

繼任 CEO 來源對企業變革的影響之研究:以高階管理團隊為干擾因子

翁鶯娟

國立高雄應用科技大學 企業管理系 助理教授

yjwong@kuas.edu.tw

張馨尹

國立高雄應用科技大學 企業管理系 研究生

c040051@hotmail.com

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，所以當內部或外部 CEO 更迭時，就會對公司實行不同的策略，而這些不同方向的策略則為重要因素。當高階管理者更迭時，除了會有不同的企業變革也會連帶產生高階管理團隊的問題。過去研究對於管理者更迭議題大多著重於是否有變革，本文則探討內外部 CEO 繼任對其企業實行企業變革跟高階管理團隊之間的相關性。

本研究探討與彙整國內外高階管理者更迭與變革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。當公司更換高階管理者之原因不同時，對公司的變革方向與高階管理團隊有顯著之影響；而高階管理者之繼任型態若為外部繼任者對公司會進行較劇烈之變革；當高階管理團隊教育程度較多元、經驗背景較多元、服務年資較短時，對公司的變革會有正向影響。本研究最後亦對後續研究建議與實務建議提出不同之見解。

關鍵字:內外部 CEO 繼任、企業變革、高階管理團隊

第一章 緒論

第一節、研究背景與動機

對領導者而言，帶領其企業團隊在複雜且動態的環境中取得競爭優勢邁向成功的路途，其扮演了舉足輕重的角色，所籌劃之運籌帷幄也決定了企業未來的前景與藍圖。如同Dalton and Kesner (1985)所強調的CEO 是組織策略、設計、績效和環境採取行動與回應的負責人，正因如此管理者在組織內的角色是重要且關鍵的。另一方面，企業經營者的更迭對企業存亡興敗之影響也同樣不容小覷，正因如此，管理者更迭被視為公司未來發展的重要指標(Jong, Joy and Inam, 2006)，而其他的利害關係人如股東、顧客、供應商、政府等，他們也視管理者更迭為企業未來會成功或失敗的指標(Beatty and Zajac, 1987; Lubatkin, Chung, Rogers and Owers, 1989; Friedman and Singh, 1989; Davidson, Nemecek, Worrell and Lin, 2002)，尤其是投資人，他們視更迭事件為一好消息，因為他們期待更迭事件能為企業帶來迅速且即時的績效改善(Huson, Malatesta and Parrino, 2004)。因此高階管理者與組織績效之間的關係，一直是研究者廣泛討論之重要議題（徐聯恩，1998；Khurana and Nohria, 2000）。

在過去的研究中，繼任者來源與組織績效之間的關係也是研究者關注的重點之一，Denis and Denis (1995)和Shen and Cannella (2002)研究皆發現，當組織績效很差或公司面臨破產時，外部繼任者通常可以帶來較正面的組織績效，Boeker(1997)也提出，外部繼任者比內部繼任者更可能引進並實行重大的組織改變。但亦有研究認為，有些組織會傾向晉升內部人員繼任CEO，因為他們認為內部繼任者與組織一致性較高，且能維持組織的穩定性，而外部繼任者往往代表的是破壞與中斷組織的發展，如Kotter (1982)便認為內部繼任者的優點在於他們對組織的了解且可迅速建立社會網絡。因此，本研究也將繼任者來源納入考量，檢視繼任者來源在更迭事件後對該企業實行變革方向的影響。

事實上，由於高階主管專責公司的策略性決策，決策的因果關聯性經常不明顯，而且也缺乏程式化(programmed)的規則，如此使得單一決策者（即，執行長—CEO）認知能力所形成的決策必然面臨著高度侷限性(Hambrick, 1994; Finkelstein & Hambrick, 1996)；相對地，經營團隊集體運作則可擴大參與層面，增進認知範疇，提高決策創新性，因而增加組織的資訊處理能力(Thompson, 1967)與決策品質(Amason, 1996)，並據此創造長久的競爭優勢(Flood,

Smith, & Derfus, 1996)。

而團隊的工作單位，亦適用於由高階經理人所組成的高階經理團隊(Top Management Team, TMT)。學者們認為，高階經理團隊是企業內主要負責策略制定、決定企業發展方向的團隊，因而高階經理團隊多元性對企業經營績效有不可小覷的影響力(Hambrick and Mason, 1984)。因此，本研究將以企業高階經理團隊為研究對象，探究其多元性與企業變革之關聯性。

第二節、研究目的

經由上述研究背景與動機，本研究之目的在於藉由實證來了解不同之 CEO 聘任來源是否產生不同程度的企業變革，並進一步探討繼任 CEO 與高階管理團隊之交互作用對企業變革之影響，因此，本研究之目的如下：

1. 探討內外部 CEO 繼任對企業變革之影響程度。
2. 探討高階管理團隊的特性是否影響內外部 CEO 繼任與企業變革之間的關係。

第二章 文獻探討

第一節、繼任 CEO 之相關文獻

一、繼任CEO

Khurana and Nohria (2000)彙總過去文獻，發現解釋高階主管影響公司後續績效之原因，可從二種不同觀點來解釋。第一類為人口學觀點，此觀點認為高階主管離職後，繼任者型態的不同將影響內部組織流程，尤其會影響公司內部管理者之間的互動。因此，繼任者影響後續績效是因為「繼任」此一動作，打破組織慣性、影響組織氣候，因此造成公司的績效改變 (Wagner, Pfeffer, and O'Reilly, 1984)，以下稱此為直接效果。第二類從策略觀點來解釋，指出高階主管離職後，繼任者將會改變後續經營策略，因而間接影響公司後續績效 (Tushman and Rosenkopf, 1996; Weisbach, 1988)，因此稱此效果為間接效果。

二、繼任CEO來源

有研究者注意到繼任者來源對企業內部的影響，Wiersema(1992)研究146 家公司發現，外部繼任者上任後會推動較大的策略改變。還有學者從繼任者是否來自相同產業，如Pfeffer and Leblebici (1973);而Helmich and Brown (1972)則以「是否與前任者同一派系」等方式來區分內、外部繼任者。

如果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，出現的結果並不相同。有部份學者的研究發現內部繼任者較外部繼任者不會使企業績效變差 (Allen , Panian, and Lotz, 1979; Grusky 1964)。另外，有一部份學者的研究提出：外部繼任者較可能帶來企業成長(Helmich, 1974; Helmich and Brown, 1972)。有些研究是由股東財富的角度進行研究，而產生不同的結果，Furtado and Rozeff(1987), and Davidson and Worrell (1990)發現由內部繼任者繼任股價會上漲，然而，Chung, Lubatkin, Rogers, and Owers(1987)研究發現由外部繼任者繼任股價也會上漲。

