

相對績效評估與經理人替換之關係

The Relationships between Relative Performance Evaluation and Managerial Turnover

蕭哲芬

國立高雄科技大學
chifen@nkust.edu.tw

趙雅儀

國立高雄科技大學
yayichao@nkust.edu.tw

蔡諄昱*

國立高雄科技大學，會計資訊系
0645815@nkust.edu.tw

摘要

身為整個公司領導者的經理人，當其績效表現不佳時，董事會決議將其不適任的經理人予以解雇。經理人被強迫性替換之原因，通常是因為經理人的績效表現無法符合董事會之要求，可能原因除了是經理人本身能力表現不佳之外，還有可能是因為與績效有關的外部不可控制之因素所影響。在這個前提之下，董事會所參酌的績效指標變得非常重要，因此，過去相關研究論文提出相對績效評估的觀念，本文欲進一步驗證台灣的上市櫃公司的經理人替換決策是否有參考 RPE 進行決策，本研究以 2011 年到 2017 年臺灣上市公司為研究對象，研究結果發現，相對績效指標表現不佳的經理人的確會遭到公司的強制性異動。

關鍵詞:高階經理人替換，相對績效評估，同業績效

Keywords: CEO turnover, Relative Performance Evaluation, Peer Group Performance

壹、緒論

在競爭激烈的市場中，尤其是持續低迷的股價或績效連續表現不佳通常會促使董事會針對經理人做出解雇或繼續留任之重要決策。根據官如玉(2001)的資料，美國有數以千計的高階經理人曾因公司股票下跌、整體績效表現衰退而遭到公司解雇。高階經理人是否適任以及是否續任，不僅影響企業目前更會影響未來的長期發展。根據過去的研究結果指出，總體經濟因素之影響與經理人替換具有相當程度的關係。因此，董事會在做出經理人解雇決策前，應該根據相關資訊進行蒐集與分析，去針對經理人的適任與決策及經營能力進行判讀，尤其是在外部總體環境市場與產業不佳時，這些共同影響公司績效之不可控制因素，更需要明確的排除。在過去的研究指出總體經濟因素之影響與經理人替換有相當的關係。

公司在決策經理人是否適任問題，應先確認公司績效不佳之原因確實是可歸責於經理人的決策錯誤或經理人的能力不足所導致。根據相關的研究報告結果顯示，公司通常是在整體經濟環境不佳時替換掉高階經理人，在繁榮時期，卻明顯減少解雇經理人的人數，根據 RPE 理論，經理人的續任或解雇應該依據已剔除共同不確定性後的個別績效表現來決定，與外部整體經濟環境無關，因此我們推測，董事會在討論經理人的續任決策時，可能存在歸因錯誤的問題。換句話說，董事會在進行績效評估時，可能無法明確地區分經理人所能控制的績效與外部整體市場之不可控制因素。

經理人異動的原因基本上可分為自願性異動與非自願性異動，依據我國「公開資訊觀測站」的資料，其異動原因分為經理人屆齡退休、經理人身體健康之因素、轉任子公司、任期屆滿、取消內部兼職、公司合併、職務調整等種

種不同因素，不同的異動原因可能會對公司後續經營績效產生不同的影響。自願性異動基本上不會對公司績效產生重大的影響，但強制性異動就可能有長期性影響。因此，我們藉此本篇研究探討不同的異動原因是否會對公司的後續績效產生不同的影響，此為研究目的之一。

過去關於經理人替換之研究，大多在探討公司治理與經理人異動之關係或績效不佳導致經理人產生異動的議題上。例如探討公司董事會任用與解僱經理人之職權及其監督功能、股權結構與經理人異動之關係、公司內部治理機制、薪酬揭露影響經理人之替換率或經理人因績效不佳而遭董事會解僱等。

影響董事會是否替換經理人有相當多的原因，經營績效為最常見的因素之一。Gibson (2003)以資產報酬率、增量資產報酬率、股票市場報酬率與銷貨成長率來探討經營績效與經理人替換間關係。Neumann and Voetmann (2005)則利用股票報酬率、每股盈餘與自由現金流量當作績效的指標，其實證結果顯示，經營績效較差的企業，經理人被替換的機率會提高。

關於經理人績效之評估，很多學者提出使用相對績效評估 (Relative Performance Evaluation, RPE) 之觀點。在大多數關於經理人的文獻中，公司的董事會會從企業績效及其他相關資訊去了解經理人之表現。當董事會採用相對績效評估作為一個指標門檻時，當經理人低於該指標門檻，董事會清楚確認經理人不適任之事實，就能有效地去解僱不適任之經理人。

在經理人之績效評估時，將同儕或產業的績效水準納入考量，可以將共同的不確定因素予以排除，避免單一的績效指標中包含了非經理人所能控制的因素，因而導致績效衡量指標被扭曲 (Diamond and Verrechia, 1982; Holmström, 1979; 1982)。然而，過去文獻指出，董事會在進行經理人續任或替換之決策時，是否會使用相對績效去評估是否解僱不適任之經理人，研究結果卻沒有一致性的結論 (Antle and Smith, 1986; Gibbons and Murphy, 1990; Janakiraman, Lambert, and Larker, 1992)。

