

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士在職專班論文

財務主管異動對公司績效影響之研究

The Study of the Effect of CFO Changed on  
Corporate Performance

指導教授：蕭慧玲 博士

研究生：張芸榕

中華民國 102 年 7 月

## 謝 辭

在職場上工作多年之後，能再次重拾書本及坐在台下當學生真的令人感到榮幸，最後能完成論文代表作，此首先要感謝恩師蕭慧玲博士對我細心及耐心指導及給我這個機會，讓我得以完成多年的心願，並感謝口試委員管瑞昌教授及陳家偉教授的不吝指導，以讓本文更臻完整性。也感謝系上詹家昌老師、張永和老師、王凱立老師、黃琛瑞老師、郭一棟老師、陳昭君老師們的指導，以及麗夙、珮滢的幫忙，還有一路相伴及支持我的同學芳如、榮茹、永泉、明雄及 EMFA IV 所有同學。有了大家的相扶持得以完成今日的論文。

相信一路的努力及辛苦終究是值得的，雖然在二年過程中每次踩著疲憊的步伐進入學校，但看到教授們都很盡力的想讓我們能夠聽懂所教的內容，且不時反覆問著大家是否都懂了嗎？如此的關懷真的令我由衷感謝！另外也看到了大家臉上都充滿著學習的渴望與用心，這樣的感覺真的一輩子難以忘懷。

已年過不惑之年，心想能進入學校再次學習能夠給自己一個目標去做及達成，心中感到無限的感恩，在此也感謝我的家人及公司同事們的支持及體諒！

張芸榕 謹致於  
東海大學財務金融研究  
中華民國一〇二年七月

## 摘要

近幾年來關於內部控制失靈個案與財務舞弊案件層出不窮，因而引發投資人為求自保而對公司財務主管的異動產生興趣與討論，大部份學者均為研究財務主管異動對財務危機的關聯性，顯少研究財務主管異動對公司績效的影響。本研究為探討財務主管有無異動對公司績效的影響及財務主管異動次數頻繁對公司績效的影響，並進而探討有無聘任獨立董事對公司績效的好壞及財務狀況的不同變化之影響。

本研究利用單變量檢定、邏輯斯迴歸、多元迴歸分析等方法，以2006年至2012年台灣證券交易所之上市櫃公司為研究樣本。實證結果發現：1.財務主管異動及異動次數越高的公司呈現獲利力較差、公司規模較小及市值帳面價值比較高的現象。2.財務主管異動的公司，若有聘任獨立董事其經營績效較佳，支持「積極監督假說」。3.公司前一年經營績效(ROA、ROE)、公司治理程度、財務狀況越差與公司規模越小時，公司發生財務主管異動機率越高。4.財務主管異動對公司經營績效(ROA、ROE)會變差，且財務主管異動次數越頻繁時，公司的績效也越差，此現象具有持續性。但財務主管異動對市場價值Tobin's Q的呈現為正向影響，代表在資本市場上公司因財務主管異動的利空出盡使投資人對公司未來價值有期待之看法。此外財務主管異動越頻繁而獨立董事之聘任並無法減緩公司經營績效變差的現象。

關鍵字：財務主管異動、獨立董事、公司治理、經營績效、市場價值

# Abstract

In recent years, projects of failed internal control and cases of financial fraud appear in an endless stream. Therefore, the investors are interested in topics related to personnel change of the company's CFO in order to protect their own wealth. Most researches focus on whether or not a company's financial distress is related to position rotation of its financial director, yet few studies shed light on the impact of personnel change to a firm's performance. This study investigates whether the position rotation of the company's financial director has impact or not on the subsequent performance. Next, we examine if frequent turnover of the financial director affects performance as well. Furthermore, we explore whether the existence of independent directors has any influence on the company's performance under different financial situations.

We use the univariate analysis, logistic regression, and multiple regression in this study which is of publicly offering in Taiwan Security Exchange samples from 2006 to 2012. Moreover, we find. 1. The companies which are smaller in size, less profitable, and higher M/B ratio as the numbers of turnover of the CFO are higher. 2. The companies which own high turnover of CFO hires independent directors have better operating performance that is consistent to the "aggressive supervision hypothesis". 3. The turnover of CFO of the company is higher if the operating performance (ROA, ROE), the corporate governance, financial condition are worse and the size is smaller in the former year. 4. The turnover of CFO of the company is negatively correlated to the operating performance (ROA, ROE). The performance of the company is worse continuously as the number of the turnover more frequently. The Tobin's Q is positively correlated to the turnover of CFO, indicating investors expect the value of the company in the future. Once the company hire independent director would improve the performance of the company. However, the interactive item of the number of the turnover of CFO and the hiring of the independent director would not improve the performance of the company.

Key Words : CFO turnover 、 Independent director 、 Corporate governance 、 Operating Performance 、 Tobin's Q

# 目次

謝辭.....	I
摘要.....	II
Abstract.....	III
目次.....	IV
表次.....	VI
圖次.....	VII
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	3
第三節 論文架構.....	3
第二章 文獻探討.....	6
第一節 財務主管異動原因之探討.....	6
第二節 財務主管異動對公司影響之探討.....	6
第三章 研究方法與設計.....	10
第一節 研究假說.....	10
第二節 研究變數定義.....	12
第三節 研究設計及實證模型.....	17
第四節 研究樣本與資料來源.....	19
第四章 實證結果與分析.....	21
第一節 樣本描述.....	21
第二節 敘述統計分析.....	22
第三節 單變量檢定分析.....	26
第四節 邏輯斯迴歸分析.....	31
第五節 多元迴歸分析.....	33
第五章 結論與建議.....	39
第一節 結論.....	39
第二節 研究限制.....	40

第三節 未來研究建議 .....	40
參考文獻 .....	42

## 表次

表 3-1 變數定義總覽表.....	16
表 3-2 變數資料來源.....	20
表 4-1 財務主管異動次數分析.....	22
表 4-2 敘述性統計表.....	24
表 4-3 變數相關性分析.....	25
表 4-4 財務主管有無異動差異檢定表.....	28
表 4-5 財務主管一年內異動次數檢定表.....	29
表 4-6 財務主管異動之有無聘任獨立董事差異檢定表.....	31
表 4-7 財務主管有無異動前一年之公司績效實證結果.....	33
表 4-8 財務主管異動當年及連續後二年公司績效之實證結果.....	34
表 4-9 財務主管異動次數當年及連續後二年公司績效之實證結果.....	35
表 4-10 財務主管異動及有無聘任獨董當年及連續後二年公司績效之實證結果.....	37

## 圖 次

圖 1-1 研究流程圖.....	5
圖 3-1 研究設計圖.....	17

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

這幾年來關於內部控制失靈的個案有：美國的恩隆、世界通訊、默克藥廠、百利金融，國內的博達、訊碟、皇統、東隆五金、新巨群集團、力霸集團等問題財務案件及掏空案件頻傳不斷，已對企業財務報表資訊、公司治理制度與相關法律規範產生相當程度的影響。而以 2004 年 6 月因博達事件發生，台灣股票市場史上爆發最大財務風暴，當時博達公司曾創下四年間換了五位財務長的空前記錄，如果沒有充分理由卻更換公司的財務長，必定會引起投資人的注意，然而財務長離職不代表公司有問題，但頻繁更替幾乎可以合理懷疑公司有潛藏及可能發生的危機，這也可能代表另一層意義是，公司財務及公司治理的問題可能出現風險比想像中嚴重，也因此公司內部管理不佳造成公司的財務風險問題，也會不斷影響及衝擊社會的經濟。在資本市場投資對公司財務主管異動或是更換會計師、會計師事務所，當這些現象如果出現時，會被投資人列為優先觀察的黑名單，且財務主管更換也屬於股票市場上的重大訊息公告之一，因此就引發各界產生對財務主管異動的探討。

企業要有健全的財務結構應要有優良的財務管理人員，在企業組織內最高財務主管即財務長 Chief Financial Officer (CFO)，其需具備管理能力、專業知識已變的更廣泛，且財務長的地位在公司治理核心組織中位居重要核心並掌管組織之重要金額，應規劃組織內的財務目標、財務預算、監督資金投資、管理相關風險與監控營運活動，並執行融資策略以確保公司營運擴張，同時兼顧合併、合作、全球擴張及其相關事宜。

近年來財務主管與投資人關係(Investors Relation)格外受到重視，因而財務主管的角色也愈來愈重要，就像是公司治理的守門員，也是公司治理架構的參與者及決策者，公司經營概況及最終經營結果都會呈現在財務報表中，投資人可從財務績效中看出公司的經營績效結果，並由財務報表分析中發現公司是否已產生了財務危機，於是在資訊不對稱的情況下，基於此因素投資人更需要利用財務績效來診斷企業經營績效好壞良窳。企業若能取得投資人對其經營績效的認同，因此財務主管職責將有助於提升企業價值及股東財富極大化。由此可見，財務主管所立的地位越重要其所負的職責越重，提供給投資

者的公司財務資訊更加透明，代表了公司經營績效越有公信力；管理者對公司經營治理完善，就不易產生公司與市場投資人資訊不對稱之問題。

財務主管甚至應以外界投資者或主管機關的角度來審視公司財報之品質與標準，以確保財務報告的真實性及無隱匿不實的狀況，且必須積極符合法令規範之責任。根據美國沙賓氏法案 (Sarbanes-Oxley Act)<sup>1</sup> 要求公司之高階主管必須對財務報表真實性與否以示負責，因此，財務主管(CFO)現在已被立法要求提高其責任甚至與高階經理人(CEO)相同，並須負起監督公司經營績效之責任；而且美國國會認為高階主管在公司揭露的財務報表上有顯著的影響力。在國內依據 2006 年證券交易法第十四條第四項<sup>2</sup> 規定，會計主管任職期間內需持續進行專業進修，從此法條施行後企業已更積極的對內培養專業人才，除了可以為投資人監督企業之外；企業也可藉此培訓出專業及優良的財務管理人員，因此也能對公司的經營績效發揮有效的提升。

在過去學者對財務主異動關聯性的探討中，許立芊(2008)提出因財務報表是投資者了解公司經營狀況的管道之一，而財務報表主要是由財會主管所負責，財會主管可能因為績效優異而獲得晉升，或是績效不佳而被異動；張慈恬(2007)及林郁翎、黃建華(2009) 公司有時可能會利用財務主管異動前後年度，來進行向上操弄盈餘與向下操弄盈餘之行為；黃劭彥、邱安安及陳珮甄(2010)在財務主管異動宣告後，其市場上之異常報酬有顯著的現象，此一現象表示更換主管後有可能會提升公司經營績效並期待公司的未來表現；而財務主管異動有助於掩飾公司問題及免於公司之聲譽受損，而給予外部財務資訊為正向訊號；周慈芳(2005)公司前期經營績效不佳與內部治理愈差時，公司會傾向更動財務主管，再經營績效及財務狀況有逐期惡化時，財務主管異動情形也會較頻繁。

綜合上述對於財務主管異動的相關文獻探討後，企業公告財務主管異動時，對於投資人與社會大眾而言，具有重大的資訊意涵，除應負揭露資訊之正確性及完整性外，並需負起相關法律責任，在國內上市櫃公司更換高階或財務主管的理由，主要包括退休、任期屆滿、內部職務調動及調整、解任、資遣、或者自動離職等因素，在不同因素之下