第二節、企業變革之相關文獻

一、變革的定義

變革是組織隨著時間變遷和其外在環境的連結形式、特性和狀態的改變(Van de Ven & Poole, 1995;Rajagopalan, 1997)，和外在環境的連結又可定義為組織為達成其目標時期內部資源配置和環境互動的模式(Hofer & Schendel, 1978)，且和外在環境連結方式的改變又可分為(1) 組織對其策略內容的變動，如活動範疇、資源配置、競爭優勢和綜效等(Hofer & Schendel, 1978)和(2)會造成組織策略內容改變的環境和組織的改變；這種策略的改變遍及策略的三層級，也就是事業部層級、公司層級及總體事業層級(Fombrun, 1993; Ginsberg, 1988)，也就是說，組織改變若不包括策略內容的改變即不在變革的討論範圍之內。組織生命週期學者則將組織成長階段的改變視為企業變革的主要內容，如 Greiner (1972), Adizs(1979), Miller & Friesen (1984)，結構型論者則將組織結構的轉換視為企業變革的主義內涵，如 Greenwood & Hinnings (1989),Mintzberg(1991)，Lant et al. (1992)認為策略變革是組織架構、權力分配和控制體系其中至少兩者發生變化就稱為變革，Shelly et al, (2000)沿用以上定義，並加上時間的限制，也就是說其認為改

變必須發生在兩年之內才算是策略變革。周佳欣(民86)認為,企業變革是「企業對環境、競爭變化下的一種基本的、全面性的、大規模的革命性改變,其企圖調整或改變企業現有的營運架構,突破現狀,重創企業活力的一種行為現象」;徐聯恩(民84)曾沿用麥肯錫顧問公司提出的七S架構說明企業變革的內涵,其認為企業變革就是策略、結構、制度、技能、人員、領導風格與企業文化快速而大幅的改變;其也認為無論是組織精簡、組織重整、策略改變、組織重設計,或是涉及組織文化或典範改造的改造重生,都是企業變革的內涵,只是形式不同。

就上述學者的論述而言,本研究定義其企業變革為一家企業對其所面臨的環境及競爭變化下的一種全面性的、大規模的革命性改變,企圖調整或改變企業現有的營運架構,突破現狀,重創企業活力的一種行為現象。

二、啟動企業變革的因素

組織變革是組織為因應內、外部環境的改變,所採取的一種調整過程。因此大多數的學者都是從簡單的二分法,即外部因素與內部因素來探索組織啟動變革的原因。

1. 企業外部環境 (external context)

基本上,企業變革研究者以兩種方式來討論環境與企業變革的關係。第一種方式是未來式地宣稱新時代的來臨,需要新的組織與管理典範,如許士軍(1995);第二種方式則是考察組織變遷的個案,在經過歷史沿革的分析後,強調外在環境的變遷是組織發生變革的主要因素,一般而言,這類研究者較多,但除了Huber and Glick (1993)嘗試分析環境變動的內涵外,多半只是概略地指稱競爭激烈、科技發展或法令變更等因素,是肇致組織必須變革的主要因素。

2. 企業內部環境 (Internal context)

Pettigrew (1988)曾經藉由環境(context)、內容與過程的三角模型,來分析企業變革的研究。他指出,Hofer and Schendel (1978)、Porter (1980)的研究角度,是處理外在環境與企業策略內容的關係,而Mintzberg (1978)、Quinn (1980)與Pettigrew (1985)則比較強調內部環境與策略執行過程的關係(徐聯恩,民85)。

就以上學者的論述而言,本研究認為CEO變動會造成企業內外部環境的改變,因而幫此企業重新制定一未來方向,所以CEO變動企業的策略及執行方向也會跟著變動。

第三節、高階管理團隊之相關文獻

一、高階團隊觀點的內涵

高階團隊觀點主張,組織內高階主管(高階經營團隊)的認知基礎與價值,將決定組織的策略與最終結果(Child, 1972)。卡內基學派(Carnegie School)的行為理論(Cyert & March, 1963; March & Simon, 1958)是此一觀點的理論基礎;他們主張,處理「不確定性(uncertainty)」是高階主管的重要職責(Thompson, 1967),然而,受到有限理性及個人私利的影響,很多不確定性決策的選擇卻常常無法單純地反映技術經濟或成本效益原則;相反地,許多時候,策略決策所反映的反倒是決策者間之異質性的動態結果。因此,根據TMT的特質,尤其是人口統計變數的特質與組成,即可以預測策略決策與經營績效等組織結果(Hambrick & Mason, 1984)。事實上,高階團隊觀點的一個重要論述與發現即是:研究TMT將比研究單一CEO,更能瞭解高階主管對組織結果的影響力(Finkelstein, Hambrick & Cannella, 1996);在團體決策愈來愈成為產業營運常規的情況下,TMT在決策過程的影響力只會有增無減。

第四節、研究假說

一、內外部繼任CEO對企業變革之影響

繼任者來源通常分為內部繼任者與外部繼任者,Bokerand Goodstein (1993)發現當企業經營績效不佳時,組織會傾向選用外部繼任者來帶領組織進行全面性的變革,但若董事會內的成員大多為內部成員時,會因為害怕變革所帶來的不確定性而較抗拒外部繼任者。

除了因組織績效不佳而選任外部繼任者之外,企業也期待外部繼任者繼任後的表現。Wiersema (1992)研究146家多角化企業之後發現,外部繼任者上任之後會帶來較大的策略性改變;亦有研究發現外部繼任者往往能為組織帶來新穎的想法或技術刺激組織成長(Harris and Helfat, 1997; Zhang and Rajagopalan, 2003, 2004)。另外,外部繼任者沒有人情包袱,且較不會拘泥於現況,能大刀闊斧的從事組織變革,進而能使該企業煥然一新。

因此當企業因為財務情況不理想等原因更換領導者時，大多數都還是會傾向選用外部繼任者，希望借重外部繼任者的能力，在旁觀者清及沒有人情包袱的壓力下，能大刀闊斧的做些改革，帶領組織走出低潮。

CEO繼任跟企業變革有著密切之關係，CEO繼任是一個調整組織跟環境方面的重要機制，也是一股促發組織慣性跟阻力的力量。通常都會認為新選任的CEO其經歷背景對企業的策略方向而言會有顯著的影響，因此，我們可以推論CEO繼任後做出的策略決策對該企業而言是有影響的。

