

國立臺灣大學管理學院國際企業學系



碩士論文

Department of International Business

College of Management

National Taiwan University

Master's Thesis

新聘高階經理人前與後的企業資本結構決策風格

Capital Structure Decision Styles Before and After

Appointments of Executive Officers

林辰劬

Chen-Hsiao Lin

指導教授：林修葳 博士

Advisor : Hsiou-Wei Lin, Ph.D.

中華民國 114 年 07 月

July, 2025

國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書

MASTER'S THESIS ACCEPTANCE CERTIFICATE
NATIONAL TAIWAN UNIVERSITY

新聘高階經理人前與後的企業資本結構決策風格
Capital Structure Decision Styles Before and After
Appointments of Executive Officers

本論文係 林辰爻 R11724006 在國立臺灣大學國際企業學系完成之碩士學位論文，於民國 114 年 7 月 21 日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明。

The undersigned, appointed by the Department of International Business
on 21, July, 2025 have examined a Master's Thesis entitled above
presented by Chen-Hsiao Lin R11724006 (student ID) candidate and hereby
certify that it is worthy of acceptance.

口試委員 Oral examination committee :

林修葢 黃承祖 羅懷均

(指導教授 Advisor)

王之彥

系（所、學位學程）主管 Director : _____

中華民國 114 年 7 月 21 日

誌謝

在提筆寫起致謝詞的時刻，彷彿站在求學旅途的終點，替心愛的孩子用心地整理紅色領帶，並懷著誠懇及興奮的眼神，目送他踏入畢業典禮的殿堂；也彷彿回望學習動機的起點，回顧一路以來的風風雨雨，而感恩曾經幫助他的師長、家人、朋友和自己，才能讓其成就開花結果。

首先，我想要感謝修葺老師，也是我最崇敬的指導教授。因為在撰寫碩士論文的過程，歷經曲折與艱辛，所幸他都能不厭其煩地協助我釐清思路、活用工具及解決問題，讓我得以用更成熟的眼光來看待問題，而成為我在學術研究上的明燈。

也衷心地感謝我的口試委員們。謝謝懷均老師及承祖老師撥冗參與我的論文口試，並以嚴謹且專業的態度，給予我中肯的建議及鼓勵，而提升我對分析工具和邏輯推論的掌握，並成為我未來持續學習與探索的泉源。

其次，我想要感激我的家人們，他們是我最堅強的後盾。儘管我總是以輕描淡寫的語氣回應內心的焦慮與疲憊，但他們始終默默地守護、相信及支持著我，使我能夠無後顧之憂地前行。

也誠摯地感激我的好朋友們，特別是享奇、盈華、茗傑、伯豪、少杰、依晴、澄筑、靜喬、耕竹、競中、永岫及柏遠。在我的學涯，他們的陪伴和扶持，不僅是激勵我追求卓越的動力，也是我在平衡課業、工作、同儕及生活壓力間的顧問，而讓我可以安心地實踐我的理想。

最後，我想要謝謝自己！除了謝謝自己當年選擇就讀企管系和國企所，讓我可以熱愛的商業管理領域，淬鍊知識廣度和深度；也謝謝自己在此條深具意義但充滿挑戰的道路上，從未經言放棄，而是一步一腳印，堅定地抵達目的地。

林辰劬

國立臺灣大學 國際企業研究所

2025 年 07 月 22 日

中文摘要

本研究以 2003 年至 2023 年美國上市公司樣本，探討新任執行長與財務長對企業資本結構決策風格的影響力，分別檢驗任用偏好假說和風格承襲假說。研究模型以合宜負債比偏離程度作為資本結構決策風格的代理變數，並納入性別、年齡、兼任董事長和職涯空窗天數作為調節變數。

實證結果顯示，在任用偏好假說，執行長樣本獲得部分支持，顯示董事會傾向新聘與既有資本結構決策風格相似的執行長，且年齡越低，其任用偏好程度越強；在風格承襲假說，執行長樣本亦獲得部分支持，顯示新任執行長傾向將其過往資本結構決策風格移植至新公司，且年齡越低、職涯空窗天數越長，其風格承襲程度越強；相較之下，財務長樣本對上述兩項研究假說皆未達統計顯著水準。

整體而言，相較於財務長，執行長具備較高的職位重要性和決策自主權。在高階人事任用決策，董事會更重視新任執行長是否與既有資本結構決策風格一致，並被年齡所調節；在企業資本結構決策，執行長展現較強烈的風格承襲效果，並被年齡和職涯空窗天數所調節。

關鍵字：企業資本結構、新聘高階經理人、執行長、財務長、任用偏好、風格承襲

ABSTRACT



This study investigates the impact of newly appointed CEOs and CFOs on firms' capital structure decision styles, using data from U.S. publicly listed companies from 2003 to 2023. Two hypotheses are empirically tested : the selection preference hypothesis and the style inheritance hypothesis. The research model employs deviations from the target leverage ratio as a proxy for capital structure decision style. Gender, age, duality, and career gap duration are incorporated as moderating variables.

Empirical results provide partial support for the selection preference hypothesis in the CEO sample, suggesting that boards tend to appoint CEOs whose capital structure decision styles align with the firm's existing style, especially when the CEO is younger. The style inheritance hypothesis is also partially supported for CEOs, indicating that newly appointed CEOs tend to transfer their past decision styles to the new firm. This effect is stronger for younger CEOs and those with longer career gaps. In contrast, the CFO sample does not exhibit statistically significant support for either hypothesis.

Overall, the findings reveal that CEOs hold greater positional importance and decision-making autonomy than CFOs. In executive selection, boards prioritize appointing CEOs whose decision styles are consistent with the firm's existing capital structure patterns, with this preference influenced by CEO age. In capital structure decision-making, CEOs are more likely to carry forward their previous decision styles, with this tendency moderated by both age and career gap duration.

Keywords : Corporate Capital Structure, Newly Appointed Executives, CEO, CFO, Executive Selection, Style Inheritance

目次



口試委員會審定書	i
誌謝	ii
中文摘要	iii
ABSTRACT	iv
目次	v
表次	vi
第一章 緒論	1
第二章 文獻回顧與研究假說	2
第一節 文獻回顧.....	2
第二節 研究假說.....	4
第三章 研究方法	8
第一節 樣本來源與選取.....	8
第二節 產業及年度分佈統計.....	9
第三節 變數定義與衡量.....	11
第四章 實證結果	16
第一節 敘述性統計及相關係數.....	16
第二節 多元迴歸分析.....	17
第五章 研究結論	28
參考文獻	29

表次



表 3.1	高階經理人離職和就職前五大產業統計表.....	9
表 3.2	高階經理人離職和就職年度統計表.....	10
表 3.3	Model (1) 變數說明表	14
表 3.4	Model (2) 至 Model (6) 變數說明表.....	15
表 4.5	CEO Model (1) 敘述性統計量.....	20
表 4.6	CFO Model (1) 敘述性統計量.....	21
表 4.7	CEO Model (2) 至 Model (6) 敘述性統計量.....	22
表 4.8	CFO Model (2) 至 Model (6) 敘述性統計量.....	22
表 4.9	CEO Model (1) 相關係數矩陣.....	23
表 4.10	CFO Model (1) 相關係數矩陣.....	24
表 4.11	CEO Model (2) 至 Model (6) 相關係數矩陣.....	25
表 4.12	CFO Model (2) 至 Model (6) 相關係數矩陣.....	25
表 4.13	多元迴歸分析結果：任用偏好假說.....	26
表 4.14	多元迴歸分析結果：風格承襲假說.....	27

第一章 緒論

本研究檢測新聘高階經理人前後對企業資本結構決策風格之影響，研究問題在於：(1) 分析執行長（財務長）在前任公司離職前與新任公司就職前，合宜負債比偏離方向與幅度之關聯，以剖析董事會是否延攬資本結構決策風格相似的高階經理人；(2) 觀察執行長（財務長）在前任公司離職前與新任公司就職後，合宜負債比偏離方向與幅度之變化，以判斷其資本結構決策風格是否隨之移轉。

根據高階梯隊理論 (Upper Echelons Theory)，Hambrick & Mason (1984) 認為高階經理人的工作經驗和人格特質將影響其對外部環境和內部資源的解讀，進而左右企業風險與策略偏好。另一方面，Hannan & Freeman (1977) 提出族群生態理論 (Population Ecology Theory)，主張為了維持內部營運穩定性和外部環境合法性，組織將面臨強烈的結構慣性 (Structural Inertia)，進而傾向延續既有的商業運作模式。有鑑於此，本研究推論，董事會傾向延攬與原本高階經理人相似度高的候選人，以提高其上任後延續企業文化與策略的可能性。

此外，Higgins (2005) 提出職涯烙印理論 (Career Imprinting)，強調在職業生涯初期所接觸的工作經驗將刻印長期思考及行為模式，導致高階經理人在不同公司間的管理風格趨於一致。因此，本研究亦推論，新任高階經理人可能將過往成功經驗承襲至新公司，以彰顯其決策偏好呈現高度一致性。

然而，董事會的高階人事任用和高階經理人的風格承襲能力，並非僅由其工作歷練所解釋，亦可能被性別、年齡、兼任董事長和職涯空窗天數所影響。為此，本研究將檢驗其單獨和交互效果。具體而言，本研究認為，女性與年長者均屬於保守型決策風格，不易推動激烈改革，並延續現有經營策略方向；兼任董事長具備較高的權力地位，而提升決策自主性和施展風格獨特性；職涯空窗天數越長，則提高預測不確定性，進而淡化對過往成功經驗的參考價值和刻板印象。

本研究就 2003 年至 2023 年美國上市公司資料，驗證董事會的任用偏好和新任執行長（財務長）的風格承襲能力。實證結果顯示，在高階人事任用決策，董事會傾向新聘與既有資本結構決策風格一致的執行長，並被年齡所調節；在企業資本結構決策，執行長亦展現較強烈的風格承襲效果，並被年齡和職涯空窗天數所調節；相較之下，財務長樣本則均未支持兩項研究假說。

第二章 文獻回顧與研究假說



第一節 文獻回顧

(一) 新聘高階經理人

當企業更替高階經理人時，董事會往往期望新任者能夠推動營運及財務面的改革，以因應外部環境的變化，並最佳化營運績效。然而，學術界對於新聘高階經理人是否具備改變企業經營方向的實質影響力，仍存在正反觀點。

支持者認為，新任高階經理人能夠扭轉原先的策略方向與營運績效。Lant & Milliken (1992) 發現更換執行長將提高策略重新導向的可能性；Weisbach (1995) 認為變更管理者可以校正先前的不當決策；Virany, Tushman, & Romanelli (1992) 指出新任高階經理人能夠根本地改善原本的知識、技能與互動模式，以提升洞察與因應環境變化的能力，特別是在動盪的市場環境；Biscotti, Mafrolla, Giudice, & Amico (2018) 提到更換執行長能夠刺激開放式創新，尤其凸顯從外部延攬的執行長，也提到即使面臨前任高階經理人長期執政、較保守的企業文化的情況，其仍具備重新塑造企業策略方向的能力；Schepker, Kim, Patel, Thatcher & Campion (2017) 觀察出內部晉升的執行長能提升長期績效，並採取保守的策略調整方式，但外部延攬的執行長則相反。

反對者則認為，新聘高階經理人未必能彰顯其實質影響力。Hannan & Freeman (1977) 發現組織傾向沿用原本的商業運作模式，以維持內部營運穩定性和外部環境合法性；Gamson & Scotch (1964) 提出代罪羔羊理論 (Scapegoating theory)，認為更換領導者淪為象徵性儀式，用以安撫利害關係人、轉移注意力及重建團隊希望，而非真正解決問題與改革；Khanna & Poulsen (1995) 指出不論是申請破產保護或經營績效良好的公司，其高階經理人行為並無明顯差異，所以即使陷入財務困境的公司更換高階經理人，市場仍未給予正面評價，顯示換與不換管理者，都不是實際失敗主因。Schepker, Kim, Patel, Thatcher & Campion (2017) 提到新聘高階經理人伴隨著短期績效下降，但長期績效則無明顯作用。

(二) 特定條件的任用偏好

Hannan & Freeman (1977) 提出族群生態理論，認為組織傾向沿用原本的商業運作模式，以維持內部營運穩定性和外部環境合法性；再加上，Hambrick & Mason (1984) 提出高階梯隊理論，認為高階經理人的工作經驗和人格特質（如性別與年齡）將改變企業策略喜好。因此，在遴選高階經理人，董事會可能將參酌候選人的工作經驗、性別和年齡，以預測其上任後的決策風格和績效表現會如同以往。

