

# 高階管理者更迭與繼任型態及人力資本對公司經營績效與盈餘管理間關係之研究

## The Study of the Relationships between CEO Turnover and Successor on Corporate Performance and Earnings Management as Moderated by Human Capital

葉上葆<sup>1</sup> 曹常鴻<sup>2</sup> 蔡如蕙<sup>3</sup>

### 摘要

在全球化潮流下，企業面臨激烈競爭越趨，高階管理者背負的壓力也越大，是故更迭頻率屢創新高。公司營運重大政策大多都是由高階管理者主導，所以當高階管理者發生更迭時，就會對公司的經營績效產生影響，而其更迭的原因則為重要因素。當高階管理者更迭肇因於財務績效時，會連帶產生盈餘管理之問題。本研究發現以往對於管理者更迭議題大多著重於對公司財務績效之關係，然而對更迭原因、繼任者以及盈餘管理方面缺乏相關探討。

本文在探討高階管理者更迭的原因、繼任者型態和人力資本以及繼任者盈餘管理行為之間的相關性。當公司更換高階管理者之原因不同時，對公司經營績效與盈餘管理並未有顯著之影響；而高階管理者之繼任型態若為內部繼任者對公司未來有較佳之經營績效；當高階管理者更迭為策略因素且年齡較低、教育程度低時，則公司經營績效會降低；當繼任者之年齡越大時，越會有盈餘管理現象產生；且當更迭原因為策略因素、繼任者之年齡越高且教育程度越低，此時越會出現所謂的盈餘管理行為。本研究探討與彙整許多國內外高階管理者更迭與績效之相關文獻做出假設，進而以實證方式進行分析，最後提出結論。本研究亦對後續研究建議與實務建議提出不同之見解。

**關鍵詞：**高階管理者更迭、繼任型態、公司績效、盈餘管理

### Abstract

Under the trend going toward globalization, enterprises are facing elevated competition. Under such circumstance, the pressure has gone to corporate CEO, in which frequent and rapid change has shortened the tenure ship. The role of CEO turnover and succession is thus becoming salient in the modern business practices. This study tends to explore the relationships among CEO turnover and succession on corporate, as well as earnings management. Conclusions and recommendations were also discussed following the raised

<sup>1</sup> 立德管理學院國際企業管理所副教授兼系主任/所長

<sup>2</sup> 立德管理學院國際企業管理所副教授

<sup>3</sup> 立德管理學院國際企業管理所研究生

proposals.

**Keywords :** CEO Turnover、Successor Types、Corporate Performance、Earnings Management

## 1. 緒論

在全球化的潮流下，企業的經營環境面臨劇烈變動，競爭越趨激烈，績效導向的觀念更是不可擋之趨勢。高階管理者之更迭率節節攀升是全球趨勢，美國《商業與策略》雜誌每年都發表高階管理者更迭率報告，2005 年全球有 15.3% 的高階管理者離職，這是近年來的最高比例，和十年前相比，成長七成。IBM 也於 2005 年發表「2005 年全球人力資本研究報告(The Global Human Capital Study 2005)」，報告中顯示亞太地區高階主管離職率高達 14%，遠高於歐洲地區與美洲地區。而以國內上市公司而言，近年來高階管理者更迭的頻率由 9% 上升到 24%，因此可知高階管理者更迭之頻率越見頻繁。公司更換重要高階管理者屬於必須公開的重大訊息，且在台灣的上市公司中，高階管理者更換的訊息屢見不鮮，由此可見高階管理者更換事件對公司的價值之重要性(黃旭輝, 2006)。

一般而言，若高階管理者的績效遠低於董事會或市場所預期或可接受的程度時，企業會較傾向更迭高階管理者。因高階管理者在公司營運上扮演舉足輕重的角色，公司營運之重大政策大多都是由其主導，所以當高階管理者發生更迭時，便可能會對公司的經營績效產生影響(Farrell & Whidbee, 2002；邱淑媛、李淑玲, 2005)。

過去對於企業高階管理者更迭原因、過程及其對企業的影響仍然缺乏足夠的研究(Allen & Panian, 1982；Kesner & Sebor, 1994)。近十年間，高階管理者更迭議題在國內外研究幾乎聚焦在公司績效部份(Murphy & Zimmerman, 1993；Denis & Denis, 1995；陳建宏, 2001)。如對於高階管理者更迭與公司績效關係，國內外相關學者的研究結果並無一致的結論。一派學者提出當公司經營績效下降時，公司會更換高階管理者以提升其績效(Weisbach, 1988；Denis & Denis, 1995；Huson, Malatesta & Parrino, 2001；Shen & Cannella, Jr., 2002)。另一派學者則認為當公司更換高階管理者時常導致公司經營績效之滑落(Beatty & Zajac, 1987；鄭美麗, 2002)。

則過去的研究中對於高階管理者更迭主要著重於企業績效表現，對於更迭的其他原因缺乏充分探討(Beatty & Zajac, 1987；Murphy & Zimmerman, 1993；Denis & Denis, 1995)，此與產業實務之間有明顯落差。且在企業永續經營的前提下，更迭與繼任是相同時間下的接續行為，因此高階管理者更迭後繼任者型態也會影響到公司之績效(Huson et al., 2004；黃乃純, 2003)。研究結果普遍顯示，當繼任者來自於公司內部時市場比較傾向於給予正面的反應(Furtado & Rozeff, 1987；Davidson III, Worrell & Cheng, 1990)；而若繼任者來自於公司外部時，可能帶來革新的政策而提昇公司的價值(Warner, Watts & Wruck, 1988)。故高階管理者的更迭與繼任者選任對公司經營績效具有關鍵的影響性。但大部分對於高階管理者更迭之研究只探討更迭與績效的關係(Beatty & Zajac, 1987；Denis & Denis, 1995)，鮮少將可能對兩者會有影響之繼任者型態也一併討論。

過去對於更迭與財務績效間關係之相關研究顯示，一般高階管理者更迭普遍肇因於財務績效，故繼任者為順利在位且維持正盈餘下會採取盈餘管理之手段以保住任期(Hayn, 1995；Burgstahler & Dichev, 1997；林玫秀，2002)。此外，在更迭之後的財務績效一般而言都是顯著優於更迭之前的績效(Huson, Malatesta & Parrino, 2001；Shen & Cannella, Jr., 2002)。綜合此兩觀點來看，繼任者可能因為背負更迭者在財務績效壓力，因而將繼任的焦點集中於改善財務績效以延長任期；反之，若無法在短期內達到最佳績效時，則可能在改善績效時會摻雜盈餘管理之手段。再從人力資本的角度來看，人力資本在公司中有其重要性(Hitt et al., 2001)，理論上管理者的人力素質越高其能力越好，在績效表現上應該會更好(Zwell & Ressler, 2000；陳靜芬，2005)，所以較不會有盈餘管理之行為。然而過去研究對繼任者其型態與人力資本之盈餘管理現象鮮少提及，也未能指出何種型態的繼任者較易從事盈餘管理，因此本研究透過人力資本進而探討對高階管理者更迭、繼任型態以及對公司經營績效與盈餘管理之影響。

