

國立臺灣大學管理學院會計學研究所

碩士論文

Graduate Institute of Accounting

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

盈餘管理對經理人異動之影響

The Effect of Earnings Management on CEO Turnover



顧珮甄

Ku, Pei-Chen

指導教授：王全三 博士

廖芝嫻 博士

Advisor: Wang, Chuan-San, Ph.D.

Liao, Chih-Hsien, Ph.D.

中華民國 99 年 6 月

June, 2010

謝辭

這篇論文的完成之於我而言，不僅單是一個碩士學位的畢業要求，也象徵著二十年來的求學生涯終告一個段落，如果要我對這一路漫長的學習過程說些什麼，那無非就是懷著謙卑的心對每位不吝付出的師長與共嚐甘苦的同窗好友大聲說感謝了！

首要感謝的即是王全三老師與廖芝嫻老師的指導才能讓我在這裡快樂的絞盡腦汁寫著謝辭，寫論文感覺就像是不停把擋在前頭大大小小石塊清除掉的工程，雖然有時候覺得老師很殘忍的扮演著丟石塊的角色，但同時卻也無保留地給予提供最大的協助，老師們總是仔細並且耐心的講解我不懂的地方，讓我的論文能夠成型到完成，也讓我見識到什麼是認真嚴謹的做學問與做事態度，雖然這篇論文離好的論文還有非常非常非常大的努力空間，但我相信我的確從這其中學到一點東西，而這都得歸功於二位老師的辛苦指導。也感謝遠途而來的吳清在老師與董水量老師提供寶貴意見與建議，讓此篇論文更加完整。

更要感謝的是一起奮勇抗戰的同門們，大家互相合作、幫助與催促進度才能讓我在最後關頭出現一天當三個月用的高效率產能，尤其是家敏在自己的論文壓力之下還老是充當我的互動式百科全書替我解惑，並且在最後非常緊繃的時期陪我一起東奔西跑完成許多快樂又充實的回憶，還要感謝一個重要的人陪伴我渡過荒亂、忙碌的寫論文生活。

最後最後最要感謝的就是我在彰化的家人們，親愛的姐姐們總是在我需要念書的時候允許我可以少做一點家事並且幫我祈求好運氣，而最親愛的爸媽讓我能毫無後顧之憂的專心學習，你們給予的安定感讓我能勇敢地背起行李在外地安心求學，你們多到滿溢的關愛是促我早日完成論文的動力，我真是再幸運不過的小孩了。

我很開心並且由衷的感謝每一位給我力量、學識與歡笑的人！

Abstract

This study examines the effects of earnings components, especially the parts of earnings management, on the probabilities of CEO turnover. Prior studies classify earnings management into two broad categories: accruals-based and real earnings management. The results show that the incremental effect of discretionary accounting accruals on CEO turnover likelihood is positive but insignificant. Giving abnormally generous price discounts or lenient credit terms also increases the likelihood of CEO turnover but still statistically insignificant. However, reducing discretionary expenses can significantly decrease the probability of CEO turnover. This lower CEO turnover probability suggests that boards do not punish the earnings management through reducing discretionary expenses. Finally, the results show no significant relation between the CEO turnover and the real earnings management by overproduction.

Key Words : CEO turnover, Accrual Earnings Management, Real Earnings Management

中文摘要

經理人可能出於自利動機而有從事盈餘管理之行為，而盈餘管理的方式可分成應計項目與實質盈餘管理二種，後者又有改變銷貨條件、減少裁決性支出及增加生產成本三種做法。本研究第一個部份即在探討當董事會以會計績效衡量經理人表現時，是否會關注會計盈餘組成份子中的應計數，尤其是裁決性應計數，假說一認為，董事會應可看穿應計項目盈餘管理，以真實盈餘衡量經理人績效，並對於經理人進行盈餘管理以提高盈餘之行為給予懲罰。實證結果發現董事會仍依據真實盈餘績效來更換經理人，而裁決性應計數雖對於經理人離職機率有決策上之攸關性，唯其增額之正向影響在統計上並不顯著。第二個部分是在探討實質盈餘管理對經理人離職機率的增額影響，假說二認為董事會很難發現經理人以改變經營決策來進行盈餘管理的行為，因此實質盈餘管理之異常現金流量與經理人離職關係應為負向相關。結果發現，利用銷貨條件之實質盈餘管理方式，會提高經理人的離職機率，但統計上仍不顯著；透過裁決性費用支出的減少則發現會顯著降低經理人的離職機率，顯示董事會可能無法看穿此伎倆給予懲罰；最後，研究發現生產成本的增加與經理人離職機率間並不具顯著關係。

關鍵字：經理人異動、應計項目盈餘管理、實質盈餘管理

目錄

謝辭	I
Abstract.....	II
中文摘要	III
目錄	IV
圖表目錄	V
第一章 緒論	1
第一節 研究動機與目的	1
第二節 研究問題	2
第三節 論文架構	3
第二章 文獻探討與研究假說	5
第一節 探討經理人績效與離職因素之文獻	5
第二節 探討盈餘管理之文獻	8
第三節 探討經理人離職與盈餘管理關聯性之文獻	11
第四節 研究假說	14
第三章 研究方法	16
第一節 變數定義與衡量方法	16
第二節 實證模型	23
第三節 樣本與資料來源	27
第四章 實證結果	29
第一節 敘述性統計	29
第二節 相關係數分析	33
第三節 迴歸分析結果	36

第四節 敏感性分析	41
第五章 結論與建議	45
第一節 研究結論	45
第二節 研究限制	47
第三節 未來研究建議	48
參考文獻	49

圖表目錄

圖 1-1 研究流程圖	4
表 3-1 變數定義彙總表	22
表 3-2 經理人有異動之樣本公司產業與年度分佈	28
表 4-1 各變數之敘述統計表	31
表 4-2 各變數之敘述統計表(續)	32
表 4-3 各變數之 Pearson 相關係數表	34
表 4-4 經理人異動與應計項目盈餘管理之實證結果	36
表 4-5 經理人異動與利用異常營運現金流量實質盈餘管理之實證結果	38
表 4-6 經理人異動與利用異常裁決性支出實質盈餘管理之實證結果	39
表 4-7 經理人異動與利用異常生產成本實質盈餘管理之實證結果	40
表 4-8 考慮產業績效進行經理人異動與應計項目盈餘管理之實證結果	41
表 4-9 考慮產業績效後經理人異動與異常營運現金流量盈餘管理之實證結果	42
表 4-10 考慮產業績效後經理人異動與異常裁決性支出盈餘管理之實證結果	43
表 4-11 考慮產業績效後經理人異動與異常生產成本盈餘管理之實證結果	43

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

先前諸多文獻發現會計績效與經理人離職間呈負向相關性(例如 Weisbach, 1988; Murphy and Zimmerman, 1993; Parrino, 1997; Defond and Hung, 2004 等等), 這些文獻的研究都是以財報上的報導盈餘做為解釋變數, 而一旦經理人因績效不佳而面臨被更換的風險時, 就容易有盈餘管理的行為產生, 因此報導盈餘可能受到經理人的操弄而偏離了公司的真實狀況, 假如董事會是使用真實盈餘來評斷經理人經營公司的績效, 在此情況下若利用會計盈餘來作為解釋變數將出現衡量誤差的問題。

換個角度想, 如果董事會是使用報導盈餘而非真實盈餘來衡量經理人表現, 我們仍需要瞭解當董事會在評量經理人績效時, 對於盈餘管理數存在多少固著性 (fixation), 第一個理由是如果董事會在評判經理人績效時, 對於盈餘的組成要素皆給予相同權重, 那麼能力不佳的經理人出於保住職位而操弄盈餘的動機將會更加強烈, 因為對能力不佳的經理人而言, 透過盈餘管理使盈餘提高以降低被更換機率, 比獲取真實淨利還來的容易些。

第二個理由是經理人從事盈餘管理行為時, 很可能給公司帶來不良的經濟後果, 例如 Dechow et al. (1995)即發現當證期局(SEC)宣布對公司盈餘管理之行為著手進行調查時, 公司股價就立刻會有 9%的下跌, 因此, 董事會是否會為降低這類因扭曲財務報導所產生的外部後果與成本, 而採取主動積極的態度去懲戒實行盈餘管理的經理人呢? 國外文獻即發現, 其中董事會所採取最嚴重的處理是直接將經理人更換(Hazarika et al. 2009)。

早期的文獻在探討盈餘管理時多以應計數做為代理變數, 而近來有越來越多的文獻開始研究改變經營決策之實質盈餘管理相關議題, 並且發現經理人有愈來愈偏好採取實質盈餘管理方式之趨勢(Ewert and Wagenhofer, 2005; Zang, 2007),

因此，本篇研究目的即在於探討盈餘管理對經理人離職機率之影響，同時針對應計項目盈餘管理與實質盈餘管理分別做測試。

第二節 研究問題

文獻上發現會計績效對於經理人離職機率間為負向相關，本研究欲進一步檢視當董事會在作更換經理人之決策時，是否能以真實盈餘來衡量經理人績效，如果董事會可看穿經理人為保住職位而發生的盈餘管理，並認為其行為所產生的盈餘管理數為無關資訊時，則盈餘管理數對於經理人離職機率的總影響應為零。

文獻上有一派說法認為盈餘管理行為可能給公司帶來不良的後果與成本，亦有另一派說法認為盈餘管理的資訊其實有傳達公司內部資訊給報表使用者的目的存在，不管上述二種論點對於盈餘管理是持正面或反面立場，對於董事會而言，盈餘管理數之資訊在衡量經理人績效時皆應為攸關資訊，唯其間之關係是正向或負向則有待檢定。

盈餘管理的方法可分為兩類，應計項目盈餘管理及改變營運決策之盈餘管理二種方法對公司造成的影響、是否容易被董事會看穿及估算模型等等皆不盡相同，因此本研究將就二種盈餘管理對於經理人離職機率之影響分別提出假說再進行檢定。

第三節 論文架構

本研究共分五章，研究流程如圖 1-1 所示，茲將各章內容概要敘述如下：

第一章 緒論

說明研究動機、研究目的及研究問題，並提出研究架構。

第二章 文獻探討與研究假說

回顧與探討與本研究相關之國內外文獻，並據此建立假說。首先，第一節回顧與探討經理人績效與離職間關係之文獻，第二節回顧應計項目與實質盈餘管理相關文獻，第三節則探討將經理人績效、離職與盈餘管理三元素做連結之相關文獻，第四節據以形成研究問題與假說。

