003 (0.20)	0.004 (0.33)	0.001 (0.06)
$ARoa_{i,t-1}$	-0.005 (-0.24)	-0.007 (-0.33)	-0.009 (-0.42)	-0.012 (-0.56)
$Ind_{i,t-1}$	0.705* (1.86)	1.371*** (2.81)	0.911** (2.32)	1.382*** (2.84)
$Ins_{i,t}$	0.765 (1.57)	0.913** (1.93)	0.862* (1.82)	0.812* (1.69)
$Boa_{i,t}$	-0.678* (-1.88)	-0.707** (-1.97)	-0.661* (-1.85)	-0.743** (-2.08)
Adjusted R ²	4.49%	6.38%	4.77%	6.89%
D-W 統計量	1.99	2.01	1.98	2.00
F 統計量	2.42**	3.05***	2.50**	2.78***

說明：

1 括弧內數字為經 White (1980) 修正後的 *t* 值 (雙尾)。***代表顯著水準達 1%；**代表顯著水準達 5%；*代表顯著水準達 10%。樣本數為 302 個。

2 $Ins_{i,t}$ 代表繼任總經理來源，為虛擬變數，其中 $Ins=1$ 代表繼任總經理來自公司內部，

$Ins=0$ 為其它。 $Boa_{i,t}$ 代表繼任總經理是否由董事長所兼任，其中虛擬變數 $Boa=1$ 代表繼任總理由董事長兼任， $Boa=0$ 為其它。其餘變數意義見正文、表 2 或表 6 說明。

- 3 上表自變數 VIF 值介於 1.072~3.049 間，顯示各迴歸模式自變數均無線性重合問題。所有 D-W 值均接近 2，顯示各迴歸模式無序列相關。
- 4 本文使用事件窗期 $t \in (-1, 0)$ 、 $t \in (0, +10)$ 、 $t \in (-30, +30)$ 進行敏感性分析，並發現實證結果與窗期 $t \in (-2, +2)$ 相似。

伍、結論

人力資源是增進企業競爭優勢的核心要素，總經理則更是經營管理之掌舵者。本文一個有趣的研究發現為投資人對企業額外揭露總經理異動類型與原因將會給予較為顯著股價反應；總經理自願性與強迫性異動宣告具有增額資訊內涵。相較於自願性總經理異動企業，投資人對於公司宣告強迫性總經理異動將會給予較大顯著負向股價反應。本文另一個重要且有趣的發現為，投資人對總經理異動類型宣告給予的股價反應將視市場競爭程度而定。相較於低度市場競爭之企業，投資人對高度競爭公司宣告強迫性總經理異動將會給予較自願性總經理異動為大的顯著負向股價反應。相較於低度市場競爭企業，自願性、強迫性總經理異動類型宣告為處在高度競爭公司帶來的股價績效差距將會較大。最後，本文發現總經理異動原因如為董事長免兼總經理，投資人會給予正向顯著股價反應。繼任總經理如由董事長自行兼任將會對總經理異動宣告導致的累積異常報酬產生負向顯著影響效果。

近年來，智慧資本相關研究議題與實務應用已獲得產、官、學界之高度重視；總經理為重要人力資本，並屬於公司智慧資本之重要環節。對於資本市場內的投資人與分析師而言，總經理異動代表企業擁有的智慧資本產生了變化，未來獲利將會受到程度不一之衝擊；投資人與分析師需要審慎評估此項人力資本變化對公司獲利帶來的影響並在股價上進行反應。總經理異動宣告資訊因此可做為公司財務報導之補充資訊，以供決策者評價公司股票。對於公司董事會（股東）而言，本文結果除證實先前學者提出之論點；選擇合適總經理對公司營運與績效創造相當重要。本文實證結果隱含適任總經理將可為公司累積優質人力資本，並使公司智慧資本的價值獲得提昇。董事長應避免同時兼任總經理以落實公司治理並增加公司資訊透明度。