綜上所述高階管理者更迭之研究主要注重於以績效表現來探討，對於更迭的原因、繼任者型態、人力資本以及繼任者的盈餘管理行為都是過去研究沒有深入探討的部份。因此，本研究旨在將高階管理者更迭的原因(策略一致性、財務績效或其他原因)、繼任者型態(由內部晉升或聘請外部人士)、人力資本(年齡、教育程度)以及基於更迭原因其繼任者是否會因績效壓力而有盈餘管理現象一併探討，以達下列目的：

- (1) 探討高階管理者更迭原因對公司經營績效與盈餘管理之影響。
- (2) 探討繼任者型態對公司經營績效與盈餘管理之影響。
- (3) 探討高階管理者更迭原因與繼任者型態及人力資本對公司經營績效之影響。
- (4) 探討高階管理者更迭原因與繼任者型態及人力資本對盈餘管理之影響。

## 2. 文獻回顧與研究假設

### 2.1 高階管理者更迭原因與公司經營績效間之關係

對於高階主管更迭原因的分類皆有所不同，Denis and Denis (1995)分成強迫離職、績效下滑、追求管理者個人目標、未預期的退休、退休、正常的接替、生病或死亡、其他與未說明原因等。陳建宏(2001)將經理人的更迭原因分成 10 類，包括公司內部調升、挖角、購併、經營績效不佳、與董事理念不合、財務危機、年屆退休等；另外還有可能是因為外在環境、外部誘因等所影響而造成。

對於高階管理者更迭與公司績效之關係，過去國內外相關的研究結果並無一致的結論。一派學者提出當公司經營績效下降時，公司會更換高階管理者以提升其績效(Warner, Watts & Wruck, 1988；Weisbach, 1988；Denis & Denis, 1995；Huson, Malatesta & Parrino, 2001；Shen & Cannella, Jr., 2002)。然而另一派學者則認為當公司更換高階管理者時常導致公司經營績效之滑落(Beatty & Zajac, 1987；Bendeck & Waller, 1999；鄭美麗，2002)。許多實證研究指出高階管理者更迭與績效呈現負向關係(Beatty & Zajac, 1987；Weisbach, 1988；Suchard, 2001)。陳建宏(2000)發現公司高階管理者異動之後的經營績效方面，無論自願異動與非自願異動的公司，在經理人異動之後的兩年，其相對經營績效都是呈現負

向反應，亦即公司經營績效並沒有因為公司更換經理人而獲得改善，反而落後於同產業的經營績效。

Kesner and Sebor (1994)認為，如此不同的研究結果主要是因為研究者對於研究對象及研究期間的選擇、主要變數的衡量與統計分析方法不盡相同所造成。而更迭原因之不同，當然對公司經營績效之影響也不同。在大多數的文獻中均發現公司策略與經營績效是呈現顯著相關的。Venkatraman(1989)認為公司之策略會影響公司的績效，而 Durand and Coeurderoy (2001)也指出策略與績效有正相關，因此當公司更迭高階管理者以策略為主時會對公司經營績效產生影響；但也有研究發現，公司因財務績效不佳而更迭高階管理者的確可以改善公司的營運情形。研究結果顯示公司會發生高階管理者更迭其中重要因素是財務績效不佳，並認為若公司採取適當的方式進行高階管理者的更迭，將可改善公司績效(Pfeffer, 1986；Denis & Denis, 1995)；然而黃品悅(2005)研究結果顯示，公司更迭高階管理者之原因為屆齡退休時市場對此的反應較佳，但若是其他原因的更迭(如策略理念不一致、績效不佳)時，市場則產生負面的反應，但就退休原因而言，高階管理者更迭後的公司經營績效並無較差的情形。由上述文獻可知，不同的高階管理者更迭原因對公司經營績效會帶來不同之影響。

由過去研究可知，當高階管理者更迭時確實會對公司之績效造成影響，由於更迭原因之不同，當然對公司經營績效之影響也不同。所以本研究以策略理念不一致、財務績效不佳以及其他(如:死亡、退休、正常替換、政治權利等等)原因來探討對公司經營績效之影響，故形成假設 1。

H1：不同高階管理者更迭原因對公司經營績效有顯著之差異。

## 2.1 高階管理者更迭原因與盈餘管理間之關係

盈餘管理的發生在於經營管理者利用其在財務報表及交易結構的可裁決性，掩飾公司的實際績效，其目的在於藉以滿足操縱者之自身利益(Healy & Wahlen, 1999)。Weisbach (1985)指出，除了市場績效外，會計績效(例如盈餘)也與高階管理者的更迭相關。實證結果顯示高階管理者更迭後會使得公司的盈餘提升，也顯示出高階管理者變動與不良績效相關(Murphy & Zimmerman, 1993)。

在高階管理者更迭的原因中，財務績效為較明顯會影響其更迭的因素。因此，公司高階管理者為避免報導盈餘下降或損失的現象，以招致更動命運，故主導盈餘管理在實務上是一普遍現象(Burgstahler and Dichev, 1997)。普遍實證研究也發現，管理高層為了下一年度的財務預測，會施行盈餘管理的手段(Kasznik, 1999；Plummer & Mest, 2001)。若將產業競爭因素加入考量，研究結果顯示在非例行性高階管理者變動下(例如因財務績效不佳而被迫更迭)，其高階管理者相對於未發生變動公司之高階管理者較傾向從事盈餘管理(李傳儒，2000)。

當公司實際盈餘低於原管理者所公佈之盈餘預測值時，管理者會利用正的可裁決性應計項目(discretionary accruals)將報導盈餘向上調整(Kasznik, 1999)。由於高階管理者承受來自內、外部績效的壓力，可能會為自利動機而進行盈餘管理以達到預期目標，而當公司管理者與董事會間所訂報酬契約是以盈餘為紅利酬勞之基礎時，公司管理者為達契

約限制條件或規定，就會利用會計應計項目操縱盈餘管理，以達到董事會預期的目標 (Scott & Pitman, 2001)。De Angelo (1988)發現經理人為了保衛企業經營權，有可能會藉由裁決性應計項目來操縱盈餘，以美化其經營績效；Scott and Pitman(2001)研究結果也證實管理階層確實會透過操縱盈餘的方式以影響現在與未來之獎酬；Myers and Skinner (2000)發現自 1987 年開始，有 399 大公司連續 17 季的報導盈餘是穩定增加，可能是盈餘管理的現象所造成。