因此新上任的CEO最初所實施的企業變革往往會因產業環境是否願意接受大的改變而被限制或鼓勵其所作的變革(Finkelstein and Hambrick, 1996)。

另一方面，Helmich and Brown (1972) and Grusky (1963)認為內部繼承者都只是典型地延續現有的政策和做法相對於外部繼承者對於組織編制和組織結構則會做出劇烈的變化。Wiersema (1992)的策略文獻中也指出，內部繼任者相對於外部繼任者而言，他們繼承企業後比較不可能去執行較劇烈的企業變革。就上述而言，本研究推論外部繼承者相較於內部繼承者會實行較劇烈且較多元化的企業變革。

因此本研究假設：

H1：當CEO為內部聘任時，對企業變革具有負向的影響。

二、高階管理團隊

1.高階管理團隊的教育程度多樣化

在實證結果上，Kimberly 和 Evanisko (1981) 發現教育程度較多樣化的管理團隊比較會採用管理創新與技術創新； Bantel 和 Jackson (1989：110) 也認為教育程度較多樣化的管理團隊面對複雜的問題時，能夠創造和執行有效的解決方案，他們的實證研究指出團隊成員們的教育程度較多樣化，心態上對創新的接受度佳，這樣的團隊所領導的銀行創新能力也較高；Wiersema 和 Bantel (1992：99) 認為教育程度較多樣化的管理團隊比較能夠察覺和接受公司所需要的策略變革。本研究認為較多樣化的教育程度不僅象徵著在該領域擁有較為豐富的學識，而同時在學習歷程中也培養了對事件思考、分析的能力，進而在面對新事物態度上傾向主動。當企業在CEO繼任進行變革的過程中，無論是進行破壞式創新或者只是溫和而緩慢的變革，都是需要媒介來觸發這樣的行動，而媒介就是企業的高階人員，延伸上述學者們的論點：教育程度較多樣的團隊比較能夠察覺和接受公司所需要的策略變革或創新。

綜合上述，由於高階管理團隊成員的教育程度多樣化，對企業在進行企業變革行為上的影響就如同團隊異質性；當企業在進行企業變革過程中，來自不同教育程度的成員在看待其策略變革方面的觀點，可能會因為有人受較高教育但經驗少，以及教育程度雖不高但經驗豐富等情況，而使得在討論企業的經營方向上出現許多不同且新穎的意見。

故本研究假設：

H2-1: 高階管理團隊成員的教育程度越多樣時，會降低內部聘任CEO對企業變革的負向影響。

2.高階管理團隊的異質性

異質性可以代表一個團隊的認知基礎的多樣性 (Wiersema& Bantel,1992：96)，多樣性可以拓展觀點、提高認知的資源和團隊解決問題的能力 (Hambrick, Cho & Chen,1996：662)，Hambrick et al. (1996：662) 也提到「研究高階團隊的學者已經特別地對團隊異質性所造成的效果產生興趣，所謂的異質性指的是團隊成員的變異性，團隊異質性已可稱為研究高階團隊的重心」。

高階團隊人口統計變數異質性越高在制定決策時可以獲得多方面的資訊、觀點、創意和創新；而高階團隊人口統計變數同質性越高則被認為會傾向於維持現狀 (Wiersema & Bantel,1992：95)。過去的研究指出異質性愈高的團隊在決策過程中會因為來自不同背景成員意見的歧異性高而使得決策耗時，但是在考量多方面的意見和相互討論下的決策品質較佳 (Murray, 1989：127)，且Wiersema 和Bantel (1992) 實證結果顯示異質性高的團隊比較會進行策略變革。Bantel 和 Jackson (1989) 發現銀行高階團隊的教育程度和功能背景的異質性高容易接受創新；Eisenhardt 和 Schoonhoven (1990) 實證顯示半導體公司高階團隊成員的產業任期異質性高則公司發展也較好。

另外，Nystrom & Star-buck (1984)發現，TMT成員經驗及背景多樣化的程度和企業成長呈現正相關，TMT 成

員間的衝突會影響企業的成功，但多樣化的產業背景，卻會產生較佳的策略。Eisenhardt & Schoonhoven (1988) 發現在產業經驗的異質性和企業成長呈現正相關。Hambrick & Mason (1984) 指出功能背景異質性會增加組織的成長率，因為當TMT有很高的功能背景異質性，對於決策的制定，會有平衡、抑制的效果 (Nystrom, 1986)，如一個擁有R&D 經驗的經理人，會花費較多的資金於研發上，而一個擁有會計背景經理人會詳細分配資產，因此功能背景異質性較有可能對資產採取最適當的分配，以提高公司成長。故本研究假設：

H2-2: 高階管理團隊成員的異質性越高時，會減緩內部聘任CEO對企業變革的負向影響。

3.高階管理團隊的年資

高階管理團隊成員年資的長短表示在組織中的社會互動程度，對於成員們在形成共同的觀點上有很關鍵的地位 (Sutcliffe, 1994: 1363)。過去相關的TMT 議題研究當中，任期長短是常被探討的變數之一 (e.g.,Sutcliffe, 1994; Iaquinto & Fredrickson, 1997; Simons, Pelled & Smith,1999; Katz, 1982; Pegels, et al., 2000; Gupta, 1984; Miller, 1991)。

Finkelstein 和Hambrick(1990:486)指出TMT 成員的任期是所有的人口統計變數當中最具有理論基礎的變數，TMT 成員在組織之任期會影響到團隊對現狀承諾和對風險的態度：

一家企業是由平均任期較長的高階團隊所領導時，將會比較傾向於維持過去的策略、採行產業中普遍的策略、而業績表現和產業平均表現相近 (Finkelstein & Hambrick, 1990: 486)。另外，Katz (1982: 84) 指出任期愈長愈會對已建立的政策和方案提高承諾，這表示即使可能會失敗的計劃仍會被繼續執行，因為如果不升高對過去決策的承諾將可能會面臨被質疑過去任期的價值與決策品質，甚至影響到在企業的地位。

在對風險的態度方面，TMT 成員為了保有在該企業的地位，會傾向於不做無謂的冒險，特別是年長的高階團隊成員們，會因為是經過一番努力而來才得到目前的位置，所以心態上會較保守 (Finkelstein & Hambrick, 1990: 487)。