相較於競爭強度較低的產業，高競爭性之產業是否更需要使用相對績效評估，此一問題為相對績效評估之使用的重要問題。依據Holmström (1982)觀點，高競爭性產業通常會面對更多不可控制因素以及更多的同產業對手之比較，故在高競爭的環境下使用相對績效評估應該更為有效。Defond and Park (1999)以此為基礎繼續探討產業競爭性與相對績效評估的使用對於經理人替換機率之影響。研究結果證實，只有在高競爭性產業的情況下相對績效評估的使用，才與經理人替換機率有顯著的存在。

相對績效評估的使用，同業績效就是其中一種作為董事會觀察對於經理人表現之重要外部參考績效。相對於同業績效表現良好的經理人來說，他們被替換之機率甚小。但對於同業績效表現不佳的經理人來說，卻是大大相反的，這觀點與過去文獻論點一致。

有鑑於過去的文獻中相對績效評估之實證結果並不一致，有鑑於過去的文獻中相對績效評估之實證結果並不一致，再考量到Jenter and Kanaan (2015)的研究發現，在總體的績效都表現不錯時，RPE 績效表現不佳的總經理被解僱之可能性卻有下降之現象。換句話說，在經濟繁榮時期的績效表現不佳的總經理，似乎能夠隱藏在整體績效表現不錯的市場裡而不被解僱。如果在這個時候董事會未能適時地辨識出表現不佳的總經理，代表董事會未能充分利用相對績效評估，並發揮其監督作用。Janakiraman et al. (1992)進一步把相對績效評估假說之檢定分為強式檢定 (Strong-Form Test) 及弱式檢定 (Weak-Form Test)。強式相對績效評估 (Strong-Form Relative Performance Evaluation) 檢定是指當經理人面臨到不可控制因素時能 1 去完全排除掉不可控制因素。弱式檢定相對績效評估 (Weak-Form Relative Performance Evaluation) 則只能排除掉部分的不可控制因素，換句話說，只通過弱式相對績效評估檢定，代表董事會的經理人的續任決策，未能完全排除整體不確定的因素，可能存在歸因錯誤的問題。另一方面，如果連弱式相對績效評估檢定都沒通過，就表示董事會在決策時未使用 RPE。針對以上問題，本文嘗試透過強式與弱式 RPE 的檢定，來確認我國上市櫃公司在高階經理人的續任決策上，使用 RPE 的實際狀況，此為本文研究目的之二。

本研究同時也探討任期較長的經理人是否較不會受到同業績效影響他們被解僱的機率。而這些任期較長的經

理人在公司裡擁有較多的權力去影響公司內部之決定。Lausten (2002) 以丹麥公司為例，發現若經理人為該公司為家族企業的成員，即使績效表現不佳，也不會遭到公司之解雇。有關較大權力的意義，本文根據相關文獻將之定義為(1)經理人是公司之創辦人、(2)持有公司超過 5%之股權、(3)經理人同時兼任董監事一職或(4)該公司為家族企業。

身為整個公司掌舵手的經理人所做出之每項決策都對公司影響甚遠，小則影響當季之績效，嚴重則影響整個公司之生存。在競爭激烈的環境下，適當的使用具辨識能力的績效指標來進行經理人是否續任之決策是不容忽視的。

貳、文獻回顧及假說發展

一、文獻回顧

(一)、經理人之替換

企業所做每項決定都非常重要，尤其是經理人替換更應警慎注意，經理人的替換對於公司之未來營運及影響利益會有某種程度之影響 (Beatty and Zajac, 1987; 黃旭輝, 2006)。過去的文獻指出當公司績效表現不佳時，公司的董事會可能會藉由替換經理人來改善公司的績效。當公司進行經理人之替換後，公司之整體表現並沒有明顯的改善甚至惡化，例如: Weisbach (1988) 及 Murphy and Zimmerman (1993) 檢視經理人替換對盈餘變動之影響，發現經理人遭到解雇後，盈餘變動並沒有明顯增加。Coughlan and Schmidt (1985) 及 Warner et al. (1988) 發現經理人替換與股價績效呈負相關。但並非所有的經理人替換都會導致公司績效的持續惡化，也有另外一些學者指出當公司進行經理人替換後，公司的績效有明顯之改善。因此學者將其分為常識理論 (Common-Sense Theory)、惡性循環理論 (Vicious-Circle Theory) 以及代罪羔羊理論 (Ritual-Scapegoating Theory) 等三派理論。

(1)、常識理論 (Common-Sense Theory)

支持常識理論的學者認為，當董事會替換不適任的經理人後，董事會會去考慮繼任經理人之相關產業背景、專業能力及工作經驗。董事會希望藉由繼任經理人之專業能力去領導整體公司，提升整體公司之績效。因此當公司進行經理人替換後，公司的績效會有所改善，亦即經理人替換與公司績效會有正向的關係。Murphy and Zimmerman (1993) 以公司盈餘為績效衡量指標，實證結果亦發現高階主管異動後會提升公司盈餘。Huson, Malatesta and Parrino (2004) 實證結果認為高階主管異動後會使會計績效增加。