第三章 研究方法

針對本研究之研究假說說明其變數之衡量與所採用之實證模型，並簡述資料之篩選及樣本來源。

第四章 實證結果與分析

針對所選取之樣本資料以敘述性統計、相關性分析及迴歸模型分析之測試來進行假說驗證。

第五章 結論與建議

依據實證結果，提出本論文之研究結論，並說明研究之限制與對後續研究之建議。

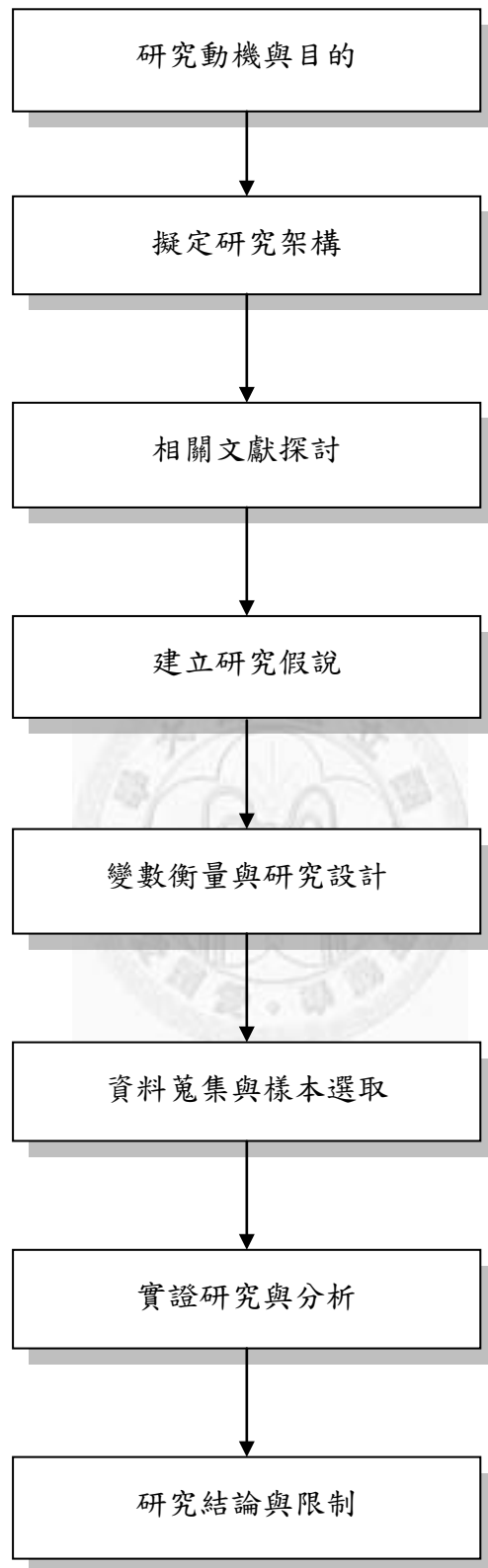


圖 1-1 研究流程圖

第二章 文獻探討與研究假說

第一節 探討經理人績效與離職因素之文獻

在代理理論中，公司的所有權與經營權分離，擁有經營權的經理人被賦予將公司價值及股東財富極大化的期許，然而擁有經營權的經理人可能在人性自利動機的驅使下，為了追求自身利益最大化，與股東產生利益衝突，使得公司價值及股東財富極大化的理想目標未能實現，為了解決此一代理問題，文獻上提出可透過良好的獎酬計劃設計使經理人與公司利益趨於一致化，除此之外，則是利用解雇經理人之威脅降低其為自身謀私利的動機，使經理人更著重在為公司創造價值而非謀私利上，此為文獻上關於經理人會遭更換的第一個解釋，動機說(incentive mechanism)。第二為能力適任性的問題(matching considerations)，當董事會認為經理人的能力低於期待或經理人的技能不符合公司需要時就可能將經理人解雇(Hermalin and Weisbach, 1998)，改聘適任的經理人。

基於上述二個原因，董事會需要監督經理人是否有謀私利而罔顧公司之利益，或者評估經理人能力對於公司是否適任，但由於股東或董事會不容易直接觀察到經理人的所有行為或因直接監督成本過高而不可行(Holmstrom, 1979)，也可能囿於能力無法判讀經理人的決策對公司而言是否最為適當，因此只能透過不完美的指標來間接衡量經理人的行為及能力，文獻上有一脈研究即在探討如何使衡量經理人行為的指標更加有用，概括上的結論認為「公司層級的績效指標」(firm-level performance measures)較能精確及敏感的呈現經理人行為及努力程度(Banker and Datar, 1989)，而常用的績效指標則進一步可分為以股價為基礎(stock-based performance)與以會計為基礎(accounting-based performance)二類。關於經理人異動與績效指標關係間的議題，從1980年代左右開始被廣泛研究，在國外多數的實證研究結果都支持經理人異動與績效呈現負向關係，而利用本國資料做實證研究，

亦有相同發現¹。例如，Jensen and Murphy (1990)及Denis and Denis (1995)使用績效指標包括股票價格表現(stock price performance)、市場調整報酬(market-adjusted returns)、營業淨利對總資產比率(ratio of operating income over to total assets)等，其實證結果發現在公司績效有大幅度且顯著性的下降之後，非自願性更換經理人的情形就會發生。Neumann and Voetmann (2005)利用股票報酬率、每股盈餘與自由現金流量(Free Cash Flow, FCF)來當作績效的指標，其實證結果也顯示績效較差的公司會導致經理人被更換。在日本方面，Kang and Shivdasani (1995)也使用了與Denis and Denis (1995)相同的指標及日本公司的資料，結果支持非例行性 (non-routine) 的經理人更換與公司績效間呈現負向關係，並且更進一步發現，當公司與銀行有著較緊密的連結時，因為盈餘績效指標表現不佳而使得經理人遭到更換的機率高於那些跟銀行較沒有連結的日本公司。

文獻上的實證結果主要是發現當公司績效不佳時，將使得經理人遭受到非自願性的更換，而在衡量績效的指標方面，可分為以股價為基礎(stock-based performance)與以會計為基礎(accounting-based performance)，前者是指將公司股票市場的表現做為衡量績效的指標，像是股票報酬率，而後者則是以財務報表的資料做為衡量績效的指標，例如資產報酬率(ROA)。雖然文獻發現兩種績效指標皆與經理人之更換呈現負向關係，但會計基礎指標較股價基礎指標更適合作為衡量經理人當期績效的標準，因為股價為公司未來現金流量之折現值，除反應了市場對公司現有營運與未來預期表現的看法外，還包括無法控制的外在干擾因素，換言之，當股價有所變動時，很可能並不全是來自於當期價值變動的影響，還包含未來預期價值的變動，因此，使用股價指標來衡量經理人當期績效表現並不恰當，例如Weisbach (1988)即發現股價中已事先反應了市場對於公司未來經理人變動的預期；由於股價基礎有雜訊的存在，而盈餘則較單純為經理人短期營運的獲利表現，因此，使用會計基礎指標應較能合理評估經理人的經營績效，諸多文獻都發

¹楊朝旭與蔡柳卿，2003；李馨蘋與劉清明，2007；歐陽豪與莊雙喜，2008

現盈餘指標在經理人異動上有重要的預測效果²，此項觀點也符合了Engelet al. (2003)的發現，其研究檢視會計基礎指標與市場基礎指標在經理人異動的決策上所佔的權重為何，結果發現當市場報酬包含較多變數與雜訊，或者當會計基礎資訊即時性較高時，會計基礎指標在經理人異動決策上所佔的權重較重。

除絕對績效指標外，由於有時單看經理人個別的績效表現並不足夠，因此學者發現公司也會以相對績效表現（Relative Performance Evaluation）來做為衡量是否更換經理人的參考資訊，例如當經理人的績效低於同產業其他公司表現時，就容易遭到更換(Gibbons and Murphy, 1990)，所謂相對績效是將競爭對手、產業或市場的績效水準納入考量，以排除總體經濟或同業之共同不確定因素，避免單一的績效指標中包含了非經理人能控制的因素，而使得利用單一績效指標來決定是否更換經理人時決策受到誤導。Parrino (1997)即發現潛在接任者的能力及董事會衡量經理人績效的準確性也影響了經理人是否被汰換的決策，當潛在繼任者候選人的素質較高時，更換經理人的效益就會提高，同樣的，能夠準確衡量經理人的績效才能避免做出留下不適任的經理人或者把優良的經理人汰換的錯誤決策，因此，監督者會參考同質性高產業中的相對績效指標來過濾掉產業與市場的干擾因素，增加衡量經理人績效的精確度，當董事會發現經理人績效低於產業中潛在繼任者的平均績效時，現任經理被汰換的機率就提高了。

² Weisbach ,1988； Murphy and Zimmerman ,1993； Kang and Shivdasani, 1995；Parrino, 1997；Allgood and Farrel,2000. Huson et al., 2001 ； Volpin, 2002 ； Defond and Hung, 2004 ； Lel and Miller, 2008

第二節 探討盈餘管理之文獻

一、盈餘管理的定義

自從 Watts and Zimmerman (1978)建立實是性會計理論 (positive accounting theory) 之後，學者即廣泛地研究盈餘管理相關議題，依據 Schipper(1989)的說法，盈餘管理是管理當局基於獲取某些私有利益的意圖，藉由一般公認會計準則所賦予的彈性，有目的地干預財務報導的編製過程，以達成管理當局某種經濟動機；Healy and Wahlen (1999)進一步定義盈餘管理，指出經理人會利用管理上的自由裁量權，影響交易發生的時點與內容以及財務報表編製，用以誤導利害關係人對公司真實績效瞭解，或用以影響按財務報導數字衡量契約條件是否遵循的判斷。產生盈餘管理的根本原因在於企業管理當局與利害關係人(包括股東、債權人、員工、客戶等)間利益的不一致，由於兩者所追求的目標有差異，加上管理當局擁有資訊不對稱的優勢，使得管理當局產生出盈餘管理的動機。

二、盈餘管理的種類

在盈餘管理方法的使用上，Schipper (1989)區分成二種類型，即人為的盈餘管理(artificial earning management)及實質的盈餘管理(real earning management)。人為的盈餘管理指的是在一般公認會計原則應計基礎所提供的彈性下，利用會計估計或會計方法的選擇，以達到盈餘管理的目的，即所謂應計項目的盈餘管理(accrual manipulation)，例如調整會計交易損益認列的時點(如收入或費用)，或透過損益分類，壞帳、折舊費用、遞延所得稅等估計數的改變，以不影響到真實營運活動及其現金流量之方式，影響財務報導上盈餘。

除利用會計估計或會計方法的選擇外，經理人也可能直接透過改變營運決策來進行盈餘管理，而這些方式則涉及了現金流量的影響，文獻上已有很多關於實質盈餘管理的研究，如 Dechow and Sloan (1991)發現經理人會在任期的末期減少研究發展費用的支出，來增加短期盈餘改善公司績效；Bartov (1993)指出公司經理人會透過處分固定資產或投資以符合盈餘目標；Graham et al. (2005)研究發現公司經

理人為了達到盈餘門檻的目標，而進行實質交易操作，像是減少裁決性支出或資本支出。

Roychowdhury (2006)研究發現經理人會透過實質營業活動的操縱方式來提高當期盈餘，以避免出現淨損，其將實質盈餘定義為經理人利用偏離正常營運活動的決策來達到盈餘管理的目的，並將經理人進行實質盈餘管理的方法歸類為三類：(1)透過較低的價格折扣或採取較寬鬆的信用條件來增加銷貨收入；(2)減少研究發展費用、廣告費用、銷售與管理費用等裁決性支出；(3)增加存貨生產量，使得單位產品的單位固定成本降低，藉此提高毛利。

與裁決性應計項目相比，Graham et al. (2005)與 Roychowdhury (2006)認為實質盈餘管理雖然可提高當期盈餘，但對於公司的未來價值卻可能造成傷害，舉例來說，過多存貨的積壓使得持有成本提高，或者，採取積極的價格折扣來提高銷貨量雖然可以達到短期的盈餘目標，卻也讓客戶產生以後亦能以此優惠價格購買的預期心態，而壓縮了公司未來銷貨的議價空間，導致未來銷貨毛利的削減，進而使得未來淨現金流入減少，Gunny (2005)與 Zang (2007)研究即發現實質盈餘管理數額與公司未來表現有著負向關係；因此，董事及大股東應較無法忍受經理人利用實質盈餘管理勝於應計項目盈餘管理的方式。再者，Lo (2008)認為在諸多不確定性的商業環境下，比起應計項目的盈餘管理，對於董事們來說實質盈餘管理是較難以看穿的，因此，為了保持資訊上的優勢，董事們較難以忍受經理人利用實質交易活動的盈餘管理方式。

近來文獻上發現經理人有越來越傾向使用實質盈餘管理來提高盈餘的現象，由於實質盈餘管理通常是發生在年度中，應計項目的盈餘管理則是在年終財務報表發布前進行(Roychowdhury, 2004)，當經理人相信年度獲利為淨損的情況將發生時，經理人可以選擇等到年終再進行純粹的應計項目盈餘管理來防止負盈餘的出現，但此種做法的缺點是較缺乏彈性，舉例來說，應計項目所能調整的數額可能受到公司營運策略與前期應計項目盈餘管理的程度而受到限制(Barton and Simko

2002)，使得其年終所能調整數額不足以讓盈餘提高成正數或達成績效目標，若透過年度中實質交易的盈餘管理則彈性較大；除此之外，如果使用應計項目或者會計上的選擇來操縱盈餘，較容易因審計人員及法規管理當局的審查而被發現，不若實質盈餘管理可隱藏於公司平日營運活動決策中，使得經理人盈餘管理的行為受到掩護而減少法律訴訟的問題。Zang (2007)即發現當公司經歷與證券有關的訴訟案件之後，應計項目的盈餘管理數額出現明顯的下降，實質盈餘管理則有明顯的增加；Ewert and Wagenhofer (2005)也發現由於應計項目的盈餘管理已引起廣泛注意，使得利用會計準則空間來進行應計項目盈餘管理日趨困難，因此，比起使用應計項目行盈餘管理之目的，經理人越來越傾向採用實質活動的交易來進行盈餘管理。