---

<sup>1</sup>美國沙賓氏法案 (Sarbanes-Oxley Act) 要求所有在美國上市之公司，必須揭露其內部財務報表之控制實力，及確保其所呈報財務報表之準確性。為協助客戶遵循沙賓氏法案之規範，資誠聯合會計師事務所結合 PwC 全球網絡，依最新最迅速之法令要求，提供美國上市公司之在台子公司及 FPI (Foreign Private Issuers) 客戶沙賓氏法案第 404 條遵循查核服務。

<sup>2</sup>證券交易法部分修正條文於九十五年一月十一日經總統公布，增訂證券交易法第十四條第四項，規定發行人及證券商、證券交易所之會計主管應具備一定之資格條件，並於任職期間內持續專業進修；其資格條件、持續專業進修之最低進修時數等事項之辦法，由主管機關定之。

分為自願異動非自願異動，其與公司經營績效階有不同影響之效果，過去許多研究皆為探討高階主管異動行為與異動後之市場反應以及公司財務危機等問題研究，鮮少探討異動後對公司績效變化影響以及透過公司治理後是否會改善財務主管異動發生的機率。

本文研究主要是透過實證研究方法，分析財務主管異動對公司績效之影響。探討財務主管有無異動及異動頻率對公司績效的影響並將異動分為有無獨立董事及財務主管異動原因。分別利用單變量檢定、邏輯斯迴歸及多元迴歸分析對公司績效的影響並研究台灣上市櫃公司之經營狀況好壞與財務狀況良窳之情形。

## 第二節 研究目的

本研究將探討財務主管異動與公司經營績效之關係，本研究探討財務主管對公司績效、公司財務狀況、公司治理方面之影響，研究目的可歸納如下：

- 一、探討財務主管有無異動對公司績效的影響並研究台灣上市櫃公司之經營狀況好壞與財務狀況良窳之情形。
- 二、探討財務主管異動頻率與公司績效好壞之關聯性，並區分異動次數高、低與公司績效反應為何之研究。
- 三、探討公司治理程度及財務主管異動的關係，並以財務主管異動公司有無聘任獨立董事對公司績效影響之研究。
- 四、探討財務主管異動的原因是否受到前期績效及特性原因影響。

## 第三節 論文架構

本文研究主題為財務主管異動對公司績效影響之研究，茲將本文內容分為五章，各章內容綱要說明如下：

## 第一章 緒論

說明本文研究背景與動機、研究目的，並概述本研究之架構。

## 第二章 文獻探討

探討國內外財務主管有無異動對公司經營績效相關文獻。

## 第三章 研究方法

依前述之文獻探討，建立本研究分析與推論所用之假說，並列出分析時所用之實證回歸模型。其次，說明定義與解釋所採用之變數，並對本研究之實證所採用有關之研究方法及統計檢定方法加以說明；最後，說明欲採用之研究樣本、研究期間與資料來源等。

## 第四章 實證結果分析

彙總實證模型之結果，依據所得到的實證結果進行說明與討論；並加入不同時間點的衡量方式，進行檢定及分析測試，使實證結果更趨於穩健。

## 第五章 結論與建議

依據實證結果，進一步彙整說明本研究之結論，與研究限制及對後續研究提供建議。

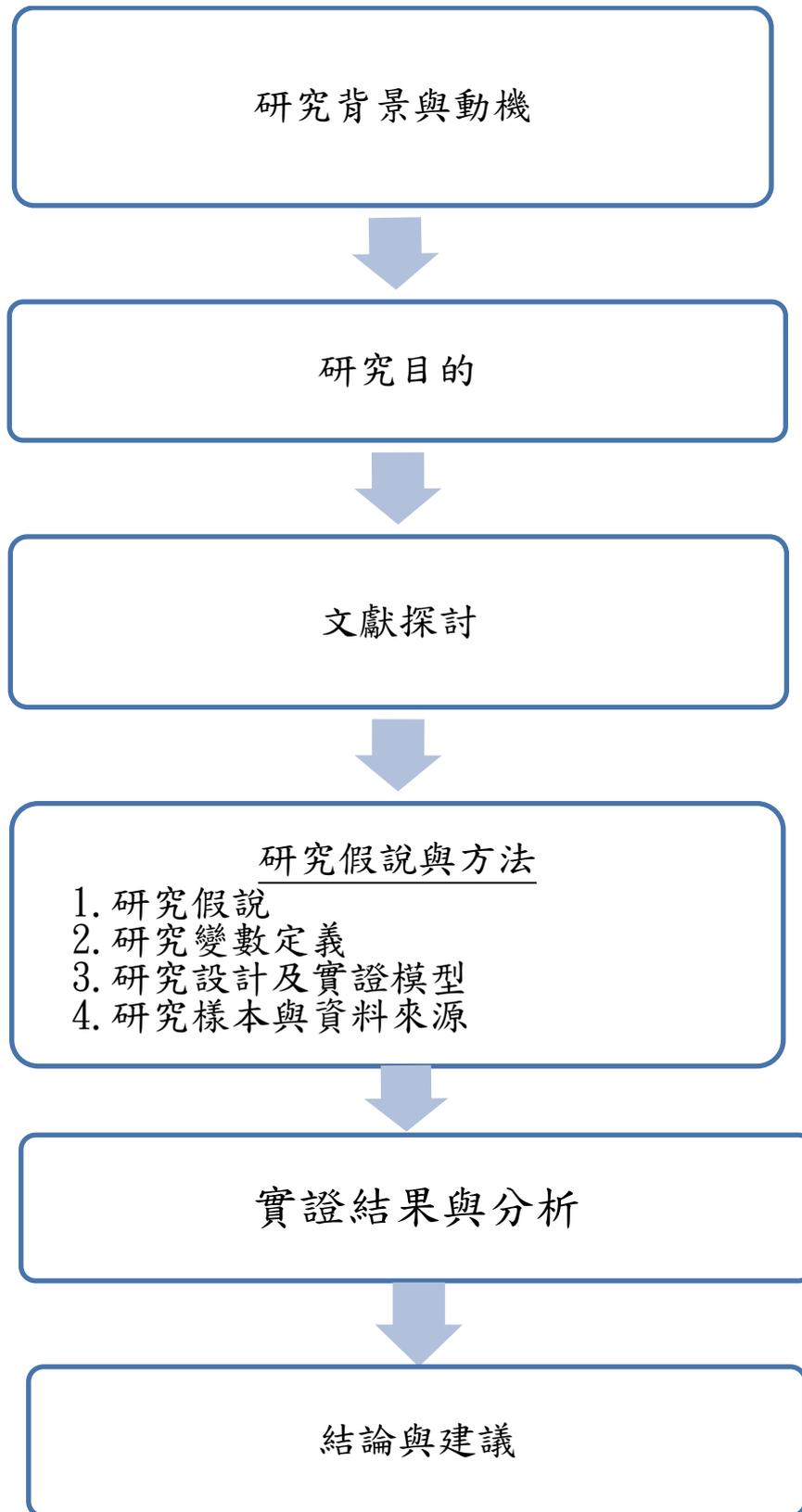


圖 1-1 研究流程圖

## 第二章 文獻探討

本章擬在第一節說明財務主管異動原因之探討；第二節財務主管異動對公司的影響之探討。並整理過去研究財務主管異動對公司績效之關聯性的相關文獻。

### 第一節 財務主管異動原因之探討

當公司財務長在其職位上有任何異動或有風吹草動時，一般投資人都會很注意及聯想是否與公司股價且與經營績效也有關連，這也可能提前預告公司的經營狀況出了問題，通常投資人會先看公司財務報表，因財務報表其實就是公司基本面的縮影，正常情況下，它能明確的反應企業經營績效及財務狀況的好壞，有時財務長異動也可能是因為其早已發現公司的狀況不佳而提前離開前景不被看好的公司，於是就產生了嚴重的代理問題 (Agency Problem)。

此外，財務長異動後，公司績效是否會改善則存有不同的看法，而公司在面臨績效不佳後會採取特定反應動作來因應，包含營運及財務之反應動作。營運反應動作包含資產重整、裁員、更換高階經理人與資產擴張，根據 Davies, Hillier and McColgan(2005) 的研究指出，若公司於危機發生前之營運績效越差，更換高階經理人與資產重整的機會越高；而財務反應動作有申請破產、減少股利政策、增加短期融資與負債重整等。

### 第二節 財務主管異動對公司影響之探討

關於財務主異動與經營績效關聯性的相關探討，過去學者常以不同理論探討更換公司之高階主管，如：常識理論、惡性循環理論及代罪羔羊理論。首先常識理論的支持者認為，公司更換經理人後，應會選擇一個能力較佳經理人作為繼任者，公司的績效會因而有所改善；惡性循環理論的支持者則認為，公司經理人異動會造成公司組織成員的緊張甚至分裂，反而會因此導致經營績效下降；代罪羔羊理論的支持者主張，被更換之經理人只是公司績效表現不佳的犧牲者。

#### 一、財務主管異動對公司績效之影響

有關財務主管異動因素對公司經營績效的影響的議題上，周慈芳(2005)探討之財務主管異動是否可用以預期公司後續期間經營績效表現，財務主管發生異動後之經營績效均顯著較異動前表現差，支持惡性循環假說。換言之，當公司財務主管有異動時，可能代表公司經營績效已經呈現不佳狀態，而財務主管若發生更迭之後，新任財務主管可能尚未了解公司內部事務及員工可能還未完全適應新任主管，新任者可能採取洗大澡(Take Bath)之方法，產生大量認列損失，如此則在短期內公司經營績效將不易提昇。郭佩文(2003)公司績效對高階管理者之更迭有負向的影響效果，此符合惡性循環理論。

楊斯琴(2003)之研究高階主管來自外部繼任者其對異動後改變經營績效的影響，其公司經營績效的表現會受到公司強迫性高階主管異動事件影響，當強迫高階主管異動後，其繼任者若為外部者，在異動前一年與異動後第二年之績效表現呈現正相關，繼任者為外部人的績效表現於異動後第二年時才会有顯著的改善情況。

黃劭彥、邱安安及陳珮甄(2010)提出累積異常報酬與會計主管異動二者具有相關性，應進一步分析各類型會計主管異動因素與累積異常報酬的關係，發現「非家族企業離職」與「家族企業證交法」及「非家族企業調動」，均有顯著影響，且「非家族企業離職」累積異常報酬之平均數比「家族企業證交法」及「非家族企業調動」累積異常報酬之平均數高，會計主管離職具有較高的累積異常報酬。

黃旭輝(2006)公司經理人異動後對公司經營績效之影響，無論屬自願異動或非自願異動的在經理人異動後的兩年，其相對經營績效都是呈現負向反應，公司經理人異動會影響公司財務危機。

Huson(2004)檢測高階主管與公司財務之關係，結果顯示高階主管異動前其公司的財務指標較其他財務主管未異動之公司差，而在高階主管異動後公司財務績效指標有改善的情況。

王凌葦(2005)指出內部公司運作偏離常軌的訊息是一個重要的負面警訊。財務主管異動在不同原因下，非自願異動對於市場消息的反應也會有所不同，累積平均超常報酬率(CAR)顯著為負，而財務主管異動對公司的經營成果及對股東財富也會產生負面之影響。