同時，江正信(2000)則發現高階經營團隊的組成特性中，平均年資對高階經營團隊之管理風格表現具有顯著差異。服務任期越短越傾向於進行企業變革。故本研究假設：

H_{2,3}: 高階管理團隊成員的任期越短，會降低內部聘任CEO啟發企業變革的負影響。

第三章 研究設計與方法

一、研究架構

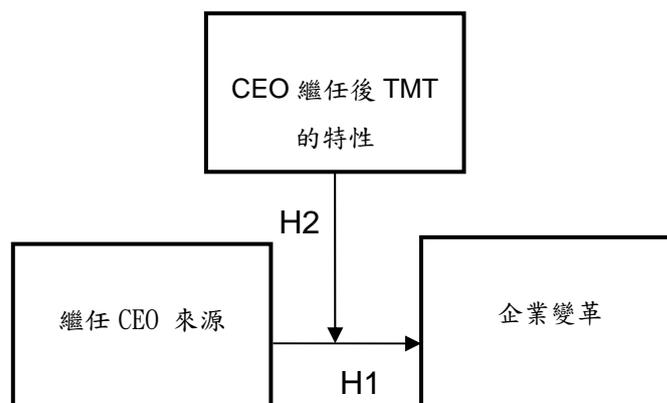


圖 3-1 本研究之架構圖

第二節、樣本及資料來源

本文研究期間為 1994 年至 2011 年，研究樣本則為研究期間內有採行 CEO 繼任之台灣上市、上櫃公司。有關 CEO 繼任宣告事件，本文取自於台灣證券交易所建置的「公開資訊觀測站」(1994-2011)。本文於公開資訊觀測站之「重大訊息」網頁，鍵入「CEO 繼任」、「更換 CEO」等相關關鍵字搜尋而獲得研究樣本。樣本公司之會計、財務及股價資料則取自「台灣經濟新報」相關資料庫(1994-2011)。

第三節、變數定義及衡量

(一) 依變數：企業變革(SC)

策略變革的持續性的計算方式為：以“T”作為繼承年，首先計算每一樣本五年 (t-1 到 t+3) 6 個策略尺度的變異數；然後各構面之變異數，以現有樣本為基礎，將樣本依產業歸類之後，分別以產業別為群組，算出各產業樣本平均數與標準差之後，再以其為依據，計算每一樣本的標準化值；最後將 6 個構面之標準化分數加總。

衡量企業變革的 6 個關鍵策略尺度：(1) 廣告密集度(廣告/銷售)，(2) 研發密集度(研發/銷售)，(3) 廠房及設備新穎(廠房設備淨值/廠房設備毛利率)，(4) 非生產性開銷(銷售, 行政〔SGA〕費用/銷售)，(5) 庫存程度(庫存/銷售)，和 (6) 財務槓桿程度(債務/股本)。這些尺度能夠研究出企業中策略面的不同(finkelstein and Hambrick, 1990, Yan Zhang and Nandini Rajagopalan, 2010)。

(二) 自變數：繼任 CEO 來源(CS)

Bommer and Ellstrand (1996)將內部繼任者定義為曾在企業任職於高層者，而外部繼任者則是未曾在企業中任職於高層職務本研究採 Bommer and Ellstrand 之作法，以繼任者是否曾任公司董事長、董事、監察人或主要經理人作為判定標準，若繼任者在前一年度曾任公司董事長、董事、監察人或主要經理人，則定義為內部人士，並 SUCCESSION 虛擬變數為 1；否則定義為外部人士，並設虛擬變數為 0。

(三) 干擾變數：高階管理團隊(TMT)

本研究根據公開資訊觀測站之企業所申報之股東會年報而獲得研究樣本，其中每家企業所列示的經理人人員，作為衡量高階管理團隊成員的依據。

在評斷一團隊的多元程度時，Blau's index 亦被視為一理想的多元程度指標(Miller and Triana, 2009)。因此，本研究將藉由計算學歷程度、經驗與背景的 Blau's index (Blau, 1977) 來衡量高階經理團隊在這幾個變項上的多元程度。Blau's index 計算公式如下：

$$1 - \sum P_k^2$$

其中 $k=1,2,\dots$ ，表示 k 個可能的分類數，而 P 代表經理團隊成員總數在第 k 類的分類上所佔的比例，當高階管理團隊多元程度愈高，Blau's index 數值愈大。

在本研究中以 Blau's index 來衡量高階管理團隊教育程度多樣化及團隊異質性：

- (1) 高階管理團隊教育程度多樣化：將高階管理團隊成員的教育程度分為 1 到 4，1：高中(含高中)以下，2：大學畢業，3：研究所畢業，4：博士班畢業。
- (2) 高階管理團隊異質性：係指團隊成員，或可稱為團隊異質性(team heterogeneity) (Pfeffer, 1983)。而對於組織人口統計學者(demography researcher)的定義主要集中在外顯的特性，如年齡、種族、性別或是與工作相關的屬性，如職能背景與年資。本研究依「經驗與背景」分為法律、經濟管理商學、理工技術、心理/社會/語文/教育、傳播與藝術、醫農等 6 類。
- (3) 高階管理團隊年資：以就年為單位，套用公式： $\{(99-就任年) \times 12 + (12-就任月份+1)\} / 12$ 計算出經理人就任年進行計算。

(四) 控制變數：

為了排除其它因素也會對企業績效造成影響，但為非本研究主要探討的變數，本研究分別加入公司規模、營收成長率、負債比率。

1. 公司規模 (SIZE)

公司規模大小通常被認為是很重要的，其會影響企業的管理決策與組織學習。Chatterjee and Wernerfet (1991)

認為公司規模與策略型態有關，公司規模越大，代表企業在產業中具有一定的地位與影響力，較有機會獲取超額利潤，為企業創造更高的價值。因此本研究以公司規模（SIZE）作為繼任CEO對企業變革影響之控制變數。本研究係以總資產取自然對數作為衡量公司規模之指標。

公司規模=總資產帳面價值取自然對數

2. 營收成長率 (Finacial Growth)

本研究使用公司成長率此變數是為了控制公司的成長變化對企業變革產生之影響。McConnell and Servaes(1995)實證發現，公司成長率與負債比率呈現負向關係，然而再根據融資順位理論，發現負債比率也與公司價值呈現負向關係，因此，公司成長率與公司價值之間的影響為正向關係（公司經營績效反應在公司的價值上）。

公司成長率=[(本期營業收入-上期營業收入)/上期營業收入]×100%

3. 負債比率 (Liability Ratio)