(2)、惡性循環理論 (Vicious-Circle Theory)

支持惡性循環理論的學者認為，當董事會解雇績效表現不佳的經理人後，而繼任的經理人對該產業之不甚了解、專業能力不足或繼任經理人作風與公司之理念背道而馳，導致績效表現持續低迷，使董事會不得不啟動替換機制，以免績效持續惡化。如此的惡性循環，使公司的績效愈來愈差，亦即經理人之替換與公司績效呈現負向關係。Beatty and Zajac (1987) 以大型企業為研究對象，研究結果發現公司替換高階主管將會減損公司價值。Zajac (1990) 研究結果顯示，若高階主管替換非由內部人晉升而是從外部找人，公司之績效表現會較差。陳彥寬(2003)對經理人替換之實證結果亦認為臺灣投資人對替換事件後，績效呈負向反應，表示臺灣投資人之反應似乎較符合惡性循環假說。

(3)、代罪羔羊理論 (Ritual-Scapegoating Theory)

支持替罪羔羊理論的學者認為，每一位經理人的專業知識和能力並無差別的，而公司之績效表現不佳是外部因素所造成的，並非經理人之專業能力不佳。經理人只不過是公司績效表現不佳下的替罪羔羊。當所有的經理人具備相同的專業能力，如果有發生替換，公司之績效不會受到任何之影響。鄭美麗(2002)以臺灣上市公司有發生經理人替換之公司為樣本，並以資產報酬率為績效衡量指標，實證結果發現高階管理人之異動後並不會對績效造成顯著影響。黃旭輝(2006)指出在研究樣本期間內曾發生過經理人替換之臺灣上市公司為研究對象，發現替換之宣告並未對股價造成明顯的改變，經理人替換與公司績效實證結果並不顯著。

(二)、經理人自願性異動與強迫性異動

過去大部分的文獻指出，經理人自願性替換之原因包含屆齡退休、健康因素、董事長取消兼任經理人一職、升任

董事長或總裁以及經理人於任期內逝世等非受到強迫性異動而離職。替換原因主要來自經理人之個人因素及規劃，並非因公司績效表現不佳之緣故而被替換。Denis and Denis (1995), Parrino (1997)在研究中皆發現高階管理人自願性異動與公司績效並沒有顯著的關係。因此自願性異動後之績效會比強迫性異動影響較小。

過去大部分的文獻指出，經理人強迫性替換之原因包含職務調整、公司合併、董事改選、任期屆滿、轉任子公司等受到強迫性異動而離職。根據過去的文獻對於高階管理人的強迫性異動現象，學者將其分為改善管理假說 (Improved Management Hypothesis)和替罪假說(Scapegoat Hypothesis)。提出改善管理假說 (Improved Management Hypothesis)的學者認為公司藉由強迫性異動去替換績效表現不佳之經理人，希望藉此改善公司整體品質與績效。Shen and Cannella (2002)亦認為高階主管強迫異動後可以改善公司之經營績效。提出替罪假說(Scapegoat Hypothesis)的學者則認為，經理人替換並非因公司績效表現不佳而是非管理之因素所導致異動。如果原任與繼任之經理人的專業知識和能力並無差別的，經過異動後的公司績效及管理品質也亦不會有所改變。Huson, Malatesta and Parrino (2004)認為經理人之所以因績效不佳遭解僱是因為運氣不佳而非管理的決策品質不佳所導致。

(三)、相對績效評估之理論

最早提出相對績效評估是由 Holmström(1982)延續其 Holmström(1979)之研究，並建構相對績效評估模型。當公司面臨超過高階管理人所能控制之共同因素，若有足夠同產業之公司數量可以衡量出該共同因素，則可藉由其他代理人之績效集合將共同不確定因素完全過濾掉，此時僅留下高階管理人本身之績效。Defond and Park (1999)依據 Holmström (1982)觀點發現只有在高競爭的產業中，採用相對績效評估與經理人替換率有顯著之關係。

二、假說發展

Holmström (1982)指出，當同產業遇到相同之經濟因素時，使用相對績效評估可排除共同不可控制之不確定性因素，進而更去衡量經理人之績效。然而過去對於相對績效評估之實證結果並不一致，Janakiraman et al. (1992)進一步把相對績效評估假說之檢定分為強式檢定 (Strong-Form Test) 及弱式檢定 (Weak-Form Test)。