第三節 探討經理人離職與盈餘管理關聯性之文獻

本章第一節提及會計盈餘對於經理人異動決策的重要性，因此當經理人相信會計盈餘的增加能減少被更換的機率，而管理當局與所有權人間又存在著資訊的不對稱時，加上董事們缺乏充分且攸關的資訊可以監督經理人的行為，此時經理人就出現了盈餘管理的動機，文獻上將此動機稱做「投機」(opportunism) (Pourciau,1993)，或者稱為掩護理論(cover-up theory)(Murphy and Zimmerman, 1993)，指當經理人相信董事們會將報導盈餘的增加視為正面資訊，並且認為在原本已有雜訊的績效表現中再添加裁決性會計項目的盈餘管理，董事們並不容易識破而對經此種方式所提高的盈餘打折扣時，一旦經理人績效表現不佳，就會為了保住工作而利用會計應計項目以提高會計盈餘。Jackson and Pitman (2001)也提及當經理人能有效地最大化股東財富時，會傾向選擇忠實表達公司營運狀況的會計方法，而當經理人未能替公司創造足夠價值時，就會倚賴盈餘管理的方式來影響財務報導結果。

關於經理人為何會在績效不佳的時期，運用會計選擇來提高盈餘的解釋除了掩護理論外，另有一說是發信號理論(signaling) (Pourciau,1993；Murphy and Zimmerman, 1993)，指當經理人認為以現有的盈餘來預測未來盈餘並不精確時，就會借用其在會計上的裁量權作為傳遞內部資訊的工具，傳達關於公司未來獲利能力之內部資訊給外界市場知悉。此外，Murphy and Zimmerman (1993)還提出水平(horizon)動機來解釋財務績效表現與經理人異動間的關係，其認為當經理人知道自己即將離職時，會在任期末期使用會計或者投資決策將未來盈餘提前實現至任期內。以上三種說法解釋經理人有在績效不佳或接近離職前的時期進行盈餘管理以提高盈餘的動機。

經理人異動可區分為例行性與非例行性(non-routine)二種(例如 Pourciau,1993；Murphy and Zimmerman,1993)，例行性異動指的是公司結構良好、有計劃性的異動經理人，例如當高階經理人屆齡退休，通常會轉任董事職務，這類型的經理人異

動出現盈餘管理的機會較低;非例行異動則指非按照公司的經理人接任計劃時程，是在不適當的時間點或者沒有充分準備下而選出繼任者，常見非例行性的經理人異動像是辭職(包括自願性與非自願性)。

前面的討論是關於經理人非例行性被迫離職之動機，其次關於非例行性但自願性的離職，經理人在離職前（如跳槽）亦有其盈餘管理的動機(Pourciau,1993)：第一，經理人可能為了強化自身聲譽並傳送訊號給新公司；第二，經理人可能為了獲取依會計基礎而制定的紅利獎酬；第三，現任經理人希望建立下任經理人難以超越的績效表現而進行提高盈餘的動作，然而這些動機也適用於被迫性離職的經理人上。

Pourciau (1993)認為非例行性經理人離職前，基於前面所述之動機會利用盈餘管理的方式去提高盈餘，但實證其結果並不支持他的假說。Denis and Denis (1995)則認為 Pourciau (1993) 與 Murphy and Zimmerman (1993)的結果之所以不支持投機(opportunism)/掩護(cover-up theory)與信號(signaling)假說，部分原因是未將非例行性的經理人異動進一步限定為強迫性辭職或解雇(即非自願性離職)的緣故，而使得解釋力降低。因此 Guan et al.(2005)將非例行性經理人異動進一步限縮為強迫性離職 (forced dismissals) 之後，再度檢視掩護假說是否成立，研究發現經理人在面臨被迫性的職務終結前，的確有利用裁決性應計項目進行盈餘管理的情形。

以上研究主要認為經理人在績效不佳的情況下、面臨到被解雇的危機時，會出現盈餘管理的動機，但文獻上亦有研究認為是經理人進行盈餘管理的行為，才導致被強制離職(Reitenga and Tearney, 2003)，事實上，就絕大多數的公司來說，盈餘操縱的數額為”零”並非最好 (Hermalin and Weisbach, 2008)，因為董事們如要察覺出盈餘管理是需要成本的，因此，大多數的公司其實多少都有某些程度的盈餘管理，然而，當經理人過度積極進行盈餘管理時就增加了董事們發現該行為的可能性，同時也給股東們帶來了成本 (Clikeman ,2003；Leuz et al.,2003)，例如公司因此需要重編報表或者證期局(SEC)對財務報導不適當的公司給予懲治，董事會

為降低這類因扭曲財務報導所產生的外部後果與成本，很可能採取主動積極的態度去懲戒實行盈餘管理的經理人，其中最嚴重的處理即為更換經理人。關於經理人異動與盈餘管理間的內生性關係(endogeneity)，Hazarika et al.,(2009)在控制公司績效後，發現不管在績效好或差的情況下，經理人異動的機率都隨著盈餘管理的增加而提高，支持了經理人會因為盈餘管理的行為而提高其被解雇的風險，但自願性離職與盈餘管理間則未發現同樣的結果。



第四節 研究假說

關於會計盈餘對於經理人異動決策的重要性，及二者間呈負向相關的關係如同文獻回顧第一節所述已被諸多研究證實，然而，這些研究將報導盈餘當作經理人異動的解釋變數可能存在有衡量誤差(measurement error)，因為經理人可能基於各種動機而有盈餘管理的行為產生，本研究認為董事會是傾向希望使用真實盈餘而不是報導盈餘來評估經理人的績效，如此一來，衡量誤差就會是一個相當重要的議題。

由於報導盈餘有衡量誤差的問題，所以當經盈餘管理而增加的盈餘(E_m)與報導盈餘(E_r)間有相關時，報導盈餘變數的估計係數就會產生誤差(bias)，因此用來解釋經理人異動也就不準確。此處因盈餘管理而增加的盈餘(E_m)是指報導盈餘(E_r)與真實盈餘(E_t^*)間的差異數，即 $E_m = E_r - E_t^*$ ，而很多文獻研究發現經盈餘管理而產生的盈餘(E_m)與真實盈餘間是有相關的(E_t^*)³，舉例來說，在經理人平穩化報導盈餘的行為中，經盈餘管理而產生的盈餘(E_m)與真實盈餘間存在著負向的相關性(例如：Gonedes, 1972)；另外，經理人也會在表現不好的年度採取洗大澡(big bath)的策略，而這使得經盈餘管理而產生的盈餘(E_m)與真實盈餘(E_r)間存在著正向的相關性。

本研究認為董事會應以真實盈餘來評判經理人的表現，並且會對於經理人從事盈餘管理之行為給予懲罰，理由是真實盈餘才能真正替公司帶來現金流入，增加公司的價值，再者，經理人盈餘管理的行為很可能是潛在性的舞弊徵兆，加上一旦盈餘管理的行徑被發現，常會給公司帶來很大的損失與成本；因此發展出假說一：

H1：經理人異動機率與真實盈餘間成負向關係，但與經盈餘管理之異常應計數成正向關係。

³ 根據定義 $Cov(E_m, E_r^*) \neq 0$ ，而 $E_m = E_r - E_t^*$ ，因此， $Cov(E_m, (E_m + E_t^*)) = Cov(E_m, E_m) + Cov(E_m, E_t^*) \neq 0$

另外，關於實質盈餘管理，雖然能夠提高當期盈餘，但利用經營決策來進行盈餘管理可能會損害公司實質經濟利益，甚至危及公司之競爭優勢，導致公司未來價值的流失，此舉與經理人應積極追求公司價值與股東財富極大化的目標相違背，因此，與應計項目盈餘管理相比，董事們應該較無法忍受經理人改變營運決策的盈餘管理方式，但文獻卻發現，經理人有越來越偏好採用實質交易來進行盈餘管理的傾向，理由正是因為經理人對於日常經營決策擁有裁量權，使得實質盈餘管理較不易被看穿，加上受到經營判斷規則(business judgment rule)的保護，其規則用意在於鼓勵經理人在公司運作時勇於決斷，避免股東藉違背注意與忠實義務對經理人擅意提出訴訟，致經理人裹足不前而錯失公司商機，因此使用實質盈餘管理較能降低訴訟風險，並避免審計員及有關當局審查而發現，使得公司受到懲治而遭受損害的機會減少。綜上所述，本研究預期當經理人利用實質活動的盈餘管理方式來提高盈餘時，其被更換的機率會降低，由此發展出假說二：

H2：經理人異動機率與實質盈餘管理幅度呈負相關。

本研究與先前研究不同的地方有二點，第一，之前的文獻均是使用會計報酬衡量績效與經理人離職間的關係，本研究則在檢視會計基礎表現之盈餘組成要素，進一步將會計盈餘拆解開來，探討其與經理人離職機率間關係及敏感度；第二，先前的文獻關於盈餘管理與經理人離職間關係的研究均僅考量裁決性應計項目的盈餘管理方式，本研究則加入經理人日漸喜用之實質盈餘管理，檢視其三種常見實質盈餘管理方式與經理人離職機率間的影響。

第三章 研究方法

第一節 變數定義與衡量方法

一、主要應變數

經理人異動 (TURNOVER)：若企業當期經理人有異動時為 1，餘者為 0。

二、主要自變數

(一) 應計項目盈餘管理

應計項目可區分為可裁決之應計數(異常應計項目)與不可裁決之應計數(正常應計項目)(Jones 1991)，不可裁決性應計數是應計數中，由不可抗力因素所決定的部分，主要是受限於會計與經濟景氣等等，裁決性應計數則受公司管理當局自由決定與主觀因素影響，而文獻上常以裁決性之應計數作為盈餘管理之代理變數。

總應計數即為盈餘與來自繼續營業部門現金流量之差額，而裁決性應計數的估算在文獻中多以總應計數減非裁決性應計數。非裁決性應計數屬應計數中正常水準的部分，先前的文獻常用 cross-sectional version of modified Jones model (Dechow et al. 1995)來估計，Kothari et al. (2005)發現在 modified Jones model 中加入公司前期績效調整(performance-matched)後，可強化應計盈餘管理相關文獻結論之可靠性，因此本研究採 Kothari et al.(2005)之模型來估計裁決性應計項目。茲將總應計數、非裁決性應計數與裁決性應計數之估計方法詳列如下。

$$TACC_t/A_{t-1} = EBXI_t/A_{t-1} - CFO_t/A_{t-1} \quad (1)$$

此處

$TACC_t$ ：第 t 期之應計項目總數額；

$EBXI_t$ ：第 t 期之繼續營業部門淨利；

CFO_t ：第 t 期來自繼續營業部門之現金流量。

A_{t-1} ：第 t-1 期之總資產

由於實際總應計數包含正常(非裁決性)應計數(non-discretionary or normal)與異常(裁決性)應計數(discretionary or abnormal)，因此接著利用 Kothari, et al.(2005)之模型先估算出正常應計數，其實際總應計數與正常應計數之差異即為異常應計數，正常應計數估算式子如下：

$$NDACC_t = \beta_0/A_{t-1} + \beta_1(\Delta SALES_t - \Delta AR_t)/A_{t-1} + \beta_2 PPE_t/A_{t-1} + \beta_3 ROA_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

此處

A_{t-1} ：第 t-1 期之總資產；

$\Delta SALES_t$ ：第 t-1 期至第 t 期之銷貨收入變動數；

ΔAR_t ：第 t-1 期至第 t 期之應收帳款變動數；

PPE_t ：第 t 期之財產、廠房與設備(即固定資產)。

異常應計數即為實際總應計數與正常應計數之差異，其估算式子如下

$$DACC_t = TACC_t/A_{t-1} - NDACC_t \quad (3)$$

此處

$DACC_t$ ：異常(裁決性)應計數

$NDACC_t$ ：正常(非裁決性)應計數

(二) 實質盈餘管理

前文提及常見之實質盈餘管理方式有三種(Roychowdhury, 2006):(1)透過較低的價格折扣或採取較寬鬆的信用條件來增加銷貨(2)減少裁決性支出(3)增加存貨生產量以降低銷貨成本，本研究使用Roychowdhury, (2006)之模型，分別以年及產業(以TSE之代碼為分類依據)估算出其未進行盈餘管理前之正常現金流量，而偏離正常現金流量的部分則視為盈餘管理之數額，將公司當年所發生的真實現金流量與估算出的正常現金流量相減所得差異即為採取實質盈餘管理所產生的異常現金流量。