負債比率可分為帳面與市場負債比率，以帳面價值計算較能真正反映出公司實質從外部獲得的資源，且採市場價值負債比率較容易受公司本身特性影響負債比率(Debt)：係以企業負債帳面價值相對於資產總值之比率來做衡量。舉債得以產生稅盾(tax shields)，進而增加公司價值(Miller, 1963)。再者，Jensen(1986)主張舉債所產生之利息與本金償付將迫使公司管理階層支付現金，減少自由現金流量(free cashflows)，進而避免過度投資(over-investment)；因此負債融資得以提升公司價值。但另一方面，舉債使得公司股東之投資收益必須與債權人分享，導致股東不願進行新的投資案(即使是具正淨現值之投資計畫)，產生投資不足(under-investment)問題(Myers,1977)，減損公司價值。

負債比率=負債總額÷資產總額

4. 產業控制變數 (Industry)

本研究在產業族群當中，因所蒐集之樣本比重分布可能有所差異，而且考慮本研究有可能會有產業效果，因此在本研究模型中增加產業控制變數，將本研究中所佔所有樣本比率最大的科技業設虛擬變數，分別為高科技業的產業設1，其餘設0，其高科技業所佔比率為15.8%。

5. 年度控制變數 (Year)

本研究為求研究之嚴謹在模型中加入年度之控制變數，將2005年、2006年、2007年、2008年、2009年設虛擬變數，當該變數為上述年度時設為1，其餘則設為0。

第四節、實證模型

(一) 繼任 CEO 來源與公司績效之間關係

利用模型 3.1 式檢驗假說 H1：當 CEO 為內部聘任時，對企業變革具有負向的影響。本模型中預測變數（自變數）為繼任 CEO (CS)，依變數為企業變革 (SC)，控制變數為公司規模 (SIZE)、營收成長率 (Finacial Growth, FG)、負債比率(Liability Ratio,LR)、是否為高科技產業 (IN)、年度控制變數 (YE)，用以求證繼任 CEO 與公司績效在會計績效模型上的反應情況。

$$H1 \quad SC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CS + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 FG + \alpha_4 LR + \alpha_5 IN + \alpha_6 YE + \varepsilon$$

(二) 高階管理團隊變動對企業變革的調節效果

利用模型檢驗假說 H2a、H2b 與 H2c，三模型中預測變數（自變數）為繼任 CEO (CS)，依變數為企業變革 (SC)，干擾變數為 CEO 繼任後高階管理團隊的特性-服務年資 (TY)、教育程度多元性(TE)和異質性(TH)，控制變數為公司規模 (SIZE)、營收成長率 (Finacial Growth,FG)、負債比率(Liability Ratio,LR)、是否為高科技產業 (IN)、年度控制變數 (YE)，用以求證此三個變數對公司績效的影響。

$$H2a \quad SC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CS + \alpha_2 TY + \alpha_3 CS * TY + \alpha_4 SC + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 FG + \alpha_7 LR + \alpha_8 IN + \alpha_9 YE + \varepsilon$$

$$H2b \quad SC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CS + \alpha_2 TE + \alpha_3 CS * TE + \alpha_4 SC + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 FG + \alpha_7 LR + \alpha_8 IN + \alpha_9 YE + \varepsilon$$

$$H2c \quad SC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CS + \alpha_2 TH + \alpha_3 CS * TH + \alpha_4 SC + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 FG + \alpha_7 LR + \alpha_8 IN + \alpha_9 YE + \varepsilon$$

第四章 實證分析

第一節 敘述統計

本研究檢視台灣上市公司中的繼任 CEO 來源後對企業變革的影響效果，在「公開資訊觀測站」中，以公司所發布的重大訊息與公告收集 2005 年 1 月 1 日至 2009 年 12 月 31 日的 CEO 變動資訊，觀察樣本總共為 582 個觀察值，在這五年間與繼任 CEO 有關的事件，並計算有關於繼任 CEO 前一年、當年繼任跟繼任後四年的企業變革、公司規模、營收成長率及負債比率等資料，資料皆取自於公開資訊觀測站。

一、敘述統計量

下表為年度控制表，分別從 2005 年-2009 年，本研究 582 個的樣本的分布情形。

2005-2009 年度控制表(N=582)		
Year	Number of Announcements	Percent of Sample (%)
2005	115	19.76
2006	106	18.21
2007	135	23.20
2008	145	24.91
2009	81	13.92
Total	582	100

下表為產業別，其中以科技業佔大多數，食品業最少。本研究 582 個樣本的分佈情況如下。

產業別(N=582)			
IC code	Industry group	Number of Announcements	Percent of Sample (%)
11	水泥業	11	1.89
12	食品業	3	0.52
13	塑膠業	67	11.51
14	紡織業	53	9.11
15	科技業	92	15.8
17	化學業	44	7.56
19	造紙業	51	8.76
20	鋼鐵業	49	8.42
25	建材業	45	7.73
26	航運業	79	13.57
27	觀光業	4	0.69
41	生技業	33	5.67
99	其他	51	8.76
Total		582	100.00

二、敘述統計

下表為繼任 CEO、干擾變數及控制變數全體樣本之敘述性統計分析，分別示列依變數、自變數、干擾變數及控制變數的敘述統計量。

全體樣本敘述統計量(N=582)

變數	代號	平均數	標準差
依變數			
策略變革變數	SC	-0.5732	1.48446
預測變數(依變數)			
CEO 繼任來源	CS	0.77	0.424
干擾變數			
TMT 年資	TY	0.43	0.215
TMT 教育程度多樣化	TE	0.3779	0.17815
TMT 異質性	TH	4.3201	4.07387
控制變數			
公司規模	SIZE	6.8403	0.61514
營收成長率	FG	0.2407	1.80612
負債比例	LR	39.55	19.699
是否為高科技產業	IN	0.54	0.499
95 年控制變數	95Y	0.18	0.386
96 年控制變數	96Y	0.23	0.422
97 年控制變數	97Y	0.25	0.433
98 年控制變數	98Y	0.14	0.352

註：CEO繼任、是否為高科技產業設虛擬變數，其餘變數為連續變數

三、相關分析

本研究首先利用相關分析進行探討，結果如下表所示。其中企業變革與高階管理團隊的教育程度多樣化、高階管理團隊異質性、負債比率及是否為高科技產業的相關係數檢定並不顯著，但與其他變數的相關檢定均顯著。而各變數之間除了 CEO 繼任來源與高階管理團隊的教育程度多樣化、高階管理團隊的年資、是否為高科技產業；高階

管理團隊的年資、營收成長率、負債比率；是否為高科技產業；高階管理團隊異質性、營收成長率、負債比率；是否為高科技產業；負債比率；負債比率、是否為高科技產業等幾項變數間的相關並不顯著之外，其他變數間的相關程度均為顯著。