董事會在討論高階管理人的替換決策時，會根據已排除共同性外部因素的相對性績效評估指標進行決議，故發展以下假說：

H1：經理人的續任決策主要與相對績效評估指標有關。

在確定董事會的續任決策與RPE有關後，本文進一步確認RPE的使用，是否已完全剔除共同之不確定因素，因此，提出下列強式與弱式兩種假說進行檢定：

H1-a：同業績效完全不會影響經理人是否留任之決策(強式相對績效評估預測)。

H1-b：假設同業績效部分影響經理人是否留任之決策(弱式相對績效評估預測)。

參、研究設計

一、樣本說明與資料來源

本篇研究期間以2011年至2017年，以臺灣市場擁有過去公司績效和經理人異動之上市公司為研究對象，因為研究範圍包括公司前一年之公司績效，其資料範圍涵蓋2010至2017年。研究樣本之財務資料取自於台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, 簡稱 TEJ) 及公開資訊觀測站。

本研究共有4216筆，經理人於研究期間內沒有異動有3682筆，而經理人有異動筆數包含自願性異動有338筆、強制性異動有196筆及未說明異動原因有207筆，共741筆。其未說明異動原因是因我國法律規定公開上市上櫃須公開高階主管之異動，但沒有強制說明其異動原因，故將此排除後為534筆。

過去關於經理人異動原因的分類，不同研究者亦有不同看法，而本研究是以公開資訊觀測站重大訊息內所提供的異動原因並依據過去文獻 Denis and Denis (1995), Farrell and Whidbee (2002), Engel et al. (2003), Parrino et al. (2003), Huson et al. (2004), 黃旭輝 (2006) 與賴珈禎 (2009) 所提內容加以分類：

表1: 經理人異動類型

自願性異動	強制性異動
屆齡退休	任期屆滿
家庭因素	人事異動
健康因素	轉任子公司
逝世	公司合併
取消兼職	職務調整
晉升董事長或總裁	業務需要
辭職	解任

表1-1: 經理人異動類型次數分配

異動類型	異動原因	樣本筆數	合計筆數
自願性異動	屆齡退休	136	338
	家庭因素	3	
	健康因素	5	
	逝世	7	
	取消兼職	42	
	晉升董事長或總裁	36	
	辭職	109	
強制性異動	任期屆滿	15	196
	人事異動	27	
	轉任子公司	10	
	公司合併	2	
	職務調整	110	
	業務需要	21	
	解任	11	
無詳細原因	未說明原因		207

二、實證模型與變數定義

本篇研究使用兩階段回歸方法去估計同業績效對經理人替換率之影響。在第一階段回歸是估計出公司整體績效，其公司整體績效部分是由同業績效及公司本身能去顯現出經理人相關能力之其他績效部分所共同組成的。在第二階段回歸使用第一階段所算出的同業績效及其他相關績效估計值去預測經理人被強制替換的機率。

本研究計算同業績效分別使用等權重(Equal-Weighted, EW)指數和價值加(Value-Weighted, VW)指數去計算。等權重指數 (EW)是指無論該公司市值在該產業是屬於大或小，所獲得之比重都是一樣的。價值加權指數 (VW)是指該產業中，依據公司的市值大小獲得不同的比重。

第一階段回歸:

$$R_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 \cdot PG_{i,t-1} + v_{i,t-1}$$

式中：

$$\begin{aligned} R_{i,t-1} &= i \text{ 公司在 } t-1 \text{ 年的整體績效。} \\ PG_{i,t-1} &= i \text{ 在 } t-1 \text{ 年的同業績效。} \\ v_{i,t-1} &= i \text{ 公司在 } t-1 \text{ 年其他相關績效，藉由公司整體績效扣除同業} \\ &\text{績效所得之數。} \end{aligned}$$

第二階段回歸：

(1) 強式績效評估

$$MT_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot \hat{R}_{i,t-1} + \gamma_2 \cdot \hat{v}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式中：

$$\begin{aligned} MT_{i,t} &= \text{經理人替換的可能性。假設有替換為 } 1, \text{ 沒有替換為 } 0。 \\ \hat{R}_{i,t-1} &= \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot PG_{i,t-1}。 \text{估計 } i \text{ 公司在 } t-1 \text{ 年不可歸因於經理人所能控制之外部} \\ &\text{共同同業績效。} \\ \hat{v}_{i,t-1} &= \text{估計 } i \text{ 公司在 } t-1 \text{ 年其他相關績效。} \\ \varepsilon_{i,t} &= i \text{ 公司在 } t \text{ 年的殘差項。} \end{aligned}$$

強勢相對績效評估之預測可以完全排除外部不可控制之不確定性因素，故不會影響到經理人異動，因此本篇研究預測 $\gamma_1=0$ 。經理人本身之能力能驅使公司其他相關績效，故經理人被解雇可能性為負相關，因此本篇研究預測 $\gamma_2<0$ 。

本研究依據 Gibbons and Murphy(1990) 與 Barro and Barro(1990) 在第二階段回歸使用弱式相對績效評估再進行一次檢定。

(2) 弱式相對績效評估

$$MT_{i,t} = \gamma'_0 + \gamma'_1 \cdot PG_{i,t-1} + \gamma'_2 \cdot R_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

弱式相對績效評估之預測只能排除部分外部不可控制因素，故同業績效可能會去影響到經理人異動，因此本篇研究預測 $\gamma'_1>0$ 。經理人本身之能力能驅使公司其他相關績效，經理人被解雇可能性為負相關，故與強勢績效評估預測相同，因此本篇研究預測 $\gamma'_2<0$ 。