陳彥寬(2002)無論是會計指標或是市場績效指標，自願性異動事件發生後公司經營績效皆較之前為差，其公司績效降低時，高階主管異動的情形可能會增加。

王偉權(2009)提出探討1996~2006年間CFO異動宣告前後，對公司股價之影響，研究市場數據顯示，CFO異動宣告前，其異常報酬是不顯著的，在CFO異動宣告後，其異常報酬是顯著的，因此，CFO之異動對於財務績效產生了正向影響，所以異動CFO對組織績效及財務績效均有提升之效果。另張維芝(2012)「非自願性撤換財務長」，撤換後公司績效未能提升，而「自願性撤換財務長」提升公司績效會較好，存在高度違約風險的公司，撤換財務長未能有效改善公司績效；而信用風險低的公司撤換財務長能確實提升公司績效，所以撤換財務長的決策是否能有效改善公司績效，需視其公司本身的體質是否良好是為重要的影響因素

## 二、財務主管異動對公司盈餘管理之影響

張慈恬(2007)財務主管更換對盈餘管理行為之影響，指出財務主管異動前後之年度，公司可能向進行上操弄盈餘與向下操弄盈餘；公司雇用不同來歷的財務主管，可能會進行盈餘之操弄問題，在上一年度及本年度與下一年度顯示，有更換財務主管之公司較未更換者之流動裁決性應計數有顯著降低；而新任財務主管雇用來自於外部者之流動裁決性應計數較雇用來自於公司內部者，有顯著較大幅度之降低，並對盈餘管理產生不同之影響。

郭人豪(2011)財會主管異動對損益平穩化與盈餘資訊內涵之調節效果研究實證結果發現財會主管異動能夠正面調節會計上損益平穩與盈餘資訊內涵之間的關係，代表財會主管異動次數愈多，投機性損益平穩化的可能性愈低，愈能提升財報品質的可靠性，使得損益平穩能更有效的改善盈餘資訊內涵。

曹常鴻、陳柏豪及陳彰文(2005)公司治理與企業績效造成高階主管異動的因素，其經營績效下降時，高階主管異動的可能性會因此增加。財務危機公司在財務危機發生前幾季會利用裁決性應計項目將盈餘向下調整，可能因財務狀況不佳，使管理人員有異動之情形，期望公司從新開始降低當期盈餘，提升未來盈餘在財務危機公司從事盈餘管理的時間更長，所造成的代理問題也可能更嚴重。

## 三、財務主管異動對公司財務危機之影響

江向才、林美智(2010)研究對於部分公司治理之內外部監督機制與公司發生財務危機關聯性加以探討，公司治理中應有避免財務危機之重要機制，並作為投資人

投資決策之重要參考依據。在內部監督機制方面，著重於內部控制制度之施行，以及公司治理中董監事之監督機制，及發現財務主管異動次數與公司未來財務危機發生有正向關係；內部稽核主管異動次數與公司未來財務危機發生有正向關係，因而，內控制度機制對公司即將發生之財務危機有顯著之關聯性，公司治理監督機制上公司發生財務危機之前一年及前二年，董監事質押權責偏離程度與公司未來財務危機發生有顯著正向關係。

林郁翎、黃建華(2009)觀察考慮公司治理因素之財務危機預警模型，利用公司前一年之財務變數或公司治理變數來進行財務危機預測，其預測性佳，並可以此來觀察公司財務危機發生的可能性，藉以避免因財務報表不實或企業管理者藉盈餘管理窗飾其財務報表之情形，而財務危機公司之財務報表資料需考慮其公佈的時點。

張麗娟(2011)企業面臨的危險或發生經營失敗後來造成企業長期經營績效的低落是為主要原因，博達公司曾經在一年內更換過五位財務主管，表示其財務主管對公司的不信任，不與之共同隱瞞不實之公司財務狀況。

何文榮、張惠敏(2008)獨立董事設置的增加，不僅加強內部稽核功能，讓稽核以超然獨立的立場為企業內控制度嚴格把關，並向主管機關提出建設性建議，也可以提高董事會做決策判斷更具獨立性，並減少財務危機的發生。

## 第三章 研究方法與設計

本研究首先探討財務主管異動對公司績效及公司市場價值之影響，擬在第一節研究假說建立、第二節變數定義及對研究樣本做說明，包括所有研究變數之資料來源、變數考量與樣本選取、第三節則本研究設計及實證模型方法，包括 Panel Data 之模型選取、異動因素分析法。第四節說明公司治理變數之萃取程序，並據以建構本研究之實證模型、第五節研究限制。

### 第一節 研究假說

#### 一、財務主管發生異動與公司績效

財務主管為公司主要財務管理人員，當公司於營運發生問題或資金週轉籌措等問題發生時，其可能會因無法解決相關財務問題，亦可能不看好公司未來願景或財務問題可能會惡化或不佳的事實，此時導致請辭之念頭或有可能遭受公司解任。此外，在日新月異的產業環境之變化快速下，新的投資決策及融資決策模式的改變或許也會導致財務主管因不適任而離開公司，抑或另謀高就不再繼續待在前景不看好的公司。

對於公司面對財務績效指標不佳、經營績效下滑不佳之情況下，財務主管可直接知悉公司之不利消息，而考慮離開公司之可能原因較大。根據國內外相關文獻之實證結果，均指出前期績效不佳，會造成管理階層異動。當公司經營績效出現下滑之趨勢，財務主管可能不看好公司前景，會比較可能會發生異動，故針對前期績效表現與財務主管異動之關係，形成假說 H1。

H1：財務主管發生異動之公司，績效會變差。

#### 二、財務主管異動次數與公司績效

Bushman and Smithe (2001)指出，財務會計資訊、相關資訊揭露等皆扮演了治理治理的角色。財務危機的發生為一漸進的過程，應有機可尋，發生財務危機之公司較易更換高階管理主管，以作為提升經營績效並可迅速解決相關財務問題。

由於當公司營運週期增長或現金不足，容易造成公司發生財務危機，張廖年任(2003)認為財務績效與營運效率發生惡化之公司，較可能會採取更換財務主管決策，或財務主管在自保動機下自行離職以謀求更好的個人發展，故經營績效、營運效率、資本結構日益惡化，以及內部治理不佳之公司，其財務主管的異動可愈頻繁。

陳彥霓(2003)，發現異動後公司之經營績效反勢。當公司財務主管異動頻率過高，可能意味著公司經營績效已經持續惡化，加上接任的財務主管亦可能採取洗大澡之盈餘操縱手法，經營績效在短期內將無法提昇，公司經營績效惡化之趨勢可能與財務主管異動頻率具有關聯，性果多數符合惡性循環理論。

因此，一旦公司經營績效出現警訊，或有發生財務危機之虞時，這時財務主管是掌管公司財務且最熟悉及了解公司的財務狀況與問題的人，在面對公司經營出現警訊或資金週轉不靈時，抑或經營績效持續下降，高階主管企圖隱瞞事實，並企圖透過不實財報延緩財務危機爆發時點等情況時，財務主管即有可能發生較高之異動，而公司財務主管之異動過於頻繁時，此時已透露出公司經效變差並引發財務出現危機的訊號。故形成假說 H2。

H2:財務主管異動次數愈高之公司，績效會愈差。

### 三、財務主管異動與獨立董事之聘任

由於我國公司型態屬於家族企業較多，其資訊揭露情形較為不透明，易導致成代理問題與資訊不對稱的情況發生，故為了讓投資人的權益不致受損害，以提高我國自願性資訊揭露的水準，增加公司財務資訊的透明度，與增加公司的監督與控制的機制。台灣上市櫃公司獨立董事的設立制度，是近十年來公司治理制度的重大改革。獨立董事之設立及獨立董事不同的專業背景，對於公司之經營績效有著顯著的影響。且在不同的資訊透明程度下，獨立董事的設立及其專業背景對於公司的風險也有著不同的影響。當公司經營高層在挑選獨立董事的組成時，若能組合不同專業背景之成員將使得公司的經營與決策品質更加提升。獨立董事制度中所蘊含之「獨立性」理念，Fama(1980)即指出獨立董事可以提供董事會關於策略性決策的建議，並有助於改善公司的經營績效與財務績效，因此績效會變好，依於 96 年證券交易法第 14 條之 2 (獨立董事之設置及資格) 施行後，有聘任獨立董事的公司的確公司治理較佳，且績效也有明顯較好的現象，並符合本研究的預期。故形成假說 H3。

H3：財務主管異動的公司若聘任獨立董事會改善公司績效。

#### 四、公司績效與財務主管異動關係

當公司經營績效不佳時易產生高階主管異動，此情形會導致內部問題產生，在不穩定的狀態下公司績效反而會變的更差，可能又再度更迭，如此惡性循環下易對公司造成負面的影響且公司績效也會下降，郭佩文(2003)公司績效對高階主管異動有負向影響效果，符合惡性循環理論。故形成假說 H4。

H4：公司績效愈差，財務主管異動機率越高。

## 第二節 研究變數定義

本研究之相關變數主要為財務主管異動、獲利能力變數、市場價值變數、財務結構變數、短期償債能力變數、經營能力變數、現金流量變數、公司成長變數、公司治理變數、其他變數等，定義說明如下：

### 一、財務主管定義及異動行為

(一) 財務主管之定義：如：財務長、CFO、財務主管、財務總監、財務經理等，依 TEJ 資料庫之來源。

(二) 財務主管是否發生異動

樣本期間內財務主管發生異動，若有異動則為1，若無異動則為0。

(三) 財務主管異動之次數

一年內財務主管異動次數，財務主管異動頻率之衡量方式為計算每一樣本公司於樣本期間內發生財務主管異動的次數。

### 二、公司績效

(一) 獲利能力變數

1. 總資產報酬率(ROA)

總資產報酬率是衡量公司運用全部資產之獲利性之高低，是分析公司經營績

效常用的指標之一，其公式如下：

$$ROA = (\text{稅前息前折舊前之常續性淨利} / \text{平均資產總額}) * 100。$$

## 2. 股東權益報酬率(ROE)

股東權益報酬率是在衡量公司股東權益之獲利能力，是分析公司經營績效常用的指標之一，其公式如下：

$$ROE = (\text{常續性利益} / \text{平均股東權益}) * 100$$

## (二) 市場價值(Tobin's Q)

市場價值(Tobin's Q)值可用來預期公司未來之價值，且會影響投資人之投資意願。其公式如下：

$$\text{Tobin's Q} = [(\text{普通股市場價值} + \text{負債帳面價值}) / \text{總資產帳面價值}] * 100$$

# 三、財務狀況

## (一) 財務結構

### 1. 負債比率

衡量債權人資金佔公司總資產的比重，以顯示公司運用財務槓桿程度大小，其公式如下：

$$\text{負債比率} = (\text{負債總額} / \text{資產總額}) * 100$$

### 2. 長期資金適合率

又稱為固定資產長期適合率，測量公司投入固定資產資金占長期資本之比例，用以瞭解公司是否以短支長之情況，其公式如下：

$$\text{長期資金適合率} = (\text{長期負債} + \text{股東權益} / \text{固定資產}) * 100$$

## (二) 短期償債能力變數

流動比率可作為測試公司短期償債能力的指標，此率愈大，表示對短期債權人之保障性愈高，但此比率愈小，表示企業易發生周轉不靈的情形。其公式如下：

$$\text{流動比率} = (\text{流動資產} / \text{流動負債}) * 100$$

## (三) 經營能力變數

### 1. 總資產週轉率(次)

數值係指週轉每元資產可產生若干銷售金額，若利潤率不變下，則總資產週轉數愈高，總資產獲利率亦合效益，就經營績效的衡量而言，本比率愈高愈

好。其公式如下：

$$\text{總資產週轉率(次)} = \text{營業收入} / \text{平均總資產}$$

## 2. 應收帳款週轉率(次)

測量公司資金周轉及收帳能力之效率，週轉次數越高，表示應收帳款的流動性越大，若週轉次數下降時，則是一種警訊，此為經營效率指標。其公式如下：

$$\text{應收帳款週轉率(次)} = \text{營業收入} / \text{平均應收款項}$$

## (四) 現金流量變數

### 1. 現金流量比率

衡量營運活動現金流量用來支付短期負債的能力，比率愈高表示公司的財務彈性愈好，對債權人保障也愈多，大多以超過40%是比較理想的情況。其公式如下：

$$\text{現金流量比率} = \text{來自營運之現金流量} / \text{流動負債} * 100$$

### 2. 現金再投資率

衡量及著重於研判營業活動產生的現金夠不夠支應長短期資金用途的需求，比率愈高表可再投資的資金愈充裕，對未來公司擴大生產規模，創造未來獲利或未來流入的能加愈強。其公式如下：

$$\text{現金再投資率} = (\text{營業活動現金流量} - \text{現金股利}) / (\text{固定資產} + \text{長期投資} + \text{其他資產} + \text{營運資金}) * 100$$