1. 異常營運現金流量 (ABCFO) :

經理人透過銷貨價格折扣或提供寬鬆的信用條件，誘使客戶將下年度的訂單提早至當年度以增加銷貨收入，其銷貨毛利會降低，但卻能增加當期盈餘數，這類額外增加的淨現金流量之流入會小於按正常銷貨條件而應流入的現金流量，因此預期異常現金流量為負數。

$$\diamond \text{ 異常營運現金流量(ABCFO)=真實營運現金流量-正常營運現金流量} \quad (4)$$

計算正常營運活動現金流量(CFO)式子如下：

$$\frac{NCFO_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (4-1)$$

此處

A_{t-1} : t-1 期期末的總資產;

S_t : t 期期間的銷貨額;

ΔS_t : 等於 $S_t - S_{t-1}$, 即 t 期與 t-1 期的銷貨額變動數

2. 異常裁決性支出 (ABISEXP) :

裁決性支出包括研究發展費用、廣告費用、銷售與管理費用等，經理人透過減少裁決性費用的支出來提高當期盈餘，與正常情形之裁決性支出相比，異常裁決性支出為負數，但當期現金流量之流出將減少，因此對異常現金流量的影響為正向。

$$\diamond \text{ 異常裁決性支出(ABDISEXP)=實際裁決性支出-正常裁決性支出} \quad (5)$$

正常裁決性支出計算式子如下：

$$\frac{NDISEXP_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_t}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (5-1)$$

此處：

A_{t-1} : t-1期期末的總資產；

S_t : t期期間的銷貨額。

3. 異常生產成本(ABPROD) :

就製造業而言，透過生產數量的增加，可使得每單位產品所攤銷的固定成本

下降，因此只要單位邊際成本的增加低於單位固定成本的減少即可降低每單位銷貨成本，達到提高當期盈餘的效果，而由於生產成本的增加導致當期淨現金流出高於正常生產量下的淨現金流出，因此對異常現金流量的影響為負向。根據Roychowdhury (2006)定義，當期生產成本的計算方式為銷貨成本加上存貨變動數。

◆ 異常生產成本(ABPROD)

= 實際生產成本 - 正常生產成本

= (實際銷貨成本 + 實際存貨變動量) - 正常生產成本 (6)

根據Roychowdhury (2006)定義正常生產成本(NPROD_t)為正常銷貨成本(NCOGS_t)加上正常存貨變動(ΔINV_t)，因此要先估算出正常生產成本及正常銷貨成本：

A. 正常銷貨成本計算式子如下：

$$\frac{NCOGS_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_t}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (6-1)$$

B. 正常存貨變動計算式子如下：

$$\frac{\Delta INV_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_{t-1}}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (6-2)$$

此處 ΔINV_t：t期的存貨變動額；

C. 利用(6-1)及(6-2)推算正常生產成本計算如下：

$$\frac{NPROD_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta S_{t-1}}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (6-3)$$

三、控制變數

1. 股票報酬率(BHAR)

市場調整股票報酬相較原始報酬而言，係更換管理當局的較佳預測指標，主要係因採用排除市場因素的股票報酬可使管理者不須對超乎其控制範圍的因素負責。因此，本研究以經理人更換年度前一年的市場調整後報酬 (market-adjusted return) 為市場績效指標，計算方式為公司會計年度內的 12 個月原始報酬率之相乘

積減去相同方式算出之市場指標報酬率後，再取自然對數之值。預期當前一年的市場績效愈佳，則經理人當年被更換機率愈低，故係數應為負。

2. 公司規模大小(MVE)

公司規模的大小可能使得經理人異動的機率有所不同，當公司規模愈大時，經理人所要承擔之責任愈大，所需的專業能力要愈強，公司治理監督機制也相對較為完善，因此本研究同諸多文獻亦放入此一控制變數(Huson et al. 2001、Lausten, 2002、Farrell and Whidbee, 2003、Defond and Hung, 2004)，採公司期初市場價值(即前期期末之市場價值)取自然對數來做為公司規模之代理變數。

3. 經理人年齡(Dmy_age、AGE)

經理人離職的年齡在經理人的異動機率上亦扮演重要角色，由於一般退休年齡在 64 歲左右，Murphy (1999)的研究發現當經理人年齡超過 64 歲時，比起其他較年輕的經理人有高於 30%的機率會離開其經理人職位，文獻上將上述離職原因歸諸為經理人的屆齡退休，因此本研究設一虛擬變數(dmy_age)，當經理人離職當年的年齡界於 63 到 66 歲時設為 1，餘者為 0。將年齡擴至 63 及 66 的理由在於，經理人可能在達 64 歲符合屆齡退休條件時而離職，或者離職當年已經是 63 歲尾段(Barro and Barro, 1990)，因此本研究將年齡放寬 63 至 66 歲，預期其係數符號為正。此外，本研究亦同多數關於經理人異動的文獻(Murphy and Zimmerman, 1993；Barro and Barro, 1990 及 Huson et al., 2001)，加入經理人之年齡(AGE)為控制變數。

4. 經理人任期(TENURE)

經理人績效與被迫離職間的關係與任期亦具有密切關聯性，因經理人必須透過時間去獲取公司的經營權，隨著在公司服務的期間愈長，高階主管會累積豐富的工作經驗及專業的管理才能，Dennis et al.(1997)即認為高階主管的任期愈長時，其異動的機率將降低，因為任期愈長的高階主管，對於公司的環境與目標均較為熟悉，能夠掌握公司的運作，且其忠誠度與向心力均較強，再者，從公司治理角

度而言，經理人服務期間越長愈增強與董事會間的熟悉度，甚至當經理人的任期越長，對於董事會成員的提名人選也產生影響力(Hill and Phan, 1991)，導致董事會獨立性隨著經理人任期長度而下降(Power theory)，經理人職位因此更加鞏固而不容易被解雇(Hermalin and Weisbach 1998; Brookman and Thistle 2009)，故預期經理人的任期與離職機率為負向關係，其係數應為負。

5. 是否為家族企業 (dmy_family)

台灣公司之特色在於很多為家族企業，此類型之企業與股東利益較為一致，可降低代理成本，然而在公司治理上之董事會運作獨立性相對非家族企業也較低，董事會對於經理人的監督能力難以發揮，產生職位固守(Entrenchment)的效果，導致績效不佳之經理人不易受到更換，而降低了績效與離職間之負向關係，故預期係數符號為負。此一變數為虛擬變數，當經理人由公司的最終控制者(及其家族成員)所出任時即等於1，否則為0，最終控制者指的是對公司決策具有最大及最後影響力者，通常為公司之大股東，董事長，總經理或其家族成員及經營團隊。

茲將各變數之衡量方法與預期符號彙總如下頁表 3-1。

表 3-1 變數定義彙總表

變數	預期符號	變數說明
<i>ROA</i>	—	公司經理人異動前一年總資產報酬率。
<i>DACC</i>	+	公司經理人異動前一年的裁決性應計數。
<i>TACC</i>	—	公司經理人異動前一年的總應計數。
<i>CFO</i>	—	公司經理人異動前一年營運活動現金流量。
<i>ABCFO</i>	+	公司經理人異動前一年異常營運活動現金流量。
<i>ABDISEXP</i>	+	公司經理人異動前一年異常裁決性費用現金流量。
<i>ABPROD</i>	—	公司經理人異動前一年異常生產成本現金流量。
<i>BHAR</i>	—	公司經理人異動前一年調整市場風險的異常報酬率。
<i>TENURE</i>	—	公司經理人異動前一年累計在任時間。
<i>AGE</i>	+	公司經理人異動前一年的年齡。
<i>Dmy_age</i>	+	公司經理人異動前一年年齡若介於 63 至 66 歲間則為 1，其餘為 0。
<i>MVE</i>	?	公司經理人異動前一年公司規模大小，以企業的市值取自然對數。
<i>Dmy_family</i>	—	公司經理人屬於家族企業的成員為 1，否則為 0。

第二節 實證模型

在假說檢定之實證模型中，由於應變數為否發生經理人更換(Turnover)，屬於二元變數(0 與 1)，因此採用 Logit 迴歸模型。

一、測試假說一：

假說一測試盈餘中的組成分子對於經理人離職之影響與敏感性，由於盈餘的成份中包含營運活動現金流量(CFO)及總應計數(TACC)，而總應計數中又分為正常應計數(NDACC)與異常應計數(DACC)，因此，將實證模型設計如下：

$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_t = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{DACC}_{t-1} + \gamma_2 \text{TACC}_{t-1} + \gamma_3 \text{CFO}_{t-1} \\ & + \gamma_4 \text{TENURE}_{t-1} + \gamma_5 \text{AGE}_{t-1} + \gamma_6 \text{Dmy_age}_{t-1} + \gamma_7 \text{BHAR}_{t-1} + \gamma_8 \text{MVE}_{t-1} + \\ & \gamma_9 \text{Dmy_family}_{t-1} + f(\text{Industry \& Year Dummies}) + \mu \end{aligned} \quad (7)$$

TURNOVER_t ：虛擬變數，若公司在t期有異動CEO，此值為1，其餘此值為0；

DACC_{t-1} ：t-1期裁決性應計數，衡量方式詳見本章第一節；

TACC_{t-1} ：t-1期總應計數，衡量方式詳見本章第一節；

CFO_{t-1} ：t-1期營運活動現金流量；

TENURE_{t-1} ：至t-1期止CEO任職此職位之年數；

AGE_{t-1} ：t-1期時CEO的年齡；

Dmy_age_{t-1} ：虛擬變數，如CEO在t-1期時年齡介於63與66歲之間，此值為1，餘者此值為0；

BHAR_{t-1} ：t-1期期間經市場調整後之股票報酬率取自然對數；

MVE_{t-1} ：t-1期之期末市場價值取自然對數；

Dmy_family_{t-1} ：虛擬變數，在t-1期時若CEO為家族企業成員，此值為1，餘者此值為0。

由於，TACC為DACC與NDACC所組成，所以式子中 γ_1 解釋為DACC對經理人離職機率的增額影響，DACC對經理人離職機率之總影響則為 $\gamma_1 + \gamma_2$ ， γ_2 則可解釋為NDACC對經理人離職機率的影響；假如盈餘中各組成要素對於董事會用來衡量經理人表現權重皆相同，則 $\gamma_1 + \gamma_2$ 、 γ_2 與 γ_3 三個係數應皆相等，而如果 $\gamma_1 + \gamma_2 = 0$ ，則表示裁決性應計數對於董事會更換經理人之決策是無關的，亦即董事會是依靠真實盈餘來衡量經理人之績效；反之，若 $\gamma_1 + \gamma_2 \neq 0$ ，則表示董事會在決定是否更換經理人時，應計數之資訊是攸關的，本研究之假說一認為真實盈餘與經理人異動機率為負相關，經理人進行盈餘管理的行為會增加被董事會更換機率，因此預期 γ_2 與 γ_3 應為負數，DACC對經理人異動機率之總影響係數(即 $\gamma_1 + \gamma_2$) 符號應為正數，就此推測 γ_1 為一正數。

二、測試假說二：

從間接法之現金流量表編表方式來看，報導盈餘 (Earning) 等於營運活動現金流量 (CFO) 加上不影響現金流量之調整數(即總應計數/TACC)，因此現金流量亦可視為盈餘的組成份子；而從前面文獻探討可知，實質活動盈餘管理是一種會影響現金流量的盈餘管理方式，真實現金流量與正常現金流量相減所得之異常現金流量即為實質盈餘管理數(式子(4)、(5)、(6))，然而，實質盈餘管理所計算出的異常現金流量對於盈餘的影響是模糊的，只能知道當 ABCFO 及 ABRPOD 所產生之異常現金流量數越小、ABDISEXP 所產生之異常現金流量數越大時，盈餘提高越多，但無法直接轉換對盈餘的真正影響數額，因此，在假說二中 ROA 無法如同應計項目盈餘管理做進一步的拆解，所以本研究僅就異常現金流量對於 ROA 的增額影響數做探討，其迴歸模型如下：