以工作經驗來說，學者認為高階經理人的決策風格在不同階段皆呈現高度一致性，進而可以運用其過往工作績效來預測其未來決策偏好。Higgins (2005) 提出職涯烙印理論 (Career Imprinting)，強調在職業生涯初期所接觸的工作經驗將刻印長期思考及行為模式，導致其在新任與舊任公司的管理模式差異不大。

以性別來說，多數學術研究仍表明，女性高階經理人普遍採取較保守的決策風格，而不會進行大幅改革，並避免高不確定性的策略，以維持長期營運穩定度。Faccio, Marchica & Mura (2016) 指出女性 CEO 傾向採用低財務槓桿及低獲利波動率的策略，進而提高公司存續五年以上的可能性；Vo, Nguyen & Le (2021) 提到女性 CEO 所領導的公司通常呈現低資產報酬波動度，並處於較低的系統性與非系統性風險的環境；Khan & Vieito (2013) 觀察到相較於男性，女性 CEO 所領導的公司其風險程度較低；Martin, Nishikawa & Williams (2009) 發現在新聘女性 CEO 後，總風險與特殊風險將顯著降低，凸顯女性的風險規避傾向，並發現高風險企業，傾向任命女性 CEO，以實現降低風險的策略性目的；Huang & Kisgen (2013) 提及相較於女性，男性高階經理人較頻繁地進行併購和發債。

以年齡來說，學者普遍認為年長高階經理人亦出現低不確定性的決策偏好，即傾向保留既有的經營模式，而避免採取高風險的投資和槓桿操作。Serfling (2014) 發現年長 CEO 傾向降低研發投入，並選擇多元化併購模式和業務項目，以維持較低的營運槓桿，並發現執行長的風險偏好與公司風險呈現一致性，即低股票報酬波動度及多角化經營的公司傾向任用年長 CEO，反之則反；Li & Makhija (2017) 認為年長 CEO 傾向維持現狀，而降低企業投資活動，相較之下，年輕 CEO 則大膽地進行擴張（撤資），使公司規模增大（縮小）。

(三) 企業資本結構

企業資本結構係指調配負債與權益間的使用比率，用以支撐企業營運系統。但高階經理人是否能動搖企業資本結構，則被利害關係人與企業先天限制所左右。

以利害關係人來說，股東傾向提高負債比，以發揮稅盾效果、監督效果和財務槓桿。Modigliani & Miller (1963) 提出修正式 MM 理論，並認為利息費用可以作為所得稅費用扣抵項目，以節省所得稅費用；Choi, Kumar & Zambuto (2016) 指出雖然舉債需要面臨利息費用、破產成本、信用評等和指定用途，但也可促使債權人監督該公司的投資決策和績效，進而提高知識使用效率，並引導至最佳創新路徑。

以企業先天限制來說，學者普遍認為企業資本結構是受制於內部經營特性和外部環境變化，並非新任高階經理人所能主導的。Lemmon, Roberts & Zender (2008) 指出高或低負債比的公司往往維持此狀態長達 20 年以上不變；Murphy & Zimmerman (1993) 分析執行長離職前與後的樣本，發現研發、廣告、資本支出和會計應計項目的調整多源自於經濟表現不佳，也發現只有在營運績效不佳且執行長被迫離職的公司才會有限地行使裁量權，而正常退休及接班、營運績效良好者則無此現象。

第二節 研究假說

(一) 任用偏好假說 (Selection Preference Hypothesis)

本研究推論，董事會的高階人事任用可能受限於所提出的族群生態理論，Hannan & Freeman (1977) 認為董事會往往面臨高度結構慣性，而傾向維持營運穩定性和合法性。此外，董事會亦可能基於高階梯隊理論，Hambrick & Mason (1984) 強調高階經理人的工作經驗和人格特質將影響財務及營運決策偏好。由此可見，董事會將可能傾向任用未來工作績效與既有資本結構決策風格相似度高的候選人，而此種「風格相似度高」可能源自於工作歷練、性別和年齡，以解釋其策略特色和風險偏好。

在工作歷練方面，董事會可能參酌 Higgins (2005) 提出職涯烙印理論，強調在職業生涯初期所接觸的工作經驗將刻印長期思考及行為模式。因此，董事會將比較候選人在前任公司的合宜負債比偏離程度，來評估其沿用既有資本結構決策風格的可能性。

在人格特質方面，董事會則可能傾向挑選保守型決策偏好的女性和年長高階經理人，以維持現有經營模式，而降低內部經營策略調整和外部市場環境變動。舉例來說，Martin, Nishikawa & Williams (2009) 發現在新聘女性 CEO 後，總風險與特殊風險將顯著降低，凸顯女性偏好於低不確定性的經營模式，並發現高風險企業，傾向任命女性 CEO，以實現降低風險的策略性目的；Li & Makhija (2017) 發現年長 CEO 傾向較小心的經營策略，而避免採用高不確定性的收購、擴張和撤資策略。因此，本研究檢測：若董事會指派女性和年長者為新任執行長（財務長），是否將強化董事會對資本結構決策風格偏好的授權與傳承期待。

在兼任董事長方面，本研究認為兼任董事長能強化組織權力地位和管理風險承擔行為，而採取更冒險的經營策略。相關學術研究亦指出，Tang, Crossan, & Rowe (2011) 主導型執行長傾向採取不同於產業主流作法的經營模式，進而呈現極端的策略績效，即大成功或大失敗，並發現若董事會較強勢，則能夠制約主導型執行長較極端的策略偏好，並提升其大成功的可能性。有鑑於此，本研究檢測：若董事會指派曾領導其他企業的新任高階經理人兼任董事長，是否亦強化董事會對資本結構決策風格偏好的授權與傳承期待。

在職涯空窗天數方面，雖然過往的學術論文較少探討職涯空窗天數對經營策略的影響力，但本研究仍納入職涯空窗天數的交互作用，並認為若職涯空窗天數越長，期間可能發生的產業人脈中斷、知識更新脫節、社會文化變遷與其他內外部因素，進而提升對未來工作表現的預測不確定性，並淡化前公司工作經驗的參考價值。因此，本研究檢測：若董事會任用職涯空窗天數較短的候選人，是否亦強化董事會對資本結構決策風格偏好的授權與傳承期待。

綜上所述，本研究提出「任用偏好假說」，主張董事會傾向新聘與既有資本結構決策風格相似的執行長（財務長），以強化過去與未來決策邏輯的一致性，並被性別、年齡、兼任董事長和職涯空窗天數所調節。

H1a : 董事會傾向新聘與既有資本結構決策風格相似的執行長

H1b : 若新任為女性執行長，其前任與新任公司的資本結構決策風格越接近

H1c : 若新任為年長執行長，其前任與新任公司的資本結構決策風格越接近

- 
- H1d : 若新任執行長未兼任董事長，則提高其前任與新任公司的資本結構決策風格相似性
- H1e : 若新任執行長的職涯空窗天數越短，則提高其前任與新任公司的資本結構決策風格相似性
- H2a : 董事會傾向新聘與既有資本結構決策風格相似的財務長
- H2b : 若新任為女性財務長，其前任與新任公司的資本結構決策風格越接近
- H2c : 若新任為年長財務長，其前任與新任公司的資本結構決策風格越接近
- H2d : 若新任財務長未兼任董事長，則提高其前任與新任公司的資本結構決策風格相似性
- H2e : 若新任財務長的職涯空窗天數越短，則提高其前任與新任公司的資本結構決策風格相似性

(二) 風格承襲假說 (Style Inheritance Hypothesis)

另一方面，新任高階經理人與董事會的經營理念未必能夠取得共識，亦未必能夠符合預期。主因在於(1)根據職涯烙印理論，Higgins (2005)強調高階經理人的思考和行為模式被早期職業生涯所接觸的工作經驗所刻印，導致新任執行長和財務長可能重視個人決策偏好，而不願服從組織慣性；(2)根據高階梯隊理論，Hambrick & Mason (1984)認為高階經理人的人格特質亦可能影響個人決策偏好。本研究推論女性高階經理人的保守型決策，源自於其不願意改變現狀，以致於強化對過往成功經驗的執著，而年長高階經理人的保守型決策，則是對於未來職涯擔憂較薄弱，即不必積極地展現與累積工作績效，所以降低與現有公司決策發生衝突的可能性。

此外，本研究認為新任高階經理人兼任董事長和職涯空窗天數亦將影響其施展個人管理風格的可能性。具體而言，若新聘高階經理人兼任董事長，代表董事會的監督力量較薄弱，將賦予新任高階經理人較大的決策自主空間，而有助於施展其風格獨特性；同樣地，若職涯空窗天數越短，則其決策風格不易被不確定事件所干擾，進而對其過往成功經驗的刻板印象越深，並強化其風格承襲能力。

因此，本研究提出「風格承襲假說」，主張新任執行長（財務長）傾向將其過往資本結構決策風格移植至新公司，以彰顯其決策偏好呈現高度一致性，並被性別、

年齡、兼任董事長和職涯空窗天數所調節。

- 
- H3a : 新任執行長傾向移植其過往的資本結構決策風格至新公司
 - H3b : 若新任為女性執行長，其資本結構決策風格承襲能力將被削弱
 - H3c : 若新任為年長執行長，其資本結構決策風格承襲能力將被削弱
 - H3d : 若新任執行長兼任董事長，其資本結構決策風格承襲能力將被增強
 - H3e : 若新任執行長的職涯空窗天數越短，其風格承襲能力將被增強
-
- H4a : 新任財務長傾向移植其過往的資本結構決策風格至新公司
 - H4b : 若新任為女性財務長，其風格承襲能力將被削弱
 - H4c : 若新任為年長財務長，其風格承襲能力將被削弱
 - H4d : 若新任財務長兼任董事長，其風格承襲能力將被增強
 - H4e : 若新任財務長的職涯空窗天數越短，其風格承襲能力將被增強

綜上所述，不論是工作經驗、人格特質、兼任董事長和職涯空窗天數，皆能影響董事會的高階人事任用和高階經理人的風格承襲效果。然而，本研究認為，仍以工作經驗作為主要效果，並以性別、年齡、兼任董事長和職涯空窗天數為輔助效果，惟需要同步納入評估，方能彰顯其聯合效果。

第三章 研究方法



第一節 樣本來源及選取

本研究樣本期間為 2003 年 1 月至 2023 年 12 月，總計 21 年；研究對象為美國上市公司，總計 741 家；應用數據資料庫為 BoardEx 和 Compustat。

高階經理人資料來自於 BoardEx，內容包含職務名稱、身分代號、性別、生日、就任日期、離職日期、公司代號。本研究聚焦於新聘執行長與財務長事件，主因在於（1）執行長負責整體營運規劃和內外部資源分配，所以其決策地位通常高於其他專業經理人、（2）財務長負責資金配置、財務決策和風險管理，所以其專業能力能夠改變企業資本結構。

採樣流程分成兩大階段，首先篩選職務名稱包含 CEO 及 CFO，接續整理該名高階經理人的首任及次任公司資料。為了確保排除無法清楚界定董事會的高階人事任用考量和高階經理人風格承襲力的情況，所以特別剔除符合三項條件者：（1）職位微調者，即首任及次任公司代號相同者，而隱含其只是被微調職位名稱或新增業務項目、（2）時間重疊者，即首任離職日期大於次任就任日期者，而隱含其同時兼任於不同家公司，所以對企業資本結構影響力不夠完整及獨立、（3）資料不全者，即在前任公司離職前、新任公司就職前和就職後缺乏財務資料，而隱含該公司面臨倒閉或裁撤。最終，本研究總共採集 82 筆新聘執行長、507 筆新聘財務長樣本。

公司財務變數來自於 Compustat，內容包含產業代碼、負債比、稅前息前營業淨利比、固定資產比、所得稅費用比、自由現金流比、公司規模、銷貨收入比、保留盈餘比、營運資金比和市值負債比。為了避免估計結果被極端值所干擾，本研究針對所有公司財務變數進行溫莎化（Winsorization）處理，將小於第 5 百分位數、大於第 95 百分位數的數值，分別調整至第 5 百分位數與第 95 百分位數，以提升模型解釋力和結果穩健性。



第二節 產業及年度分佈統計

(一) 產業分佈統計

表 3.1、高階經理人離職和就職前五大產業統計表

CEO								CFO							
前任公司				新任公司				前任公司				新任公司			
R	C	N	%	R	C	N	%	R	C	N	%	R	C	N	%
1	737	6	7.3%	1	357	5	6.1%	1	367	44	8.7%	1	737	48	9.5%
2	367	5	6.1%	1	367	5	6.1%	2	737	35	6.9%	2	367	40	7.9%
3	208	3	3.7%	1	737	5	6.1%	3	999	23	4.5%	3	283	25	4.9%
3	372	3	3.7%	2	371	4	4.9%	4	283	21	4.1%	4	357	18	3.6%
3	384	3	3.7%	2	384	4	4.9%	4	357	21	4.1%	5	382	16	3.2%
3	533	3	3.7%	2	562	4	4.9%					5	384	16	3.2%
3	594	3	3.7%	2	679	4	4.9%								
3	679	3	3.7%												