## (五) 公司成長變數

### 1. 總資產成長率

此為公司成長力，衡量公司總資產的成長情形，其公式如下：

$$\text{總資產成長率} = (\text{總資產} - \text{去年同期總資產}) / \text{去年同期資產總額} * 100$$

### 2. 營收成長率

營業收入成長之變動率，其公式如下：

$$\text{營收成長率} = (\text{營業收入淨額} - \text{去年同期營業收入淨額}) / \text{去年同期營業收入淨額} * 100$$

#### 四、公司治理變數

##### (一)獨立董事

公司獨立董事，為虛擬變數，若有聘任則為1，若無則為0

##### (二)大股東持股比率

大股東持股比率=大股東持有普通股總股數/公司發行普通股總股數\*100

##### (三)董監持股比率

董監持股比率=董監持股股數/公司流通在外股數\*100

##### (四)董監質押比率

董監質押比率=董監質押股數/董監持股股數\*100

##### (五)盈餘分配比率

盈餘分配比率=直接盈餘分配權+ $\Sigma$ 各控制鏈之間持股率乘積

##### (六)金字塔結構

最終控制者透過集團旗下上市(櫃)公司持有集團旗下他公司股份。

公司具金字塔結構，為虛擬變數，若有設為1，若無則設為0。

##### (七)交叉持股結構

公司與所屬同一集團旗下之其他公司彼此相互持股。

公司有交叉持股現象，為虛擬變數，若有設為1，若無則設為0。

#### 五、其他變數

##### (一)公司規模

資產總值取自然對數(LN)

##### (二)市值帳面價值比

市值帳面價值比=權益市值總額/權益帳面總額(MB)

表 3-1 變數定義總覽表

變數項目	變數說明
<b>異動變數</b> 有無財務主管異動 財務主管異動次數	若有異動則1，若無異動則為0 一年內財務主管異動次數
<b>獲利能力變數</b> 總資產報酬率 (ROA) 股東權益報酬率 (ROE)	稅前息前折舊前之常續性淨利/平均資產總額 *100% 常續性利益 /平均股東權益 *100%
<b>市場價值變數</b> Tobin's Q	普通股市場價值+負債帳面價值/總資產帳面價值
<b>財務結構變數</b> 負債比率 長期資金適合率	負債總額/資產總額*100 (長期負債+股東權益)/固定資產
<b>短期償債能力變數</b> 流動比率	流動資產/流動負債*100
<b>經營能力變數</b> 總資產週轉率(次) 應收帳款週轉率(次)	營業收入/平均總資產 營業收入/平均應收款項
<b>現金流量變數</b> 現金流量比率 現金再投資率	來自營運之現金流量/流動負債*100 (營業活動現金流量-現金股利)/(固定資產+長期投資+其他資產+營運資金)*100
<b>公司成長變數</b> 總資產成長率 營收成長率	(總資產-去年同期總資產)/去年同期資產總額*100 (營業收入淨額-去年同期營業收入淨額)/去年同期營業收入淨額*100
<b>公司治理變數</b> 獨立董事 大股東持股比率 董監持股比率 董監質押比率 盈餘分配比率 金字塔結構 交叉持股結構	若有則1，若無則為0 大股東持股數/總股數*100 董監持股數/總股數*100 董監質押股數/董監持股數*100 直接盈餘分配權 + $\sum$ 各控制鏈之間持股率乘積 若有則1，若無則為0 若有則1，若無則為0
<b>其他變數</b> 公司規模 市值帳面價值比	資產總值取自然對數 市值/帳面價值

### 第三節 研究設計及實證模型

本研究設計如圖 3-1 表示財務主管異動對公司績效影響之實證，主要採用單變量檢定分析法、邏輯斯迴歸分析與多元迴歸分析方法進行樣本資料之分析，以檢視各自變數之間是否存在顯著之差異性，及其對公司績效影響之實證。

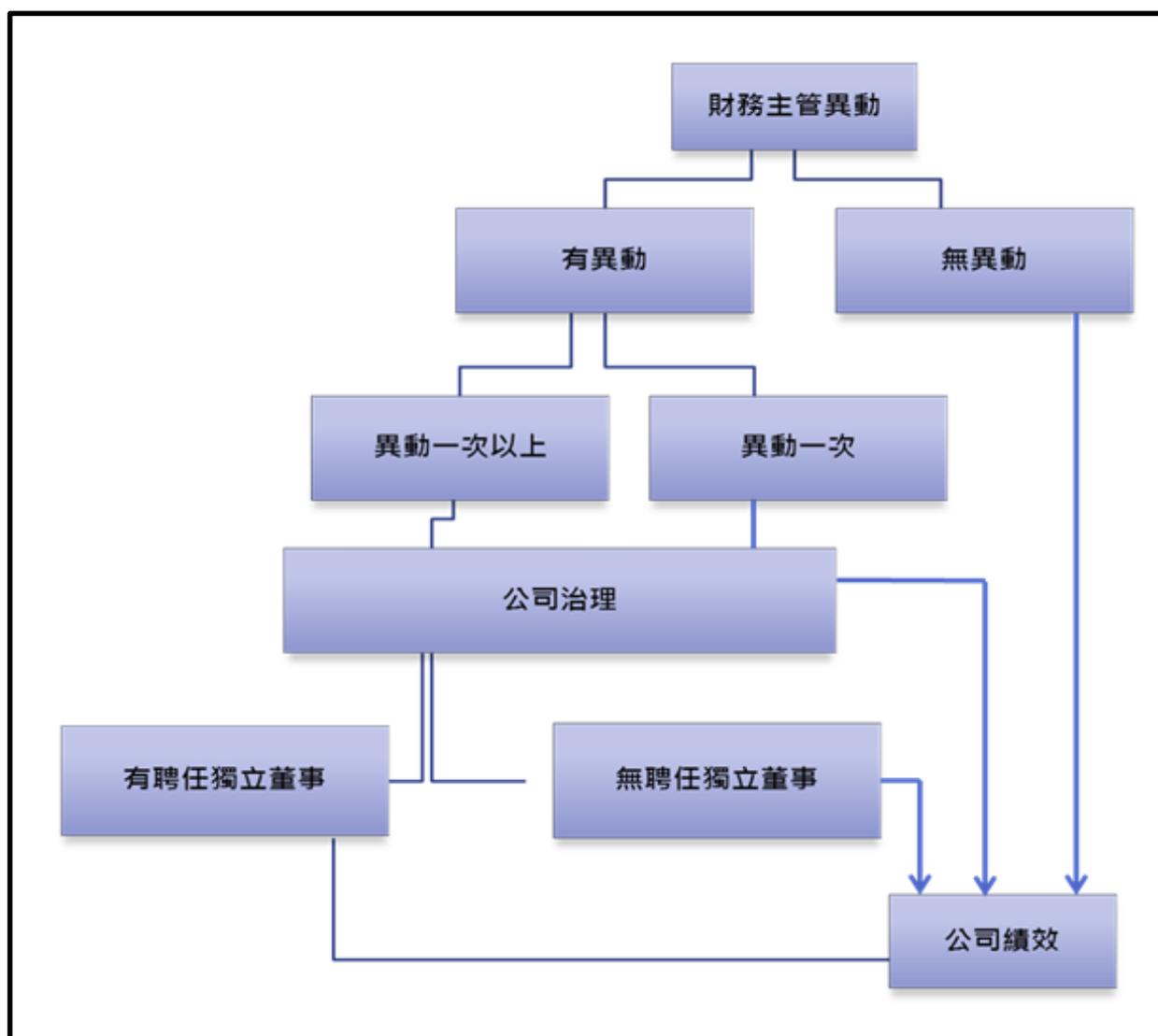


圖 3-1 研究設計圖

## 一、單變量檢定分析

- (一) 財務主管有無異動對公司績效、財務狀況與公司治理影響之差異檢定分析
- (二) 財務主管異動次數對公司績效、財務狀況與公司治理影響之檢定分析
- (三) 財務主管異動公司有無聘任獨立董事對公司績效影響之檢定分析

## 二、邏輯斯迴歸分析

財務主管有無異動是否會受到前一年公司績效影響之研究實證模型如下所示：

### (一) 前一年公司績效( $ROA_{t-1}$ ) 對財務主管異動影響之模型

財務主管有無異動 =  $\alpha_0 + \alpha_1 ROA_{t-1} + \alpha_2$  獨立董事 +  $\alpha_3$  大股東持股比率 +  $\alpha_4$  董監持股比率 +  $\alpha_5$  董監質押比率 +  $\alpha_6$  盈餘分配比率 +  $\alpha_7$  金字塔結構 +  $\alpha_8$  交叉持股結構 +  $\alpha_9$  負債比率 +  $\alpha_{10}$  公司規模 +  $\alpha_{11}$  市值帳面價值比 +  $\varepsilon$

### (二) 前一年公司績效( $ROE_{t-1}$ )對財務主管有無異動影響之模型

財務主管有無異動 =  $\alpha_0 + \alpha_1 ROE_{t-1} + \alpha_2$  獨立董事 +  $\alpha_3$  大股東持股比率 +  $\alpha_4$  董監持股比率 +  $\alpha_5$  董監質押比率 +  $\alpha_6$  盈餘分配比率 +  $\alpha_7$  金字塔結構 +  $\alpha_8$  交叉持股結構 +  $\alpha_9$  負債比率 +  $\alpha_{10}$  公司規模 +  $\alpha_{11}$  市值帳面價值比 +  $\varepsilon$

### (三) 前一年公司績效(Tobin's $Q_{t-1}$ ) 對財務主管有無異動影響之模型

財務主管有無異動 =  $\alpha_0 + \alpha_1$  Tobin's  $Q_{t-1} + \alpha_2$  獨立董事 +  $\alpha_3$  大股東持股比率 +  $\alpha_4$  董監持股比率 +  $\alpha_5$  董監質押比率 +  $\alpha_6$  盈餘分配比率 +  $\alpha_7$  金字塔結構 +  $\alpha_8$  交叉持股結構 +  $\alpha_9$  負債比率 +  $\alpha_{10}$  公司規模 +  $\alpha_{11}$  市值帳面價值比 +  $\varepsilon$