肆、實證研究

一、敘述性統計與相關分析

本篇研究依 TEJ 的產業分類作為研究之對象，並依據各產業於研究樣本期間內分為經理人有異動次數與經理人無異動次數，依此統整出經理人有異動次數和經理人無異動次數的總次數。

表二、經理人異動次數分析

各產業之有異動與無異動次數		
產業	經理人有異動	經理人無異動
水泥業	6	42
食品業	18	142
塑膠業	15	105
紡織業	15	185
電機機械	23	153
電器電纜	7	49
玻璃陶瓷	1	23
造紙業	5	35
鋼鐵工業	13	123
橡膠業	7	65
汽車工業	7	17
建材營造	36	252
航運	30	106
觀光	6	58
金融	39	137
貿易百貨	8	72
化學工業	29	155
生技醫療	8	104
油電燃氣	7	49
半導體業	26	246
電腦及周邊設備業	36	268
光電業	35	173
通訊網路業	23	161
電子零件組業	53	419
電子通路業	15	121
資訊服務業	6	66
其他電子業	28	172
其他	32	184
合計	534	3682

表二呈現於樣本選取年度內各個產業的經理人有異動與無異動之次數。異動次數小於 10 筆資料之產業有玻璃陶瓷業(1 筆)、造紙業(5 筆)、水泥業(6 筆)、觀光業(6 筆)、資訊服務業(6 筆)、橡膠業(7 筆)、汽車工業(7 筆)、電器電纜業(7 筆)、油電燃氣業(7 筆)以及生技醫療業(8 筆)。而異動次數大於 35 筆資料之產業有建材營造業(36 筆)、

電腦及周邊設備業(36筆) 金融業(39筆)以及電子零件業(53筆)。

表三、經理人異動之其他相關分析

Panel A: 自願性與強制性異動之機率					
樣本筆數	強制性異動 筆數	自願性異動 筆數	經理人有異動 之機率	強制性異動之 機率	自願性異動之機率
4216	196	338	12.67%	4.65%	8.02%
Panel B: 公司相關績效					
	無異動		有異動		
公司其他相關績效					
帳面資產	80,267,683		150,122,565		
股權價值	31,318,299		3,4297,944		
銷售總額	16,097,648		23,912,068		
員工人數	5298		5070		
Panel C: 使用公司股票報酬率去評估經理人強制異動之機率					
	25%	50%	75%	100%	
股價報酬率去評估異動機率	1.67%	0.95%	1.11%	0.83%	

表三主要是呈現經理人的其他相關分析。Panel A 是呈現經理人有異動的次數中，自願性異動與強制性異動分別異動的次數及占整體替換的機率。Panel B 是呈現公司其當年度經理人有異動與無異動之其他相關績效。Panel C 是呈現使用股票報酬率去衡量經理人被替換之可能性。

從表三的 Panel A 呈現是從 2010 年到 2017 年間觀察年度的總樣本數為 4216 筆。經理人無異動為 3682 筆，經理人有異動為 534 筆。其中自願性異動為 338 筆，被歸類為強制性異動為 196 筆。由此可知，經理人異動為自願性異動占總異動率的 8.02%，強制性異動率為 4.65%。

從 Panel B 呈現是關於經理人有異動之公司與總理無異動之公司的相關績效。經理人無異動的平均股權價值為 31,318,299 元和平均銷售總額為 16,097,648 元。經理人有異動的平均股權價值為 3,4297,944 元和平均銷售總額為 23,912,068 元。

而 Panel C 是使用股票報酬率去評估經理人遭到強制異動之可能性。股票報酬率在前 25% 的公司，經理人遭到強制替換的機率為 0.83%。股票報酬率在後 25% 的公司，經理人遭到強制替換的機率為 1.67% 是股票報酬率在前 25% 的公司被強制替換機率的 2 倍。換句話說，績效表現愈差之經理人，遭到替換的可能性愈高。

表四、敘述性統計

Panel A：等權重(EW)股票報酬					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
公司績效	21.99	17.86	13.55	6.52	81.04
同業績效	5.25	7.93	19.02	-42.17	64.09
其他相關績效	-0.01	-3.48	12.85	-27.98	56.9
Panel B：價值加權(VW)股票報酬					
	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
公司績效	21.99	17.86	13.55	6.52	81.04
同業績效	7.3	7.68	19.74	-78.75	104.71
其他相關績效	-0.01	-3.5	12.84	-27.82	56.9

表四主要是呈現等權重 (EW) 股票報酬與價值加權 (VW) 股票報酬中的公司績效、同業績效及其他相關績效的敘述性統計。本篇研究刪除觀察年度中前後各 10% 的極端值資料，避免平均數與中位數差異過甚。