參考資料

A. 中文部分

台灣證券交易所

1998-2005 〈公開資訊觀測站〉。2007年2月19日，取自 <http://mops.twse.com.tw>

台灣經濟新報

1998-2005 「台灣資料庫」。2007年6月20日，取自 <http://www.tej.com.tw>

黃旭輝

2006 〈經理人異動與股東財富效果〉，《管理評論》25(1): 23-45。

楊朝旭、蔡柳卿

2003 〈總經理更換與相對績效評估〉，《人力資源管理學報》3(1): 63-80。

蔡柳卿

2006 〈相對績效評估與高階主管薪酬：論產業競爭程度之影響〉，《管理評論》25(1): 69-94。

B. 英文部分

Bain, Joe Staten

1956 *Barriers to New Competition*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Beatty, Randolph P. and Edward J. Zajac

1987 “CEO Change and Firm Performance in Large Corporations: Succession Effects and Manager Effects,” *Strategic Management Journal* 8(4): 305-317.

Bendeck, Yvette M. and Edward R. Waller

1999 “The Wealth Effects of Non-Senior Management Departures from Investment Banks,” *Journal of Business Research* 46(1): 95-105.

Berry, Tammy K., John M. Bizjak, Michael L. Lemmon, and Lalitha Naveen

2006 “Organizational Complexity and CEO Labor Markets: Evidence from Diversified Firms,” *Journal of Corporate Finance* 12(4): 797-817.

Binder, John J.

1998 “The Event Study Methodology since 1969,” *Review of Quantitative Finance and Accounting* 11(2): 111-137.

Bonnier, Karl-Adam and Robert F. Bruner

1989 “An Analysis of Stock Price Reaction to Management Change in Distressed Firms,” *Journal of Accounting and Economics* 11(1): 95-106.

Cheng, Qiang

2005a “The Role of Analysts’ Forecasts in Accounting-Based Valuation: A Critical Evaluation,” *Review of Accounting Studies* 10(1): 5-31.

2005b “What Determines Residual Income?” *The Accounting Review* 80(1): 85-112.

Chung, Kee H. and Stephen W. Pruitt

1994 “A Simple Approximation of Tobin’s Q,” *Financial Management* 23(3): 70-74.

- Clayton, Matthew C., Jay C. Hartzell, and Joshua Rosenberg
2005 "The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility," *Journal of Business* 78(5): 1779-1808.
- DeFond, Mark L. and Chul W. Park
1999 "The Effect of Competition on CEO Turnover," *Journal of Accounting and Economics* 27(1): 35-56.
- Denis, David J. and Diane K. Denis
1995 "Performance Changes Following Top Management Dismissals," *The Journal of Finance* 50(4): 1029-1057.
- Engel, Ellen, Rachel M. Hayes, and Xue Wang
2003 "CEO Turnover and Properties of Accounting Information," *Journal of Accounting and Economics* 36(1-3): 197-226.
- Fama, Eugene F., Lawrence Fisher, Michael C. Jensen, and Richard Roll
1969 "The Adjustment of Stock Prices to New Information," *International Economic Review* 10(1): 1-21.
- Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen
1983 "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics* 26(2): 301-325.
- Farrell, Kathleen A. and David A. Whidbee
2003 "Impact of Firm Performance Expectations on CEO Turnover and Replacement Decisions," *Journal of Accounting and Economics* 36(1-3): 165-196.
- Guenther, David A. and Andrew J. Rosman
1994 "Differences between COMPUSTAT and CRSP SIC Codes and Related Effects on Research," *Journal of Accounting and Economics* 18(1): 115-128.
- Holmstrom, Bengt
1979 "Moral Hazard and Observability," *Bell Journal of Economics* 10(1): 74-91.
- Huson, Mark R., Paul H. Malatesta, and Robert Parrino
2004 "Managerial Succession and Firm Performance," *Journal of Financial Economics* 74(2): 237-275.
- John, Kose and Lemma W. Senbet
1998 "Corporate Governance and Board Effectiveness," *Journal of Banking and Finance* 22(4): 371-403.
- Karuna, Christo
2007 "Industry Product Market Competition and Managerial Incentives," *Journal of Accounting and Economics* 43(2-3): 275-297.
- Khanna, Naveen and Annette B. Poulsen
1995 "Managers of Financially Distressed Firms: Villains or Scapegoats?" *Journal of Finance* 50(3): 919-940.
- Krishnan, Ranjani
2005 "The Effect of Changes in Regulation and Competition on Firms' Demand for Accounting Information," *Accounting Review* 80(1): 269-287.