FP 與相關變數的 Pearson 相關係數與相關檢定

變數	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.
1. SC	1	-0.127**	0.018	0.034	-0.044*	-0.115**	0.093*	0.056	-0.029
2. CEO 繼任來源		1	-0.039	0.087*	-0.037	0.154**	-0.15**	-0.082*	0.032
3. TE			1	0.295**	-0.044	0.58**	0.027	-0.018	0.026
4. TH				1	-0.049	0.023*	0.049	-0.014	-0.024
5. TY					1	-0.013**	0.167**	-0.062	-0.074*
6. SIZE						1	-0.107**	-0.032	-0.041
7. FG							1	0.098**	-0.112**
8. LR								1	-0.17**
9. IT									1

註:**. 在顯著水準為 0.01 時 (雙尾), 相關顯著。

*. 在顯著水準為 0.05 時 (雙尾), 相關顯著。

第二節 模型驗證與分析

模型驗證結果所示，因回歸結果是以內部人當作1,所以迴歸係數為負數，從模式一的結果發現,當CEO為內部聘任時，對企業變革具有負向的影響，表示CEO為內部繼任者時對企業變革有負向的影響，所以研究假設一成立。而從模式二的驗證結果得知高階管理團隊的教育程度多樣化與CEO繼承的交互作用為正向顯著，表示高階管理團隊成員的教育程度的越多樣時，會降低內部聘任CEO對企業變革的負向影響，符合本研究的研究假設二，所以研究假設二成立。在模式三的驗證中得知高階管理團隊的團隊異質性與CEO繼承來源對企業變革為正向不顯著，不符合研究假設三當高階管理團隊成員的異質性越高時，會減緩內部聘任CEO時對企業變革的負向影響，所以本研究的研究假設三不成立。最後從模式四的驗證中得知高階管理團隊的服務年資為正向顯著，表示高階管理團隊成員的任期越短，會降低內部聘任CEO啟發企業變革的負向影響。符合本研究假設三當高階管理團隊成員的任期越短時會降低對內部聘任CEO啟發企業變革的負向影響，所以研究假設三成立。

模型驗證結果

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Constant	1.410*** (1.887)	5.0327*** (1.6106)	8.7905*** (2.7959)	12.9410*** (4.2556)
CEO 繼承來源(內外部繼任)	-1.5864*** (-3.3679)	-4.0241*** (-5.3617)	-2.6554*** (-3.5315)	-1.9222*** (-3.4235)
TE(TMT 教育程度多樣化)		0.6039*** (3.8246)		
CS*TE		0.9271*** (4.2473)		
TH(TMT 異質性)			1.5170** (2.4330)	
CS*TH			1.6909 (1.9411)	
TY(TMT 年資)				1.4825** (2.4269)
TMT*TY				0.8545 (0.0518)
SIZE(規模)	-1.1796*** (-2.8693)	-0.2477 (-0.6092)	-0.6984* (-1.6849)	-1.1730*** (-2.8680)
FG(營收成長率)	-0.2720 (-0.6885)	-0.1141 (-0.3039)	-0.1081 (-0.2771)	-0.2700 (-0.6901)
LR(負債比率)	0.0093 (0.0046)	0.1925 (0.1009)	0.7533 (0.3797)	0.3515 (0.1765)
是否為高科技產業	0.0258 (1.7346)	0.0243 (1.5784)	0.0237* (1.8594)	0.0246 (1.7515)
95Y(95 年年度變數)	0.0204 (1.6060)	0.0229* (1.8873)	0.0226* (1.7962)	0.0216* (1.7086)
96Y(96 年年度變數)	0.0331 (1.4879)	0.0414* (1.9571)	0.0403* (1.8306)	0.0272 (1.2309)
97Y(97 年年度變數)	-0.1591 (-1.4093)	-0.1919* (-1.7861)	-0.1738 (-0.1190)	-0.1522 (-1.3605)
98Y(98 年年度變數)	0.0021 (0.0347)	0.0118 (0.2096)	0.0097 (0.8685)	0.0138 (0.2340)
Adj-R ²	0.0156	0.1139	0.0454	0.0347

模型驗證結果

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
F 值	2.8911***	13.3009***	5.5512***	4.4398***
VIF	< 5	< 5	< 5	< 5

註：依變數為FP，括符內數值為t值。

*表示10%的顯著水準，**表示5%的顯著水準，***表示1%的顯著水準。

第五章 結論與建議

一、研究結論

(一) 內部CEO繼任對公司的企業變革具有負向的影響

根據過去研究指出，外部繼任者往往能為組織帶來新穎的想法或技術刺激組織進行變革而成長(Harris and Helfat, 1997; Zhang and Rajagopalan, 2003, 2004), Bokerand Goodstein (1993)也發現當企業經營績效不佳時，組織會傾向選用外部繼任者來帶領組織進行全面性的變革，但若董事會內的成員大多為內部成員時，會因為害怕變革所帶來的不確定性而較抗拒外部繼任者。反觀外部繼任者則勇於創新而採取大刀闊斧的改革，因此與本研究結果假說H1實證相符。

(二) 高階管理團隊的教育程度多樣化對繼任 CEO 來源與企業變革之調節效果

本研究統計結果之分析中瞭解，高階管理團隊的教育程度多樣化對於繼任 CEO 來源與公司績效之間產生干擾之關係，Kimberly 和 Evanisko (1981)發現教育程度越多樣化的管理團隊比較會採用管理創新與技術創新；Bantel 和 Jackson (1989: 110)也認為教育程度較多樣化的管理團隊面對複雜的問題時，能夠創造和執行有效的解決方案，他們的實證研究指出團隊成員們的教育程度較多樣化，心態上對創新的接受度佳，這樣的團隊所領導的銀行創新能力也較高；Wiersema 和 Bantel (1992: 99)認為教育程度較多樣化的管理團隊比較能夠察覺和接受公司所需要的策略變革。研究分析指出，當企業在 CEO 繼任進行變革的過程中，無論是進行破壞式創新或者只是溫和而緩慢的變革，都是需要媒介來觸發這樣的行動，而媒介就是企業的高階人員，延伸上述學者們的論點：教育程度較多樣化的管理團隊比較能夠察覺和接受公司所需要的策略變革或創新，所以團隊成員對企業營運環境會比較主動審視與搜尋且經過數據分析後證實高階管理團隊的教育越多樣時會降低內部聘任 CEO 對企業變革的負向影響。與本研究結果假設 H2-1 實證相符。