表四中的 Panel A 和 Panel B 分別列示等權重股票報酬與價值加權股票報酬的公司績效、同業績效和公司其他相關績效之敘述性統計。Panel A 中的公司績效、同業績效及其他相關績效的平均數分別為 (21.99、5.25、-0.01)，公司績效、同業績效及其他相關績效的中位數分別為 (17.86、7.93、-3.48)，公司績效、同業績效及其他相關績效的標準差分別為 (13.55、19.02、12.85)。而 Panel B 中的公司績效、同業績效及其他相關績效的平均數分別為 (21.99、7.3、-0.01)，公司績效、同業績效及其他相關績效的中位數分別為 (17.86、7.68、-3.5)，公司績效、同業績效及其他相關績效的標準差分別為 (13.55、19.74、12.84)。由此可知，等權重股票報酬與價值加權股票報酬的公司績效、同業績效和公司其他相關績效差異性並不大。

二、強式相對績效評估去評估經理人的替換率

本篇研究使用兩階段回歸去衡量相對績效評估對經理人的替換率之影響。本研究使用產業股價報酬率作為衡量同業績效之基準。第一階段回歸將企業整體績效劃分為同業績效及公司其他相關績效所共同組成。第二階段回歸本研究使用 Cox(1972)的比例風險模型，使用第一階段的同業績效(預測值)和公司其他相關績效進行二階段回歸。強式相對績效評估預測同業績效不會去影響經理人去留之決定。

表五、強式相對績效評估兩階段回歸

表五的 Panel A 主要是呈現依據台灣經濟新報 (TEJ) 的產業分類所分類出的 28 個產業分別使用等權重 (EW) 股票報酬與價值加權 (VW) 股票報酬計算出預測值。Panel B 主要呈現其其他相關績效和同業績效所衡量出的數值是否與本篇研究所預估的方向相同。以及擁有超過 5% 股權的經理人其遭到董事會的解雇之機率的可能性。

Panel A: 第一階段回歸

$$R_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 \cdot PG_{i,t-1} + v_{i,t-1}$$

	t-1 年 EW 股價報 酬	t-2 年 EW 股價報 酬	t-1 年 VW 股價報 酬	t-2 年 VW 股價報 酬
水泥業	0.077164 (1.007)	0.076116 (0.992)	0.040824 (0.517)	0.03725 (0.451)
食品業	0.021747 (0.296)	-0.01006 (-0.143)	-0.11045 (-0.904)	-0.04844 (-0.408)
塑膠業	0.074235 (1.295)	0.059108 (1.07)	0.090436 (1.394)	0.072202 (1.127)
紡織業	0.073728** (2.258)	0.072039** (2.094)	0.096479** (2.321)	0.094319** (2.176)
電機機械	0.09507 (1.336)	0.087191 (1.256)	0.019062 (0.302)	0.021079 (0.343)
電器電纜	0.091668 (1.397)	0.121549 (1.666)	0.008779 (0.382)	0.030717 (0.95)
玻璃陶瓷	0.122098* (1.858)	0.147447** (2.262)	0.145322** (2.395)	0.158256** (2.653)
造紙業	0.132501 (0.824)	0.14087 (0.827)	0.12903 (0.704)	0.14209 (0.728)
鋼鐵工業	0.092449 (1.339)	0.061186 (0.744)	0.068718 (1.164)	0.018974 (0.19)
橡膠業	0.112345 (0.974)	0.109574 (0.94)	0.017043 (0.148)	0.010538 (0.089)
汽車工業	0.121908 (1.36)	0.118472 (1.223)	0.112913 (1.207)	0.109814 (1.096)
建材營造	0.069652** (2.544)	0.068885** (2.57)	0.066748** (2.53)	0.065775** (2.522)
航運	0.149027*** (3.514)	0.137687*** (3.187)	0.095436*** (3.759)	0.08756*** (3.349)
觀光	0.121082 (0.614)	0.113316 (0.544)	0.071405 (0.508)	0.063306 (0.437)
金融	0.058265 (1.53)	0.051686 (1.479)	0.078846** (1.997)	0.066945* (1.822)
貿易百貨	0.155854** (2.097)	0.149452** (2.01)	0.130024* (1.839)	0.136688* (1.944)
化學工業	0.075514	0.068301	0.055609	0.049404

	(0.922)	(0.83)	(0.864)	(0.762)
生技醫療	0.177459	0.163842	0.179772	0.165273
	(1.587)	(1.416)	(1.581)	(1.339)
油電燃氣	-0.51379**	-0.41886**	-0.15278	-0.02923
	(-2.573)	(-2.104)	(-0.736)	(-0.141)
半導體業	0.071809	0.073759	1.487668***	1.497229***
	(1.539)	(1.565)	(3.004)	(3.013)
電腦及周邊設備業	0.10388**	0.097449**	0.13469**	0.126898**
	(2.124)	(2.059)	(2.528)	(2.286)
光電業	0.051688	0.073941	0.009045	0.02512
	(1.0214)	(1.376)	(0.221)	(0.575)
通訊網路業	0.096568	0.10072	-0.04188	-0.04498
	(1.043)	(1.049)	(-0.281)	(-0.315)
電子零件組業	0.084693***	0.077814***	0.108482***	0.100879***
	(2.974)	(2.753)	(3.206)	(3.014)
電子通路業	0.128021	0.094409	0.111421	0.072478
	(1.326)	(0.879)	(1.216)	(0.663)
資訊服務業	0.104945	0.094746	0.071492	0.065564
	(0.929)	(0.859)	(0.855)	(0.806)
其他電子業	0.116545*	0.098968	0.198971**	0.180997*
	(1.863)	(1.49)	(2.454)	(1.938)
其他	0.100435*	0.101882*	0.024855	0.03075
	(1.836)	(1.85)	(0.556)	(0.669)