1. 以異常營運現金流量 (ABCFO) 衡量實質盈餘管理之模型：

$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_t = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{ABCFO}_{t-1} + \gamma_2 \text{ROA}_{t-1} \\ & + \gamma_3 \text{TENURE}_{t-1} + \gamma_4 \text{AGE}_{t-1} + \gamma_5 \text{Dmy_age}_{t-1} + \gamma_6 \text{BHAR}_{t-1} + \gamma_7 \text{MVE}_{t-1} + \end{aligned}$$

$$\gamma_8 \text{Dmy_family}_{t-1} + f(\text{Industry \& Year Dummies}) + \mu \quad (8)$$

上式中，

ABCFO：異常營運現金流量，衡量方式詳見本章第一節；

其餘變數定義同式子(7)。

式子(8)中，由於實質盈餘管理會造成營運活動現金流量異常減少，因此當ABCFO數值越小時，代表實質盈餘管理的幅度越大，而依假說二的預期經理人被更換的機率越低，因此預期 γ_1 為正。

2. 以異常裁決性支出 (ABDISEXP) 衡量實質盈餘管理之模型：

$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_t = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{ABDISEXP}_{t-1} + \gamma_2 \text{ROA}_{t-1} \\ & + \gamma_3 \text{TENURE}_{t-1} + \gamma_4 \text{AGE}_{t-1} + \gamma_5 \text{Dmy_age}_{t-1} + \gamma_6 \text{BHAR}_{t-1} + \\ & \gamma_7 \text{MVE}_{t-1} + \gamma_8 \text{Dmy_family}_{t-1} + f(\text{Industry \& Year Dummies}) + \mu \quad (9) \end{aligned}$$

上式中，

ABDISEXP：異常裁決性支出，衡量方式詳見本章第一節；

其餘變數定義同式子(7)。

式子(9)中，由於實質盈餘管理會造成裁決性支出異常減少，因此當ABDISEXP數值越小時，代表實質盈餘管理的幅度越大，而依假說二的預期經理人被更換的機率越低，因此預期 γ_1 為正。

3. 以異常生產成本(ABPROD)衡量實質盈餘管理之模型：

$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_t = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{ABPROD}_{t-1} + \gamma_2 \text{ROA}_{t-1} \\ & + \gamma_3 \text{TENURE}_{t-1} + \gamma_4 \text{AGE}_{t-1} + \gamma_5 \text{Dmy_age}_{t-1} + \gamma_6 \text{BHAR}_{t-1} + \\ & \gamma_7 \text{MVE}_{t-1} + \gamma_8 \text{Dmy_family}_{t-1} + f(\text{Industry \& Year Dummies}) + \mu \quad (10) \end{aligned}$$

上式中，

ABPROD：異常生產成本，衡量方式詳見本章第一節；

其餘變數定義同式子(7)。

式子(10)中，由於實質盈餘管理會造生產成本異常提高，因此當ABPROD數值越大時，代表實質盈餘管理的幅度越大，而依假說二的預期經理人被更換的機率越低，因此預期 γ_1 為負。



第三節 樣本與資料來源

本研究之研究對象為 1997 至 2008 年台灣已公開發行公司，包括公開發行之上市、上櫃及於興櫃交易之公司。樣本公司各項財務資料及是否為家族企業之變數資料取自台灣經濟新報社 (Taiwan Economic Journal, TEJ)，經理人異動情形及年齡資料則由台灣經濟新報社與中華徵信所提供。

在選取樣本公司時，本研究首先排除了金融保險業，因為金融業有獨特之產業特性與經營模式，且財務報導之表達也與一般產業差異甚大，在衡量某些變數時就會產生不適用之情形，因此將金融保險業公司排除於研究之外。

在初次整理的樣本中，有經理人異動資料的筆數為 27,327 筆，若樣本中缺乏或遺漏其中一項變數資料，本研究即予以刪除，其中樣本資料中缺漏最嚴重的欄位為經理人年齡，因此，在去除無經理人年齡及任期資料之筆數後剩 13,561 筆，再刪除其他個別欄位變數有缺漏（如財務資料不全者及家族企業與否從 1997 年起才有資料）的樣本後，樣本數縮小至 7,375 筆，接著，考慮有些原始資料出現嚴重謬誤，導致資料間出現明顯有違常理之樣本亦予刪除，例如經理人任期大於經理人年齡，最後，經理人有無異動之樣本資料完整無缺漏之筆數為 7,021 筆，其中經理人有異動情形者為 826 筆（其產業年度分佈情形見下表 3-2），未有異動情形者為 6,195 筆。

表 3-2 經理人有異動之樣本公司產業與年度分佈

產業別	年份												總計	百分比
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
水泥工業	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	5	0.61%
食品工業	1	1	3	0	2	1	3	3	3	1	5	1	24	2.91%
塑膠工業	3	4	1	2	4	4	3	2	2	2	3	4	34	4.12%
紡織工業	1	3	0	4	4	3	4	2	3	3	0	0	27	3.27%
電機機械	3	2	2	6	3	5	3	6	12	6	3	6	57	6.90%
電器電纜	0	2	1	2	0	3	2	1	1	2	1	1	16	1.94%
玻璃陶瓷	1	1	2	0	0	0	1	0	0	1	1	0	7	0.85%
造紙工業	0	1	0	1	0	0	2	2	0	0	3	0	9	1.09%
鋼鐵工業	1	1	2	4	8	4	5	2	4	3	3	2	39	4.72%
橡膠工業	1	0	1	3	0	1	0	0	0	0	0	0	6	0.73%
汽車工業	1	0	1	1	1	1	2	1	1	0	1	0	10	1.21%
電子工業	0	0	2	4	3	3	9	6	8	0	3	0	38	4.60%
建材營造	3	3	1	5	4	10	8	5	6	3	1	4	53	6.42%
航運	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	0.24%
觀光	0	2	0	1	4	1	2	2	0	1	0	0	13	1.57%
貿易百貨	1	0	0	2	1	2	1	0	2	3	2	0	14	1.69%
化學工業	1	0	0	1	2	1	1	6	4	3	3	1	23	2.78%
生技醫療	0	0	0	1	1	0	0	0	3	1	0	3	9	1.09%
油電燃氣	0	1	2	0	0	0	3	2	1	0	0	0	9	1.09%
半導體業	2	2	4	4	3	2	10	5	5	4	7	2	50	6.05%
電腦及週邊設備業	1	3	3	3	3	6	8	4	11	5	8	5	60	7.26%
光電業	1	1	0	3	4	2	3	5	9	7	8	9	52	6.30%
通訊網路業	0	1	4	2	1	3	6	3	4	7	3	5	39	4.72%
電子零組件業	2	1	2	5	4	8	5	7	7	9	14	11	75	9.08%
電子通路業	0	0	0	1	2	3	3	4	2	3	3	5	26	3.15%
資訊服務業	0	0	0	1	1	0	3	2	4	3	4	5	23	2.78%
其他電子業	0	2	0	3	3	1	1	2	5	3	3	8	31	3.75%
其他	2	3	2	4	3	4	7	8	5	5	5	4	52	6.30%
管理股票	1	1	3	2	3	6	1	2	3	0	0	1	23	2.78%
總計	26	35	37	66	65	74	96	82	105	75	85	80	826	100.00%

第四章 實證結果

第一節 敘述性統計

表 4-1 及 4-2 是各變數之敘述性統計量。為了初步瞭解經理人異動與否二組觀察群組是否不同，因此將兩群組相關變數的平均數及中位數列出，並透過兩組獨立樣本 t 檢定及無母數 Wilcoxon Rank-sum 檢定分別檢定兩組平均數及中位數是否顯著不同。

如表 4-2 所示，報酬率 (ROA) 在 Turnover = 0 裡平均數為 5.6%、中位數為 4.3%，比起 Turnover = 1 之平均數為 2.1%、中位數為 2.6% 皆來的高，而在平均數檢定(t-test)與中位數檢定(Z-test)中均達 1% 的顯著水準，顯示經理人異動前一年的會計績效的確較未異動的較差。裁決性應計項目 (DAC) 的平均數及中位數在 Turnover = 1 的組別分別為 7.7% 與 9.9%，Turnover = 0 裡則分別為 3.2% 及 6.5%，平均數檢定與中位數檢定亦分別達 1% 與 5% 的顯著性，相較之下，表示經理人異動前一年的裁決性應計數部分顯著大於經理人未發生異動的情況，符合文獻上發現經理人在異動前會有盈餘管理之行為產生。

在實質盈餘管理方面，若利用銷貨條件進行實質盈餘管理越多，異常營業活動現金流量(ABCFO)的數字應為負值，並且越小越能使盈餘提高，在 Turnover = 0 的平均數與中位數為 1.8% 及 0.6%，Turnover = 1 這組卻為 -0.4% 與 -0.9%，中位數與平均數檢定均達 1% 的顯著性，顯示在經理人有發生異動的組別的確有因異常營業活動之現金流量而使得盈餘提高的可能性。同 ABCFO，當異常裁決性費用 (ABDISEXP) 數值越小，亦表示利用裁決性費用從事實質盈餘管理的程度越大，其平均數與中位數在 Turnover = 1 的組別分別為 0.1% 與 -0.9%，在 Turnover = 0 則為 -0.5% 與 -1.7%，兩者之平均數差異並不顯著，中位數則有顯著差異(達 5% 顯著水準)，顯示異常裁決性費用在經理人未有異動的組別高於經理人有異動的組別，推測經理人透過裁決性費用來提高盈餘可能降低了其被更換的機率。而因生產成本操作

而產生的異常生產成本(ABPROD)在 Turnover = 1 組別裡，其平均數與中位數各為 2.4% 及 2.3%，雖然均高於 Turnover = 0 組別的 1.6% 與 1.5%，顯示經理人有異動情形的組別因生產成本盈餘管理方式所帶來的盈餘高於經理人未異動的組別，但僅在中位數檢定中呈現顯著，其顯著水準達 1%。

在控制變數上，市場調整後股票報酬 (BHAR) 在經理人發生異動之組別其平均數 -3.3% 與中位數 -9.9% 皆顯著低於未發生異動的組別平均數 -10.5% 與中位數 -17.8%。經理人特性方面，經理人任期(TENURE)在經理人未異動的組別平均為 9 年，顯著高於有異動組別的 5.5 年；在經理人有異動的組別其平均年齡(AGE)為 50 歲，顯著低於經理人未發生異動之平均年齡 51.3 歲。

綜上所述，從主要變數的敘述性統計中觀察發現，裁決性應計項目(DACC)、異常營運活動現金流量(ABCFO)及異常生產成本 (ABPROD) 在經理人有異動的公司，其從事盈餘管理的狀況較嚴重。然而，裁決性費用之異常(ABDISEXP)卻反而在經理人未有異動的情形下，盈餘管理的程度較大。兩群組在控制變數的差異則多符合先前文獻發現的結果。

表 4-1 各變數之敘述統計表

變數	全部樣本 = 7021				
	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
ROA	0.052	0.042	-1.690	2.165	0.171
DACC	0.038	0.069	-5.737	5.701	0.403
TACC	-0.010	-0.018	-2.355	5.810	0.191
CFO	0.056	0.055	-0.647	0.734	0.099
ABCFO	0.015	0.004	-2.672	1.584	0.157
ABDISEXP	-0.005	-0.016	-0.588	1.339	0.105
ABPROD	0.017	0.016	-2.033	3.268	0.195
BHAR	-0.041	-0.108	-1.238	4.581	0.474
TENURE	8.556	5.000	0.000	43.000	9.256
AGE	51.145	51.000	27.000	85.000	7.516
Dmy_age	0.040	0.000	0.000	1.000	0.197
MVE	8.033	7.915	3.434	14.371	1.512
Dmy_family	0.520	1.000	0.000	1.000	0.500