根據上述文獻，高階管理者更迭原因之不同，會對公司績效產生不同之影響，而當繼任者基於績效壓力下高階管理者很可能有盈餘管理之行為產生，因此不同的高階管理者更迭原因也進而會影響高階管理者之盈餘管理。然而從策略面來看，當高階管理者更迭原因以策略為主時，由於並非針對以財務為主，策略方向以長期且穩定為主屬於理性之遠期規劃，因此產生盈餘管理現象較少。再從其他更迭原因(如自然更迭、屆齡退休)來看，由於其屬於正常性更動，因此產生盈餘管理之現象也應該會較小。由此可知高階管理者更迭原因不同也會產生不同程度之盈餘管理。因此本研究推論形成假設 2。

H2：不同高階管理者更迭原因對盈餘管理有顯著之差異。

## 2.2 繼任者型態與公司經營績效、盈餘管理間之關係

Davidson, Worrell and Cheng(1990)主張定義內部繼任者在該公司至少需有六年以上年資，而外部繼任者則在公司任職低於一年者。Boeker and Goodstein(1991)對繼任者型態之定義，以繼任者是否曾在公司任職作為區分的標準，若繼任者目前或過去曾在公司任職則定義為內部繼任者，若目前或過去未曾在公司任職則定義為外部繼任者。Huson, Malatesta and Parrino (2001)對高階管理者繼任者型態進行定義，即繼任者已於該公司工作一年以上者歸類為內部繼任者，其餘則被歸類為外部繼任者。

對於高階管理者繼任與公司經營績效之間的關係，將繼任經營者的類型依來源區分為內部繼任者(insider Successor)、及外部繼任者(outsider Successor)二種來探討繼任者在繼任後之經營績效，其結果並不相同。Huson et al.(2004)和黃乃純(2003)也皆指出不同繼任型態的高階管理者，確實會對公司未來經營績效產生不同之效果。Clayton and Rosenberg(2000)發現繼任者型態會影響公司股價波動幅度。當公司經營績效良好時，董事會傾向選用內部繼任者，當繼任者來自於公司內部時，因熟悉公司的運作又比較不容易引起公司內部的反抗，市場比較傾向於給予正面的反應(Furtado & Rozeff, 1987；Davidson III et al., 1990)。然而，當公司經營績效不佳時，董事會傾向選任外部繼任者，當繼任者來自於公司外部時，則可能因帶來革新的政策而提昇公司的價值(Warner, Watts & Wruck, 1988)。當高階管理者更迭後選任不同背景的繼任者，會讓公司經營績效有不同的結果(Dalton & Kesner, 1985)。由此可見當高階管理者更迭後繼任者型態之不同(如繼任者來自內部或外部)會影響公司的經營績效，故本研究推論形成假設 3。

H3：繼任型態之不同，其對公司經營績效具顯著之差異。

近年來多數研究者都發現，績效不佳的公司，高階管理者更迭後由外部繼任者來領導公司的機會較大(Canella & Halubatkin, 1993；Datta & Guthrie, 1994)。Vancil(1987)指

出，當高階管理者更迭原因為例行性變動下，前後任高階管理者較少會進行自利性的盈餘管理。Murphy and Zimmerman (1993)研究提出高階管理者變動與不良績效相關，也提出高階管理者更迭前後公司在財務方面的表現，實證結果顯示高階管理者更迭後會使得公司的盈餘提升。

由前述探討中得知，許多研究結果支持高階管理者更迭與公司經營績效具有顯著相關，也就是當公司績效越來越差，則發生高階管理者變動的機率就越大，因此，當繼任者上任在財務績效壓力下為了使表現出的績效較好，避免被董事會所撤換，在此種情況下就會產生盈餘管理之動機，且會視繼任者為內部或外部之繼任型態而有所差異。故本研究推論形成假設4。

H4：繼任型態之不同，其對造成盈餘管理現象具顯著之差異。

### 2.3 高階管理者更迭原因、繼任型態及人力資本與公司經營績效、盈餘管理間之關係

企業如何妥善運用組織內之人力資源，使其成為能替公司帶來價值、提升人力運作的品質，是當前重要之議題。人力是一種資源也是一項值得培養的資本，因為它有助於公司績效，且充分利用人力資本能夠提升員工組織承諾與獲利率(Hitt et al., 2001)。人力資本與組織內人員的關鍵技術(know-how)、能力(capabilities)、技能(skills)以及專業(expertise)等息息相關(Dzinkowski, 2000；陳美純，2001)。陳靜芬(2005)認為人力資本就是將公司內部員工與管理者的知識、技能與經驗，透過人力集結、運用專業知識以創造企業價值。而人力資本一般常用的衡量指標不外乎年齡、教育程度、專業經驗年資等。茲將高階管理者之特性(郭佩文，2003)分述如下：

1. 年齡：高階管理者年齡會影響一家公司創新的程度以及風險的偏好程度，而年齡更是一個重要的特性(Fong, 1995)。Davidson III et al.(1990)研究指出繼任者年齡和股價績效間呈顯著負向關係存在。年齡較輕的管理者勇於承擔風險(Hambrick & Mason, 1984)並較會進行策略變革；年齡較大的管理者較不願意冒險，不願意去採行創新策略(Wiersema & Bantel, 1992)。
2. 教育程度：學歷不但對組織創新有顯著的預測力，更是人口特徵中最重要預測變項(Bantel & Jackson, 1989)。教育程度較高的高階管理者在處理資訊的過程中擁有較佳的能力，同時創新能力也較高(Castle & Jane, 1997)。且根據陳嵩、蔡明田及張淑昭(1987)的研究結果顯示，總經理學歷對經營績效之變異有顯著影響。
3. 年資：在公司中年資較長的高階管理者，對公司的環境與決策走向較熟悉，故較能掌控公司的運作，也就是說工作經驗的累積有助於績效的增加(Taylor, 1975；陳正平，1978)。年資較長的繼任者對企業也有一定的承諾，不輕易變革且較強調穩定及作業取向的策略(Chaganti & Sambharya, 1987)。

Noburn and Birley(1988)探討高階管理者與公司績效之關聯性及不同產業之公司績效與高階管理者特質間之相關程度，研究結果顯示高階管理者特質對公司績效有顯著影響。許多研究指出人力資本與組織的財務績效表現存在相關性(Knight, 1999；Zwell & Ressler, 2000)，且教育程度高、年資越長、工作經驗豐富，也就是人力素質越優良的管

理者，所獲得的知識、專業能力與應變力也越充分，因此越具備經營企業所需的各種能力，所以績效表現也會越好(陳靜芬，2005)；也由於管理者人力素質高、工作能力強，照理而言較不會出現所謂的盈餘操弄之問題。

由於繼任者型態的不同，會影響公司高階管理者更迭後績效表現情況(Huson et al., 2004；黃乃純，2003；楊斯琴，2003)，而當公司績效越來越差，則發生高階管理者變動的機率就越大，因此，當繼任者上任在財務績效壓力下為了使表現出的績效較好，避免被董事會所撤換，在此種情況下就會產生盈餘管理之動機；且李傳儒(2000)也指出在非例行性高階管理者變動下，高階管理者較傾向從事盈餘管理。因此可知高階管理者更迭、繼任者的型態與人力資本又會影響到公司高階管理者更迭後績效表現之情況與盈餘管理之行為。故本研究推論形成假設5、假設6。