註一：R 為排名、C 為產業代碼、N 為樣本數、% 為百分比。

註二：產業代號及中文名稱分別為 208 (飲料)、283 (醫藥與生技製造業)、357 (電腦及辦公設備)、367 (電子零組件與配件)、371 (機動車輛製造業)、372 (飛機及零組件)、382 (測量、分析與控制儀器製造業)、384 (醫療儀器與設備製造業)、533 (百貨與商店零售業)、562 (女裝專賣店)、594 (雜貨店)、679 (非主流資產投資)、737 (電腦程式設計與資料處理服務)、999 (非營利機構)

表 3.1 為高階經理人離職和就職前五大產業統計表。本研究使用 Standard Industrial Classification Code (SICC) 標準產業分類代碼，並依據其前三碼作為經濟活動分類，以觀察發生高階經理人異動案是否偏向特定產業。

其中，執行長、財務長離職與就職前五大產業主要集中於 367 (電子零組件與配件)、737 (電腦程式設計與資料處理服務)、357 (電腦及辦公設備)。此現象可歸因於近年美國產業結構轉向高附加價值、技術及知識密集產業，帶動電子相關製造和資訊服務業類企業迅速增長，進而提升對高階經理人之需求。此外，該產業普遍處於知識及技術更新速度飛快的環境，為了維持產品競爭力和策略前瞻性，而需要引進能夠即時回應市場變化的人才，導致異動高階經理人的頻率較高。

(二) 年度分佈統計

表 3.2、高階經理人離職和就職年度統計表



		CEO				CFO			
		離職		就職		離職		就職	
起始年	結束年	次數	%	次數	%	次數	%	次數	%
	2003	7	9%	1	1%	48	9%	20	4%
2004	2008	35	43%	22	27%	225	44%	172	34%
2009	2013	21	26%	23	28%	108	21%	115	23%
2014	2018	19	23%	27	33%	101	20%	133	26%
2019	2023	0	0%	9	11%	25	5%	67	13%
總計		82	100%	82	100%	507	100%	507	100%

表 3.2 為高階經理人離職和就職年度統計表。本研究記錄高階經理人在前任公司離職和在新任公司就職年份，並以每 5 年作為切割點，以觀察發生高階經理人異動是否集中於特定時段。

其中，CEO 和 CFO 離職事件主要集中於 2004 年至 2008 年，其比率分別為 43% 及 44%。主因在於（1）為了避免安隆（Enron）和世界通訊（Worldcom）重大財務醜聞重演，在 2002 年，美國國會發布《沙賓法案》（Sarbanes-Oxley Act），以強化公司治理和財務報表品質，並在 2004 年起，美國證交委員會嚴查企業內部控制與審計流程，進而引發高階經理人離職潮；（2）爾後，在 2007 年，美國企業過度窗飾不良信用的債權，而掀起次貸危機，並在 2008 年，全球各地出現金融海嘯，資本市場間的互信基礎被瓦解，導致出現企業倒閉潮，高階經理人亦失去工作。相關學術研究亦指出，Agrawal & Cooper（2017）在盈餘重編公告當年度及其前後三年，與產業規模相同的公司比較，財務重編公司 CEO 和 CFO 離職率分別高出 14%、10%，並與一般公司比較，則高出 42%、23%，又若重編情節嚴重、對市場衝擊大、牽涉外部揭露或執法行動，其效果更為顯著。

然而，CEO 就職年度則平均分佈於 2004 年至 2008 年、2009 年至 2013 年、2014 年至 2018 年，其比率大約介於 27% 至 33%，並在 2019 年至 2023 年，該次數大幅銳減。主因在於 2008 年金融海嘯重創企業財務狀況，再加上新聘高階經理人的流程比較繁瑣與耗時，以致於 2004 年至 2008 年 CEO 人才缺口未立即填補，

直至 2019 年至 2023 年才逐漸恢復正常水準；相較之下，CFO 就職年度則在 2004 年至 2008 年大規模離職潮，就有部分人才缺口被填補，其比率為 34%，也在 2009 年至 2013 年、2014 年至 2018 年趨於穩定。



第三節 變數定義與衡量

(一) 偏離合宜負債比的程度

本研究參考 Frank & Goyal (2009) 所提出的資本結構決策因子，及 Altman (1968) 所建立的財務困境指標，設計合宜負債比模型。此模型設定 $DBR_{i,t}$ (負債比) 作為被解釋變數，並設定 9 種財務比率作為解釋變數，分別為 $EBR_{i,t}$ (息前稅前營業淨利比)、 $FAR_{i,t}$ (固定資產比率)、 $ITR_{i,t}$ (所得稅費用比)、 $FCF_{i,t}$ (自由現金流量比)、 $FSZ_{i,t}$ (公司規模)、 $SRR_{i,t}$ (銷貨收入比)、 $RER_{i,t}$ (保留盈餘比)、 $WCR_{i,t}$ (營運資金比)、 $EDR_{i,t}$ (市值負債比)，推估其應達到的理想負債水準。因此，其殘差值代表實際與預期負債比間的偏離程度，反映出高階經理人對資本結構的主觀偏好和行為，以作為企業資本結構決策風格的代理變數。

本研究認為合宜負債比模型的 $\varepsilon_{i,t}$ 殘差值足以衡量偏離合宜負債比的程度，主因在於其計算方式代表實際與預期負債比間的偏離程度，而反映出高階經理人對資本結構的主觀偏好和行為，以作為企業資本結構決策風格的代理變數。若 $\varepsilon_{i,t}$ 殘差值 > 0 (即實際負債比高於預測負債比)，代表企業舉債水準超越負債比模型所建議的合宜點，並凸顯其資本配置策略較激進；反之，若 $\varepsilon_{i,t}$ 殘差值 < 0 (即實際負債比低於預測負債比)，則反映其高階經理人較保守，而未能夠充分使用財務槓桿。

為了增加模型解釋力，合宜負債比模型亦加入 $\lambda_{i,t}$ 年度固定效果和 $\gamma_{i,t}$ 產業固定效果，以控制不同產業呈現各自特有的資本結構決策模式、財務槓桿偏好與資金獲取條件，並有效捕捉不同年度間可能存在的異常正面或負面經濟事件。

$$\begin{aligned} DBR_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \times EBR_{i,t} + \beta_2 \times FAR_{i,t} + \beta_3 \times ITR_{i,t} \\ & + \beta_4 \times FCF_{i,t} + \beta_5 \times FSZ_{i,t} + \beta_6 \times SRR_{i,t} \\ & + \beta_7 \times RER_{i,t} + \beta_8 \times WCR_{i,t} + \beta_9 \times EDR_{i,t} \\ & + \lambda_{i,t} + \gamma_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

在 Model(1)中，各變數代號為 $DBR_{i,t}$ 負債比、 $EBR_{i,t}$ 息前稅前營業淨利比、 $FAR_{i,t}$ 固定資產比率、 $ITR_{i,t}$ 所得稅費用比、 $FCF_{i,t}$ 自由現金流量比、 $FSZ_{i,t}$ 公司規模、 $SRR_{i,t}$ 銷貨收入比、 $RER_{i,t}$ 保留盈餘比、 $WCR_{i,t}$ 營運資金比、 $EDR_{i,t}$ 市值負債比。

(二) 任用偏好及風格承襲模型

為了深入釐清高階經理人對企業資本決策風格的實質影響力，本研究採用普通最小平方法 (OLS) 進行實證分析，並根據高階經理人在不同專業職能和決策參與面向的差異，區分為執行長 (H1、H3) 和財務長 (H2、H4)，進而設計出 Model (2) 至 Model (6)，以對應各項研究假說架構。

具體而言，Model (2) 至 Model (4) 以新公司就職前殘差為應變數、舊公司離職前殘差為自變數，並納入性別、年齡、兼任董事長和職涯空窗天數的調節變數，以探討企業是否傾向新聘與其既有資本決策風格相近的高階經理人。

$$Res_Sub_Bef_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times Res_Pre_Bef_{i,t} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} Res_Sub_Bef_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \times Res_Pre_Bef_{i,t} \\ & + \beta_2 \times Gen + \beta_3 \times Gen \times Res_Pre_Bef_{i,t} \\ & + \beta_4 \times Age + \beta_5 \times Age \times Res_Pre_Bef_{i,t} \\ & + \beta_6 \times Chr + \beta_7 \times Chr \times Res_Pre_Bef_{i,t} \\ & + \beta_8 \times Dcg + \beta_9 \times Dcg \times Res_Pre_Bef_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} Res_Sub_Bef_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \times Res_Pre_Bef_{i,t} \\ & + \beta_2 \times Gen + \beta_3 \times Chr + \beta_4 \times Dcg \\ & + \beta_5 \times Age + \beta_6 \times Age \times Res_Pre_Bef_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

在 Model (2) 至 Model (4) 中，各變數代號為 $Res_Sub_Bef_{i,t}$ 新公司就職前殘差、 $Res_Pre_Bef_{i,t}$ 舊公司離職前殘差、 Gen 執行長 (財務長) 性別、 Age 執行長 (財務長) 年齡、 Chr 執行長 (財務長) 兼任董事長、 Dcg 職涯空窗天數。

至於 Model (5) 和 Model (6)，則以新公司就職後殘差為被解釋變數，搭配舊公司離職前殘差為解釋變數，並納入性別、年齡、兼任董事長和職涯空窗天數的調節變數，以檢驗高階經理人是否將其過往資本結構決策風格移植至新公司。

$$Res_Sub_Aft_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times Res_Pre_Bef_{i,t} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} Res_Sub_Aft_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \times Res_Pre_Bef_{i,t} \\ & + \beta_2 \times Gen + \beta_3 \times Gen \times Res_Pre_Bef_{i,t} \\ & + \beta_4 \times Age + \beta_5 \times Age \times Res_Pre_Bef_{i,t} \\ & + \beta_6 \times Chr + \beta_7 \times Chr \times Res_Pre_Bef_{i,t} \\ & + \beta_8 \times Dcg + \beta_9 \times Dcg \times Res_Pre_Bef_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

在 Model (5) 和 Model (6) 中，各變數代號為 *Res_Sub_Aft_{i,t}* 新公司就職後殘差、*Res_Pre_Bef_{i,t}* 舊公司離職前殘差、*Gen* 執行長（財務長）性別、*Age* 執行長（財務長）年齡、*Chr* 執行長（財務長）兼任董事長、*Dcg* 職涯空窗天數。

（三）衡量調節變數

在主要迴歸模型，本研究納入性別、年齡、兼任董事長與職涯空窗天數的調節變數，以檢驗交互作用（Interaction Effect）是否存在，即當兩種以上的自變數同時影響應變數，其聯合效果是否顯著異於單變項。

- （1）性別變數為虛擬變數（Dummy Variable），男性標記為 1，女性標記為 0；
- （2）年齡變數為高階經理人上任年份減去其出生年份，並取其自然對數，以避免年齡分布出現極大值和極小值，而能夠趨近常態分佈；
- （3）兼任董事長變數為虛擬變數，若是該高階經理人在新公司兼任董事長，標記為 1，反之則為 0；
- （4）職涯空窗天數為新公司就職日減去舊公司離職日後，惟考量該數值可能為 0，而出現未被定義的結果，故先加上 0.0001，再行自然對數轉換。

(四) 變數定義及代號

表 3.3、Model (1) 變數說明表

代號	說明	計算方式
$DBR_{i,t}$	負債比	$\frac{\text{總負債}}{\text{總資產}}$
$EBR_{i,t}$	息前稅前營業淨利比	$\frac{\text{息前稅前營業淨利}}{\text{營業收入}}$
$FAR_{i,t}$	固定資產比率	$\frac{\text{固定資產}}{\text{總資產}}$
$ITR_{i,t}$	所得稅費用比	$\frac{\text{所得稅費用}}{\text{營業收入}}$
$FCF_{i,t}$	自由現金流比	$\frac{\text{營運活動現金流} - \text{資本支出}}{\text{總資產}}$
$FSZ_{i,t}$	公司規模	$\ln(\text{總資產})$
$SRR_{i,t}$	營業收入比	$\frac{\text{營業收入}}{\text{總資產}}$
$RER_{i,t}$	保留盈餘比	$\frac{\text{保留盈餘}}{\text{總資產}}$
$WCR_{i,t}$	營運資金比	$\frac{\text{營運資金}}{\text{總資產}}$
$EDR_{i,t}$	市值負債比	$\frac{\text{在外流通股數} \times \text{財報日收盤價}}{\text{總負債}}$