ROA 為前期總資產報酬率；DACC 為前期裁決性應計項目；TACC 為前期總應計數；CFO 為前期營運活動現金流量；ABCFO 為前期改變銷貨條件之實質盈餘管理異常營運現金流量；ABDISEXP 為前期減少裁決性費用支出之異常裁決性支出；ABPROD 為前期增加生產成本之異常生產成本；BHAR 為前期市場調整之股票報酬；TENURE 為前期經理人任期年數；AGE 為前期經理人在任年齡；Dmy_age 為若前期經理人在任年齡於 63-66 歲間為 1，餘者為 0；MVE 為公司期初市值取自然對數；Dmy_family 為若前期公司為家族企業則為 1，餘者為 0。

表 4-2 各變數之敘述統計表(續)

變數	CEO turnover = 0 (6195)					CEO Turnover = 1 (826)					Turnover vs. No Turnover	
	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差	T-test	Z-test
ROA	0.056	0.043	-1.578	2.020	0.166	0.021	0.026	-1.690	2.165	0.201	4.799 ***	-7.844 ***
DACC	0.032	0.065	-5.737	5.701	0.403	0.077	0.099	-4.189	2.484	0.401	-2.981 ***	-4.381 ***
TACC	-0.009	-0.017	-2.355	5.810	0.195	-0.020	-0.023	-1.421	1.506	0.163	1.591	-2.691 ***
CFO	0.058	0.057	-0.647	0.726	0.097	0.041	0.040	-0.420	0.734	0.106	4.759 ***	-4.586 ***
ABCFO	0.018	0.006	-1.253	1.584	0.153	-0.004	-0.009	-2.672	1.243	0.187	3.645 ***	-4.111 ***
ABDISEXP	-0.005	-0.017	-0.588	1.339	0.106	0.001	-0.009	-0.227	0.732	0.103	-1.481	-2.005 **
ABPROD	0.016	0.015	-2.033	3.268	0.197	0.024	0.023	-1.693	1.084	0.176	0.953	-2.331 **
BHAR	-0.033	-0.099	-1.221	4.581	0.470	-0.105	-0.178	-1.238	3.837	0.500	3.959 ***	-5.350 ***
TENURE	8.969	5.000	0.000	43.000	9.350	5.460	2.000	0.000	43.000	7.867	11.757 ***	-12.971 ***
AGE	51.285	51.000	28.000	84.000	7.458	50.099	50.000	27.000	85.000	7.864	4.093 ***	-4.003 ***
Dmy_age	0.040	0.000	0.000	1.000	0.196	0.041	0.000	0.000	1.000	0.199	-0.133	-0.133
MVE	8.056	7.935	3.434	14.371	1.506	7.862	7.739	3.892	13.730	1.545	3.401 ***	-3.627 ***
Dmy_family	0.547	1.000	0.000	1.000	0.498	0.318	0.000	0.000	1.000	0.466	7.328 ***	-7.239 ***

平均數用兩獨立樣本 t 檢定，中位數用 Wilcoxon 檢定，***、**、*分別代表 1%、5%、及 10%之顯著水準。

第二節 相關係數分析

本節將變數間的相關性進行分析，利用皮爾森相關係數 (Pearson Correlation) 來檢定各變數間的相關性，並探討變數間的影響方向及程度，列示於表 4-3。

從表 4-3 中可以發現裁決性應計項目 (DACC) 與經理人離職機率呈正相關 (相關係數為 0.36)，代表裁決性應計數額越大的公司，經理人在次期發生異動的機率越高，與假說預期相符。此外，DACC 與 ROA 間呈現顯著負相關 (相關係數為 -0.549)，亦符合文獻上之結果 (Dechow et al, 1995)，表示當會計績效越好時，盈餘管理情況會越少。

實質盈餘管理方面，營運活動之異常現金流量 (ABCFO) 與經理人異動機率 (TURNOVER) 呈現顯著負相關，表示透過銷貨條件之實質盈餘管理程度越重，經理人在次期發生異動的機率就越高；生產成本之異常現金流量 (ABPROD) 與經理人異動機率為正相關，但未達顯著性；而裁決性費用之異常現金流量 (ABDISEXP)，與經理人異動機率 (TURNOVER) 呈現正相關，亦未出現顯著性。此外 ABCFO 及 ABDISEXP 與 ROA 的關係呈現顯著正相關 (相關係數為 0.417 及 0.222)，代表當會計績效越佳時，利用這二類方式進行盈餘管理就越少。

從表 4-3 之相關性分析中也發現，異常營運現金流量 (ABCFO) 與裁決性支出 (ABDISEXP) 間為正相關 (相關係數為 0.279)、與異常生產成本 (ABPROD) 呈現負相關 (相關係數為 -0.237)，而異常裁決性支出與異常生產成本的負相關 (相關係數為 -0.266)，皆意謂著企業可能同時間進行不止一種方式的實質盈餘管理。

表 4-3 各變數之 Pearson 相關係數表

	TURNVOER	DACC	TACC	CFO	ROA	ABCFO	ABPROD	ABDISEXP	TENURE	AGE	dmy_age	BHAR	MVE	dmy_family
TURNVOER	1													
DACC	.036 ***	1												
TACC	-.019	.467 ***	1											
CFO	-.057 ***	-.422 ***	-.416 ***	1										
ROA	-.066 ***	-.549 ***	.145 ***	.316 ***	1									
ABCFO	-.043 ***	-.528 ***	-.393 ***	.666 ***	.417 ***	1								
ABPROD	.013	.003	-.029	-.249 ***	-.001	-.237 ***	1							
ABDISEXP	.018	-.209 ***	-.033 ***	.040 ***	.222 ***	.279 ***	-.266 ***	1						
TENURE	-.122 ***	.011	.025	.017	.002	-.015	-.036	-.026	1					
	.000	.363	.033	.165	.865	.197	.006	.031						



表 4-3 各變數之 Pearson 相關係數表(續)

	TURNVOER	DACC	TACC	CFO	ROA	ABCFO	ABPROD	ABDISEXP	TENURE	AGE	dmy_age	BHAR	MVE	dmy_family
AGE	-.051 ***	-.043 ***	-.058 ***	.036 ***	.060 ***	.038 ***	.048 ***	-.036 ***	.299 ***	1				
dmy_age	.002	-.002	-.004	-.016	.000	-.005	.014	-.020	.112 ***	.357 ***	1			
BHAR	.894	.850	.734	.179	.975	.702	.288	.092	.000	.000		1		
MVE	-.049 ***	-.030 **	.150 ***	.137 ***	.256 ***	.091 ***	-.079 ***	.045 ***	.015	.006	.011		1	
Dmy_family	.000	.011	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.200	.594	.353			1
	-.041 ***	-.360 ***	.040 ***	.216 ***	.503 ***	.325 ***	.010	.150 ***	-.028 **	.063 ***	.002	.260 ***		
	.001	.000	.001	.000	.000	.000	.459	.000	.020	.000	.873	.000		
	-.147 ***	.061 ***	.053 ***	-.031 ***	-.049 ***	-.033 ***	-.044 ***	-.001	.252 ***	-.070 ***	.004	-.020	-.131 ***	1
	.000	.000	.000	.010	.000	.005	.001	.913	.000	.000	.730	.102	.000	

各變數定義為

TURNOVER = 經理人有異動為 1，否則為 0；DACC=t-1 期裁決性應計數；

TACC=t-1 期總應計數；CFO=t-1 期營運活動現金流量；

ROA=t-1 期總資產報酬率；ABCFO=t-1 期營運活動之異常現金流量；

ABPROD=t-1 期之異常生產成本；ABDISEXP=t-1 期之異常裁決性費用支出；

TENURE=t-1 期經理人任期年數；AGE=t-1 期經理人在任年齡；

Dmy_age=t-1 期經理人在任年齡為 63-66 歲者為 1，否則為 0；

BHAR=t-1 期市場調整之股票報酬率；MVE=t-1 期市值取自然對數。

Dmy_family=t-1 期公司是否為家族企業，是則為 1，否則為 0。

***、**、*分別代表 1%、5%、及 10%之顯著水準。

第三節 迴歸分析結果

1. 應計項目盈餘管理

表 4-4 為經理人異動與裁決性應計項目盈餘管理之實證結果，結果顯示出會計盈餘組成份子對於經理人異動機率的影響，係數符號與預期大致相同，然而裁決性應計數(DACC)的係數方向雖與預期符合，係數為 0.2042，表示當 DACC 增加一單位對於經理人離職機率將提高 1.8%，唯此結果並未達顯著性。

接著，進一步來看 DACC 對於經理人異動的總影響數，由於 DACC 屬於 TACC 的一部分，所以 DACC 的總影響數為 DACC 的係數 0.2042 加上 TACC 的係數 -0.8048（即式子(7)裡的 γ_1 加上 γ_2 ），若相加等於零，則表示 DACC 對於經理人異動決策並不攸關， χ^2 測試結果顯示 $\gamma_1 + \gamma_2$ 顯著為負(p 值小於 0.01)，意謂著經理人離職機率與經盈餘管理而產生之盈餘成負向關係。

此外，從表 4-4 可看到ROA的組成份子總應計數(TACC)與營運現金流量(CFO)皆顯著為負，而NDACC包含於TACC裡，所以NDACC對經理人離職的影響性即為TACC的係數 γ_2 ，代表當NDACC增加一單位，經理人異動的機率就減少 7.09%⁴，由此推測假說一部分成立，即真實盈餘與經理人的異動存在著顯著的負相關。另外CFO的係數為-1.647，代表當CFO增加一單位，經理人異動的機率則減少 14.51%，顯示營運現金流量在經理人異動決策上相對於應計數占有較高的權重。

表 4-4 經理人異動與應計項目盈餘管理之實證結果

$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_t = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{DACC}_{t-1} + \gamma_2 \text{TACC}_{t-1} + \gamma_3 \text{CFO}_{t-1} \\ & + \gamma_4 \text{TENURE}_{t-1} + \gamma_5 \text{AGE}_{t-1} + \gamma_6 \text{Dmy_age}_{t-1} + \gamma_7 \text{BHAR}_{t-1} + \gamma_8 \text{MVE}_{t-1} + \\ & \gamma_9 \text{Dmy_family}_{t-1} + f(\text{Industry \& Year Dummies}) + \mu \end{aligned}$$

⁴ 此與將模型中之 DACC 由 NDACC 取代，再把 NDACC 的係數與 TACC 的係數相加，所得之結果相同，亦即當 NDACC 增加一單位，經理人離職機率就減少 7.09% (-1.8% - 5.29%)，而且正常應計數的增額影響與經理人離職機率为負相關。

自變數	預期方向	係數	P 值	dy/dx
DACC	+	0.2042	0.1060	0.0180
TACC	-	-0.8048	0.0040	-0.0709
CFO	-	-1.6470	0.0010	-0.1451
TENURE	-	-0.0326	0.0000	-0.0029
AGE	+	-0.0156	0.0140	-0.0014
Dmy_Age	+	0.3859	0.0640	0.0392
BHAR	-	-0.1665	0.0950	-0.0147
MVE	?	-0.0849	0.0080	-0.0075
Dmy_Family	-	-0.89903	0.0000	-0.0816

Pseudo R² = 0.0723

觀測值為 7021 個，其中經理人有異動為 826 個

2. 實質盈餘管理

表 4-5 至 4-7 為三種實質盈餘管理三種方式與經理人異動關係之實證結果。表 4-6 為 CFO 利用銷貨條件影響營運現金流量進行實質盈餘管理之實證結果，顯示 ABCFO 的增額影響數與經理人離職間呈負相關，當 ABCFO 減少一單位時經理人離職的機率就提高 3.3%，意即利用銷貨條件所進行的實質盈餘管理程度越深，經理人異動機率越高，雖然統計上並不具顯著性，P 值為 0.198，但並未達顯著水準，但仍可看出此結果與假說二預期之正相關並不符合，且從敘述性統計時亦可看出此趨勢，在經理人異動樣本裡，ABCFO 小於未異動之樣本，相關性分析中也發現 ABCFO 與經理人離職呈負相關，表示經理人的實質盈餘管理行為並不會減少其離職之機率。關於這一點，另外，國內文獻(馬依萍，2007 與黃柏庭，2006)在測試企業是否透過真實營業活動盈餘管理來避免負盈餘出現時，亦顯著發現有利用銷貨操縱的情形存在，因此，在經理人會透過放寬銷貨條件來提高盈餘之前提下，本研究推測董事會對於經理人利用銷貨條件之盈餘管理行為可能能夠看穿⁵。