H5: 高階管理者更迭原因、繼任型態與人力資本之不同，對公司經營績效具顯著之差異。

H6: 高階管理者更迭原因、繼任型態與人力資本之不同，對盈餘管理現象具顯著之差異。

### 3. 研究設計與方法

#### 3.1 研究架構

本研究依據動機、目的與相關文獻來建立研究架構，並形成概念性架構圖。

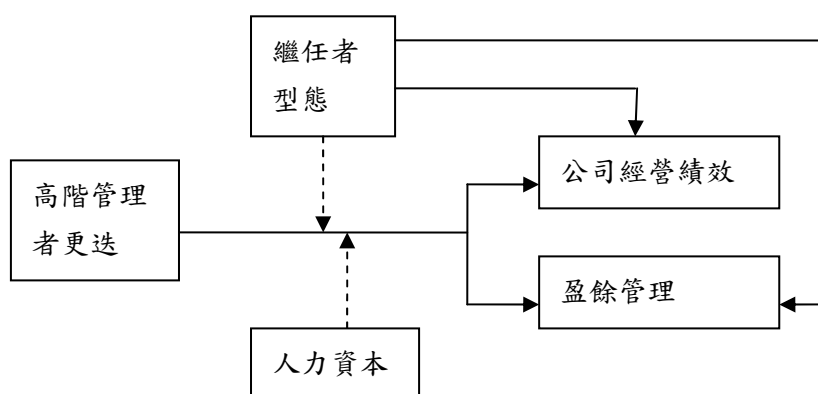


圖 1 概念性架構圖

#### 3.2 資料來源與樣本選取

本研究以西元 2000 年 1 月 1 日至西元 2003 年 12 月 31 日這 4 年中有發生高階管理者更迭的台灣證券交易所上市之非金融業公司為研究樣本，並蒐集西元 1998 年 1 月 1 日至西元 2005 年 12 月 31 日期間公司績效資料進行分析，探討績效變動情形與高階管理者更迭之關聯性。而有關上市公司名稱和日期、總經理更迭年度資料、更迭原因財務資料均取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)、公開資訊觀測站和公開說明書。

本研究樣本乃選取在台灣有高階管理者更迭的上市公司為主，有 16 個產業，剔除已下市公司、更迭後仍為同一經理人、更迭後無公告繼任者與財務資訊不完全的公司



後，共計有 178 家公司為本研究之有效樣本，其中電子業的觀察值最多共計 68 個。

### 3.3 操作性定義與衡量

高階管理者(Chief Executive Officer，簡稱 CEO)一般是指公司或企業之執行長，即為企業內部最高決策者，本研究的高階管理者乃指總經理。高階管理者更迭(CEO Turnover; CEOT)即指總經理更換或異動訊息，以此重大訊息做為總經理更換之事件日。本研究將高階管理者更迭原因歸納為三類：策略理念不一致設虛擬變數為 1、財務績效不佳設虛擬變數為 2 與其他則設虛擬變數為 3。本研究採 Boeker and Goodstein(1991)對繼任型態之定義，以繼任者是否曾在公司任職作為區分的標準，若繼任者目前或過去曾在公司任職則定義為內部繼任者，並設虛擬變數為 0，若目前或過去未曾在公司任職則定義為外部繼任者，並設虛擬變數為 1。本文將高階管理者年齡取平均數 53(含)歲以下設虛擬變數為 0、53 歲以上設虛擬變數為 1；將高階管理者教育程度大學或大專以下(含)設虛擬變數為 0、碩士(含)或以上設虛擬變數為 1。對於公司經營績效部份則採用總資產報酬率(ROA)和股東權益報酬率(ROE)作為公司績效衡量之指標(鄭丁旺，2002)。盈餘管理之衡量則採用 Jones Model 以可裁決性應計項目(DA 值)當盈餘管理代理變數。

## 4. 實證分析

### 4.1 樣本結構分析

本研究是針對 2000 年到 2003 年有高階管理者更迭之公司做為研究樣本，總共為 178 家公司，其內部繼任者有 127 家，外部繼任者有 51 家。

表 1 2000 年到 2004 年高階管理者更迭統計表

	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	合計
內部繼任者樣本數	20	23	35	49	127
(佔高階管理者更迭比率)	(80%)	(68%)	(67%)	(74%)	(71%)
外部繼任者樣本數	6	11	17	17	51
(佔高階管理者更迭比率)	(20%)	(32%)	(33%)	(26%)	(29%)
高階經理人更迭總樣本數	26	34	52	66	178

由表 1 中可知各年度中，內部繼任者的百分比均大於外部繼任者的百分比，而且 4 年合計之內部繼任者人數百分比(71%)也大於外部繼任者人數百分比(29%)，由此可見台灣上市公司之高階管理者繼任型態以內部繼任者居多。

### 4.2 更迭原因、繼任型態及人力資本對公司經營績效、盈餘管理間差異之分析

以更迭原因、繼任型態及人力資本探討對公司經營績效(ROA、ROE)與盈餘管理(DA 值)之影響，為能更清晰說明前後高階管理者對盈餘管理之看法，故將資料庫分成更迭前  $DA < 0$  和更迭前  $DA > 0$ ，然後進行回歸分析。



#### 4.2.1 當 $DA < 0$ 時，高階管理者更迭原因、繼任型態、人力資本與公司經營績效、盈餘管理間之分析

首先主要以回歸分析，顯著水準取0.1值來檢測更迭原因與繼任型態對公司經營績效與盈餘管理之影響，此為模式1；再將更迭原因與繼任型態加入人力資本(年齡、教育)一起探討對公司經營績效與盈餘管理之影響，此為模式2。

由迴歸分析模型1可知，更迭原因、繼任型態對公司經營績效並未達顯著水準，且當加入人力資本變項時，由模型2知更迭原因、繼任型態對公司經營績效亦未達顯著水準，但是在加入人力資本變項後，得知人力資本一年齡部分則達顯著水準，表示繼任者年齡愈大愈會進行盈餘管理。

表2 更迭原因、繼任型態及人力資本對盈餘管理之回歸分析

模式		Model 1	Model 2
自變數	依變數	更迭後 DA 之 $\beta$ 值	更迭後 DA 之 $\beta$ 值
更迭原因		0.136 (0.796)	0.121 (0.758)
繼任型態		-0.109 (-0.642)	-0.056 (0.335)
年齡		---	<b>0.368*</b> (2.253)
教育程度		---	-0.178 (-1.106)
$R^2$		0.027	0.192
F		0.469	1.903