表 3.4、Model (2)至 Model (6) 變數說明表

代號	說明	計算方式
<i>Res_Pre_Bef_{i,t}</i>	舊公司離職前殘差	$\frac{\varepsilon_{i,t-1}^{Pre} + \varepsilon_{i,t-2}^{Pre} + \varepsilon_{i,t-3}^{Pre}}{3}$
<i>Res_Sub_Bef_{i,t}</i>	新公司就職前殘差	$\frac{\varepsilon_{i,t-1}^{Sub} + \varepsilon_{i,t-2}^{Sub} + \varepsilon_{i,t-3}^{Sub}}{3}$
<i>Res_Sub_Aft_{i,t}</i>	新公司就職後殘差	$\frac{\varepsilon_{i,t+1}^{Sub} + \varepsilon_{i,t+2}^{Sub} + \varepsilon_{i,t+3}^{Sub}}{3}$
<i>Gen</i>	性別	男生=1、女生=0
<i>Age</i>	年齡	ln（新公司就職年－出生年）
<i>Chr</i>	兼任董事長	在新公司已兼任董事長=1 在新公司未兼任董事長=0
<i>Dcg</i>	職涯空窗天數	空窗期＝新公司就職日－舊公司離職日 ln（空窗期＋0.0001）

第四章 實證結果



第一節 敘述性統計及相關係數

(一) 敘述性統計

表 4.5 為 CEO Model (1) 敘述性統計量、表 4.6 為 CFO Model (1) 敘述性統計量。本研究發現各變數間的平均數與中位數大致接近，整體樣本分佈亦趨於對稱，並發現 CEO 和 CFO Model (1) 在財務指標的方向差異不大，顯示異動高階經理人的公司財務狀況相似。然而，部分變數仍存在較大的標準差，反映樣本間存在異質性，尤其以公司規模、市值負債比、保留盈餘比最為明顯。

在公司規模，不論是 CEO 或 CFO，在前任公司離職前、新任公司就職前與新任公司就職後，其標準差皆約為 2，最小值皆約為 4、最大值皆約為 11，顯示樣本能反映不同規模的公司皆面臨更換高階經理人的事件；

在市值負債比，除了 CEO 在新任公司就職後，CEO、CFO 在前任公司離職前和前任公司就職前市值負債比標準差均介於 3 至 4 之間，顯示在尚未考量年度和產業固定效果之前，各家高階經理人的資本結構決策風格較極端。

在保留盈餘比，不論職位及時間點，標準差座落於 1 附近，但最小值卻普遍呈現負值，中位數與平均數也接近 0，反映部分公司可能因長期獲利能力不佳或累積營業虧損，而替換高階經理人。

表 4.7 為 CEO Model (2) 至 (6) 敘述性統計量、表 4.8 為 CFO Model (2) 至 (6) 敘述性統計量。本研究發現 CEO (CFO) 在前任公司離職前、新任公司就職前與新任公司就職後的殘差皆呈現均勻分佈，其平均值、中位數及標準差約為 0，顯示在納入產業及年度固定效果後，全體合宜負債比偏離程度較小；但在性別、年齡及兼任董事長則出現明顯偏態。

在性別來說，CEO 及 CFO 性別平均數、中位數高度偏向於 1，代表高階經理人的職位仍以男性為主，其性別結構過於單一化。

在年齡來說，各四分位數和平均數密集分佈於 50 至 60 歲之間，顯示不論是特聘 CEO 或 CFO，年齡可能反映董事會對中高年齡層的潛在刻板印象和任用偏好。

在兼任董事長來說，CEO 兼任董事長的機率較高，其平均值 0.573、中位數為 1，顯示大部分 CEO 權力較大，同時掌握管理權與監督權；相較之下，CFO 兼任董事長卻相對罕見，其平均值為 0.018、中位數為 0。此現象源自於職務本質的不同，CEO 需要統籌各部門的意見，其角色定位與董事長出現高度重疊，而 CFO 則多專注於財務專業領域，而較少跨足其他高階管理職位。

（二）相關係數

表 4.9 為 CEO Model (1) 相關係數矩陣、表 4.10 為 CFO Model (1) 相關係數矩陣、表 4.11 為 CEO Model (2) 至 (6) 相關係數矩陣、表 4.12 為 CFO Model (2) 至 (6) 相關係數矩陣。在相關係數矩陣，本研究將左上三角設為 (Pearson) 皮爾森相關係數，並將右下三角設為 (Spearman) 斯皮爾曼相關係數，以釐清各變數間的關聯程度。

本研究發現，在 CEO 與 CFO Model (1)，不論是 CEO 或 CFO，新任公司就職前與新任公司就職後負債比、息前稅前營業淨利比、固定資產比、公司規模、銷貨收入比、保留盈餘比、營運資金比和市值負債比皆呈現高度相關（相關係數大於 0.7），顯示該財務指標被組織慣性所制約，或不容易在短期發生變化，使新任高階經理人傾向延續原本的財務政策偏好。

另一方面，在 CEO、CFO Model (2) 至 (6)，只有新任公司就職前與新任公司就職後殘差為中高度相關（相關係數介於 0.5 至 0.7 之間），顯示新任高階經理人通常會依循董事會的經營理念，而沿用既有的企業資本結構決策風格，並相對拋棄其在早期職業生涯所形塑的長期決策模式。

第二節 多元迴歸分析

本研究針對 CEO 及 CFO 為研究對象，並分別檢驗其是否適用「任用偏好假說 (H1、H2)」及「風格承襲假說 (H3、H4)」，以 (1) 探討董事會是否將候選人在前任公司的工作績效、性別、年齡、兼任董事長和職涯空窗天數列入選才考量，而呼應高階梯隊理論；(2) 分析董事會是否被結構慣性所侷限，而傾向聘用與既有的資本結構決策風格相似的高階經理人；(3) 驗證新任高階經理人是否如職涯烙印理論所述，移植其在前任公司所形塑的資本結構決策風格。

(一) 任用偏好假說

表 4.13 為多元迴歸分析結果：任用偏好假說。任用偏好假說的主要目標在於探討董事會是否傾向新聘與既有資本結構決策風格相似的執行長（財務長），故本研究建立多元迴歸模型，並以新任公司就職前殘差為應變數、前任公司離職前設自變數，並依序加入性別、年齡、兼任董事長、職涯空窗天數及其交乘項。

以 CEO 來說，在 Model (2)，結果顯示前任公司離職前殘差 ($Res_Pre_Bef_{i,t}$) 對新任公司就職前殘差 ($Res_Sub_Bef_{i,t}$) 的影響力不具統計顯著性，並發現其模型解釋力偏低 ($F=1.146$)。在 Model (3)，再加入性別、年齡、兼任董事長、職涯空窗天數及其交互作用，則只有年齡交乘項 ($Age \times Res_Pre_Bef_{i,t}$) 顯著負相關 ($p < 0.1$)，但主變數 ($Res_Pre_Bef_{i,t}$) 卻未達統計顯著水準。

有鑑於此，在 Model (4)，剔除性別、兼任董事長、職涯空窗天數交乘項，以聚焦年齡對任用偏好程度的調節效果。實證結果顯示，前任公司離職前殘差 ($Res_Pre_Bef_{i,t}$) 出現顯著正相關 ($p < 0.1$)，顯示董事會傾向新聘與既有資本結構決策風格相似的執行長；另一方面，年齡交乘項 ($Age \times Res_Pre_Bef_{i,t}$) 呈現顯著負相關 ($p < 0.1$)，結果與預期相反，但也代表年齡越高，則任用偏好程度越弱，可能反映董事會信任年長 CEO 所累積的工作歷練與專業判斷，而能夠在傳承既有核心理念與調整未來策略方向間找到平衡點，所以對其風格相似度的要求較寬鬆。

以 CFO 來說，在 Model (2)，本研究亦發現前任公司離職前殘差 ($Res_Pre_Bef_{i,t}$) 無法有效解釋新任公司就職前殘差 ($Res_Sub_Bef_{i,t}$)，並發現其模型解釋力偏弱 ($F=0.025$)。在 Model (3)，則再加入調節變數及其交乘項，結果仍未達統計顯著水準，顯示董事會未特別傾向新聘與既有資本結構決策風格相似的財務長。

整體而言，CEO 樣本部分支持任用偏好假說 (H1a、H1c)，而 CFO 樣本則未具備充分證據支持 (H2a、H2b、H2c、H2d 和 H2e)。此結果顯示，只有新任 CEO，較符合族群生態理論所述，為了維持內部營運穩定性和外部環境合法性，董事會傾向新聘與既有資本結構決策風格相似的候選人，並被年齡所調節。

(二) 風格承襲假說

表 4.14 為多元迴歸分析結果：風格承襲假說。風格承襲假說的主要目標在於探討新任執行長（財務長）是否將過往的資本結構決策風格移植至新公司，故本研究建立多元迴歸模型，並以新任公司就職後殘差為應變數、前任公司離職前為自變數，並依序加入性別、年齡、兼任董事長、職涯空窗天數及其交乘項。

以 CEO 來說，在 Model (5)，結果顯示前任公司離職前殘差 ($Res_Pre_Bef_{i,t}$) 對新任公司就職後殘差 ($Res_Sub_Aft_{i,t}$) 的影響力不具統計顯著性 (係數=0.125)，並發現其模型解釋力偏低 ($F=0.370$)。

然而，在 Model (6)，再加入性別、年齡、兼任董事長、職涯空窗天數及其交互作用，部分變項出現顯著相關。其中，前任公司離職前殘差 ($Res_Pre_Bef_{i,t}$) 出現顯著正相關 ($p < 0.05$)，顯示新任 CEO 將其過往資本結構決策風格移植至新公司；年齡交乘項 ($Age \times Res_Pre_Bef_{i,t}$) 顯著負相關 ($p < 0.01$)，則代表年齡越高，則風格承襲程度越弱，源自於年齡越高，其事業重心將不再聚焦於建立卓越的工作成果，而傾向順應新任公司的商業運作模式，以強化其職位穩定性；職涯空窗天數 (Dcg) 出現顯著正相關 ($p < 0.05$)，顯示職涯空窗天數越長，新任 CEO 則傾向採取較激進的資本結構決策風格，即過度使用負債融資，源自於避免控制權被稀釋和鞏固決策自主權；職涯空窗天數交乘項 ($Dcg \times Res_Pre_Bef_{i,t}$) 顯著正相關 ($p < 0.05$)，結果與預期方向相反，代表職涯空窗天數越長，則風格承襲程度越強，可能反映在職涯空窗期間，CEO 未能持續地學習最新的管理知識和技能，進而加深對過往成功經驗的依賴性，並將其決策風格移植至新公司。

以 CFO 來說，在 Model (5)，本研究發現前任公司離職前殘差 ($Res_Pre_Bef_{i,t}$) 仍無法有效解釋新任公司就職後殘差 ($Res_Sub_Aft_{i,t}$)，並發現其模型解釋力偏弱 ($F=0.023$)。在 Model (6)，則再加入調節變數及其交乘項，結果仍未達統計顯著水準，顯示新任 CFO 並未傾向將其過往的資本結構決策風格移植至新公司。

整體而言，CEO 樣本部分支持風格承襲假說 (H3a、H3c 和 H3e)，而 CFO 樣本則未具備充分證據支持 (H4a、H4b、H4c、H4d 和 H4e)。此結果顯示，只有新任 CEO，較符合職涯烙印理論所述，其資本結構決策風格被前期工作經驗所定型，而在前任與新任公司呈現一致性高的管理模式，並被年齡和職涯空窗天數所調節。