⁵進一步將樣本限於 ABCFO 小於零之樣本時，發現 ABCFO 與經理人離職間的關係顯著為負，P 值

表 4-5 經理人異動與利用異常營運現金流量實質盈餘管理之實證結果

$$\begin{aligned} \text{TURNOVERT}_t = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{ABCFO}_{t-1} + \gamma_2 \text{ROA}_{t-1} \\ & + \gamma_3 \text{TENURE}_{t-1} + \gamma_4 \text{AGE}_{t-1} + \gamma_5 \text{Dmy_age}_{t-1} + \gamma_6 \text{BHAR}_{t-1} + \\ & \gamma_7 \text{MVE}_{t-1} + \gamma_8 \text{Dmy_family}_{t-1} + f(\text{Industry \& Year Dummies}) + \mu \end{aligned}$$

自變數	預期方向	係數	P 值	dy/dx
ABCFO	+	-0.3743	0.1980	-0.0330
ROA	-	-0.8944	0.0510	-0.0789
TENURE	-	-0.0334	0.0000	-0.0029
AGE	+	-0.0145	0.0220	-0.0013
Dmy_Age	+	0.3865	0.0620	0.0393
BHAR	-	-0.1899	0.0620	-0.0167
MVE	?	-0.0714	0.0320	-0.0063
Dmy_Family	-	-0.8994	0.0000	-0.0817
Pseudo R ²		0.0714		
觀測值為 7021 個，其中經理人有異動為 826 個				

表 4-6 為利用裁決性支出進行實質盈餘管理方式之實證結果，結果顯示 ABDisEXP 與經理人離職間呈正向相關，其 P 值為 0.015，達 5% 顯著水準，表示當透過減少裁決性費用支出的方式來提高盈餘時，每一單位的減少反而可降低 7.74% 經理人異動的機率，意謂著董事會可能無法偵測出利用裁決性費用支出之盈餘管理方式，因為裁決性費用本就屬於經理人職權範圍內所擁有的裁量權，因此，經理人減少裁決性費用支出來提高盈餘反而降低其離職的機率。

為 0.035，此結果與表 4-2 針對敘述性統計之檢定及表 4-3 相關係數之結果相符。

表 4-6 經理人異動與利用異常裁決性支出實質盈餘管理之實證結果

$$\begin{aligned}
 TURNOVER_t = & \gamma_0 + \gamma_1 ABDISEXP_{t-1} + \gamma_2 ROA_{t-1} \\
 & + \gamma_3 TENURE_{t-1} + \gamma_4 AGE_{t-1} + \gamma_5 Dmy_age_{t-1} + \gamma_6 BHAR_{t-1} + \\
 & \gamma_7 MVE_{t-1} + \gamma_8 Dmy_family_{t-1} + f(Industry \& Year Dummies) + \mu
 \end{aligned}$$

自變數	預期方向	係數	P 值	dy/dx
ABDISEXP	+	0.8786	0.0150	0.0774
ROA	-	-1.0394	0.0150	-0.0916
TENURE	-	-0.0332	0.0000	-0.0029
AGE	+	-0.0140	0.0270	-0.0012
Dmy_Age	+	0.3844	0.0660	0.0390
BHAR	-	-0.1822	0.0680	-0.0161
MVE	?	-0.0842	0.0110	-0.0074
Dmy_Family	-	-0.9042	0.0000	-0.0821
Pseudo R ²		0.0721		
觀測值為 7021，其中經理人有異為 826 個				

表 4-7 為透過生產成本進行實質盈餘管理之實證結果，結果顯示 ABPROD 與經理人離職間的機率並未達顯著水準(P 值為 0.827)。馬依萍(2007)在測試我國企業是否利用實質盈餘管理來避免年度盈餘損失時，亦未發現有顯著利用生產成本增加來提高盈餘的情形，因此，本研究推測我國企業透過增加生產成本來進行盈餘管理的情形可能較少，使得 ABPROD 與經理人離職機率間的關係並不明顯。其可能原因為台灣製造業係偏向高科技電子製造業，其產業特性是產品生命週期短且單價高，時效性不長而且容易過時，存貨堆積成本可能過高，加上查核人員在查核存貨時皆會特別注意這類存貨的評價，因此降低了經理人利用增加生產量來進行盈餘管理的動機。

表 4-7 經理人異動與利用異常生產成本實質盈餘管理之實證結果

$$\begin{aligned}
 TURNOVER_t = & \gamma_0 + \gamma_1 ABPROD_{t-1} + \gamma_2 ROA_{t-1} \\
 & + \gamma_3 TENURE_{t-1} + \gamma_4 AGE_{t-1} + \gamma_5 Dmy_age_{t-1} + \gamma_6 BHAR_{t-1} + \\
 & \gamma_7 MVE_{t-1} + \gamma_8 Dmy_family_{t-1} + f(Industry \& Year Dummies) + \mu
 \end{aligned}$$

自變數	預期方向	係數	P 值	dy/dx
ABPROD	—	0.0533	0.8270	0.0045
ROA	—	-1.0640	0.0440	-0.0908
TENURE	—	-0.0284	0.0000	-0.0024
AGE		-0.0164	0.0260	-0.0014
Dmy_Age	+	0.2827	0.2500	0.0268
BHAR	—	-0.1839	0.1060	-0.0157
MVE	+	-0.0564	0.1190	-0.0048
Dmy_Family	—	-0.9155	0.0000	-0.0818
Pseudo R ²		0.068		
觀測值為 5708 個 ¹ ，其中經理人有異動為 643 個				

¹ 由於非製造業並無生產成本，此實證模型之觀測值僅包含製造業。

第四節 敏感性分析

在文獻回顧第一節中提及當經理人的績效低於同產業其他公司表現時，就容易遭到更換(Gibbons and Murphy 1990)，即董事會會參考同質性產業中的相對績效指標來過濾掉產業與市場的干擾因素，增加衡量經理人績效的精確度，當董事會發現經理人績效低於產業中潛在繼任者的平均會計績效時，現任經理被汰換的機率就提高了，所以，本研究將此因素納入考量，進一步將情境限縮為經理人存在被更換之潛在風險的樣本，換言之，這些經理人有較強烈的動機去進行盈餘管理以提高會計績效，因此，另將樣本分為 ROA 小於與大於產業中位數之樣本再作測試，表 4-8 至表 4-10 為其實證結果。

從表 4-8 之結果發現，在績效較差之樣本群中，DACC 對經理人離職機率之增額影響仍為正相關，當 DACC 增加一單位，經理人離職增額影響就增加 4.06%，且達 5% 顯著水準(P 值為 0.0220)，但 DACC 對於經理人離職機率的總影響仍顯著為負(0.3931-1.9293=-1.5362)，此結果與表 4-5 利用完整樣本之實證結果相同，然在績效較佳之樣本群並未發現此一結果。

表 4-8 考慮產業績效進行經理人異動與應計項目盈餘管理之實證結果

自變數	ROA 低於產業中位數			ROA 高於等於產業中位數		
	係數	P 值	dy/dx	係數	P 值	dy/dx
DACC	0.3931	0.0220	0.0406	-0.0531	0.7320	-0.0039
CFO	-1.9293	0.0130	-0.1992	-0.3295	0.6300	-0.0207
TACC	-0.8136	0.0800	-0.0840	-0.2829	0.3770	-0.0241
TENURE	-0.0352	0.0000	-0.0036	-0.0255	0.0080	-0.0019
AGE	-0.0049	0.5480	-0.0005	-0.0325	0.0020	-0.0024
Dmy_age	0.3658	0.1490	0.0429	0.3442	0.3630	0.0288
BHAR	-0.1730	0.2330	-0.0179	-0.0969	0.4560	-0.0071
MVE	-0.0949	0.0400	-0.0098	-0.0588	0.2470	-0.0043
Dmy_family	-0.9230	0.0000	-0.0983	-0.8879	0.0000	-0.0669

Pseudo R² = 0.0782

觀測值 = 3415

Pseudo R² = 0.0686

觀測值 = 3606

表 4-9 為考慮產業 ROA 中位數後，經理人異動與 ABCFO 實質盈餘管理之實證結果，結果發現在經理人被更換風險較高的樣本群中，若進行利用銷貨條件之實質盈餘管理行為，每一單位的異常現金流量雖能提高盈餘，但也將使得經理人離職機率顯著提高 9.42%，表示董事會較無法容忍此一有損企業長期價值之盈餘管理行為。

表 4-9 考慮產業績效後經理人異動與異常營運現金流量盈餘管理之實證結果

自變數	ROA 低於產業中位數			ROA 高於等於產業中位數		
	係數	P 值	dy/dx	係數	P 值	dy/dx
ABCFO	-0.9143	0.0140	-0.0942	0.0842	0.8370	0.0062
ROA	-1.6043	0.0000	-0.1653	0.1426	0.7580	0.0104
TENURE	-0.0347	0.0000	-0.0036	-0.0255	0.0080	-0.0019
AGE	-0.0037	0.6510	-0.0004	-0.0321	0.0030	-0.0024
Dmy_age	0.3485	0.1700	0.0405	0.3405	0.3690	0.0285
BHAR	-0.1166	0.4160	-0.0120	-0.1181	0.3650	-0.0087
MVE	-0.0857	0.0670	-0.0088	-0.0620	0.2430	-0.0045
Dmy_family	-0.9344	0.0000	-0.0994	-0.8927	0.0000	-0.0674
	Pseudo R ² = 0.0806			Pseudo R ² = 0.0682		
	觀測值 = 3415			觀測值 = 3606		

表 4-10 為考慮產業中位數後之裁決性費用支出減少盈餘管理實證結果，結果顯示在低於產業中位數之樣本群，利用裁決性費用之實質盈餘管理使得經理人離職機率降低並未達顯著水準，有趣的是，在 ROA 中位數大於 0 的樣本中，ABDISEXP 與經理人離職機率呈現顯著正相關，代表每一單位的裁決性費用支出的減少可有效降低 7.84% 經理人離職機率，因此，本研究推論董事會確實很有可能

無法看穿透過減少裁決性費用支出之盈餘管理行為，而誤以為經理人的績效很好。

表 4-10 考慮產業績效後經理人異動與異常裁決性支出盈餘管理之實證結果

自變數	ROA 低於產業中位數			ROA 高於等於產業中位數		
	係數	P 值	dy/dx	係數	P 值	dy/dx
ABDISEXP	0.3868	0.4860	0.0400	1.0585	0.0300	0.0772
ROA	-1.6008	0.0000	-0.1655	-0.0383	0.9350	-0.0028
TENURE	-0.0349	0.0000	-0.0036	-0.0255	0.0080	-0.0019
AGE	-0.0041	0.6170	-0.0004	-0.0315	0.0030	-0.0023
Dmy_age	0.3545	0.1650	0.0414	0.3292	0.3930	0.0273
BHAR	-0.1015	0.4780	-0.0105	-0.1221	0.3450	-0.0089
MVE	-0.0982	0.0330	-0.0102	-0.0657	0.2180	-0.0048
Dmy_family	-0.9340	0.0000	-0.0996	-0.8922	0.0000	-0.0671
	Pseudo R ² = 0.0786 觀測值 = 3415			Pseudo R ² = 0.0699 觀測值 = 3606		

表 4-11 為考慮產業 ROA 中位數後，經理人異動與 ABPROD 實質盈餘管理之實證結果，其結果顯示無論在何組樣本，利用異常生產成本進行盈餘管理與經理人離職機率間皆不具顯著關係，因此不另加探討。

表 4-11 考慮產業績效後經理人異動與異常生產成本盈餘管理之實證結果

自變數	ROA 低於產業中位數			ROA 高於等於產業中位數		
	係數	P 值	dy/dx	係數	P 值	dy/dx
ABPROD	0.0682	0.8650	0.0068	-0.2442	-0.7900	-0.0173
ROA	-1.5505	0.0030	-0.1538	0.0267	0.0500	0.0019
TENURE	-0.0278	0.0020	-0.0028	-0.0246	-2.2900	-0.0017
AGE	-0.0072	0.4550	-0.0007	-0.0330	-2.6200	-0.0023
Dmy_age	0.3392	0.2530	0.0379	0.0712	0.1600	0.0052
BHAR	-0.1445	0.3980	-0.0143	-0.0871	-0.6300	-0.0062