(三) 高階管理團隊的異質性對繼任 CEO 來源與企業變革之調節效果

依據本研究之研究結果，在模式三的驗證中得知高階管理團隊的團隊異質性與CEO繼承來源對企業變革為正向不顯著。推測可能原因為：本研究對於團隊成員組成特性的資料蒐集無法完整呈現高階管理團隊的成員組成特性，另高階管理人各職所司對於自己的專業背景較為看重，且各持己見，因而導致企業變革的策略方向並不能有共通的想法，也可能是原因之一。此結果與江正信(2000)的研究結論一致，該文獻指出高階團隊成員的組成特性對於企業創新能力並沒有顯著的影響關係。所以本研究的研究假設H2-2與實證並不相符。

(四) 高階管理團隊的年資對繼任 CEO 來源與企業變革之調節效果

依據本研究之研究結果，高階管理團隊的成員會因為其服務年資長也努力很久才得到今天這個位置，在心態上就不願意其企業有任何劇烈的變動。且，學者江正信(2000)則發現高階經營團隊的組成特性中，平均年資對高階經營團隊之管理風格表現具有顯著差異。服務任期越短越傾向於進行企業變革。因此高階管理團隊成員的任期越短，會減緩CEO啟發企業變革的負向影響。與本研究結果假設H2-3實證相符。

二、研究限制與未來研究建議

(一) 研究理論之貢獻

在過去的研究中，大部分都直接探討領導者更迭對組織績效的影響如學者Allen, Panian, and Lotz, 1979; Boeker

and Goodstein, 1991; Dalton and Kesner, 1985; Friedman and Singh, 1989; Pfeffer and Salancik, 1978; Schwartz and Menon, 1985, 卻很少有學者探討內外部CEO繼任後對企業變革會有正向或負向影響。另外, 以往文獻大多著重在團隊多元性對團隊績效影響的相關實證研究, 如學者Erhardt, Werbel and Shrader (2003)、Smith et al. (1994), 但CEO繼任後其重組之高階管理團隊的特性對於企業變革的影響這議題反而很少人會探討到。然而這一部分在管理者更迭時卻是會常面到而值得研究的, 因此, 本研究針對CEO繼任後對企業變革之間, 並加入CEO繼任後TMT的特性為干擾變數, 做整合性的探討, 經由本研究實證, 當繼任CEO為內部人時對企業變革會有負向影響, 且高階管理團隊的教育程度多元性越高時會減緩內部聘任CEO對企業變革的負向影響及較短的服務年資會對其所實行的企業變革具有正向影響。因此, 本研究提出一個更完整的研究架構, 對於CEO繼任後對企業變革之間的關係, 得到更進一步的瞭解。換言之, 本研究之結果可彌補以往的理論缺口。

(二) 研究限制

本研究主要探討上市公司 CEO 繼任前後對其企業實行企業變革後的變化, 利用公開資訊觀測站公開的公司年報裡的資料為依據, 年報資料雖為公開、且資料龐大, 但因為同一間公司裡在同一年度 CEO 變動不只一次, 而年報裡的資料很難判斷是否是因為 CEO 同年度裡變動多次而使其資料具有重複性的影響。

(三) 未來建議與研究方向

本研究僅探討繼任 CEO 與企業變革之影響, 然而影響企業變革之領域尚有許多值得探討的議題, 故本研究提出下列幾點以供未來後續研究者參考。

1. 更精準的資料蒐集方式

本研究對於高階經營團隊之組成部份係取公開資訊觀測站之資料為樣本, 但因各公司對高階管理人員的認定並不一致, 因此容易產生量測上的誤差, 若後續研究者能在此一構面因素上設計出更加適當的資料蒐集方式, 則研究結果之準確性與客觀性將更加提高。

2. 加入其他干擾變項

本研究僅以高階管理團隊為干擾變數, 未來研究可以嘗試加入不同的干擾變數, 如陳靜宜 (2002) 以高階管理團隊的平均年齡為干擾變數, 可利用本研究架構來探討其干擾效果是否存在, 更可對各變數之間的關係有更進一步的瞭解。

3. 加入其他自變項

本研究僅就繼任CEO為自變數, 來探討其對於企業變革之影響, 未來研究可嘗試加入不同的自變數來比較, 以對企業變革有更深層的瞭解。

4. 套用於其它市場

本研究僅以台灣之上市上櫃公司為研究範圍, 若後續研究者能將研究範圍擴充至其它市場, 以比較不同市場間其高階經營團隊之組成特性是否有所差異, 進而提出一個較具為廣泛性之結論。

參考文獻

第一節、中文部分

1. 刁金郎(2007), 高科技產業的經營績效與管理者替換關係之研究。國立高雄大學高階經營管理碩士(EMBA)在職專班出版碩士論文。
2. 王吟華(2005), 公司治理與經理人異動對股東財富的影響。國立高雄大學經濟管理所出版碩士論文。
3. 王玉慧(2012), 高階經理團隊多元性與企業績效之關聯—以公司治理模式為調節變項。國立中央大學人力資源管理研究所出版碩士論文。
4. 沈如騏(1998), 董事會與高階管理團隊特質對高科技公司研究發展投入之影響。國立中山大學企業管理研究所出版碩士論文。
5. 李馨蘋、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, 第十六卷, 第一期, 頁1-22。