## 三、多元線性迴歸方程式

本研究主要探討台灣上市櫃公司其財務主管異動對公司績效的影響，並檢視有無聘任獨立董事對公司績效的影響是否有所不同，因此於多元迴歸分析中係以資產報酬率(ROA)、淨值報酬率(ROE)及市場價值(Tobin's Q)作為應變數，模型分析的目的是在瞭解及建立一個應變數與一組自變數間之關係，以檢驗本研究的假說，以瞭解及檢定財務主管異動及有無聘任獨立董事對公司績效的影響。

本研究探討財務主管異動對當年度及連續後二年公司績效影響之實證模型如下：

### (一) 財務主管異動對公司績效影響之實證模型

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 \text{財務主管異動} + \alpha_2 \text{負債比率} + \alpha_3 \text{公司規模} + \alpha_4 \text{市值帳面價值比} + \varepsilon$$

$$ROE = \alpha_0 + \alpha_1 \text{財務主管異動} + \alpha_2 \text{負債比率} + \alpha_3 \text{公司規模} + \alpha_4 \text{市值帳面價值比} + \varepsilon$$

$$\text{Tobin's Q} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{財務主管異動} + \alpha_2 \text{負債比率} + \alpha_3 \text{公司規模} + \varepsilon$$

(二) 財務主管異動次數對公司績效影響之實證模型

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 \text{財務主管異動次數} + \alpha_2 \text{負債比率} + \alpha_3 \text{公司規模} + \alpha_4 \text{市值帳面價值比} + \varepsilon$$

$$ROE = \alpha_0 + \alpha_1 \text{財務主管異動次數} + \alpha_2 \text{負債比率} + \alpha_3 \text{公司規模} + \alpha_4 \text{市值帳面價值比} + \varepsilon$$

$$\text{Tobin's Q} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{財務主管異動次數} + \alpha_2 \text{負債比率} + \alpha_3 \text{公司規模} + \varepsilon$$

(三) 加入有無獨立董事後財務主管異動次數對公司績效影響之實證模型

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 \text{財務主管異動次數} + \alpha_2 \text{獨立董事} + \alpha_3 \text{財務主管異動次數交乘獨立董事} + \alpha_4 \text{負債比率} + \alpha_5 \text{公司規模} + \alpha_6 \text{市值帳面價值比} + \varepsilon$$

$$ROE = \alpha_0 + \alpha_1 \text{財務主管異動次數} + \alpha_2 \text{獨立董事} + \alpha_3 \text{財務主管異動次數交乘獨立董事} + \alpha_4 \text{負債比率} + \alpha_5 \text{公司規模} + \alpha_6 \text{市值帳面價值比} + \varepsilon$$

$$\text{Tobin's Q} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{財務主管異動次數} + \alpha_2 \text{獨立董事} + \alpha_3 \text{財務主管異動次數交乘獨立董事} + \alpha_4 \text{負債比率} + \alpha_5 \text{公司規模} + \varepsilon$$

## 第四節 研究樣本與資料來源

本研究樣本以台灣上市上櫃之公司為研究對象，採樣期間從2006年至2012年，共計7年，此仍因為2006年實施證券交易法第十四條第四項<sup>3</sup>規定，而引發對財務主管異動之探討，而依據此時間作為本研究之研究年度，本研究剔除性質特殊的金融保險業，為避免資料處理困擾，本研究亦剔除資料不全之公司，最後有效樣本數為8,559筆，所使用的資料主要取自台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)如表3-2。關於樣本公司的選定標準，主要有以下幾點：

<sup>3</sup> 法規的內容詳見第一章附註2

1. 以上市上櫃公司之一般產業為限，剔除金融保險業。
2. 本文亦剔除非歷年制或資料不全之公司

本研究欲以TEJ資料庫裡的相關資料，對財務主管異動及公司績效之關係做分析，上市上櫃公司受相關資訊及法令規範較嚴謹，且TEJ的資料較完整，所以本研究的樣本以上市上櫃為限。

**表 3-2 變數資料來源**

變數	資料來源
異動變數 其他變數	TEJ Equity
獲利能力變數 市場價值變數 財務結構變數 短期償債能力變數 經營能力變數 現金流量變數 公司成長變數	TEJ Finance DB
公司治理變數	TEJ Company DB

## 第四章 實證結果與分析

本章共分為五節，第一節描述樣本司異動次數統計；第二節為敘述統計量分析；第三節為單變量檢定分析；第四節為邏輯斯迴歸分析；第五節為多元迴歸分析。

### 第一節 樣本描述

表 4-1 報告 2006 年至 2012 年間財務主管異動樣本分布情形，說明財務主管異動情況。從表 4-1 中發現在研究期間之 8,559 樣本家數中，有 3,262 樣本家數有發生財務主管異動，有 5,297 家無發生財務主管異動，有發生財務主管異動樣本內的總異動次數為 4,863 次，代表某些樣本公司一年內發生多次之財務主管異動。

本研究亦將財務主管異動次數與公司家數做一分析。依據表 4-1 在 2006 年至 2012 年之總樣本 8,559 家之中發生財務主管異動至少一次有 2,180 家公司及一次以上共有 1,082 家公司，財務主管有異動的佔總樣本之 38.11%。另外，有 14 家樣本公司於 7 年樣本期間發生 6 次以上之財務主管異動。若依樣本期間分析財務主管異動次數，以 2006 至 2012 年財務主管異動次數比率之各年則平均有 13% 至 15% 之異動率。

表 4-1 財務主管異動次數分析

Panel A		
財務主管異動	樣本家數	佔總樣本比例%
無異動	5297	61.89
有異動	3262	38.11
總計	8559	100.00
Panel B		
財務主管異動次數	樣本家數	佔總樣本比例%
1	2180	66.83
2	739	22.65
3	223	6.84
4	84	2.58
5	22	0.67
6	10	0.31
7	2	0.06
8	2	0.06
總計	3262	100.00
Panel C		
財務主管異動次數分析--依年度		
財務主管異動年度	財務主管異動次數	佔總樣本比例%
2006	729	14.99
2007	733	15.07
2008	723	14.87
2009	673	13.84
2010	659	13.55
2011	675	13.88
2012	671	13.80
總計	4863	100.00

## 第二節 敘述統計分析

表 4-2 報告了樣本公司敘述統計量，在進行實證結果迴歸分析之前，首先必須瞭解資料的屬性，故本研究先初步針對總樣本 8,559 家公司之各變數平均數、中位數、標準差、Q1 值、Q3 值，進行敘述性統計分析，以瞭解各項變數的基本數據分析。

### 一、敘述統計

首先表 4-2 財務主管異動之平均值為 0.38，表示平均有 38%之觀察值發生財務主管異動。公司績效方面，財務指標之獲利能力變數方面資產報酬率(ROA)的平均數 9.01%大於中位數的 8.64%，顯示超過一半的樣本公司之 ROA 是落在平均數之下、股東權益報酬率(ROE) 分布狀況，平均數 4.76%小於中位數的 6.83%，可見超過 50%以上的樣本公司之 ROE 是落在平均數之上。再觀察其市場價值變數 Tobin's Q 的平均數 1.37 大於中位數的 1.13，顯示超過一半的樣本公司落在平均數之下。

依財務結構變數中負債比率、長期資金適合率之平均數分別為 41.44%、1023.67；短期償債能力變數中流動比率之平均數為 260.21%；經營能力變數中總資產週轉次數、應收帳款週轉次數之平均數分別為 0.98、12.14；現金流量變數中現金流量比率、現金再投資率之平均數分別為 35.22%、3.71%；公司成長變數中總資產成長率及營收成長率之平均數分別為 7.57%、8.37%。

在公司治理變數方面，本研究以有聘任獨立董事之平均數為 0.52、表示有 52%公司依法聘任獨立董事，大股東持股比率 19.77%亦明顯落在中位數 17.66%之上，董監持股比率與董監質押比率之平均數分別為 23.42%與 8.08%，表示樣本公司流通在外股數有 23.42%為董監事所持有，而公司董監之持股數平均質押 8.08%現象。在金字塔結構與交叉持股方面之平均值各為 0.24 及 0.26，顯示樣本公司中有 24 %之公司其控股結構有金字塔結構情況，有 26%之公司有交叉持股情況。在觀察值中，顯示超過一半的樣本公司之是落在平均數下之現象。

至於其他變數方面，公司規模為資產總額取自然對數之平均數為 15.28、市值帳面價值比(MB)之平均數為 1.63，顯示超過一半的樣本公司之公司規模是落在平均數之下，顯示大部份的公司為規模較小之公司。

## 二、相關性分析

本研究在建立迴歸模型前，須確認自變數間並不具高度之相關性，否則將影響本研究之客觀性及結果，由表 4-3 各變數相關矩陣得知，本研究自變數間之相關係數均呈低度相關，表示這些自變數間的相關程度低，各變數間之相關係數之絕對值皆未大於 0.75，因此本研究篩選之各變數不具高度之共線性。顯示這些自變數應不存在有共線性的問題。

表 4-2 敘述性統計表

(N=8559)					
變數	平均數	中位數	標準差	Q1	Q3
<b>異動變數</b>					
財務主管異動	0.38	0.00	0.49	0.00	1.00
財務主管異動次數	0.57	0.00	0.90	0.00	1.00
<b>獲利能力變數</b>					
總資產報酬率(ROA)	9.01	8.64	10.14	3.87	14.32
股東權益報酬率(ROE)	4.76	6.83	21.56	0.04	14.42
<b>市場價值變數</b>					
Tobin's Q	1.37	1.13	0.89	0.91	1.54
<b>財務結構變數</b>					
負債比率	41.44	41.44	18.09	27.63	53.97
長期資金適合率	1,023.67	234.59	4,321.41	157.53	434.45
<b>短期償債能力變數</b>					
流動比率	260.21	185.62	250.59	137.27	282.59
<b>經營能力變數</b>					
總資產週轉率(次)	0.98	0.85	0.67	0.57	1.21
應收帳款週轉率(次)	12.14	5.52	32.59	3.86	8.67
<b>現金流量變數</b>					
現金流量比率	35.22	22.37	63.98	2.94	52.82
現金再投資率	3.71	4.16	13.51	-1.22	9.85
<b>公司成長變數</b>					
總資產成長率	7.57	3.45	27.69	-5.04	14.38
營收成長率	8.37	3.80	38.38	-10.35	19.25
<b>公司治理變數</b>					
獨立董事	0.52	1.00	0.50	0.00	1.00
大股東持股比率	19.77	17.66	11.66	11.77	25.52
董監持股比率	23.42	19.74	14.41	12.97	30.03
董監質押比率	8.08	0.00	16.47	0.00	8.02
盈餘分配比率	23.98	19.79	17.49	10.05	34.45
金字塔結構	0.24	0.00	0.43	0.00	0.00
交叉持股結構	0.26	0.00	0.44	0.00	1.00
<b>其他變數</b>					
公司規模	15.28	15.10	1.44	14.28	16.07
市值帳面價值比	1.63	1.25	1.75	0.84	1.93