註:  $P < 0.1^+$ ,  $P < 0.05^*$ ,  $P < 0.01^{**}$  ( )表示t值

由於在表2中可知當更迭原因、繼任型態加入人力資本變項後因在年齡部分達顯著水準，對盈餘管理有顯著之影響，故本研究接著對年齡做進一步之t檢定來了解不同的年齡對盈餘管理之差異。由獨立樣本t檢定之差異檢定分析結果(表3)中得知，年齡與盈餘管理達顯著水準，且由表中可知當高階管理者年齡越大則越會有盈餘管理之現象產生。

表3 人力資本之年齡項與盈餘管理之差異檢定表

年齡	平均數		平均差異
	低齡 CEO	高齡 CEO	
更迭後 DA	-0.077	0.025	-0.102 <sup>+</sup> (-2.462)

註:  $P < 0.1^+$ ,  $P < 0.05^*$ ,  $P < 0.01^{**}$  ( )表示t值

再以單變量分析來檢測更迭原因、繼任型態和人力資本對公司經營績效與盈餘管理之影響。由表4中可知，更迭原因、繼任型態與人力資本在更迭原因與年齡之交叉效果中對公司經營績效-ROA 有影響且達顯著水準並為負向之影響，並由檢定表5中可知，當更迭原因為策略面且繼任者年齡越低時公司經營績效之ROA為最差。

表4單變量檢定表(受試者間效應項的檢定)

依變數：更迭後ROA		
來源	F檢定	顯著性
校正後的模型	2.810	0.015*
截距	11.374	0.003**
更迭原因*繼任型態	0.804	0.460
更迭原因*年齡分組	10.206	0.001**
更迭原因*教育分組	0.011	0.896
繼任型態*年齡分組	0.812	0.377
繼任型態*教育分組	0.425	0.521
年齡分組*教育分組	1.948	0.177

註: P<0.1<sup>+</sup>, P<0.05\*, P<0.01\*\*

表5更迭原因與年齡對公司經營績效-ROA之檢定表

更迭後 ROA	平均數		
	策略	財務	其他
更迭原因	-0.053	-0.007	-0.005
年齡	低齡 CEO	高齡 CEO	
	-0.040	-0.007	

註: P<0.1<sup>+</sup>, P<0.05\*, P<0.01\*\*      ()表示 t 值

而由 6 中可知更迭原因、繼任型態與人力資本在更迭原因與年齡、更迭原因與教育和年齡與教育之交叉效果中對公司經營績效-ROE 有影響且達顯著水準並為負向關係，且由檢定表 7 中可知當更迭原因為策略、繼任者年齡較低同時教育程度較高時公司經營績效之 ROE 為最差。

表6 單變量檢定表(受試者間效應項的檢定)

依變數：更迭後ROE		
來源	F檢定	顯著性
校正後的模型	5.384	0.000**
截距	8.873	0.007**
更迭原因*繼任型態	0.194	0.825
更迭原因*年齡分組	7.403	0.003**
更迭原因*教育分組	4.506	0.023*
繼任型態*年齡分組	0.158	0.695
繼任型態*教育分組	0.808	0.378
年齡分組*教育分組	9.969	0.005**

註: P<0.1<sup>+</sup>, P<0.05\*, P<0.01\*\*

表7更迭原因與人力資本對公司經營績效-ROE之檢定表

更迭後 ROE 更迭原因	平均數		
	策略	財務	其他
	-2.337	-0.138	-0.017
年齡	低齡 CEO	高齡 CEO	
	-0.040	-0.007	
教育程度	大學或以下	碩士或以上	
	-0.015	-0.027	

註:  $P < 0.1^+$ ,  $P < 0.05^*$ ,  $P < 0.01^{**}$  ()表示t值

同樣由表8中可知更迭原因、繼任型態與人力資本在更迭原因與年齡、年齡與教育之交叉效果中對盈餘管理有影響且達顯著水準，並由檢定表9中可知當更迭原因為財務面、繼任者年齡較高且教育程度越低時較易有盈餘管理之現象產生。

表8 單變量檢定表(受試者間效應項的檢定)

依變數：更迭後DA		
來源	F檢定	顯著性
校正後的模型	2.923	0.012*
截距	7.041	0.015*
更迭原因*繼任型態	0.194	0.825
更迭原因*年齡分組	4.575	0.022*
更迭原因*教育分組	0.299	0.745
繼任型態*年齡分組	2.624	0.119
繼任型態*教育分組	1.112	0.303
年齡分組*教育分組	12.085	0.002**

註:  $P < 0.1^+$ ,  $P < 0.05^*$ ,  $P < 0.01^{**}$

表9 更迭原因與人力資本對盈餘管理之檢定表

更迭後 DA 更迭原因	平均數		
	策略	財務	其他
	-0.049	0.012	-0.003
年齡	低齡 CEO	高齡 CEO	
	-0.077	0.025	
教育程度	大學或以下	碩士或以上	
	0.004	-0.046	

註:  $P < 0.1^+$ ,  $P < 0.05^*$ ,  $P < 0.01^{**}$

#### 4.2.2 當 $DA > 0$ 時，高階管理者更迭原因、繼任型態、人力資本與公司經營績效、盈餘管理間之分析

同樣主要以回歸分析，顯著水準取 0.1 值來檢測更迭原因與繼任型態對公司經營績效與盈餘管理之影響，此為模式 1；再將更迭原因與繼任型態加入人力資本(年齡、教育)一起探討對公司經營績效與盈餘管理之影響，此為模式 2。

由迴歸分析表 10 可知，繼任型態部份對公司經營績效之 ROA 有影響且達顯著水

準，且當加入人力資本變項時同樣繼任型態部份對公司經營績效之 ROA 達顯著水準且為負向之影響。而由回歸分析可知更迭原因、繼任型態對公司經營績效之 ROE 與盈餘管理之影響並未達顯著水準，且就算加入人力資本變項時繼任型態部份對公司經營績效之 ROE 與盈餘管理影響同樣未達顯著水準。

表10 更迭原因、繼任型態及人力資本對公司經營績效-ROA之回歸分析

模式		Model 1	Model 2
自變數	依變數	更迭後 ROA 之 $\beta$ 值	更迭後 ROA 之 $\beta$ 值
更迭原因		-0.063 (-.743)	-0.058 (-0.679)
繼任型態		<b>-0.148<sup>+</sup></b> (-1.748)	<b>-0.144<sup>+</sup></b> (-1.676)
年齡		---	-0.045 (-0.523)
教育程度		---	-0.023 (-0.269)
$R^2$		0.024	0.026
F		1.677	0.912

註:  $P < 0.1^+$ ,  $P < 0.05^*$ ,  $P < 0.01^{**}$       ( )---- t 值

由前述之回歸分析中可知，高階管理者不同更迭原因對公司經營績效與盈餘管理之影響均未達顯著水準，故假設 1：不同高階管理者更迭原因對公司經營績效有顯著之差異並未獲得支持，同時假設 2：不同高階管理者更迭原因對盈餘管理有顯著之差異也並未獲得支持。