表 4.5、CEO Model (1) 敘述性統計量

<i>Variable</i>	<i>Min</i>	<i>Q1</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Q3</i>	<i>Max</i>	<i>SD</i>
<i>DBR_Pre_Bef_{i,t}</i>	0.134	0.413	0.573	0.588	0.699	1.132	0.247
<i>DBR_Sub_Bef_{i,t}</i>	0.178	0.427	0.614	0.581	0.813	1.194	0.263
<i>DBR_Sub_Aft_{i,t}</i>	0.198	0.463	0.694	0.641	0.866	1.414	0.311
<i>EBR_Pre_Bef_{i,t}</i>	-0.126	0.028	0.065	0.071	0.115	0.198	0.075
<i>EBR_Sub_Bef_{i,t}</i>	-0.232	0.000	0.038	0.061	0.101	0.169	0.095
<i>EBR_Sub_Aft_{i,t}</i>	-0.134	0.017	0.049	0.060	0.101	0.182	0.075
<i>FAR_Pre_Bef_{i,t}</i>	0.032	0.178	0.425	0.388	0.648	0.978	0.288
<i>FAR_Sub_Bef_{i,t}</i>	0.070	0.210	0.483	0.389	0.697	1.187	0.333
<i>FAR_Sub_Aft_{i,t}</i>	0.068	0.245	0.497	0.408	0.687	1.195	0.337
<i>ITR_Pre_Bef_{i,t}</i>	-0.007	0.006	0.022	0.018	0.034	0.075	0.020
<i>ITR_Sub_Bef_{i,t}</i>	-0.031	0.002	0.016	0.013	0.027	0.080	0.021
<i>ITR_Sub_Aft_{i,t}</i>	-0.038	0.000	0.012	0.011	0.023	0.053	0.018
<i>FCF_Pre_Bef_{i,t}</i>	-0.121	0.002	0.036	0.039	0.069	0.157	0.059
<i>FCF_Sub_Bef_{i,t}</i>	-0.200	-0.003	0.016	0.035	0.071	0.141	0.077
<i>FCF_Sub_Aft_{i,t}</i>	-0.187	-0.007	0.021	0.035	0.074	0.156	0.078
<i>FSZ_Pre_Bef_{i,t}</i>	3.604	6.545	8.051	8.256	9.485	12.040	2.244
<i>FSZ_Sub_Bef_{i,t}</i>	3.731	6.191	7.505	7.689	8.826	11.009	1.984
<i>FSZ_Sub_Aft_{i,t}</i>	3.795	6.582	7.579	7.730	9.052	11.166	2.040
<i>SRR_Pre_Bef_{i,t}</i>	0.103	0.579	1.060	0.927	1.458	2.455	0.676
<i>SRR_Sub_Bef_{i,t}</i>	0.199	0.521	0.989	0.797	1.194	2.384	0.616
<i>SRR_Sub_Aft_{i,t}</i>	0.243	0.528	0.967	0.842	1.235	2.293	0.582
<i>RER_Pre_Bef_{i,t}</i>	-1.854	-0.081	-0.049	0.157	0.367	0.686	0.674
<i>RER_Sub_Bef_{i,t}</i>	-3.907	-0.264	-0.217	0.147	0.402	0.770	1.134
<i>RER_Sub_Aft_{i,t}</i>	-6.567	-0.416	-0.576	0.030	0.298	0.779	1.795
<i>WCR_Pre_Bef_{i,t}</i>	-0.056	0.017	0.195	0.160	0.321	0.645	0.196
<i>WCR_Sub_Bef_{i,t}</i>	-0.048	0.052	0.182	0.159	0.281	0.546	0.160
<i>WCR_Sub_Aft_{i,t}</i>	-0.078	0.051	0.158	0.094	0.279	0.537	0.158
<i>EDR_Pre_Bef_{i,t}</i>	0.182	0.908	3.264	1.869	3.527	16.803	4.116
<i>EDR_Sub_Bef_{i,t}</i>	0.181	0.746	2.865	1.672	3.371	12.647	3.274
<i>EDR_Sub_Aft_{i,t}</i>	0.162	0.673	2.190	1.705	2.993	7.883	1.972

註：執行長樣本數為 82。變數定義詳見表 3.3 說明。

表 4.6、CFO Model (1) 敘述性統計量

<i>Variable</i>	<i>Min</i>	<i>Q1</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Q3</i>	<i>Max</i>	<i>SD</i>
<i>DBR_Pre_Bef_{i,t}</i>	0.141	0.382	0.536	0.543	0.685	0.945	0.216
<i>DBR_Sub_Bef_{i,t}</i>	0.146	0.361	0.523	0.527	0.670	0.940	0.209
<i>DBR_Sub_Aft_{i,t}</i>	0.165	0.404	0.560	0.558	0.703	1.020	0.219
<i>EBR_Pre_Bef_{i,t}</i>	-0.151	0.037	0.068	0.081	0.118	0.199	0.080
<i>EBR_Sub_Bef_{i,t}</i>	-0.234	0.025	0.056	0.072	0.114	0.216	0.099
<i>EBR_Sub_Aft_{i,t}</i>	-0.175	0.028	0.061	0.073	0.108	0.206	0.083
<i>FAR_Pre_Bef_{i,t}</i>	0.078	0.220	0.442	0.387	0.628	1.021	0.273
<i>FAR_Sub_Bef_{i,t}</i>	0.063	0.199	0.443	0.375	0.645	1.145	0.305
<i>FAR_Sub_Aft_{i,t}</i>	0.059	0.189	0.457	0.368	0.672	1.187	0.323
<i>ITR_Pre_Bef_{i,t}</i>	-0.023	0.005	0.024	0.018	0.038	0.095	0.024
<i>ITR_Sub_Bef_{i,t}</i>	-0.029	0.004	0.021	0.016	0.034	0.085	0.023
<i>ITR_Sub_Aft_{i,t}</i>	-0.035	0.002	0.017	0.012	0.029	0.077	0.021
<i>FCF_Pre_Bef_{i,t}</i>	-0.141	0.011	0.040	0.050	0.082	0.156	0.063
<i>FCF_Sub_Bef_{i,t}</i>	-0.208	0.006	0.032	0.044	0.081	0.169	0.080
<i>FCF_Sub_Aft_{i,t}</i>	-0.181	0.009	0.037	0.046	0.081	0.162	0.071
<i>FSZ_Pre_Bef_{i,t}</i>	4.381	6.229	7.685	7.698	9.074	11.116	1.922
<i>FSZ_Sub_Bef_{i,t}</i>	3.792	5.971	7.361	7.434	8.793	10.581	1.871
<i>FSZ_Sub_Aft_{i,t}</i>	4.022	6.231	7.553	7.576	8.900	10.872	1.864
<i>SRR_Pre_Bef_{i,t}</i>	0.211	0.562	0.993	0.891	1.269	2.445	0.576
<i>SRR_Sub_Bef_{i,t}</i>	0.173	0.537	1.022	0.864	1.332	2.667	0.646
<i>SRR_Sub_Aft_{i,t}</i>	0.236	0.565	1.011	0.843	1.326	2.533	0.611
<i>RER_Pre_Bef_{i,t}</i>	-1.787	-0.033	0.061	0.219	0.410	0.771	0.610
<i>RER_Sub_Bef_{i,t}</i>	-3.034	-0.127	-0.109	0.155	0.390	0.772	0.904
<i>RER_Sub_Aft_{i,t}</i>	-3.637	-0.237	-0.193	0.145	0.385	0.777	1.067
<i>WCR_Pre_Bef_{i,t}</i>	-0.030	0.072	0.227	0.206	0.356	0.614	0.182
<i>WCR_Sub_Bef_{i,t}</i>	-0.037	0.088	0.232	0.211	0.357	0.617	0.177
<i>WCR_Sub_Aft_{i,t}</i>	-0.052	0.069	0.219	0.194	0.333	0.620	0.179
<i>EDR_Pre_Bef_{i,t}</i>	0.242	1.134	3.738	2.209	4.182	16.978	4.096
<i>EDR_Sub_Bef_{i,t}</i>	0.273	1.084	4.278	2.240	5.265	20.694	4.966
<i>EDR_Sub_Aft_{i,t}</i>	0.229	1.002	3.332	1.975	4.285	14.625	3.537

註：財務長樣本數為 507。變數定義詳見表 3.3 說明。

表 4.7、CEO Model (2) 至 Model (6) 敘述性統計量

<i>Variable</i>	<i>Min</i>	<i>Q1</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Q3</i>	<i>Max</i>	<i>SD</i>
<i>Res_Pre_Bef_{i,t}</i>	-0.385	-0.096	0.000	-0.017	0.094	0.419	0.137
<i>Res_Sub_Bef_{i,t}</i>	-0.260	-0.100	-0.000	-0.007	0.090	0.358	0.144
<i>Res_Sub_Aft_{i,t}</i>	-0.411	-0.104	-0.000	-0.016	0.105	0.417	0.181
<i>Gen</i>	0.000	1.000	0.951	1.000	1.000	1.000	0.217
<i>Age</i>	40.000	51.250	56.610	56.000	62.000	78.000	7.558
<i>Chr</i>	0.000	0.000	0.573	1.000	1.000	1.000	0.498
<i>Dcg</i>	0.000	171.000	1071.512	798.500	1509.750	5513.000	1103.864

註：執行長樣本數為 82。變數定義詳見表 3.4 說明。

表 4.8、CFO Model (2) 至 Model (6) 敘述性統計量

<i>Variable</i>	<i>Min</i>	<i>Q1</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Q3</i>	<i>Max</i>	<i>SD</i>
<i>Res_Pre_Bef_{i,t}</i>	-0.407	-0.075	-0.000	-0.007	0.071	0.428	0.116
<i>Res_Sub_Bef_{i,t}</i>	-0.351	-0.087	0.000	-0.005	0.086	0.445	0.125
<i>Res_Sub_Aft_{i,t}</i>	-0.334	-0.099	-0.000	-0.007	0.079	0.476	0.136
<i>Gen</i>	0.000	1.000	0.890	1.000	1.000	1.000	0.314
<i>Age</i>	34.000	47.000	50.974	51.000	54.500	72.000	5.871
<i>Chr</i>	0.000	0.000	0.018	0.000	0.000	1.000	0.132
<i>Dcg</i>	0.000	26.500	776.028	307.000	1230.500	5537.000	1036.914