MVE	-0.0741	0.1420	-0.0073	-0.0328	-0.5400	-0.0023
Dmy_family	-1.0157	0.0000	-0.1068	-0.8119	-5.4800	-0.0594
	Pseudo R ² = 0.0816			Pseudo R ² = 0.0666		
	觀測值 = 2907			觀測值 = 2801		



第五章 結論與建議

第一節 研究結論

由於經理人離職與會計績效之連結程度高，因此當經理人績效表現不佳時即出現盈餘管理之動機，本研究即在檢視當董事會衡量經理人績效以決定是否更換經理人時，對於盈餘的各個組成元素是否給予不同權重的標準，特別是經理人盈餘管理行為對經理人離職機率的敏感性是否提高；而盈餘管理方式可分為應計項目與實質盈餘管理二種，本研究的第一個部分在於探討應計項目盈餘管理與經理人離職機率的關連性，其中應計項目盈餘管理的代理變數為裁決性應計數，研究結果發現，經理人離職機率與真實盈餘間為顯著負相關，而裁決性應計數對於經理人離職機率的增額影響為正相關，且裁決性應計數對於經理人離職機率的總影響數並不為零，因此，對董事會而言，裁決性應計數的資訊在決定是否更換經理人的決策上為攸關資訊，且董事會對於裁決性應計數的權重低於能給公司帶來真實價值的營運現金流量，顯示董事會對於裁決性應計數所提高之盈餘的確會給予折扣，尤其是當經理人績效低於產業中位數時更為明顯。

本研究的第二個部分在於探討實質盈餘管理與經理人離職機率的關連性，研究結果發現，提高銷貨折扣或利用寬鬆的銷貨條件來提高盈餘之行為會增加經理人離職機率的敏感性，唯其統計上並不顯著，但在績效低於產業中位數的樣本中即有顯著增加經理人離職機率的情形，顯示董事會可能能夠看穿此種實質盈餘管理所產生的盈餘因此給予折扣，而當董事會能發現此種盈餘管理方式時，就會瞭解這將有損於公司的未來價值，因此會進一步對利用銷貨條件進行盈餘管理行為之經理人做出懲罰。第二種實質盈餘管理方式為減少裁決性費用的支出，研究結果發現透過此種實質盈餘管理反而顯著地降低經理人的離職機率，可能的解釋是經理人減少裁決性費用支出來提高盈餘的確成功的讓董事會以為績效提高了。第三種透過生產成本的增加來提高盈餘之實質盈餘管理行為，研究結果未發現與經

理人離職機率間有何種顯著的關聯性，而國內文獻在研究公司是否會透過生產成本的增加來避免盈餘為負之情形產生時，亦未發現顯著結果，因此，本研究推論國內公司較少透過生產成本的增加來提高盈餘，所以與經理人離職機率未能出現統計檢定上之顯著性。



第二節 研究限制

首先，本研究之研究問題在於董事會對經理人離職決策之探討，因此，應將經理人異動的樣本限縮為強迫性離職為佳，然而經理人離職原因資料，在我國公開資訊觀測上雖有揭露，但蔡柳卿與陳慧(2006)即指出：在中國人講究人情的社會中，公開揭露的原因很可能未必反映現實情況，他們的研究進一步就報章媒體查詢後發現，確實存在「公告原因為『退休』，但實則和經營績效有關」的情形，因此，本研究僅粗略地將經理人變動事件都納入，而未能將樣本進一步分為強迫性或自願性離職，可能是導致本研究部分檢定結果不如預期的原因。

第二，雖然本研究之樣本期間為民國 86 年至民國 97 年，但台灣經濟新報社資料庫所提供經理人異動資料型態是現任及前四任經理人任職的起迄時間，如果某一公司更換經理人較為頻繁，則該公司所涵蓋的樣本期間就比較短，進入樣本的筆數也就較少，加上只要有任何一部分的資料從缺，則該樣本就會被剔除，使得樣本的完整性與可靠性受到限制，此外，由於取得資料屬於次級資料，因此無法避免原始資料已存在人為疏失或錯誤情形。

第三，過去的文獻(Dechow et al., 1995)指出，即使在樣本沒有偏誤下，仍有將錯將正常應計數歸為裁決性應計數的可能(型 I 錯誤)，或者應計項目盈餘管理的估算模型存在有遺漏變數的問題，導致解釋力(low power test)降低，使得盈餘管理數無法被偵測出(型 II 錯誤)等問題，實質盈餘管理亦有相同疑慮。

第四，從假說一的實證結果可發現盈餘的組成分子對於經理人離職決策具有不同的權重，但因為實質盈餘管理所計算出來的異常現金流量對於盈餘的直接影響數為何並不明確，使得在測試假說二時無法同假說一之作法將盈餘做進一步的拆解，而僅針對異常現金流量的增額影響作解釋。

第三節 未來研究建議

本研究尚有許多未臻完善之處，謹於此提出若干相關方面之研究建議，以供未來的研究者參考：

本篇研究在計算 ROA 與盈餘管理數時皆使用原始數字，但有些公司因為產業特性或者公司政策，原本就存有較高的應計數，若能直接以變動數替代絕對盈餘管理數與盈餘，更能夠精確反應出公司在經理人離職前後期其盈餘管理程度的變動情況，及其對盈餘變動數的增減影響，如此一來，將可避免不同公司間因應計數多寡而互有抵消的效果，而能夠更清楚看出董事會對盈餘管理與經理人離職間的關係。

當經理人會計績效不佳時，進行盈餘管理以提高盈餘的動機就愈加強烈，即盈餘與盈餘管理數間存有負相關性，表示當會計績效差時，盈餘管理數也會較高，實證結果發現裁決性應計數及異常營運現金流量與經理人離職機率間具有顯著正相關性，當盈餘管理數愈多時，經理人離職機率就愈高，然而本研究未進一步釐清盈餘管理數的增加對於經理人離職機率的提高是否是因為會計績效不佳的緣故所導致。

參考文獻

- 李馨蘋與劉清明，2007，從公司治理與企業績效之觀點看高階主管異動之因素，*真理財經學報*，第十六期，1-22。
- 馬依萍，2007，經營決策行為與盈餘管理之關聯性研究，國立台灣大學會計研究所未出版碩士論文。
- 黃柏庭，2006，真實營業活動相關之盈餘管理研究，國立政治大學會計研究所未出版碩士論文。
- 楊朝旭與蔡柳卿，2003，總經理更換與相對績效評估，*人力資源管理學報*，第三卷，第一期，63-80。
- 蔡柳卿與陳慧蕙，「公司治理對總經理更換—公司績效敏感性之影響：台灣上市公司之證據」，*管理研究學報*，第六卷，第二期，2006年，頁273-305。
- 歐陽豪與莊雙喜，2008，公司治理、相對績效與高階管理者離職關係之實證研究。
- Allgood, S. and K. Farrell (2000). The effect of CEO tenure on the relation between firm performance and turnover. *Journal of financial research* 23(3): 373.
- Banker, R. and S. Datar (1989). Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation. *Journal of Accounting Research* 27(1): 21-39.
- Barro, J. and R. Barro (1990). Pay, performance, and turnover of bank CEOs. *Journal of Labor Economics* 8(4): 448-481.
- Barton, J. and P. Simko (2002). The balance sheet as an earnings management constraint. *Accounting Review* 77: 1-27.
- Bartov, E. (1993). The timing of asset sales and earnings manipulation. *Accounting Review* 68(4): 840-855.
- Brookman, J. and P. D. Thistle (2009). CEO tenure, the risk of termination and firm value. *Journal of Corporate Finance* 15(3): 331-344.

- Clikeman, P. (2003). Where auditors fear to tread. *Internal Auditor* 60(4): 75-79.
- Dechow, P. and R. Sloan (1991). Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14(1): 51-89.
- Dechow, P., R. Sloan, et al. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review* 70(2): 193-225.
- Defond, M. and M. Hung (2004). Investor protection and corporate governance: Evidence from worldwide CEO turnover. *Journal of Accounting Research*: 269-312.
- Denis, D. and D. Denis (1995). Performance changes following top management dismissals. *The Journal of Finance* 50(4): 1029-1057.
- Denis, D., D. Denis, et al. (1997). Ownership structure and top executive turnover. *Journal of Financial Economics* 45(2): 193-221.
- Engel, E., R. Hayes, et al. (2003). CEO turnover and properties of accounting information. *Journal of Accounting and Economics* 36(1-3): 197-226.
- Ewert, R. and A. Wagenhofer (2005). Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review* 80: 1101.
- Farrell, K. A. and D. A. Whidbee (2003). Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. *Journal of Accounting and Economics* 36(1-3): 165-196.
- Gibbons, R. and K. Murphy (1990). Relative performance evaluation for chief executive officers. *Industrial and Labor Relations Review*: 30-51.
- Gonedes, N. (1972). Efficient capital markets and external accounting. *Accounting Review* 47(1): 11-21.
- Graham, J., C. Harvey, et al. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40(1-3): 3-73.

- Guan, L., C. Wright, et al. (2005). Earnings Management and Forced CEO Dismissal. *Advances in Accounting* 21: 61-81.
- Gunny, K. (2005). What are the consequences of real earnings management?,
UNIVERSITY OF CALIFORNIA, BERKELEY.
- Hazarika, S., J. Karpoff, et al. (2009). Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. SSRN eLibrary.
- Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7(1-3): 85-107.
- Healy, P. and J. Wahlen (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*: 365.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review* 88(1): 96-118.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (2008). Transparency and corporate governance. SSRN eLibrary.
- Hill, C. W. L. and P. Phan (1991). CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay. *The Academy of Management Journal* 34(3): 707-717.
- Holmstrom, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *Bell Journal of Economics* 10(1): 74-91.
- Huson, M., R. Parrino, et al. (2001). Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *The Journal of Finance* 56(6): 2265-2297.
- Jackson, S. and M. Pitman (2001). Auditors and earnings management. *CPA JOURNAL* 71(7): 38-45.
- Jensen, M. and K. Murphy (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of political economy* 98(2).
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations.

- Journal of Accounting Research* 29(2): 193-228.
- Kang, J. and A. Shivdasani (1995). Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics* 38(1): 29-58.
- Kothari, S., A. Leone, et al. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39(1): 163-197.
- Lausten, M. (2002). CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms. *International Journal of Industrial Organization* 20(3): 391-414.
- LEL, U. and D. MILLER (2008). International Cross-Listing, Firm Performance, and Top Management Turnover: A Test of the Bonding Hypothesis. *THE JOURNAL OF FINANCE* 63(4).
- Leuz, C., D. Nanda, et al. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison* 1. *Journal of Financial Economics* 69(3): 505-527.
- Lo, K. (2008). Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting and Economics* 45(2-3): 350-357.
- Murphy, K. (1999). Executive compensation. *Handbook of Labor Economics*. Elsevier, Amsterdam: pp. 2485–2563.
- Murphy, K. and J. Zimmerman (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics* 16(1-3): 273-315.
- Neumann, R. and T. Voetmann (2005). Top executive turnovers: Separating decision and control rights. *Managerial and Decision Economics* 26(1): 25-37.
- Parrino, R. (1997). CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics* 46(2): 165-197.
- Pourciau, S. (1993). Earnings management and nonroutine executive changes. *Journal of Accounting and Economics* 16(1-3): 317-336.

- Reitenga, A. and M. Tearney (2003). Mandatory CEO retirements, discretionary accruals, and corporate governance mechanisms. *Journal of accounting auditing and finance* 18(2): 255.
- Roychowdhury, S. (2004). Management of earnings through the manipulation of real activities that affect cash flow from operations.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42(3): 335-370.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons* 3(4): 91-102.
- Volpin, P. F. (2002). Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics* 64(1): 61-90.
- Watts, R. and J. Zimmerman (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting Review* 53(1): 112-134.
- Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20(1-2): 431-460.
- Zang, A. Y. (2007). Evidence on the Tradeoff Between Real Manipulation and Accrual Manipulation. *SSRN eLibrary*.