6. 李佳玲、葉穎蓉、何晉滄(2005)，績效、公司治理與高階管理者離職之實證研究，中山管理評論，第13卷第1期，2005年3月，頁75-106。
7. 洪晨桓(2003)，「以經濟附加價值探討公司績效與高階主管替換之關係」。國立東華大學企業管理研究所碩士論文。
8. 柯元達(2008)，CEO轉換型領導與權力支配性對組織績效的影響：高階經營團隊社會資本的中介效果。國立中山大學人力資源管理研究所出版博士論文。
9. 徐聯恩(1997)，大型企業領導者更迭之研究，台北：華泰文化事業公司。
10. 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出版碩士論文。
11. 許如婷(1996)，高階管理團隊特徵對公司經營績效之影響——台灣地區上市公司之實證研究。國立中央大學財務管理研究所出版碩士論文。
12. 陳家聲(1998)，國際企業多國文化組合高階經營團隊之建立與發展。台灣大學工商管理系(NTUNBUA)行政院國家科學委員會。
13. 陳從聖(2003)，「公司治理、高階管理者更迭與企業價值關係之研究」。國立中正大學企業管理研究所碩士論文。
14. 陳錫銘(2005)，經營者更迭、繼任者特性與股東附加價值關係之研究。國立中正大學企業管理研究所出版碩士論文。
15. 陳建宏(2000)，公司經理人異動對股東財富與公司經營績效影響之研究。朝陽科技大學財務金融研究所出版碩士論文。
16. 莊忠柱(1999)，主管更迭的股東財富效果-以台灣上市公司董事長更迭為例。台北銀行月刊，vol 29(6)，頁80~96。
17. 黃裕元(2008)，高階主管更迭、組織寬鬆與經濟附加價值關係之研究。國立中正大學管理學院高階主管管理碩士在職專班出版碩士論文。
18. 黃旭輝(2005)，經理人異動與股東財富效果，管理評論，第二十五卷第一期，頁23-24。
19. 黃旭輝、王育偉(2006)，「績效不佳的經理人會被撤換嗎？」，證券市場發展季刊，第十八卷第四期。
20. 黃振任(2011)，國內不鏽鋼管通路商的經營模式與競爭策略——以A公司為例。國立臺灣科技大學管理學院EMBA出版碩士論文。
21. 黃乃純(2003)，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。國立中正大學會計學研究所出版碩士論文。
22. 楊斯琴(2003)，「以經濟附加價值探討高階主管強迫性異動與公司績效之關係」。國立東華大學企研所碩士論文。
23. 詹錦宏及楊麗弘(2001)，「臺灣上市公司股權結構與經營績效之研究—產業特性與股權質押之觀點」，臺灣銀行季刊，52，202-220。
24. 葉銀華及邱顯比(1996)，「股權結構與公司價值關聯性之實證研究：代理成本理論」，台大管理論叢，7(2)，57-90。
25. 葉上葆、曹常鴻、蔡如蕙(2007)，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，經營管理論叢2007第二屆管理與決策學術研討會特刊，頁307-326。
26. 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。
27. 蔣芳育(1996)，「大型企業領導者更迭之研究—台灣上市公司十年經驗分析」。中正大學企業管理研究所碩士論文。

第二節、英文部分

1. Ayse Karaevli.(2007) ,"Performance Consequences of New CEO 'Outsiderness':Moderating Effects of Pre- and Post-succession contexts"Strategic Management Journal 28 : 681-706.

2. Boeker W, Goodstein J. (1991)“Organizational Performance and Adaptation: Effects of Environment and Performance on Changes in Board Composition,” *Academy of Management Journal*, (34), pp.805-826.
3. Boyd, B. K. (1994) ”Board Control and CEO Compensation,” *Strategic Management Journal*, (15), 335-344.
4. Cho, T. S. and W. Shen (2007), “Changes in Executive Compensation Following an Environmental Shift: The Role of Top Management Team Turnover,” *Strategic Management Journal*, (28), pp. 747-754.
5. Defond, Mark, L., and Chul, W. Park., 1999, The effect of competition on CEO turnover, *Journal of Accounting and Economics*, vol 27, pp35~56.
6. Dalton, D, C. Daily, A. Ellstrand, and J. Johnson (1998) “Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance,” *Strategic Management Journal*, 19(3), pp.269-290.
7. Demsetz, H., and K. Lehn (1985)“The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences,” *Journal of Political Economy*, (93), pp.1155-1177.
8. Donaldson, L. and J. H. Davis (1991) “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns,” *Australian Journal of Management*, (16), pp.49-64.
9. Fiol CM and E. O’Connor (2003)“Waking Up! Mindfulness in The Face of Bandwagons,” *Academy of Management Review*, (28), pp.54-70.
10. Helmich, D. L. (1974) “Organization Growth and Succession Patterns,” *Academy of Management Journal*, (17), pp.771-775.
11. Harald Hungenberg and Torsten Wulf (2007),“Executive succession and strategic change An empirical study in large German companies”,*Institut fur Unternehmensplanung*.
12. Kesner, I. F. and C. Sebor(1994) “Executive Succession: Past, Present and Future,” *Journal of Management*, (20), pp.327-372.
13. Tushman, M. L. and L. Rosenkoph (1996), “Executive succession, strategic reorientation and performance growth: A longitudinal study in the U.S. cement industry,” *Management Science*, Vol.42, No.7, 939-953.
14. John M. Barron, Dmitriy V. Chulkov and Glen R. Waddell(2011), “Top management team turnover, CEO succession type, and strategic change”*Journal of business Research* 64 : 904-910.
15. Khurana, R. and N. Nohria (2000), “The performance consequences of ceo turnover,” unpublished manuscript, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge.
16. Murray, A. I. (1989) Top management group heterogeneity and firm performance. *Strategic Management Journal*, 10: 125-142.
17. Martin, Kenneth J., and John J. McConnell, 1991, Corporate performance, corporate takeovers, and Management turnover, *Journal of Finance* 46(2), 671-687.
18. Miller, D., I. Le Breton-Miller. (2005). *Managing for the Long Run: Lessons in Competitive Advantage from Great Family Businesses*. Harvard Business School Press, Boston.
19. Miller, D., I. Breton-Miller, R. Lester, and A. Cammella Jr. 2007. Are family firms really superior performers?. *Journal of Corporate Finance*, 13, 829-858.
20. Miller, T. and Triana, M. (2009). Demographic diversity in the boardroom: mediators of the board diversity-firm performance relationship, *Journal of Management Studies*, 46: 5, 755-782.
21. Mintzberg, H., Ahlstrand, B., and Lampel, J. (2009). *Strategy safari*. United kingdom: pearson education limited.
22. Norburn, D. & Birley, S. 1988. The top management team and corporate performance. *Strategic Management Journal*, 9: 225-237.
23. Parker, G. M. (1990) *Team players and teamwork: The new competitive business Strategy*. San Francisco: Jossey-Bass.

24. Papadakis, V. M. & Barwise, P. 2002. How much do CEOs and top managers matter in strategic decision-making? *British Journal of Management*, 13(1): 83-95.
25. Parrino, R., (1997), CEO turnover and outside succession-A cross- sectional analysis, *Journal of Finance Economics*, Vol 46, pp165~197.
26. Wei Shen, Albert, A. Cannella Jr., 2002, Revisiting the performance consequences of CEO succession : The impact of successor type, post-succession senior executive turnover and departing CEO tenure, *Academy of Management Journal*, vol 45, pp717~733.
27. Waner, J., R. Watts and L. Wruck (1988), "Stock Price and Top Management Changes," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, Iss. 1,2, 461-492.
28. Yan Zhang and Nandini Rajagopalan (2007) , "Research Notes and Commentaries Once an Outsider, Always and Outsider? CEO Origin, Strategic Change, and Firm Performance"*Strategic Management Journal* 31 : 334-346.