而由於在表 10 中可知繼任型態部分在更迭原因、繼任型態且加入人力資本變項對公司經營績效之 ROA 均有影響且達顯著水準，表示繼任型態對公司經營績效之 ROA 有顯著影響，故本研究接著進一步以 t 檢定來了解不同的繼任型態對公司經營績效-ROA 之差異。由表 11 中得知，當高階管理者更迭後繼任者為內部人時，會對公司經營績效之 ROA 部分帶來較佳的績效。

表11 繼任型態與公司經營績效-ROA之差異檢定表

繼任型態	平均數		平均差異
	內部	外部	
更迭後 ROA	0.025	0.010	0.015 <sup>+</sup> (1.676)

註:  $P < 0.1^+$ ,  $P < 0.05^*$ ,  $P < 0.01^{**}$       ( )表示 t 值

由分析中可知，繼任型態之不同對公司經營績效-ROA 部分有顯著之影響(表 10)，且當繼任者為內部人時能為公司經營績效的 ROA 部分帶來較佳之績效(表 11)，然而繼任型態之不同對盈餘管理則沒有顯著影響，故假設 3：繼任型態之不同，對公司經營績效有顯著之差異獲得支持。而假設 4：繼任型態之不同，對盈餘管理有顯著之差異並未獲得支持。

再以單變量分析來檢測更迭原因、繼任型態和人力資本對公司經營績效與盈餘管理之影響。由單變量分析可知，更迭原因、繼任型態與人力資本之交叉效果中對公司經營績效(ROA、ROE)之影響均未達顯著水準。然而由表 12 中可知，更迭原因、繼任型態與人力資本在年齡與教育之交叉效果中對盈餘管理有影響且達顯著水準，而由表 13 可知當高階管理者年齡越高且教育程度越低時越易產生盈餘管理之現象。

表12 單變量檢定表(受試者間效應項的檢定)

依變數：更迭後DA		
來源	F檢定	顯著性
校正後的模型	5.384	0.736
截距	56.099	0.000**
更迭原因*繼任型態	2.309	0.104
更迭原因*年齡分組	0.006	0.994
更迭原因*教育分組	1.121	0.329
繼任型態*年齡分組	0.122	0.727
繼任型態*教育分組	0.095	0.758
年齡分組*教育分組	3.094	0.081 <sup>+</sup>

註: P<0.1<sup>+</sup>, P<0.05\*, P<0.01\*\*

表13 人力資本之年齡與教育程度對盈餘管理之差異檢定表

更迭後 DA	平均數		平均差異
	低齡 CEO	高齡 CEO	
年齡	0.057	0.072	0.015 (0.978)
教育程度	大學或以下	碩士或以上	
	0.065	0.062	0.003 (0.187)

註: P<0.1<sup>+</sup>, P<0.05\*, P<0.01\*\* ( )表示 t 值

由上述分析中可知，高階管理者不同更迭原因、繼任型態與人力資本做交叉效果後對公司經營績效有部份具顯著之影響(表 4,6)，且由表 5 和 7 中可知當高階管理者更迭原因為策略面且繼任者年齡越低時公司經營績效之 ROA 最差，當更迭原因為策略、繼任者年齡較低同時教育程度較高時公司經營績效之 ROE 為最差。故假設 5：高階管理者更迭原因、繼任者型態與人力資本之不同，其對公司經營績效具顯著之差異獲得部分支持。

而由回歸分析(表 2)顯示當更迭原因與繼任型態加入人力資本變項時，年齡會顯著影響盈餘管理現象，且年齡越低則盈餘管理現象越高；當高階管理者不同更迭原因、繼任型態與人力資本做交叉效果後對盈餘管理有部份具顯著之影響(表 8,12)，同樣由表 9 和 13 中可知當更迭原因為財務面、繼任者年齡較高且教育程度越低時較易有盈餘管理之現象產生。故假設 6：高階管理者更迭原因、繼任者型態與人力資本之不同，其對盈餘管理現象具顯著之差異獲得部分支持。

## 5. 結論與建議

公司高階管理者之異動對於公司而言是相當重大的決策，因此企業對高階管理者進行更迭時，勢必會考量許多相關因素。本文研究蒐集探討與彙整許多國內外高階管理者更迭與績效之相關文獻，並在文獻的支持下，發展相關假設，進而以實證方式進行分析，最後提出結論且對後續研究建議與實務建議提出不同之見解。

### 5.1 研究結論

#### 5.1.1 高階管理者更迭原因與公司經營績效、盈餘管理

過去研究普遍顯示，不同的高階管理者更迭原因會對公司經營績效產生影響，如 Durand and Coeurderoy(2001)指出策略會對公司經營績效產生影響；Denis and Denis (1995)研究發現，公司因財務績效不佳而更迭高階管理者的確可以改善公司績效；黃品悅(2005)則指出公司更迭高階管理者之原因為屆齡退休時績效較佳，但若是其他原因的更迭則績效較差。

然而本研究結果顯示，單以更迭原因來看，高階管理者更迭原因之不同，其對公司經營績效與盈餘管理之影響並不顯著，此結果與本研究之假設 1 和假設 2 不相符。有此結果之可能原因為研究者對於研究對象、研究期間的選擇、主要更迭原因之判定與歸類方法不盡相同所造成；也可能是因為單獨以本研究之三種更迭原因來做評估，卻未考慮到其他更迭時可能對公司績效與盈餘管理影響之因素。然而此結果也並非不好，因為這對公司而言是好事，代表公司績效與盈餘管理現象並不會受到高階管理者之更動原因而有所影響；而對投資大眾來說也是件好事，因為公司之股價波動也會較穩定。

#### 5.1.2 繼任型態與公司經營績效、盈餘管理

Dalton and Kesner(1985)、Huson et al. (2004)和黃乃純(2003)皆認為當高階管理者更迭後選任不同型態的繼任者會對公司經營績效有不同的結果。本研究結果顯示，當繼任者為內部人時，公司經營績效之總資產報酬率會較佳，因此本研究之假設 3 獲得支持。其結果支持 Davidson III, Worrell and Cheng(1990)提出的當繼任者來自於公司內部時，因熟悉公司營運，對企業發展有一定程度的了解，又比較不容易引起公司內部的反抗，且對於公司內的員工有穩定與激勵的作用，所以經營績效也會較佳。

然而本研究結果顯示，繼任型態之不同對盈餘管理並沒有顯著之影響，亦即當高階管理者更迭後，無論繼任者為內部人或外部人，盈餘管理的現象並不會受到繼任型態之不同而有所影響，此結果與本研究之假設 4 不相符。會有此結果可能是因為研究者對於研究對象、研究期間的選擇、盈餘管理現象之判定方法不盡相同所造成；也可能是因為本研究之樣本以傳統產業居多，公司穩定成長下，當大多數繼任者上任後主要目標為力圖改革與整治，沒有所謂財務或者績效之壓力，因此無論繼任者為內部人或外部人，盈餘管理的現象並不會受到繼任型態之不同而有所影響。