註：財務長樣本數為 507。變數定義詳見表 3.4 說明。

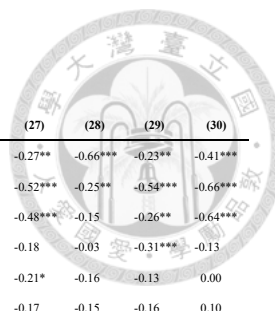


表 4.9、CEO Model (1) 相關係數矩陣

	(01)	(02)	(03)	(04)	(05)	(06)	(07)	(08)	(09)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)	(30)
(01)	-	0.46***	0.45***	0.01	-0.05	-0.09	0.10	0.05	0.04	0.01	-0.06	-0.14	-0.16	-0.02	-0.13	0.25**	0.15	0.20*	0.11	0.11	0.06	-0.18	-0.02	0.05	-0.54***	-0.30***	-0.27**	-0.66***	-0.23**	-0.41***
(02)	0.43***	-	0.73***	0.01	0.01	0.14	0.01	0.19*	0.09	0.13	-0.14	-0.05	-0.13	-0.07	-0.05	0.27**	0.33***	0.34***	-0.25**	-0.01	-0.07	0.02	-0.21*	-0.06	-0.35***	-0.68***	-0.52***	-0.25**	-0.54***	-0.66***
(03)	0.42***	0.79***	-	-0.02	-0.09	-0.05	-0.07	0.07	0.11	0.22**	-0.18	-0.18	-0.15	-0.18	-0.23**	0.12	0.16	0.11	-0.27**	-0.03	-0.04	-0.17	-0.28**	-0.34***	-0.16	-0.56***	-0.48***	-0.15	-0.26**	-0.64***
(04)	-0.00	0.02	0.04	-	0.39***	0.28**	0.10	0.02	0.03	0.49***	0.09	0.06	0.73***	0.35***	0.29***	0.42***	0.45***	0.42***	0.28**	-0.03	-0.12	0.58***	0.41***	0.36***	-0.28***	-0.13	-0.18	-0.03	-0.31***	-0.13
(05)	-0.03	-0.01	-0.09	0.33***	-	0.72***	-0.01	0.02	0.06	0.16	0.42***	0.40***	0.32***	0.89***	0.66***	0.35***	0.52***	0.57***	0.14	0.07	-0.05	0.34***	0.57***	0.60***	-0.26**	-0.18	-0.21*	-0.16	-0.13	0.00
(06)	-0.13	0.09	-0.02	0.27**	0.70***	-	-0.07	0.10	0.03	0.16	0.38***	0.51***	0.33***	0.68***	0.85***	0.29***	0.48***	0.47***	0.16	0.10	0.08	0.28**	0.43***	0.48***	-0.20*	-0.17	-0.17	-0.15	-0.16	0.10
(07)	0.08	0.00	-0.12	0.13	0.02	-0.06	-	0.43***	0.43***	-0.25**	-0.16	-0.10	-0.16	-0.13	-0.13	0.01	0.11	0.11	0.39***	0.16	0.10	0.06	0.09	0.11	-0.31***	-0.14	-0.15	-0.23**	-0.05	-0.12
(08)	0.00	0.14	0.01	0.03	0.05	0.07	0.43***	-	0.88***	-0.09	-0.13	-0.13	-0.18	-0.14	-0.04	0.04	0.05	0.03	0.20*	0.45***	0.39***	0.13	0.22**	0.24**	-0.11	-0.20*	-0.21*	-0.26**	-0.12	-0.13
(09)	0.00	0.09	0.06	0.02	0.08	0.06	0.43***	0.89***	-	-0.03	-0.16	-0.12	-0.17	-0.11	-0.04	-0.00	0.02	-0.04	0.25**	0.39***	0.42***	0.12	0.18*	0.18	-0.06	-0.16	-0.18	-0.23**	-0.09	-0.16
(10)	-0.01	0.12	0.18*	0.52***	0.21*	0.20*	-0.23**	-0.03	-0.03	-	0.16	0.14	0.44***	0.16	0.13	0.24**	0.16	0.11	-0.23**	-0.08	-0.08	0.25**	0.15	0.10	-0.07	-0.17	-0.22**	0.19*	-0.14	-0.09
(11)	-0.17	-0.15	-0.24**	0.16	0.53***	0.42***	-0.11	-0.11	-0.17	0.23**	-	0.58***	0.22*	0.41***	0.42***	-0.03	0.12	0.21*	-0.08	-0.17	-0.22**	0.11	0.23**	0.26**	0.02	0.05	0.09	0.07	0.19*	0.28**
(12)	-0.18	-0.03	-0.14	0.19*	0.49***	0.60***	-0.08	-0.14	-0.14	0.20*	0.57***	-	0.23**	0.40***	0.45***	0.08	0.29***	0.28**	0.02	-0.26**	-0.19*	0.14	0.16	0.21*	-0.01	-0.01	-0.03	-0.02	0.08	0.23**
(13)	-0.13	-0.07	-0.05	0.71***	0.27**	0.33***	-0.11	-0.11	-0.15	0.41***	0.28**	0.32***	-	0.44***	0.45***	0.31***	0.36***	0.31***	0.18	-0.06	-0.04	0.41***	0.38***	0.33***	-0.06	0.06	-0.05	0.20*	-0.21*	0.05
(14)	-0.01	-0.11	-0.10	0.34***	0.80***	0.62***	-0.13	-0.22**	-0.18*	0.24**	0.50***	0.48***	0.45***	-	0.74***	0.31***	0.53***	0.57***	0.16	-0.01	-0.04	0.27**	0.57***	0.59***	-0.21*	-0.04	-0.12	-0.11	-0.12	0.06
(15)	-0.17	-0.09	-0.17	0.24**	0.59***	0.82***	-0.12	-0.11	-0.09	0.14	0.47***	0.54***	0.42***	0.72***	-	0.26**	0.46***	0.47***	0.23**	0.02	0.06	0.24**	0.47***	0.54***	-0.19*	0.04	-0.10	-0.14	-0.12	0.20*
(16)	0.34***	0.26**	0.18	0.40***	0.29***	0.24**	-0.01	0.02	-0.03	0.25**	-0.06	0.08	0.35***	0.30***	0.21*	-	0.56***	0.54***	-0.04	-0.04	-0.12	0.41***	0.29***	0.33***	-0.61***	-0.35***	-0.33***	-0.28**	-0.39***	-0.29***
(17)	0.19*	0.39***	0.31***	0.37***	0.36***	0.40***	0.07	0.01	0.00	0.10	0.09	0.31***	0.33***	0.39***	0.34***	0.55***	-	0.96***	0.12	-0.20*	-0.20*	0.41***	0.37***	0.43***	-0.43***	-0.51***	-0.52***	-0.18	-0.52***	-0.42***
(18)	0.22**	0.40***	0.26**	0.35***	0.40***	0.37***	0.09	0.00	-0.06	0.06	0.17	0.31***	0.31***	0.43***	0.34***	0.54***	0.96***	-	0.10	-0.16	-0.24**	0.38***	0.37***	0.47***	-0.47***	-0.52***	-0.52***	-0.25**	-0.49***	-0.40***
(19)	0.14	-0.21*	-0.24**	0.31***	0.19*	0.18	0.42***	0.26**	0.28**	-0.14	0.00	0.11	0.17	0.19*	0.21*	-0.06	0.12	0.10	-	0.33***	0.35***	0.11	0.27**	0.24**	-0.04	0.16	0.14	-0.29***	0.01	0.08
(20)	0.05	-0.04	-0.05	-0.01	0.22**	0.16	0.16	0.46***	0.40***	0.02	-0.13	-0.17	-0.08	0.05	0.02	0.02	-0.17	-0.17	0.29***	-	0.89***	-0.02	0.15	0.14	-0.04	0.10	0.14	-0.21*	0.03	0.02
(21)	-0.02	-0.09	-0.04	-0.12	0.07	0.15	0.08	0.37***	0.39***	-0.00	-0.20*	-0.18	-0.09	-0.02	0.04	-0.11	-0.19*	-0.24**	0.29***	0.88***	-	-0.07	0.06	0.05	0.06	0.17	0.17	-0.10	0.07	0.07
(22)	-0.19*	-0.09	-0.17	0.67***	0.30***	0.28***	0.11	0.09	0.11	0.40***	0.25**	0.24**	0.50***	0.29***	0.27**	0.28**	0.31***	0.28**	0.26**	-0.02	-0.09	-	0.44***	0.43***	-0.17	-0.24**	-0.19*	0.06	-0.27**	-0.07
(23)	-0.08	-0.28**	-0.23**	0.22**	0.50***	0.38***	0.06	0.21*	0.18	0.25**	0.29***	0.22**	0.22**	0.43***	0.33***	0.12	0.08	0.08	0.32***	0.26**	0.15	0.29***	-	0.91***	-0.33***	-0.01	-0.10	-0.31***	-0.12	0.07
(24)	-0.04	-0.08	-0.27**	0.19*	0.60***	0.49***	0.12	0.21*	0.15	0.19*	0.39***	0.34***	0.22**	0.48***	0.38***	0.18	0.19*	0.23**	0.26**	0.21*	0.09	0.31***	0.85***	-	-0.41***	-0.06	-0.12	-0.39***	-0.19*	0.08
(25)	-0.50***	-0.34***	-0.16	-0.22**	-0.17	-0.08	-0.23**	-0.04	0.00	-0.11	0.06	0.03	-0.05	-0.10	-0.05	-0.64***	-0.38***	-0.42***	0.05	0.03	0.15	-0.03	-0.13	-0.21*	-	0.32***	0.34***	0.58***	0.32***	0.28***
(26)	-0.25**	-0.69***	-0.58***	-0.12	-0.13	-0.14	-0.10	-0.13	-0.11	-0.11	0.02	-0.05	0.03	-0.04	0.00	-0.30***	-0.50***	-0.51***	0.18*	0.21*	0.26**	-0.07	0.13	0.02	0.35***	-	0.74***	0.13	0.49***	0.63***
(27)	-0.25**	-0.59***	-0.56***	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.15	-0.13	-0.15	0.06	-0.05	-0.04	-0.07	-0.06	-0.32***	-0.49***	-0.51***	0.15	0.22**	0.25**	-0.04	0.07	-0.01	0.35***	0.78***	-	0.20*	0.52***	0.55***
(28)	-0.77***	-0.40***	-0.28**	0.18	-0.01	0.04	-0.02	-0.16	-0.10	0.17	0.19*	0.18	0.28**	0.05	0.08	-0.31***	-0.17	-0.21*	-0.17	-0.18	-0.09	0.27**	0.04	-0.04	0.46***	0.22*	0.25**	-	0.24**	0.29***
(29)	-0.36***	-0.78***	-0.56***	-0.09	0.11	-0.02	0.00	-0.11	-0.05	-0.09	0.18	0.07	-0.04	0.12	0.09	-0.27**	-0.42***	-0.41***	0.08	0.05	0.06	-0.02	0.23**	0.02	0.24**	0.55***	0.60***	0.49***	-	0.71***
(30)	-0.45***	-0.76***	-0.74***	-0.04	0.13	0.19*	-0.06	-0.08	-0.10	-0.01	0.25**	0.26**	0.06	0.16	0.28**	-0.22*	-0.38***	-0.37***	0.10	0.05	0.10	0.10	0.28***	0.15	0.19*	0.58***	0.57***	0.41***	0.81***	-

註一：左上三角為 (Pearson) 皮爾森相關係數、右下三角為 (Spearman) 斯皮爾曼相關係數；*、**、*** 分別表示在 10%、5%、1% 顯著水準下，具有統計顯著性

註二：(01) 為 $DBR_Pre_Bef_{it}$ 、(02) 為 $DBR_Sub_Bef_{it}$ 、(03) 為 $DBR_Sub_Aft_{it}$ 、(04) 為 $EBR_Pre_Bef_{it}$ 、(05) 為 $EBR_Sub_Bef_{it}$ 、(06) 為 $EBR_Sub_Aft_{it}$ 、(07) 為 $FAR_Pre_Bef_{it}$ 、(08) 為 $FAR_Sub_Bef_{it}$ 、(09) 為 $FAR_Sub_Aft_{it}$ 、(10) 為 $ITR_Pre_Bef_{it}$ 、(11) 為 $ITR_Sub_Bef_{it}$ 、(12) 為 $ITR_Sub_Aft_{it}$ 、(13) 為 $FCF_Pre_Bef_{it}$ 、(14) 為 $FCF_Sub_Bef_{it}$ 、(15) 為 $FCF_Sub_Aft_{it}$ 、(16) 為 $FSZ_Pre_Bef_{it}$ 、(17) 為 $FSZ_Sub_Bef_{it}$ 、(18) 為 $FSZ_Sub_Aft_{it}$ 、(19) 為 $SRR_Pre_Bef_{it}$ 、(20) 為 $SRR_Sub_Bef_{it}$ 、(21) 為 $SRR_Sub_Aft_{it}$ 、(22) 為 $RER_Pre_Bef_{it}$ 、(23) 為 $RER_Sub_Bef_{it}$ 、(24) 為 $RER_Sub_Aft_{it}$ 、(25) 為 $WCR_Pre_Bef_{it}$ 、(26) 為 $WCR_Sub_Bef_{it}$ 、(27) 為 $WCR_Sub_Aft_{it}$ 、(28) 為 $EDR_Pre_Bef_{it}$ 、(29) 為 $EDR_Sub_Bef_{it}$ 、(30) 為 $EDR_Sub_Aft_{it}$