從表五中可得知，第一階段是依據 TEJ 的產業分類所分類出的 28 個產業分別使用 EW 股票報酬與 VW 股票報酬計算出預測值所衡量出不同產業股價報酬之預測值帶入第二階段回歸進行回歸。強勢相對績效評估之預測可以完全排除外部不可控制之不確定性因素，故不會影響到經理人異動，因此本篇研究預測同業績效的估計參數為零。經理人本身之能力能驅使公司其他相關績效，故經理人被解雇可能性為負相關，因此本篇研究預測公司其他相關績效為負。

從 Panel B 中可得知，從 t-1 年同業績效來觀察其等權重股票報酬 (EW) 估計參數 (-0.001606, t 值 -1.243593) 和價值加權股票 (VW) 報酬估計參數(-0.001659, t 值 -1.294071) 都趨近於零與本研究所預測非常相近且顯著。

從表四中之結果可得知，同業績效表現不佳之經理人，其遭到公司決議替換之機率也相對增加。而從同業績效其估計參數為負值可得知，強勢相對績效評估無法完全排除外部不可控制之不確定性因素，故強勢相對績效評估會影響到經理人去留之決定。

三、 弱式相對績效評估去評估經理人的替換率

表六、弱式相對績效評估兩階段回歸

Panel A:弱式相對績效評估-第二階段回歸					
$MT_{i,t} = \gamma_0' + \gamma_1' \cdot PG_{i,t-1} + \gamma_2' \cdot R_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$					
EW 評估經理人被替換			VW 評估經理人被替換		
	預期符號	估計參數	t 值	估計參數	t 值
t-1 年公司其他相關績效	-	-0.000941**	-2.178564	-0.000934**	-2.160753
t-1 年同業績效	+	-9.09E-05**	-0.309821	1.40E-05**	0.049642
t-2 年公司其他相關績效	-	-0.000730*	-1.530416	-0.000746	-1.562791
t-2 年同業績效	+	3.49E-05	0.115804	1.27E-05	0.042262
經理人擁有較高的股權		-0.000662	-0.165086	-0.000684	-0.170451

表六是使用表五的 Panel A 所衡量出第一階段回歸，主要是呈現依據台灣經濟新報 (TEJ) 的產業分類所分類出的 28 個產業分別使用等權重 (EW) 股票報酬與價值加權 (VW) 股票報酬計算出預測值。表六主要呈現其其他相關績效和同業績效所衡量出的數值是否與本篇研究所預估的方向相同。以及擁有超過 5% 股權的經理人其遭到董事會的解雇之機率的可能性。

過去的文獻大部分是使用弱式相對績效評估去評估經理人之替換率，弱勢相對績效評估之預測無法完全排除外部不可控制之不確定性因素，故會影響到經理人異動，同時公司內部之董事會可以藉由同業績效作為是否替換之依據，因此本篇研究預測同業績效的估計參數為正。經理人本身之能力能驅使公司其他相關績效，故經理人被解雇可能性為負相關，因此本篇研究預測公司其他相關績效為負。

從表七中 Panel A 中可得知，使用等權重股票報酬與價值加權股票報酬去評估下。從 t-1 年同業績效來觀察其價值加權股票報酬估計參數(1.40E-05,t 值 0.049642)與本研究預測之方向相同且顯著。從表八中之結果可得知，同業績效表現不佳之經理人，其遭到公司決議替換之機率也相對增加。而從同業績效其估計參數為正值可得知，弱勢相對績效評估只排除部分外部不可控制之不確定性因素，故弱勢相對績效評估會影響到經理人去留之決定。

伍、結論

實證結果發現，其同業績效和公司其他相關績效都呈現顯著狀態，代表其績效會影響經理人替換之可能。因此，董事會在考量經理人的去留時，除了考慮經理人之本身能力外，董事會也會考慮到同業績效或市場整體績效。這也意味著，外部市場之衝擊會去影響到董事會考慮經理人去留之重要決策。

參考文獻

- 官如玉，2001，「大企業執行長，頻頻走馬換」，經濟日報，1 月 13 日，9 版。
- 林穎芬、祝道松、洪晨桓，2006，經濟附加價值與總經理更替之探討，當代會計，7 卷，1 期，頁 103-134
- 陳彥寬，2003，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研究所，碩士論文。