#### 5.1.3 高階管理者更迭原因、繼任型態及人力資本與公司經營績效、盈餘管理

高階管理者更迭原因、繼任型態與人力資本會對公司經營績效產生不同之影響，本研究結果顯示為部分成立，表示高階管理者更迭原因、繼任型態與人力資本間對公司經營績效之關係確實存在部分之影響。研究結果指出，當高階管理者更迭之原因若為策略面且繼任者之年齡較低時對公司經營績效之總資產報酬率部分較差；當高階管理者更迭之原因為策略面、繼任者之年齡較低且教育程度較高時，對公司經營績效之股東權益報酬率部分則較差，因此本研究之假設 5 為部分成立。此結果與高階管理者更迭原因之不同會對公司績效產生不同之影響，而繼任者的型態與人力資本又會影響到公司高階管理者更迭後績效表現之情況(楊斯琴，2003)相同。

同樣地，高階管理者更迭原因、繼任型態與人力資本會對盈餘管理產生不同之影響，本研究結果顯示為部分成立，表示高階管理者更迭原因、繼任型態與人力資本間對盈餘管理之關係確實存在部分影響。研究結果指出，當高階管理者更迭原因為財務面、年齡較高且教育程度較低時，越會有盈餘管理現象產生。因此本研究之假設 6 為部分成立。此結果支持李傳儒(2000)之在非例行性高階管理者變動下(如因財務績效不佳而被更迭)，其高階管理者較傾向從事盈餘管理之研究結果，且支持過去研究之組織的財務績效表現與人力資本有相關(Knight, 1999；Zwell & Ressler, 2000)。

縱合上述可知，當高階管理者之更迭原因與繼任型態對公司經營績效與盈餘管理其實是沒有顯著之影響的，然而在加入人力資本變項(年齡與教育)進而產生交互效果後，對公司未來經營績效與盈餘管理便會產生影響，可見單獨以更迭原因或繼任型態來衡量公司經營績效與盈餘管理是不夠的，也突顯出人力資本在此環節之重要性，而研究結果也與當初預期的人力資本為一關鍵角色相同。由於人力為一種資源且是一項值得培養的資本，因為其有助於績效提升(Carpenter et al., 2001；Hitt et al., 2001)；而許多研究也指出，人力素質越優良的高階管理者之教育程度高、工作經驗豐富，所獲得的知識、專業能力與應變力也越充分，因此越具備經營企業所需的各種能力，所以績效表現也會越好(Zwell & Ressler, 2000；陳靜芬，2005)；然而本研究結果也顯示當高階管理者因財務績效壓力下，且年齡越高教育程度越低越會有盈餘管理之現象產生，因此所表現出好績效是否參雜盈餘管理在其中是值得加以審視的問題。

## 5.2 研究建議

### 5.2.1 實務面

1. 當企業更迭高階管理者時，不應只以內在決策為主，仍需考量外在環境的變化，而且由於繼任者為內部人時有較佳之績效，所以在選擇繼任者的時候必須選任對企業內部運作熟悉、對產業環境熟悉、能夠掌握經營環境狀況，並據此採取適合策略的管理者，才能確保企業成長。
2. 而企業在高階管理者更迭後，若要真正衡量出繼任者對企業績效的影響，時間應拉長更多年才能看出真正的經營績效，避免盈餘管理現象之產生而混淆了經營績效。
3. 再者，企業應該將公司無論財務、盈餘、資產等方面的資訊充分地揭露，保持公開透明化，才能實地反映出經營之成效，如此一來大眾對企業所釋出资訊才不會有所疑惑而造成資訊偏差，影響投資決策。



### 5.2.2 研究面

1. 一般來說，影響企業對高階管理者進行更迭之可能原因很多，如經營策略面、財務面等等，但許多研究均證實財務績效為最大之可能原因，也就是企業面臨財務危機下，會進行更換高階管理者以改善公司績效。然而過去研究也指出公司績效差以致更迭高階管理者，進而會影響會計師之更動，再者公司績效不佳不只是總經理的職責，其中是否也應對財務長(CFO)進行考核與檢討。故往後之研究應可多加探討財務長(CFO)對此方面之實質影響。
2. 本研究即希望透過文中之命題，激發更多研究者對企業之高階管理者更迭進行實證研究，以建立更完善之理論。

### 5.3 後續建議

1. 後續研究者可將董事會特徵、組織規模等納入影響因素中作更進一步之研究。且可將高階管理者更迭後之績效盡量年數加長，以真正衡量出繼任者對更迭後企業績效的影響與檢定是否具盈餘管理之現象。
2. 由於公司決策終究脫離不了人為因素，本研究認為可以試著以本研究所提出之管理者特性為影響變數，更深入探討其對公司之影響。
3. 本研究將高階經理人型態區分為內部繼任者和外部繼任者，建議後續研究者可採用其他分類方式繼續探討其對公司之影響，如近年來台灣企業之經營型態還是偏向家族企業居多，故可針對其為家族繼任或非家族繼任對公司影響之差異情況來探討。

## 參考文獻

1. 江邱淑暖、李淑玲(2005),「股票市場對更換高階主管之反應」,吳鳳學報,13,1-14頁。
2. 黃旭輝(2006),「經理人異動與股東財富效果」,管理評論,第二十五卷第一期,23-24頁。
3. 張淑昭、陳嵩、蔡明田(1997),「總經理人口特徵、產品/市場策略經營績效關係之實證研究」,管理學報,第十四卷第四期,585-610頁。
4. 李傳儒(2000),「產業競爭程度與高階主管變動及盈餘管理關聯性之研究」,中正大學會計研究所未出版碩士論文。
5. 林玫秀(2001),「台灣上市與上櫃公司盈餘管理現象之研究」,私立中原大學會計研究所碩士論文。
6. 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研究所碩士論文。
7. 陳正平(1978),「企業主持人特徵與策略選擇及企業績效之研究」,國立政治大學企業管理研究所未出版碩士論。
8. 陳美純(2001),「資訊科技投資與智慧資本對企業績效影響之研究」,中央大學資訊管理研究所博士論文。
9. 陳建宏(2001),「公司經理人異動對於股東財富與公司經營績效影響之研究」,私立朝陽大學財金所碩士論文。
10. 陳靜芬(2005),「智慧資本對經濟附加價值與績效影響之研究-以 LCD 產業為例」,私立中原大學企業管理研究所碩士論文。
11. 黃乃純(2002),「繼任高階主管、經營策略與公司績效變動之關聯性-兼論公司治理之影響」,中正大學會計學研究所碩士論文。
12. 黃品悅(2005),「企業高階管理者退休與異動對市場反應與企業績效之影響」國立成功大學會計學研究所碩士論文。
13. 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」,東華大學企業管理研究所碩士論文。
14. 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」,中正大學財務金融研究所未出版碩士論文。
15. Allen, M. P., S. K. Panian, and R. E. Lotz(1979), “Managerial Succession and Organization Performance : A Recalcitrant Problem Revisited”, *Administrative Science Quarterly*, Vol.24, pp.167-180.
16. Bantel, K. A., & Jackson, S.(1989), “Top management and innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference,” *Strategic Management Journal*, vol.10, pp.107-124.
17. Beatty, R. P., and E. J. Zajac(1987), “CEO Change and Firm Performance in Large Corporations : Succession Effects and Manager Effects,” *Strategic Management*

*Journal*, Vol. 8, pp.305-317.