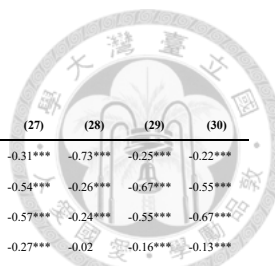


表 4.10、CFO Model (1) 相關係數矩陣

	(01)	(02)	(03)	(04)	(05)	(06)	(07)	(08)	(09)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)	(30)
(01)	-	0.31***	0.31***	0.12***	0.09**	0.08*	0.12***	-0.02	-0.03	-0.08*	0.06	0.05	-0.01	0.06	0.01	0.46***	0.29***	0.27***	0.09**	-0.04	-0.05	-0.01	0.15***	0.14***	-0.67***	-0.31***	-0.31***	-0.73***	-0.25***	-0.22***
(02)	0.31***	-	0.78***	0.14***	0.03	0.11**	0.07*	0.14***	0.10**	0.04	-0.11**	-0.06	0.03	-0.09*	-0.03	0.22***	0.37***	0.36***	0.09**	0.09**	0.09**	0.17***	0.01	0.08*	-0.29***	-0.61***	-0.54***	-0.26***	-0.67***	-0.55***
(03)	0.31***	0.78***	-	0.08*	-0.01	-0.02	0.04	0.09**	0.09**	0.01	-0.06	-0.16***	-0.00	-0.08*	-0.11**	0.17***	0.31***	0.27***	0.06	0.08*	0.12***	0.11***	0.01	-0.05	-0.27***	-0.50***	-0.57***	-0.24***	-0.55***	-0.67***
(04)	0.05	0.11**	0.06	-	0.35***	0.35***	0.16***	0.05	0.06	0.51***	0.16***	0.13***	0.81***	0.30***	0.26***	0.41***	0.31***	0.33***	0.31***	0.19***	0.15***	0.68***	0.34***	0.39***	-0.29***	-0.27***	-0.27***	-0.02	-0.16***	-0.13***
(05)	0.05	-0.02	-0.04	0.28***	-	0.77***	0.10**	-0.00	0.06	0.07	0.54***	0.46***	0.33***	0.85***	0.70***	0.35***	0.46***	0.49***	0.19***	0.32***	0.23***	0.32***	0.72***	0.76***	-0.20***	-0.20***	-0.24***	-0.11**	0.00	-0.01
(06)	0.06	0.04	-0.06	0.24***	0.71***	-	0.04	0.02	0.01	0.06	0.42***	0.56***	0.35***	0.71***	0.85***	0.35***	0.44***	0.48***	0.18***	0.28***	0.24***	0.34***	0.59***	0.70***	-0.20***	-0.17***	-0.15***	-0.12***	-0.04	0.13***
(07)	0.13***	0.07	0.03	0.17***	0.09*	0.05	-	0.23***	0.25***	-0.04	-0.07*	-0.05	-0.02	-0.01	-0.05	-0.01	0.03	0.02	0.18***	0.12***	0.09*	0.21***	0.18***	0.17***	-0.28***	-0.13***	-0.14***	-0.16***	-0.14***	-0.14***
(08)	-0.03	0.12***	0.06	0.05	0.01	0.03	0.25***	-	0.91***	0.00	-0.16***	-0.02	-0.04	-0.15***	-0.11**	0.04	-0.00	-0.00	0.06	0.13***	0.11**	0.14***	0.09**	0.11**	-0.05	-0.26***	-0.21***	-0.06	-0.18***	-0.14***
(09)	-0.02	0.09*	0.06	0.06	0.04	0.01	0.26***	0.91***	-	-0.00	-0.11**	-0.06	-0.03	-0.09**	-0.10**	0.02	0.04	0.01	0.08*	0.13***	0.16***	0.14***	0.18***	0.15***	-0.06	-0.26***	-0.23***	-0.07	-0.16***	-0.19***
(10)	-0.06	0.06	0.02	0.61***	0.10**	0.10**	-0.04	-0.00	-0.02	-	0.14***	0.06	0.40***	0.07	0.05	0.17***	0.11**	0.12***	-0.22***	-0.07	-0.08*	0.33***	0.04	0.05	-0.09**	-0.10**	-0.08*	0.22***	-0.05	-0.04
(11)	0.06	-0.10**	-0.08*	0.14***	0.63***	0.47***	-0.04	-0.13***	-0.09**	0.12***	-	0.54***	0.19**	0.47***	0.38***	0.22***	0.26***	0.29***	-0.00	-0.16***	-0.21***	0.12***	0.37***	0.33***	-0.10**	-0.05	-0.09*	-0.04	0.29***	0.21***
(12)	0.05	-0.04	-0.15***	0.12***	0.55***	0.62***	-0.01	0.03	-0.00	0.10**	0.53***	-	0.14***	0.43***	0.47***	0.25***	0.25***	0.31***	0.00	-0.12***	-0.18***	0.14***	0.30***	0.39***	-0.08*	0.01	-0.01	-0.06	0.18***	0.31***
(13)	-0.05	0.00	-0.01	0.74***	0.29***	0.27***	-0.02	-0.04	-0.04	0.47***	0.17***	0.12***	-	0.33***	0.34***	0.37***	0.27***	0.29***	0.21***	0.13***	0.09*	0.59***	0.27***	0.31***	-0.18***	-0.13***	-0.16***	0.06	-0.03	0.00
(14)	0.02	-0.15***	-0.12***	0.23***	0.78***	0.61***	-0.03	-0.17***	-0.14***	0.10**	0.51***	0.47***	0.30***	-	0.74***	0.33***	0.44***	0.45***	0.16***	0.21***	0.15***	0.26***	0.66***	0.69***	-0.14***	-0.12***	-0.16***	-0.07	0.05	0.06
(15)	-0.02	-0.11**	-0.17***	0.17***	0.58***	0.78***	-0.05	-0.13***	-0.14***	0.07	0.42***	0.50***	0.27***	0.64***	-	0.30***	0.41***	0.44***	0.12***	0.16***	0.14***	0.24***	0.52***	0.62***	-0.11**	-0.08*	-0.10**	-0.04	0.04	0.19***
(16)	0.48***	0.22***	0.18***	0.34***	0.31***	0.32***	0.02	0.01	0.00	0.24***	0.23***	0.26***	0.32***	0.28***	0.26***	-	0.57***	0.58***	-0.04	0.04	-0.01	0.35***	0.27***	0.31***	-0.53***	-0.31***	-0.32***	-0.38***	-0.18***	-0.10**
(17)	0.31***	0.39***	0.34***	0.26***	0.37***	0.34***	0.04	-0.01	0.03	0.16***	0.28***	0.27***	0.22***	0.34***	0.30***	0.57***	-	0.97***	0.09**	-0.05	-0.08*	0.25***	0.45***	0.45***	-0.35***	-0.45***	-0.41***	-0.23***	-0.30***	-0.26***
(18)	0.29***	0.38***	0.30***	0.28***	0.42***	0.38***	0.04	-0.02	-0.01	0.17***	0.31***	0.34***	0.23***	0.38***	0.34***	0.58***	0.97***	-	0.08*	-0.04	-0.10**	0.26***	0.44***	0.49***	-0.35***	-0.44***	-0.43***	-0.21***	-0.26***	-0.20***
(19)	0.08*	0.08*	0.04	0.35***	0.23***	0.19***	0.24***	0.07	0.10**	-0.16***	0.04	0.06	0.22***	0.17***	0.10**	-0.06	0.08*	0.06	-	0.32***	0.31***	0.22***	0.22***	0.21***	-0.06	-0.17***	-0.14***	-0.16***	-0.12***	-0.11**
(20)	-0.03	0.06	0.05	0.17***	0.35***	0.29***	0.14***	0.23***	0.23***	-0.04	-0.11**	-0.04	0.11**	0.21***	0.15***	0.02	-0.10**	-0.09**	0.35***	-	0.93***	0.21***	0.25***	0.27***	-0.03	-0.02	-0.03	-0.05	-0.16***	-0.16***
(21)	-0.05	0.06	0.10**	0.14***	0.24***	0.23***	0.12***	0.19***	0.25***	-0.06	-0.18***	-0.12***	0.08*	0.13***	0.12***	-0.05	-0.14***	-0.17***	0.35***	0.91***	-	0.17***	0.21***	0.19***	0.01	-0.01	-0.01	-0.05	-0.16***	-0.18***
(22)	-0.15***	0.10**	0.03	0.63***	0.28***	0.27***	0.21***	0.15***	0.16***	0.42***	0.15***	0.14***	0.56***	0.20***	0.17***	0.26***	0.21***	0.21***	0.29***	0.20***	0.16***	-	0.33***	0.35***	-0.25***	-0.26***	-0.24***	-0.12***	-0.21***	-0.16***
(23)	0.07	-0.08*	-0.08*	0.29***	0.69***	0.55***	0.14***	0.12***	0.15***	0.14***	0.48***	0.42***	0.24***	0.57***	0.46***	0.27***	0.36***	0.38***	0.23***	0.33***	0.25***	0.32***	-	0.91***	-0.26***	-0.24***	-0.24***	-0.23***	-0.16***	-0.14***
(24)	0.04	-0.05	-0.15***	0.30***	0.73***	0.65***	0.14***	0.11**	0.13***	0.13***	0.49***	0.54***	0.26***	0.60***	0.53***	0.28***	0.36***	0.40***	0.24***	0.32***	0.22***	0.35***	0.91***	-	-0.26***	-0.27***	-0.28***	-0.21***	-0.19***	-0.07*
(25)	-0.66***	-0.29***	-0.27***	-0.16***	-0.11**	-0.11**	-0.24***	-0.03	-0.06	-0.11**	-0.11**	-0.07	-0.07	-0.05	-0.02	-0.51***	-0.33***	-0.33***	0.02	0.00	0.04	-0.04	-0.14***	-0.11**	-	0.39***	0.39***	0.54***	0.26***	0.22***
(26)	-0.31***	-0.62***	-0.51***	-0.20***	-0.08*	-0.05	-0.10**	-0.19***	-0.19***	-0.12***	-0.06	-0.02	-0.05	-0.01	0.02	-0.29***	-0.45***	-0.44***	-0.10**	0.05	0.06	-0.15***	-0.06	-0.08*	0.38***	-	0.82***	0.28***	0.52***	0.46***
(27)	-0.31***	-0.55***	-0.58***	-0.18***	-0.09**	0.01	-0.11**	-0.14***	-0.15***	-0.12***	-0.06	-0.02	-0.08*	-0.05	0.03	-0.30***	-0.39***	-0.41***	-0.08*	0.05	0.07	-0.11**	-0.06	-0.03	0.38***	0.82***	-	0.29***	0.47***	0.50***
(28)	-0.79***	-0.31***	-0.31***	0.19***	-0.06	-0.06	-0.13***	-0.01	-0.04	0.22***	-0.04	-0.03	0.22***	-0.01	0.05	-0.38***	-0.26***	-0.24***	-0.07	-0.03	-0.02	0.16***	-0.11**	-0.08*	0.57***	0.29***	0.29***	-	0.30***	0.24***
(29)	-0.30***	-0.77***	-0.63***	-0.07	0.21***	0.12***	-0.12***	-0.18***	-0.18***	-0.04	0.25***	0.18***	0.06	0.30***	0.26***	-0.15***	-0.32***	-0.27***	-0.08*	-0.10**	-0.12***	-0.07	0.10**	0.10**	0.29***	0.54***	0.47***	0.35***	-	0.74***
(30)	-0.24***	-0.62***	-0.73***	-0.03	0.18***	0.32***	-0.09*	-0.11**	-0.15***	-0.04	0.22***	0.32***	0.09*	0.28***	0.40***	-0.04	-0.23***	-0.17***	-0.06	-0.09**	-0.12***	-0.03	0.11**	0.20***	0.25***	0.46***	0.47***	0.29***	0.79***	-

註一：左上三角為 (Pearson) 皮爾森相關係數、右下三角為 (Spearman) 斯皮爾曼相關係數；*、**、*** 分別表示在 10%、5%、1% 顯著水準下，具有統計顯著性

註二：(01) 為 $DBR_Pre_Bef_{it}$ 、(02) 為 $DBR_Sub_Bef_{it}$ 、(03) 為 $DBR_Sub_Aft_{it}$ 、(04) 為 $EBR_Pre_Bef_{it}$ 、(05) 為 $EBR_Sub_Bef_{it}$ 、(06) 為 $EBR_Sub_Aft_{it}$ 、(07) 為 $FAR_Pre_Bef_{it}$ 、(08) 為 $FAR_Sub_Bef_{it}$ 、(09) 為 $FAR_Sub_Aft_{it}$ 、(10) 為 $ITR_Pre_Bef_{it}$ 、(11) 為 $ITR_Sub_Bef_{it}$ 、(12) 為 $ITR_Sub_Aft_{it}$ 、(13) 為 $FCF_Pre_Bef_{it}$ 、(14) 為 $FCF_Sub_Bef_{it}$ 、(15) 為 $FCF_Sub_Aft_{it}$ 、(16) 為 $FSZ_Pre_Bef_{it}$ 、(17) 為 $FSZ_Sub_Bef_{it}$ 、(18) 為 $FSZ_Sub_Aft_{it}$ 、(19) 為 $SRR_Pre_Bef_{it}$ 、(20) 為 $SRR_Sub_Bef_{it}$ 、(21) 為 $SRR_Sub_Aft_{it}$ 、(22) 為 $RER_Pre_Bef_{it}$ 、(23) 為 $RER_Sub_Bef_{it}$ 、(24) 為 $RER_Sub_Aft_{it}$ 、(25) 為 $WCR_Pre_Bef_{it}$ 、(26) 為 $WCR_Sub_Bef_{it}$ 、(27) 為 $WCR_Sub_Aft_{it}$ 、(28) 為 $EDR_Pre_Bef_{it}$ 、(29) 為 $EDR_Sub_Bef_{it}$ 、(30) 為 $EDR_Sub_Aft_{it}$

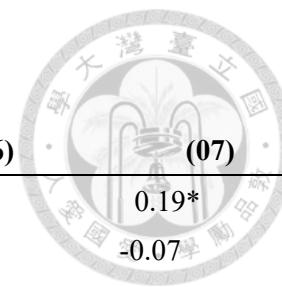


表 4.11、CEO Model (2) 至 Model (6) 相關係數矩陣

	(01)	(02)	(03)	(04)	(05)	(06)	(07)
(01) <i>Res_Pre_Bef_{i,t}</i>	-	0.12	0.07	-0.08	-0.06	0.15	0.19*
(02) <i>Res_Sub_Bef_{i,t}</i>	0.11	-	0.58***	-0.04	-0.02	0.10	-0.07
(03) <i>Res_Sub_Aft_{i,t}</i>	0.07	0.59***	-	-0.01	-0.00	0.21*	-0.06
(04) <i>Gen</i>	-0.10	-0.00	-0.03	-	-0.08	-0.07	0.06
(05) <i>Age</i>	-0.07	-0.03	-0.05	-0.08	-	0.04	0.09
(06) <i>Chr</i>	0.12	0.18	0.22*	-0.07	-0.03	-	0.12
(07) <i>Dcg</i>	0.23**	-0.02	-0.01	0.06	0.05	0.10	-