表 4-3 變數相關性分析

變數	財務主管異動	財務主管異動次數	ROA	ROE	Tobin's Q	負債比率	長期資金適合率	流動比率	總資產週轉率(次)	應收帳款週轉率(次)	現金流量比率	現金再投資率	總資產成長率	營收成長率	獨立董事	大股東持股比率	董監持股比率	董監質押比率	盈餘分配比率	金字塔結構	交叉持股結構	公司規模
財務主管異動次數	0.97																					
ROA	-0.10	-0.11																				
ROE	-0.11	-0.12	0.89																			
Tobin's Q	0.02	0.02	0.48	0.50																		
負債比率	0.04	0.05	-0.23	-0.12	-0.17																	
長期資金適合率	0.00	0.00	0.03	0.21	0.20	-0.31																
流動比率	-0.05	-0.05	0.21	0.19	0.19	-0.78	0.56															
總資產週轉率(次)	-0.03	-0.04	0.28	0.33	0.12	0.19	0.19	-0.07														
應收帳款週轉率(次)	-0.04	-0.04	0.06	0.13	0.10	-0.01	0.05	0.00	0.08													
現金流量比率	-0.07	-0.08	0.55	0.41	0.23	-0.46	0.01	0.39	-0.02	0.06												
現金再投資率	-0.02	-0.03	0.41	0.33	0.14	-0.09	-0.07	0.04	0.15	-0.05	0.75											
總資產成長率	-0.04	-0.05	0.45	0.51	0.35	0.07	0.09	0.05	0.15	0.06	-0.01	0.01										
營收成長率	-0.03	-0.04	0.42	0.45	0.27	0.07	0.00	-0.02	0.25	0.12	0.03	0.09	0.54									
獨立董事	0.06	0.06	0.16	0.11	0.21	-0.10	0.13	0.14	0.13	-0.17	0.06	0.06	0.09	0.03								
大股東持股比率	0.01	0.02	-0.04	0.00	0.03	0.06	-0.05	-0.06	-0.09	0.09	-0.04	-0.04	0.01	-0.01	-0.05							
董監持股比率	0.01	0.01	0.04	0.04	0.05	-0.04	-0.02	0.01	0.02	0.06	0.04	-0.01	0.01	0.01	-0.01	-0.10						
董監質押比率	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	-0.09	0.14	-0.12	-0.14	-0.06	0.06	-0.03	0.00	-0.02	0.00	-0.18	-0.03	-0.13					
盈餘分配比率	-0.01	-0.01	-0.04	0.00	-0.05	0.05	-0.09	-0.06	-0.05	0.12	-0.03	-0.06	0.00	-0.02	-0.12	0.40	0.44	-0.06				
金字塔結構	0.00	0.00	0.01	0.00	-0.02	-0.01	0.00	-0.04	-0.06	0.11	0.06	0.02	-0.02	0.00	-0.08	-0.10	0.19	0.05	-0.20			
交叉持股結構	-0.03	-0.04	-0.10	-0.08	-0.16	0.04	-0.05	-0.09	-0.15	0.14	-0.01	-0.04	-0.05	-0.03	-0.25	0.00	-0.05	0.22	-0.03	0.39		
公司規模	-0.07	-0.09	0.17	0.19	-0.10	0.31	-0.18	-0.28	0.00	0.19	0.04	0.09	0.15	0.12	-0.20	-0.08	-0.18	0.28	-0.11	0.26	0.29	
市值帳面價值比	0.02	0.02	0.45	0.49	0.98	-0.11	0.19	0.14	0.13	0.10	0.19	0.13	0.35	0.27	0.20	0.04	0.06	-0.09	-0.04	-0.03	-0.16	-0.10

註：本表為 Pearson 相關係數

### 第三節 單變量檢定分析

本研究將樣本觀察值依財務主管異動分為有異動組及無異動組兩組進行差異檢定、有異動組分為異動一次及一次以上來比較，另將有異動組分為有聘任獨立董事及無聘任獨立董事進行分析，分別檢定各樣本間的平均數及中位數是否存在差異性。

#### 一、財務主管有無異動差異檢定分析

在表 4-4 列示兩組觀察值之平均數與中位數差異性之檢定結果，在公司績效變數方面，財務主管有異動組公司績效之總資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)不論是在平均數或中位數上，皆呈現出財務主管有異動公司顯著較無異動的公司差，而在市場價值 Tobin's Q 上却呈現不顯著之結果。財務狀況指標之流動比率、總資產週轉次數、應收帳款週轉次數、現金流量比率、現金再投資率之平均數與中位數，均低於財務主管無異動組，且達 1%之顯著水準。而有異動組中負債比率及長期資金適合率之平均數與中位數均顯著高於無異動組，表示其財務狀況已顯現出比無異動公司差，並符合研究預期，且達 1%之差異顯著水準。在公司治理方面有異動組中獨立董事及董監持股比率之平均與中位數大於無異動組，表示有異動的公司是受到監督之情形；而董監質押比率之平均與中位數小於無異動組均呈現顯著性水準。至於其他變數方面，有異動組之公司規模平均與中位數較小、市值帳面價值比平均與中位數較高於無異動組均呈顯著性水準。

#### 二、財務主管一年內異動次數差異檢定分析

表 4-5 是以財務主管異動次數一次及一次以上區分檢定，藉以檢定異動次數多寡區分公司績效與財務績效之研究，在財務主管異動次數一次以上之公司績效之總資產報酬率(ROA)、股東權益報酬率(ROE)不論是在平均數或中位數上，皆呈現出比財務主管異動一次的公司差，且顯著性水準為 1%，但在市場價值 Tobin's Q 的差異則呈現不顯著。其他財務指標之流動比率、總資產週轉次數、應收帳款週轉次數、現金流量比率、現金再投資率之平均數與中位數，異動一次以上的平均數與中位數均低於僅異動一次之公司，且達 1%之顯著水準。而財務主管異動一次以上公司的負

債比率之平均數與中位數均顯著高於異動一次的公司，且達 1% 之顯著水準，至於公司董監事持股比率、董監質押比率、盈餘分配比率並無顯著性差異，而公司規模大的公司比規模小的公司異動次數少且有顯著性差異，均符合研究預期。

表 4-4 財務主管有無異動差異檢定表

變數	財務主管有異動 (N=3262)		財務主管無異動 (N=5297)		差異檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
<b>異動變數</b>						
財務主管異動次數	1.49	1.00	0.00	0.00	1.49	1.00
<b>獲利能力變數</b>						
總資產報酬率(ROA)	7.68	7.63	9.83	9.19	-2.15 ***	-1.56 ***
股東權益報酬率(ROE)	1.44	5.57	6.80	7.63	-5.37 ***	-2.06 ***
<b>市場價值變數</b>						
Tobin's Q	1.40	1.14	1.36	1.12	0.04 *	0.02
<b>財務結構變數</b>						
負債比率	42.68	42.33	40.68	40.93	2.01 ***	1.40 ***
長期資金適合率	1107.18	234.66	972.24	234.51	134.94	0.15
<b>償債能力變數</b>						
流動比率	253.69	181.88	264.22	188.47	-10.53 *	-6.59 ***
<b>經營能力變數</b>						
總資產週轉率(次)	0.97	0.83	0.99	0.86	-0.03 *	-0.03 ***
應收帳款週轉率(次)	11.68	5.37	12.42	5.60	-0.73	-0.23 ***
<b>現金流量變數</b>						
現金流量比率	30.60	19.34	38.06	24.25	-7.46 ***	-4.92 ***
現金再投資率	3.10	3.88	4.08	4.31	-0.98 ***	-0.43 **
<b>公司成長變數</b>						
總資產成長率	7.98	2.97	7.32	3.75	0.66	-0.78 ***
營收成長率	8.68	2.97	8.17	4.10	0.51	-1.13 **
<b>公司治理變數</b>						
獨立董事	0.55	1.00	0.49	0.00	0.06 ***	1.00 ***
大股東持股比率	20.03	17.89	19.60	17.54	0.43	0.35
董監持股比率	23.98	19.99	23.08	19.66	0.90 **	0.33
董監質押比率	7.45	0.00	8.47	0.00	-1.01 ***	0.00 **
盈餘分配比率	23.80	19.50	24.09	20.00	-0.29	-0.51
金字塔結構	0.24	0.00	0.24	0.00	0.00	0.00
交叉持股結構	0.24	0.00	0.27	0.00	-0.02 **	0.00 **
<b>其他變數</b>						
公司規模	15.17	14.92	15.36	15.21	-0.19 ***	-0.28 ***
市值帳面價值比	1.73	1.28	1.58	1.23	0.15 ***	0.05 *

註：\*\*\*、\*\*、\*表示 1%、5%、10%的顯著水準。

表 4-5 財務主管一年內異動次數檢定表

變數	異動一次 (N=2180)		異動一次以上 (N=1082)		差異檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
<b>獲利能力變數</b>						
總資產報酬率(ROA)	8.67	8.26	5.70	6.15	2.97 ***	2.11 ***
股東權益報酬率(ROE)	3.68	6.34	-3.07	2.98	6.75 ***	3.36 ***
<b>市場價值變數</b>						
Tobin's Q	1.39	1.14	1.41	1.15	-0.03	-0.01
<b>財務結構變數</b>						
負債比率	41.90	41.79	44.26	43.53	-2.36 ***	-1.74 ***
長期資金適合率	971.45	234.87	1380.66	231.43	-409.21 **	3.44
<b>短期償債能力變數</b>						
流動比率	255.14	185.78	250.77	172.12	4.38	13.66 ***
<b>經營能力變數</b>						
總資產週轉率(次)	0.97	0.85	0.95	0.79	0.02	0.06 ***
應收帳款週轉率(次)	11.70	5.38	11.64	5.36	0.06	0.02
<b>現金流量變數</b>						
現金流量比率	33.42	21.10	24.93	14.72	8.48 ***	6.38 ***
現金再投資率	3.72	4.18	1.85	3.23	1.88 ***	0.96 ***
<b>公司成長變數</b>						
總資產成長率	8.92	3.99	6.08	0.66	2.83 **	3.33 ***
營收成長率	9.20	4.03	7.64	1.50	1.57	2.53 ***
<b>公司治理變數</b>						
獨立董事	0.54	1.00	0.59	1.00	-0.05 ***	0.00 ***
大股東持股比率	19.23	17.30	21.66	19.24	-2.43 ***	-1.95 ***
董監持股比率	24.11	20.38	23.70	19.20	0.42	1.18
董監質押比率	7.80	0.00	6.76	0.00	1.04 *	0.00
盈餘分配比率	23.38	19.01	24.65	20.52	-1.27 *	-1.51
金字塔結構	0.26	0.00	0.20	0.00	0.05 ***	0.00 ***
交叉持股結構	0.27	0.00	0.20	0.00	0.07 ***	0.00 ***
<b>其他變數</b>						
公司規模	15.30	15.06	14.89	14.70	0.42 ***	0.36 ***
市值帳面價值比	1.64	1.27	1.90	1.30	-0.26 **	-0.03

註：\*\*\*、\*\*、\*表示 1%、5%、10%的顯著水準。

### 三、財務主管異動公司之有無聘任獨立董事之差異檢定分析

在表 4-6 將財務主管有異動的公司分為有聘任獨立董事及無聘任獨立董事兩組，檢視是否存在差異。其中 ROA、ROE、Tobin's Q 無論是在平均數或中位數上，皆呈現出有聘任獨立董事的公司其績效比無聘任獨立董事的公司好，且顯著性水準均達 1%，並支持 Agrawal and Mandelker (1990) 之「積極監督假說」。意指財務主管