- Lubatkin, Michael H., Kae H. Chung, Ronald C. Rogers, and James E. Owers
1986 "The Effects of Executive Succession on Stockholder Wealth of Large Corporations," *Academy of Management Best Paper Proceedings*: 36-40.
1989 "Stockholder Reaction to CEO Changes in Large Corporations," *Academy of Management Journal* 32(1): 47-68.
- Mahajan, Arvind and Scott Lummer
1993 "Shareholder Wealth Effects of Management Changes," *Journal of Business Finance and Accounting* 20(3): 393-410.
- Powers, Eric A.
2005 "Interpreting Logit Regressions with Interaction Terms: An Application to the Management Turnover Literature," *Journal of Corporate Finance* 11(3): 504-522.
- Reinganum, Marc R.
1985 "The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth," *Administrative Science Quarterly* 30(1): 46-60.
- Schmalensee, Richard
1985 "Do Markets Differ Much?" *American Economic Review* 75(3): 341-351.
- Short, Jeremy C., David J. Ketchen, Timothy B. Palmer, and G. Tomas M. Hult
2007 "Firm, Strategic Group, and Industry Influences on Performance," *Strategic Management Journal* 28(2): 147-167.
- Stulz, Rene M.
1990 "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics* 26(1): 3-27.
- Suchard, Jo-Ann, Manohar Singh, and Robert Barr
2001 "The Market Effects of CEO Turnover in Australian Firms," *Pacific-Basin Finance Journal* 9(1): 1-27.
- Sunder, Shyam
1997 *Theory of Accounting and Control*. Cincinnati: South-Western College Publishing.
- Warner, Jerold B., Ross L. Watts, and Karen H. Wruck
1988 "Stock Prices and Top Management Changes," *Journal of Financial Economics* 20: 461-492.
- Weisbach, Michael S.
1988 "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics* 20: 431-460.
- White, Halbert
1980 "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica* 48(4): 817-838.

The Effect of Replacement Type and Market Competition on Investors' Reactions to CEO Turnover Announcements

Hsiao-wen Wang

Associate Professor of Graduate Institute of Accounting
National Central University

Ming-cheng Wu

Chairman and Professor of Department of Business Education
National Changhua University of Education

ABSTRACT

This study investigates how replacement type and intensity of market competition affect the stockholder wealth resulting from a firm's CEO turnover announcement. How the interaction between the announcement of CEO replacement type and a firm's industry competition position influences the information content effect is another focus of the study.

This study finds that compared with firms replacing CEOs voluntarily, investors will have larger negative price reactions to firms with forced CEO turnover announcements. Compared with firms in less competitive sectors, investors are more sensitive to CEO turnover announcements in firms of highly competitive nature, and tend to have larger negative reactions in terms of their share prices. Investors will have larger negative reactions to firms in more competitive sectors with forced CEO turnover announcements than those firms with voluntary CEO turnover announcements. CEO turnover type will result in higher abnormal returns in highly competitive industries than in less competitive sectors. Finally, the board chairman serving concurrently as the successor CEO (after predecessor CEO turnover) will have a significantly negative impact on abnormal returns. This finding is consistent with the spirit of corporate governance.

Key Words: CEO turnover, replacement type, competition, stockholder wealth