註：左上三角為（Pearson）皮爾森相關係數、右下三角為（Spearman）斯皮爾曼相關係數；*、**、*** 分別表示在 10%、5%、1% 顯著水準下，具有統計顯著性

表 4.12、CFO Model (2) 至 Model (6) 相關係數矩陣

	(01)	(02)	(03)	(04)	(05)	(06)	(07)
(01) <i>Res_Pre_Bef_{i,t}</i>	-	0.01	0.02	-0.07	-0.02	0.05	0.01
(02) <i>Res_Sub_Bef_{i,t}</i>	-0.01	-	0.68***	0.03	-0.03	-0.05	0.02
(03) <i>Res_Sub_Aft_{i,t}</i>	0.01	0.67***	-	-0.01	-0.01	-0.07*	0.02
(04) <i>Gen</i>	-0.07*	0.03	-0.01	-	0.02	0.05	-0.06
(05) <i>Age</i>	-0.01	-0.03	0.01	0.02	-	-0.02	0.21***
(06) <i>Chr</i>	0.06	-0.05	-0.08*	0.05	-0.02	-	0.03
(07) <i>Dcg</i>	0.02	0.01	0.01	-0.09*	0.20***	0.07	-

註：左上三角為（Pearson）皮爾森相關係數、右下三角為（Spearman）斯皮爾曼相關係數；*、**、*** 分別表示在 10%、5%、1% 顯著水準下，具有統計顯著性

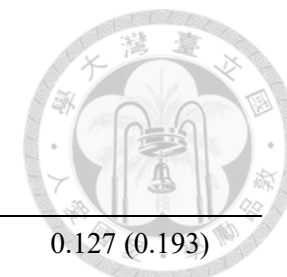


表 4.13、多元迴歸分析結果：任用偏好假說

		<i>Res_Sub_Bef_{i,t}</i>			
		CEO		CFO	
<i>Intercept</i>	0.000 (0.016)	0.334 (0.512)	0.288 (0.502)	0.000 (0.006)	0.127 (0.193)
<i>Res_Pre_Bef_{i,t}</i>	0.125 (0.116)	7.307 (4.815)	7.683 (4.275)*	0.008 (0.048)	-1.166 (1.606)
<i>Gen</i>		-0.067 (0.086)	-0.005 (0.075)		0.013 (0.018)
<i>Gen × Res_Pre_Bef_{i,t}</i>		1.257 (0.837)			0.153 (0.172)
<i>Age</i>		-0.070 (0.127)	-0.074 (0.126)		-0.035 (0.049)
<i>Age × Res_Pre_Bef_{i,t}</i>		-2.115 (1.230)*	-1.880 (1.064)*		0.266 (0.409)
<i>Chr</i>		-0.004 (0.033)	0.003 (0.033)		-0.051 (0.049)
<i>Chr × Res_Pre_Bef_{i,t}</i>		-0.037 (0.254)			-0.095 (0.564)
<i>Dcg</i>		0.004 (0.007)	0.003 (0.007)		0.000 (0.002)
<i>Dcg × Res_Pre_Bef_{i,t}</i>		0.019 (0.060)			-0.001 (0.013)
<i>R</i> ²	0.014	0.096	0.067	0.000	0.008
<i>R</i> ² _{Adjusted}	0.002	-0.017	-0.008	-0.002	-0.010
<i>F-statistic</i>	1.146 (0.288)	0.847 (0.576)	0.894 (0.504)	0.025 (0.875)	0.447 (0.909)
<i>N</i>	82.000	82.000	82.000	507.000	507.000

註一：變數定義詳見表 3.3、表 3.4 說明

註二：變數及截距項括號內為標準誤 (Standard Error)，惟 *F-statistic* 括號內為 *p* 值

註三：*、**、*** 分別表示在 10%、5%、1% 顯著水準下，具有統計顯著性

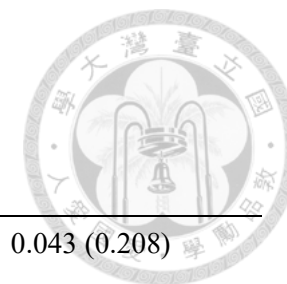


表 4.14、多元迴歸分析結果：風格承襲假說

	CEO		<i>Res_Sub_Aft</i> _{<i>i,t</i>}		CFO
<i>Intercept</i>	0.000 (0.020)	0.169 (0.621)	0.000 (0.006)	0.043 (0.208)	
<i>Res_Pre_Bef</i> _{<i>i,t</i>}	0.090 (0.147)	14.658 (5.843)**	0.025 (0.052)	-2.554 (1.733)	
<i>Gen</i>		-0.043 (0.105)		-0.003 (0.020)	
<i>Gen</i> × <i>Res_Pre_Bef</i> _{<i>i,t</i>}		1.296 (1.016)		0.047 (0.186)	
<i>Age</i>		-0.057 (0.155)		-0.010 (0.053)	
<i>Age</i> × <i>Res_Pre_Bef</i> _{<i>i,t</i>}		-4.191 (1.493)***		0.666 (0.441)	
<i>Chr</i>		0.008 (0.041)		-0.073 (0.053)	
<i>Chr</i> × <i>Res_Pre_Bef</i> _{<i>i,t</i>}		-0.023 (0.309)		-0.085 (0.608)	
<i>Dcg</i>		0.018 (0.009)**		0.000 (0.002)	
<i>Dcg</i> × <i>Res_Pre_Bef</i> _{<i>i,t</i>}		0.177 (0.073)**		-0.015 (0.014)	
<i>R</i> ²	0.005	0.160 (0.000)	0.000	0.012	
<i>R</i> ² _{<i>Adjusted</i>}	-0.008	0.055 (0.000)	-0.002	-0.005	
<i>F-statistic</i>	0.370 (0.545)	1.522 (0.157)	0.230 (0.632)	0.696 (0.713)	
<i>N</i>	82.000	82.000	507.000	507.000	

註一：變數定義詳見表 3.3、表 3.4 說明

註二：變數及截距項括號內為標準誤 (*Standard Error*)，惟 *F-statistic* 括號內為 *p* 值

註三：*、**、*** 分別表示在 10%、5%、1% 顯著水準下，具有統計顯著性

第五章 研究結論

本研究以美國上市公司為研究對象，實證結果顯示，在任用偏好假說，僅 CEO 樣本獲得部分支持，CFO 樣本則否，即董事會傾向新聘與既有資本結構決策風格相似的 CEO，符合族群生態理論所強調的組織慣性；在風格傳染假說，亦僅 CEO 樣本獲得部分支持，CFO 樣本則否，即新任 CEO 傾向將其過往的資本結構決策風格移植至新公司，符合職涯烙印理論所強調的風格定型。

在任用偏好模型的調節效果，本研究發現 CEO 年齡交乘項呈現顯著負相關，與原先預期方向相反，但也顯示 CEO 年齡越高，任用偏好程度越弱，可能源自於董事會信任年長 CEO 有效地掌握延續傳統核心價值與調整未來策略方向之間的平衡，進而放寬對其風格相似度的要求；在風格承襲模型的調節效果，CEO 年齡交乘項呈現顯著負相關，代表 CEO 年齡越高，風格承襲程度越弱，可能源自於年長 CEO 呈現保守型決策風格，較缺乏積極地創造工作成就的動力，進而傾向維持現狀；職涯空窗天數呈現顯著正相關，代表職涯空窗天數越長，新任 CEO 的資本結構決策風格傾向提高負債比率，可能出自於避免控制權被稀釋和鞏固決策自主權；職涯空窗天數交乘項亦呈現顯著正相關，與原先預期方向相反，但也代表職涯空窗天數越長，風格承襲程度越強，可能出自於在職涯空窗期間，CEO 缺乏持續地吸收最新的管理知識和技能，進而傾向依賴既有決策思維和過往成功經驗。

總而言之，相較於 CFO，CEO 具備較高的職位重要性和決策自主權。在高階人事任用決策，董事會更重視新任執行長是否與既有資本結構決策風格一致，並被年齡所調節；在企業資本結構決策，執行長展現較強烈的風格承襲效果，並被年齡和職涯空窗天數所調節。

然而，雖然本研究已追蹤 2003 年至 2023 年間美國上市公司的更換高階經理人事件，但仍面臨樣本數量偏低的困境。主因在於研究對象設定為 21 年內任職於 2 家公司以上的高階經理人，惟該職位具有人才流動率低和遴選複雜度高的特性，而提高樣本篩選門檻。另一方面，第一階段的研究模型需要依賴 10 項財務比率，並且第二階段的研究模型亦需要採集 3 階段合宜負債比偏離程度，而提高對資料連續性和完整性的要求。因此，在刪除職務名稱未變者、任職時間重疊者和財務資料不全者後，最終僅採集到新聘執行長 82 筆、新聘財務長 507 筆，可能限制統計推論的信度和效度。

參考文獻



Agrawal, A., & Cooper, T. (2017). Corporate governance consequences of accounting scandals: Evidence from top management, CFO and auditor turnover. *Quarterly Journal of Finance*, 7(1), 1650014.

Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.

Biscotti, A. M., Mafrolla, E., Giudice, M. D., & D'Amico, E. (2018). CEO turnover and the new leader propensity to open innovation: Agency-resource dependence view and social identity perspective. *Management Decision*, 56(6), 1348–1364.

Cheng, M. C., & Tzeng, Z. C. (2011). The effect of leverage on firm value and how the firm financial quality influence on this effect. *World Journal of Management*, 3(2), 30–53.

Choi, B., Kumar, M. S., & Zambuto, F. (2016). Capital structure and innovation trajectory: The role of debt in balancing exploration and exploitation. *Organization Science*, 27(5), 1183–1201.

Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193–209.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37.

Gamson, W. A., & Scotch, N. A. (1964). Scapegoating in baseball. *American Journal of Sociology*, 70(1), 69–72.

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206.

Hannan, M. T., & Freeman, J. (1977). The population ecology of organizations. *American Journal of Sociology*, 82(5), 929–964.

Higgins, M. C. (2005). *Career imprints: Creating leaders across an industry*. John Wiley & Sons.

Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives?. *Journal of financial Economics*, 108(3), 822–839.

Khan, W. A., & Vieito, J. P. (2013). CEO gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 67, 55–66.

Khanna, N., & Poulsen, A. B. (1995). Managers of financially distressed firms: Villains or scapegoats? *The Journal of Finance*, 50(3), 919–940.

Lant, T. K., Milliken, F. J., & Batra, B. (1992). The role of managerial learning and interpretation in strategic persistence and reorientation: An empirical exploration. *Strategic Management Journal*, 13(8), 585–608.

Lemmon, M. L., Roberts, M. R., & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 63(4), 1575–1608.

Li, X., Low, A., & Makhija, A. K. (2017). Career concerns and the busy life of the young CEO. *Journal of Corporate Finance*, 47, 88–109.

Martin, A. D., Nishikawa, T., & Williams, M. A. (2009). CEO gender: Effects on valuation and risk. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 23–40.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.

Murphy, K. J., & Zimmerman, J. L. (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1–3), 273–315.

Schepker, D. J., Kim, Y., Patel, P. C., Thatcher, S. M., & Campion, M. C. (2017). CEO succession, strategic change, and post-succession performance: A meta-analysis. *The Leadership Quarterly*, 28(6), 701–720.

Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251–273.

Setiawan, R., & Gestanti, L. (2022). CEO characteristics, firm policy, and firm performance. *International Journal of Business and Society*, 23(1), 371–389.

Tang, J., Crossan, M., & Rowe, W. G. (2011). Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board. *Journal of Management Studies*, 48(7), 1479–1503.

Virany, B., Tushman, M. L., & Romanelli, E. (1992). Executive succession and organization outcomes in turbulent environments: An organization learning approach. *Organization Science*, 3(1), 72–91.

Vo, L. V., Nguyen, H. T. H., & Le, H. T. T. (2021). Do female CEOs make a difference in firm operations? Evidence from Vietnam. *Accounting & Finance*, 61, 1489–1516.

Weisbach, M. S. (1995). CEO turnover and the firm's investment decisions. *Journal of Financial Economics*, 37(2), 159–188.