異動公司若有聘任獨立董事，公司績效會較佳。其他財務變數之負債比率、長期資金適合率、流動比率、總資產週轉次數、應收帳款週轉次數、現金流量比率、現金再投資率、總資產成長率及營收成長率之平均數與中位數，均呈現比無聘任獨立董事的公司佳，且達 1% 之顯水準，均符合研究預期。Fama(1980)即指出獨立董事可以提供董事會關於策略性決策的建議，並有助於改善公司的經營績效與財務績效。至於公司治理變數之董監質押比率、盈餘分配比率、金字塔結構及交叉持股結構等之平均數與中位數小於無聘任獨立董事之公司，大股東持股比率及董監事持股比率並不顯著，而有聘任獨立董事監督的公司規模較小、市值帳面價值比較大。

表 4-6 財務主管異動公司之有無聘任獨立董事差異檢定表

變數	有聘任獨立董事 (N=1809)		無聘任獨立董事 (N=1453)		差異檢定	
	平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
<b>異動變數</b>						
財務主管異動次數	1.52	1.00	1.45	1.00	0.07 **	0.00 **
<b>獲利能力變數</b>						
總資產報酬率(ROA)	9.01	9.24	6.03	6.32	2.97 ***	2.92 ***
股東權益報酬率(ROE)	3.08	7.16	-0.61	3.97	3.69 ***	3.19 ***
<b>市場價值變數</b>						
Tobin's Q	1.55	1.25	1.21	1.05	0.34 ***	0.20 ***
<b>財務結構變數</b>						
負債比率	40.52	40.03	45.37	45.18	-4.84 ***	-5.15 ***
長期資金適合率	1228.04	251.68	956.71	213.55	271.33 *	38.13 ***
<b>短期償債能力變數</b>						
流動比率	269.30	194.70	234.25	165.61	35.05 ***	29.09 ***
<b>經營能力變數</b>						
總資產週轉率(次)	1.02	0.89	0.90	0.75	0.12 ***	0.14 ***
應收帳款週轉率(次)	9.15	4.99	14.83	5.89	-5.68 ***	-0.90 ***
<b>現金流量變數</b>						
現金流量比率	33.78	22.28	26.65	16.02	7.13 ***	6.26 ***
現金再投資率	3.39	4.61	2.74	3.23	0.64	1.38 ***
<b>公司成長變數</b>						
總資產成長率	10.85	4.58	4.44	1.38	6.41 ***	3.20 ***
營收成長率	10.14	3.80	6.87	2.42	3.28 **	1.38 **
<b>公司治理變數</b>						
大股東持股比率	19.99	17.96	20.09	17.66	-0.11 *	0.30
董監持股比率	23.78	19.92	24.23	20.09	-0.45	-0.17
董監質押比率	5.32	0.00	10.11	0.00	-4.78 ***	0.00 ***
盈餘分配比率	22.82	18.49	25.01	20.84	-2.19 ***	-2.35 ***
金字塔結構	0.20	0.00	0.29	0.00	-0.08 ***	0.00 ***
交叉持股結構	0.16	0.00	0.34	0.00	-0.18 ***	0.00 ***
<b>其他變數</b>						
公司規模	14.96	14.74	15.43	15.32	-0.47 ***	-0.58 ***
市值帳面價值比	1.96	1.47	1.43	1.09	0.53 ***	0.38 ***

註：\*\*\*、\*\*、\*表示 1%、5%、10%的顯著水準。

#### 第四節 邏輯斯迴歸分析

本研究所建立之邏輯斯迴歸模型，檢定財務主管異動是否會受到前一年公司績效與公司治理程度的影響，茲將研究發現說明如下：

#### 一、前一年公司績效對財務主管異動之影響

由表4-7的結果顯示前一年之公司績效ROA愈差財務主管發生異動機率越高，另公司績效 ROE 愈差財務主管發生異動機率也會越高，另外公司之市場價值 Tobin's Q 則並無此現象發生。

#### 二、公司治理程度對財務主管異動之影響

結果顯示有聘任獨立董事、大股東持股比率及董監持股比率等愈高，發生財務主管異動機率愈高，董監質押比率及盈餘分配比率愈低，發生財務主管異動機率愈高，而金字塔結構與交叉持股結構並不會影響財務主管異動，結果是為不顯著。

#### 三、公司其他控制變數對財務主管異動之影響

結果顯示當負債比率愈高及公規模越小發生財務主管異動機率越高，另外在公司市值帳面價值比並無顯著性關聯。

由以上綜合發現，公司前一年經營績效(ROA、ROE)、公司治理程度、財務狀況越差與公司規模越小時，公司發生財務主管異動機率越高，但公司市場價值 Tobin's Q 則並未影響到財務主管異動之發生機率。

表 4-7 財務主管有無異動前一年之公司績效實證結果

以1與0來區分，1代表有財務主管有異動，0代表財務主管無異動 ( N=7164) 有異動組=2799 無異動組=4365			
	Model 1	Model 2	Model 3
ROA <sub>t-1</sub>	-0.0176 ***		
ROE <sub>t-1</sub>		-0.0086 ***	
Tobin' sQ <sub>t-1</sub>			-0.0016
獨立董事	0.2588 ***	0.2439 ***	0.2160 ***
大股東持股比例	0.0060 **	0.0057 **	0.0065 **
董監持股比例	0.0073 ***	0.0066 ***	0.0065 ***
董監質押比率	-0.0020	-0.0020	-0.0017
盈餘分配比率	-0.0062 ***	-0.0057 ***	-0.0061 ***
金字塔結構	-0.0026	0.0022	0.0297
交叉持股結構	0.0233	0.0300	0.0507
負債比率	0.0081 ***	0.0084 ***	0.0105 ***
公司規模	-0.0810 ***	-0.0849 ***	-0.1237 ***
市值帳面價值比	0.0232	0.0117	0.0161
截距項	0.3105	0.2735	0.7310 **
LR statistic	171.5629	173.6788	125.7034
Mcfadden R-squared	0.0179	0.0181	0.0131

## 第五節 多元迴歸分析

### 一、財務主管異動之當年度及後二年對公司績效之影響

由表 4-8 之數據中可看出，當財務主管異動時，公司經營績效(ROA、ROE)皆呈現負面影響且此現象持續二個年度，該結果也為「代理問題」發生現象之一，支持本研究之假說 1。當公司財務主管發生異動之公司，績效會變差，愈有可能因此導致其對未來不看好公司的經營狀況，黃旭輝(2006)公司經理人異動後對公司經營績效之影響，無論屬自願異動或非自願異動的在經理人異動後的兩年，其相對經營績效都是呈現負向反應，另在公司市場價值 Tobin's Q 却發現正向之顯著水準，但對後續未來二年並無顯著影響。

表 4-8 財務主管異動當年及連續後二年公司績效之實證結果

	(N=8559)	(N=7475)	(N=6340)
Panel A - ROA			
迴歸式	t	t+1	t+2
財務主管異動	-1.5293 ***	-1.7685 ***	-1.7734 ***
負債比率	-0.1859 ***	-0.1798 ***	-0.1664 ***
公司規模	2.2220 ***	2.2911 ***	2.3144 ***
市值帳面價值比	1.2205 ***	0.6175 ***	0.4556 ***
截距項	-18.6550 ***	-18.6490 ***	-19.1620 ***
調整後 R-square	0.1880	0.1640	0.1480
Panel B - ROE			
迴歸式	t	t+1	t+2
財務主管異動	-3.6655 ***	-4.4786 ***	-4.2893 ***
負債比率	-0.3812 ***	-0.3189 ***	-0.2751 ***
公司規模	4.3800 ***	4.5871 ***	4.7151 ***
市值帳面價值比	-0.6290 ***	-0.7876 ***	-0.4897 ***
截距項	-43.9660 ***	-48.9480 ***	-53.2740 ***
調整後 R-square	0.1520	0.1520	0.1370
Panel C - Tobin's Q			
迴歸式	t	t+1	t+2
財務主管異動	0.0474 **	0.0178	-0.0107
負債比率	-0.0091 ***	-0.0094 ***	-0.0102 ***
公司規模	-0.0369 ***	-0.0160 **	-0.0057
截距項	2.2980 ***	2.0140 ***	1.9380 ***
調整後 R-square	0.0450	0.0390	0.0430

註：\*\*\*、\*\*、\*表示 1%、5%、10%的顯著水準。

## 二、財務主管異動次數之當年度及後二年之公司績效實證

由表 4-9 而在之數據中可看出，當財務主管異動的次數頻率越高，對公司經營績效 ROA、ROE 皆呈現負向影響，而對市場價值 Tobin's Q 則呈現為正向影響，顯示在資本市場上公司因財務主管異動的利空出盡使投資人對公司未來價值有期待之看法，此現象與郭人豪(2011)研究實證結果發現財會主管異動能夠正向調節會計上損益平穩與盈餘資訊內涵之間的關聯，財會主管異動次數愈多，投機性損益平穩化的可能性愈低，而損益平穩能更有效的改善盈餘資訊品質。但不表示公司的績效會改善，或許公司可能是透過多次財務主管異動來改善公司的盈餘品質進而讓公司的市場價值提升。

表 4-9 財務主管異動次數當年及連續後二年公司績效之實證結果

	(N=8559)	(N=7475)	(N=6340)
Panel A - ROA			
迴歸式	t	t+1	t+2
財務主管異動次數	-1.2398 ***	-1.3552 ***	-1.3820 ***
負債比率	-0.1820 ***	-0.1759 ***	-0.1628 ***
公司規模	2.1549 ***	2.2214 ***	2.2473 ***
市值帳面價值比	1.2435 ***	0.6469 ***	0.4880 ***
截距項	-17.7067 ***	-17.6910 ***	-18.2300 ***
調整後 R-square	0.1940	0.1710	0.1550
Panel B - ROE			
迴歸式	t	t+1	t+2
財務主管異動次數	-2.9145 ***	-3.5583 ***	-3.4889 ***
負債比率	-0.3722 ***	-0.3085 ***	-0.2657 ***
公司規模	4.2243 ***	4.3997 ***	4.5413 ***
市值帳面價值比	-0.5755 ***	-0.7092 ***	-0.4067 ***
截距項	-41.7858 ***	-46.3200 ***	-50.8055 ***
調整後 R-square	0.1597	0.1641	0.1480
Panel C - Tobin's Q			
迴歸式	t	t+1	t+2
財務主管異動次數	0.0225 **	0.0242 **	0.0048
負債比率	-0.0091 ***	-0.0095 ***	-0.0102 ***
公司規模	-0.0362 ***	-0.0142 *	-0.0051
截距項	2.2940 ***	1.9851 ***	1.9231 ***
調整後 R-square	0.0441	0.0390	0.0433

註：\*\*\*、\*\*、\*表示 1%、5%、10%的顯著水準。

### 三、財務主管異動次數交乘聘任獨立董事之當年度及後二年之公司績效實證

由表 4-10 之數據中可看出，當財務主管異動的次數頻繁時，公司經營績效 ROA 及 ROE 會越差且有持續二年情形，而對市場價值 Tobin's Q 並無顯著之影響，可見市場市投資人對公司之財務主管異動只是一時的關注，此也可能為資訊不對稱之原因；另公司有聘任獨立董事時，對公司經營績效(ROA、ROE)及市場價值 Tobin's Q 均呈現顯著變好的情況。另財務主管異動次數交乘獨立董事虛擬變數之後，對公司經營績效 ROA 並不如預期有較好的改善，顯示財務主管異動之頻率越高而獨立董事之設立也無法減緩公司經營績效變差的現象，且獨立董事也無法發揮其監督之效能。致於對 ROE 及 Tobin's Q 均呈現不顯著之結果。此情形與本研究之假說的預期