18. Bendeck, Y. M., and E. R. Waller (1999), "The Wealth Effects of Non-Senior Management Departures from Investment Banks," *Journal of Business Research* 46, p.95-105.
19. Boeker, W., & Goodstein, J.(1991), "Organizational performance and adaptation: effects of environment and performance on changes in board composition," *Academy of Management Journal*, 34(4), 805-826.
20. Burgstahler, D. and I. Dichev (1997), "Earnings, Adaptation, and Equity Value," *Accounting Review*, V73, pp187-215.
21. Cannella, A.A., & Hambrick, D.C.(1993), "Effects of executive departures on the performance of acquired firms," *Strategic Management Journal*, 14: 137-152.
22. Castle, N. G., and B. H. Jane (1997), "Top management team characteristics and innovation in nursing homes," *The Gerontologist* 37(5):572-580.
23. Chaganti, Rajeswararao & Rakesh Sambharya(1987), "Strategic Orientation and Characteristics of Upper Management," *Strategic Management Journal*, Vol. 8, pp. 393-402.
24. Clayton, M.,J., Hartzell J., C., and Rosenberg J.(2000), "The impact of CEO turnover on firm volatility," *unpublished manuscript*, New York University.
25. Dalton, D.R. and I.F. Kesner(1985), "Organizational Performance as an Antecedent of Inside /Outside Chief Executive Succession: An Empirical Assessment," *Academy of Management Journal*, (28), pp.749-762.
26. Datta, D.K., & Guthrie, J.P.(1994), "Executive succession: Organizational antecedents of CEO characteristics," *Strategic Management Journal*, 15,:569-579.
27. Davidson III, W. N., D. L Worrell and L. Cheng(1990), "Key Executive Succession and Stockholder Wealth : The Influence of Successor's Origin, Position, and Age," *Journal of Management*, Vol.16, p.647-664.
28. De Angelo, L. (1988), "Accounting number as market valuation substitutes : A study of management buyouts of public stockholders," *The Accounting Review*, 61, 113-144.
29. Denis, D. J., and D. K. Denis(1995), "Performance Changes Following Top Management Dismissals", *The Journal of Finance*, Vol. 50, pp.1029-1058.
30. Durand R, Coeurderoy R.(2001), "Age, order of entry, strategic orientation, and organizational performance", *Journal of Business Venturing* 16: 471-494.
31. Dzinkowski, R.,(2000) "The measurement and management of intellectual capital: An introduction," *Management Accounting*, Vol.78, No.2, pp.32-36.
32. Farrell, K. and D. Whidbee .(2002), "Monitoring by the financial press and forced CEO turnover," *Journal of Banking and Finance* , 26 (12):2249.
33. Fong, C. M.(1995), "The Effects of Organizational Characteristics on Entry Timing: A Multi-Industry Study", *Unpublished Doctoral Dissertation*, University of Maryland.

34. Furtado, E. P.H., and M. S. Rozeff (1987), "The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes," *Journal of Financial Economics*, 18, p.147-160.
35. Hambrick, D. C., and P. A. Mason(1984), "Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers," *Academy of Management Review*, Vol. 9, pp.193-206.
36. Hayn, C. (1995) "The Information Content of Losses," *Journal of Accounting and Economics*, V20, pp125-153.
37. Healy, P.M., and J.M. Wahlen, 1999, "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting," *Accounting Horizons*, 13 , 365-383.
38. Hitt, M. A., Bierman, L., Shimizu, K., & Kochhar, R.(2001), "Direct and moderating effects of human capital on strategy and performance in professional service firms: A resource-based perspective," *Academy of Management Journal*, 44: 13-28.
39. Huson M.R., Malatesta P.H., Parrino R. (2004), "Managerial Succession and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 74, 237-275.
40. Kasznik, R.(1999), "On the Association Between Voluntary Disclosure and Earnings Management," *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, Spring No. 1, pp.57-81.
41. Kesner, J. M., and C. Sebor.(1994), "Executive succession: past, present and future," *Journal of Management*, Vol.20, pp.327-372.
42. Knight,D.J.(1999), "Performance measures for increasing intellectual capital," *Strategy & Leadership*, 27(2): 22-25.
43. Murphy, K. J. and J. L. Zimmerman, (1993), "Financial Performance Surrounding CEO Turnover," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.16, pp.273-315.
44. Myers, L., and D.J. Skinner.(2000), "Earnings momentum and earnings management. Working Paper", *University of Michiga* .
45. Noburn, D. and S. Birley(1988), "The top management team and corporate performance," *Strategic Management Journal*, 9, No.3, pp.225-237.
46. Pfeffer, J., and A. Davis-Blake,(1986), "Administrative succession and organizational performance: How administrator experience mediates the succession effect," *Academy of Management Journal* , Vol.29, pp.72-83.
47. Plummer, E., D. P. Mest(2001), "Evidence on the Management of Earnings Components", *Journal of Accounting, Auditing & Finance* : Fall, pp. 301-323.
48. Shen, W., & Cannella, A. A., Jr. (2002), "Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure," *Academy of Management Journal*, 45(4): 717-733.
49. Suchard, M., Weiss, R. (2001), "Bayesian selection of continuous-time Markov chain evolutionary models," *Molecular Biology and Evolution* 18, 1001-1013.
50. Taylor, R. N.,(1975), "Age and experience as Determinants of managerial information processing and decision making performance", *Academy of Management Journal*, 18,p74-81.

51. Vancil, R.F.(1987), *Passing the baton*. Boston: Harvard Business School Press.
52. Venkatraman, N. (1989a), "Strategic orientation of business enterprise: The construct, dimensionality, and measurement," *Management Science*, Vol. 35, pp.942-962.
53. Warner, J. J., Watter, and K. Wruck.(1988), "Stock Price and Top Management Changes," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.461-492.
54. Weisbach, M. S.(1988), "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 20, p.431-460.
55. Wiersema, M. F., & Bantel. K. A.(1992), "Top management team demography and corporate strategic change," *Academy of Management Journal*, 35: 91-121.
56. Zwell, M., & Ressler, R.(2000)," Powering the human drivers of financial performance," *Strategic Finance*, 81(11), 40-45.