- 黃旭輝，2006，“經理人異動與股東財富效果”，管理評論，25 卷，1 期，頁 23-45。
- 鄭美麗，2002，臺灣上市公司高階管理者替換之研究-以會計績效為例，國立中正大學財務金融研究所，碩士論文。
- 楊朝旭、蔡柳卿，2003，經理人更換與相對績效評估，人力資源管理學報 2003 春季號，3 卷，1 期，頁 63-80。
- 賴珈禎，2009，高階主管異動、股權結構與公司績效 之關係，國立高雄第一科技大學財務管理研究所，碩士論文。
- 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 卷，1 期，頁 69-94。
- Antle, Rick, and Abbie J. Smith, 1986, An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executives, *Journal of Accounting Research* 24, 1–39.
- Bebchuk, Lucian A., Jesse M. Fried, and David I. Walker, 2001, Executive compensation in America: Optimal contracting or extraction of rents? Working Papers, Harvard University and the University of California at Berkeley.
- Bertrand, Marianne, and Sendhil Mullainathan, 2001, Are CEOs rewarded for luck? The ones without principles are, *Quarterly Journal of Economics* 116, 901–932.
- Barro, Jason R., and Robert J. Barro, 1990, Pay, performance, and turnover of bank CEOs, *Journal of Labor Economics* 8, 448–481
- Cox, David R., 1972, Regression models and life tables (with discussion), *Journal of the Royal Statistical Society, Series B* 34, 187–220
- Diamond, Douglas W., and Robert E. Verrecchia, 1982, Optimal managerial contracts and equilibrium security prices, *Journal of Finance* 37, 275–288.
- Dirk Jenter, and Fadi Kanaan, 2015, *The journal of finance*, vol. lxx no5
- Gibbons, Robert, and Kevin J. Murphy, 1990, Relative performance evaluation for chief executive officers, *Industrial and Labor Relations Review* 43, 30–51.
- Garvey, Gerald T., and Todd T. Milbourn, 2003, Incentive compensation when executives can hedge the market: Evidence of relative performance evaluation in the cross-section, *Journal of Finance* 58, 1557–1582.
- Garvey, Gerald T., and Todd T. Milbourn, 2006, Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for goodluck but not penalized for bad, *Journal of Financial Economics* 82, 197–226
- Holmström, Bengt, 1979, Moral hazard and observability, *Bell Journal of Economics* 10, 74–91.
- Holmström, Bengt, 1982, Moral hazard in teams, *Bell Journal of Economics* 13, 324–340.
- Huson, Mark R., Robert Parrino, and Laura T. Starks, 2001, Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective, *Journal of Finance* 56, 2265–2297.
- Janakiraman, Surya N., Richard A. Lambert, and David F. Larker, 1992, An empirical investigation of the relative performance evaluation hypothesis, *Journal of Accounting Research* 30, 53–69.
- Jenter, Dirk, 2002, Executive compensation, incentives, and risk, Working paper, MIT Sloan School of Management.
- Jin, Li, 2002, CEO compensation, diversification and incentives, *Journal of Financial Economics* 66, 29–63.
- Kaplan, Steven N., 2008, Are U.S. CEOs overpaid? *Academy of Management Perspectives* 22, 5–20.
- Kaplan, Steven N., and Bernadette A. Minton, 2012, How has CEO turnover changed? Increasingly performance sensitive boards and increasingly uneasy CEOs, *International Review of Finance* 12, 57–87.
- Lunn, Mary, and Don McNeil, 1995, Applying Cox regressions to competing risks, *Biometrics* 51, 524–532.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1989, Alternative mechanisms for corporate control, *American Economic Review* 79, 842–852.

- Murphy, Kevin J., 1985, Corporate performance and managerial remuneration: An empirical investigation, *Journal of Accounting and Economics* 7, 11–42.
- Murphy, Kevin J., 1999, Executive compensation, in Orley Ashenfelter and David Card, eds.: *Handbook of Labor Economics* (Elsevier Science, North Holland, Amsterdam).
- Oyer, Paul, 2004, Why do firms use incentives that have no incentive effects? *Journal of Finance* 59, 1619–1649.
- Parrino, Robert, 1997, CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis, *Journal of Financial Economics* 46, 165–197.
- Shea, John, 1998, Nominal illusion: Evidence from major league baseball, Working paper, University of Maryland.
- Taylor, Lucian A., 2010, Why are CEOs rarely fired? Evidence from structural estimation, *Journal of Finance* 65, 2051–2087.
- Warner, Jerold B., Ross L. Watts, and Karen H. Wruck, 1988, Stock prices and top management changes, *Journal of Financial Economics* 20, 461–492.
- Warther, Vincent A., 1998, Board effectiveness and board dissent: A model of the board's relationship to management and shareholders, *Journal of Corporate Finance* 4, 53–70.
- Weber, Roberto, Colin Camerer, Yuval Rottenstreich, and Marc Knez, 2001, The illusion of leadership: Misattribution of cause in coordination games, *Organization Science* 12, 582–598.
- Wolfers, Justin, 2002, Are voters rational? Evidence from gubernatorial elections, Working paper, Stanford Graduate School of Business.