不符，並不支持本研究之假說 3。張麗娟(2011)提到博達公司曾經一年更換過五位財務主管，表示其財務主管可能因公司績效變差而對公司產生的不信任，而不與之共同隱瞞不實之公司狀況，因而產生異動次數增加，而在公司已為經營不善時，表示連獨立董事也無法發揮其監督的效能。

表 4-10 財務主管異動及有無聘任獨董當年及連續後二年公司績效之實證結果

	(N=8559)	(N=7475)	(N=6340)
Panel A - ROA			
迴歸式	t	t+1	t+2
財務主管異動次數	-1.0214 ***	-1.1595 ***	-1.2704 ***
獨立董事	2.8780 ***	3.3822 ***	3.5200 ***
財務主管異動次數X獨立董事	-0.4924 **	-0.486 **	-0.3553
負債比率	-0.1772 ***	-0.1705 ***	-0.1567 ***
公司規模	2.2783 ***	2.3516 ***	2.3796 ***
市值帳面價值比	1.1596 ***	0.5665 ***	0.4168 ***
截距項	-21.1107 ***	-21.4366 ***	-22.1333 ***
調整後 R-square	0.2101	0.1942	0.1809
Panel B - ROE			
迴歸式	t	t+1	t+2
財務主管異動次數	-3.3040 ***	-3.6382 ***	-3.2004 ***
獨立董事	3.6457 ***	4.2956 ***	4.8228 ***
財務主管異動次數X獨立董事	0.5115	-0.0493	-0.7175
負債比率	-0.3640 ***	-0.3007 ***	-0.2577 ***
公司規模	4.4015 ***	4.5740 ***	4.7194 ***
市值帳面價值比	-0.7111 ***	-0.8258 ***	-0.4988 ***
截距項	-46.4398 ***	-51.2218 ***	-56.1016 ***
調整後 R-square	0.1675	0.1738	0.1587
Panel C - Tobin's Q			
迴歸式	t	t+1	t+2
財務主管異動次數	0.0257	0.0292	0.0313
獨立董事	0.2925 ***	0.3315 ***	0.3966 ***
財務主管異動次數X獨立董事	-0.0196	-0.0248	-0.0656 ***
負債比率	-0.0086 ***	-0.0090 ***	-0.0096 ***
公司規模	-0.0219 ***	0.0001	0.0107
截距項	1.9058 ***	1.5829 ***	1.4620 ***
調整後 R-square	0.0681	0.0696	0.0840

註：\*\*\*、\*\*、\*表示 1%、5%、10% 的顯著水準。

四、綜上所述，財務主管異動對公司經營績效(ROA、ROE)會變差，且財務主管異動次數越頻繁時，公司的績效也越差，此現象具有持續性。但財務主管異動對市場價值 Tobin's Q 的呈現為正向影響。代表在資本市場上公司因財務主管異動的利空出盡使投資人對公司未來價值有期待之看法。財務主管異動次數交乘獨立董事虛擬變數呈現負向顯著或不顯著，代表獨立董事的聘任未能有效改善公司的績效，財務主管異

動之次數越高而獨立董事之聘任也無法減緩公司經營績效變差的現象。

## 第五章 結論與建議

本章藉由第三章研究設計與第四章實證結果，彙總本研究之結論，並提出本研究之限制與研究建議，共計分為三節，第一節為研究結論；第二節為研究限制；第三節則為未來研究建議。

### 第一節 結論

本研究利用單變量檢定分析、邏輯斯迴歸分析、多元迴歸分析等方法分析，以 2006 年至 2012 年台灣證券交易所上市櫃公司為研究樣本，探討財務主管異動與公司績效 (ROA、ROE) 及市場績效 Tobin's Q 間之關係，檢測財務主管有異動之上市櫃公司是否會因為公司之聘任獨立董事而有所改善，實證結果發現以下幾點之結論：

- 一、財務主管異動及異動次數越高的公司呈現獲利力較差、公司規模較小、市值帳面價值比較高的現象。
- 二、財務主管有異動的公司，若有聘任獨立董事的公司其經營績效較佳，支持「積極監督假說」。
- 三、公司前一年經營績效(ROA、ROE)、公司治理程度、財務狀況越差與公司規模越小時，公司發生財務主管異動機率越高，但公司市場價值 Tobin's Q 則並未影響到財務主管異動之發生機率。
- 四、財務主管異動對公司經營績效(ROA、ROE)會變差，且財務主管異動次數越頻繁時，公司的績效也越差，此現象具有持續性。但財務主管異動對市場價值 Tobin's Q 的呈現為正向影響，代表在資本市場上公司因財務主管異動的利空出盡使投資人對公司未來價值有期待之看法。財務主管異動次數交乘獨立董事虛擬變數呈現負向顯著或不顯著，代表獨立董事的聘任未能有效改善公司的績效，財務主管異動之次數越高而獨立董事之聘任也無法減緩公司經營績效變差的現象。

## 第二節 研究限制

本研究實證結果以力求周延性為目標，但不可否認的，實證仍存在某些研究上之限制，本研究茲將實證分析上的研究限制，分別列述如下：

- 一、本研究以財務主管異動公司績效 ROA、ROE 及公司價值 Tobin's Q 之衡量標準，但財務主管與公司績效之方式可能尚有其它方式，另於樣本採樣時例如：異動年度的採用時間、連續年度同一公司有異動之樣本處理應更精緻及簡化家數等，故本研究未深入加以探討，此為本研究之限制。
- 二、由於財務主管異動之原因甚多，僅能依異動次數做研究，無法對異動原因做探討，且由於多數公司會因公司決策性問題無法真正公佈與事實相符之異動原因，或有的公司可能採用代罪羔羊方式，利用財務主管異動來承擔並解決公司真正的問題。部份財務主管非自願離職者的原因，有時是否為真正與公開資訊觀測站或證交所公佈的訊息相同。
- 三、本研究所採用的控制變數係根據國內外相關文獻而來，可能會因國內外市場環境不同，造成不同的觀點，而有不同的結論。
- 四、本研究之財務主管異動事件樣本資料取自於公開資訊觀測站之相關公告，而所採用之財務資料皆取自於台灣經濟新報社資料庫、股東會年報、公開資訊觀測站及輔以其他相關資料庫，若使得本研究樣本之完整性受到限制，該資料庫之資料揭露不全或人為疏失係本研究無法控制之因素。

## 第三節 未來研究建議

本研究針對財務主管更換與公司績效之影響相關之研究，根據研究設計與實證研究結果，茲將未來相關研究提出建議，分列如下：

- 一、本研究僅針對我國財務主管有異動之上市櫃公司進行探討，為本研究之觀察對象；因此未來研究可進一步分析對公司市場價值影響之主要原因，並可藉此之選樣數目精緻化並能增進研究之完整性。
- 二、本研究係主要是以財務主管當年度是否有更換為研究之對象，亦可將財務主管異動後再加以細分異動的不同原因，建議後續研究者可對此一現象探究其原因。

## 參考文獻

中文部份:

1. 王凌葦(2005),「上市公司財務主管異動宣告對股價報酬與企業經營績效之影響」, 國立中央大學碩士研究所碩士論文。
2. 王偉權(2009),「CFO 異動之價格效果:考慮條件異質之事件研究法」, 會計與財金研究, 第 2 卷, 第 2 期: 29-40。
3. 江向才、林美智(2010),「公司內外部監督機制與財務危機之關聯性」, 逢甲大學研究所碩士論文。
4. 何素素(2002),「財務比率分析應用於企業診斷之研究—以台灣地區上市櫃公司為例」, 大葉大學事業經營研究所碩士論文。
5. 何文榮、張惠敏(2008),「董事會特徵、投資決策與公司經營績效關聯性之研究」, 華人經濟研究, 第 6 卷, 第 2 期: 81-113。
6. 林郁翎、黃建華(2009),「考慮公司治理之企業財務危機預警模型」, 東吳經濟商學學報, 第 64 期: 23-56。
7. 周慈芳(2005),「財務主管異動之決定性因素與異動對後續經營績效及財務危機之關聯性探討」, 國立政治大學會計學系碩士論文。
8. 許立芊(2008),「財會主管異動原因與公司績效」, 東海大學會計研究所碩士論文。
9. 馬瑜霽(2003),「我國獨立董事與獨立監察人之屬性與盈餘管理之關聯性研究」, 國立政治大學會計學研究所碩士論文。
10. 陳彥霓(2002),「經理人異動對公司策略及績效影響之資訊意涵」, 國立政治大學財務管理系碩士論文。
11. 黃劭彥、邱安安、陳珮甄(2010),「會計主管異動與公司資訊內涵」, 文大商管學報, 第 15 卷, 第 2 期: 21-50。
12. 黃旭輝(2006),「經理人異動與股東財富效果」, 管理評論, 第 25 卷, 第 1 期: 23-45。
13. 張麗娟(2011),「財務危機的手法與公司治理困境—以臺灣博達企業為例」, 中華管理評論經濟學報, 第 14 卷, 第 2 期: 1-19。

14. 張廖年任(2003)，上市公司股權結構與即時性資訊揭露品質對公司發生財務危機之研究，國立政治大學會計系碩士論文。
15. 張慈恬(2007)，「財務主管更換對盈餘管理行為之影響」，朝陽科技大學會計研究所碩士論文。
16. 張維芝(2012)，「考慮違約風險下撤換財務長對公司長期績效之探討」，中興大學財務金融系所碩士論文。
17. 郭人豪 (2011)「財會主管異動對損益平穩化與盈餘資訊內函之調節效果研究」，國立高雄應用科技大學商務經營研究所碩士論文
18. 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。
19. 楊斯琴((2003)，「以經濟附加價值探討高階主管強迫性異動與公司績效之關係」，國立東華大學，企業管理學系碩士論文。
20. 劉威廷(2006)，「獨立董事及監察人之設置與債務資金成本關聯性之研究」，國立政治大學會計學研究所碩士論文。
21. 曹常鴻、陳柏豪、 陳彰文(2005)，「管理高層異動、會計師更換及其保留意見對財務危機公司盈餘管理之影響」，立德學報，第3卷，第1期：9-26。
22. 黃璟琦(2002)，「上市公司董監事持股、持股質押、市值與經營績效關聯性之研究與經營績效關聯性之研究」，國立高雄第一科技大學金融營運研究所碩士論文。

英文部份:

1. Agrawal, A. and G.N. Mandelker., 1990. Large shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments, *Journals of Financial and Quantitative Analysis*, 25, pp.143-161.
2. Bushman M. and Smith J., 2001. Financial accounting information and corporate governance, *Journal of Accounting and Economics* , pp.237-333
3. Davies, J. R., Hillier D.and McColgan, P. , 2005 , ,Ownership structure, managerial behavior and corporate value , *Journal of Corporate Finance* pp:645-660
4. Fama, E. 1980. Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, pp: 288-307.

5. Fama, E. F., and M. C. Jensen. , 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*. 26 PP: 301-325.
6. Gamson, W. A., and N. A. Scotch. 1964. Scapegoating in baseball. *The American Journal of Sociology*,pp 69-72.
7. Guest, R. H. 1962. Managerial succession in complex organizations. *The American Journal of Sociology* ,pp: 47-56.
8. Huson, M. R., Malatesta P. H. and R. Parrino. 2004. Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, pp: 237-275.