

# 财务总监与企业并购

蒋德权<sup>1</sup>, 蓝梦

1

(1. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

**摘要:** 财务总监在企业管理中发挥了重要作用。本文理论分析和实证检验了财务总监地位影响企业并购的客观表现及经济后果。研究显示: 首先, 财务总监地位与企业发起并购可能性呈现显著负向关联, 表明地位较高的财务总监能够降低企业发起并购可能性, 而随着财务总监地位的下降企业发起并购可能性则会提高; 其次, 截面分组检验发现, 总经理权力较大时, 会削弱财务总监地位对企业并购的抑制作用; 反之, 财务总监权力越大时, 会加强财务总监地位的作用; 最后, 进一步检验发现财务总监地位与并购绩效显著负相关。总之, 本文验证了财务总监地位降低了企业并购的研究推论。

**关键词:** 财务总监地位; 企业并购; 座次排序

**中图分类号:** F832.51 **文献标识码:** A

## 一、引言

资源的有效配置是实现我国高质量发展的动力源泉,也是学术界所关注的重要焦点之一。党的十九大指出:“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。”2017年底,中央经济工作会议明确作出推动经济高质量发展的重大决策。经济高质量发展的推动不仅需顶层的制度设计,更需要具备坚实的微观基础。作为最重要也是最基本的市场供给主体,企业肩负着实现高质量发展的时代新任务。并购重组作为资本市场优化资源配置的主要方式之一,在助力企业抵御风险挑战和实现高质量发展等方面发挥重要作用。以2018年为例,沪深两市并购重组金额高达2.58万亿元,较上年有大幅增长,更好地服务了实体经济高质量发展<sup>2</sup>。

关于企业并购的研究较多从高管特征视角展开。高层梯队理论认为,高管的背景特征会影响高管决策,进而影响公司行为和绩效(Hambrick & Mason, 1984)。相关研究主要集中在总经理对公司并购的影响(Bernile et al., 2017; Gamache et al., 2015; Goel & Thakor, 2010; Fanelli et al., 2009; Hayward & Hambrick, 1997)。而财务总监在现代企业管理中占据重要的高级管理职位,其作用并未得到相应的关注。财务总监既负责公司财务、会计和税务事宜,也是重要的战略决策制定和执行者之一,履行监督、控制和战略支持等职能(Geiger & North, 2006)。近年来企业财务造假和内控缺失等问题频出,更是引发关于财务总监角色定位的广泛忧虑和激烈争论。财务总监广泛而深入地参与了企业并购的全过程,总经理与财务总监会携手促成并购项目(Shi & Chen, 2019)。财务总监会负责并购标的搜寻(Mukherjee et al., 2004)、并购融资策略设计(Almeida et al., 2014)和并购后的整合等(Hommel et al., 2012)。关于财务总监的文献考虑了财务总监的权力和职业前途对企业并购的影响(Keck & Tang, 2016; Richter & Firk, 2018; Sainani, 2018),却忽略了在中国情境下财务总监极为重要的一个特征,即财务总监在高管序列中的地位。

财务总监地位的高低源于座次和排序,这与中国传统儒家“尊卑有序”观念密切相关。基于等级观念、孝道和血缘等社会文化形成的长幼有序、尊卑有异和亲疏有别等现象,中国汉语语言排序时常采用文化原则(张彦群和辛长顺, 2002),即按照地位高低进行排序。古代关于排序与地位尊卑的记录可参见董勋在《答礼》中所言:“职高者名录在上,于人为右;职卑者名录在下,于人为左。是以谓下迁为左。”鲁川(2001)总结了汉语语序的基本规律,

指出“汉语语序应该是地位高的先说，地位低的后说”<sup>3</sup>。地位差异通常以特定方式在组织和社会中确认和传递，并直接体现在日常礼仪的社会规范之中，如新闻、会议、餐桌或公开文件中的排序。在讲究等级秩序的中国政坛，领导人排名富含重要的政治信息。中央政治局委员的排名依据惯例通常以姓氏笔画为序，但是政治局常委的排名并非依据姓氏笔画，而与各常委的分工和党内资质相关<sup>4</sup>。这种排名虽无成文的制度规范，但却有稳定的、约定俗成的规律。在中国文化制度背景下，排名可以较好地表征个人的角色与地位。高管排名越靠前，也意味着决策权越大 (Ke et al., 2019)。

财务总监在企业实施并购过程中，协助搜寻并购目标、进行实质审查和安排融资，并参与交易完成后的执行工作 (Huyett & Koller, 2011)。地位寻求动机是组织内成员的基本动机之一 (Anderson et al., 2015)，成员地位差异会对组织产生重大影响 (Piazza & Castellucci, 2014)。财务总监地位越高，决策参与度越高，越能够对企业并购项目施加影响。鉴于此，本文的主要研究问题为，财务总监地位如何影响企业并购决策？何种情形下财务总监的影响更为明显？以及，实施并购之后企业绩效如何？这些问题值得本文深入探讨。

本文用财务总监在高管团队中的排名来表征其地位。基于 2006-2018 年中国 A 股上市公司样本，探究了财务总监地位对企业并购的影响。实证结果表明，财务总监地位越高，企业并购意愿越低。进一步研究发现，企业并购效率也较低，说明并购活动做得更少但未能做得更好。本文的主要贡献在于：(1) 验证了财务总监地位与企业并购之间的关系，不仅细致考察了财务总监地位的经济后果，丰富和补充了高阶理论的相关研究，也为并购决策的影响因素研究拓展了新方向。(2) 剖析了财务总监地位在总经理不同权力和其自身不同权力背景下的差异化影响，说明对于财务总监的角色定位不可一概而论，必须要根据高管人员配置的实际变化有所侧重。(3) 探究了财务总监对于企业并购效率的影响，有助于进一步了解财务总监的决策过程。同时，基于中国传统文化背景下有关“地位”在公司治理中作用的探讨，可以为转型经济国家的公司治理提供新证据。

## 二、文献回溯、理论推演及研究假设

### (一) 文献回溯

财务总监高度参与企业日常经营管理，在财务、会计、审计以及内部控制等方面均发挥着重要作用，也是关系企业生存与发展战略的重要制定者和执行者。根据研究问题，本文主要回溯了财务总监地位以及高管与企业并购两方面的相关文献。

#### 1、财务总监地位特征

现有研究认为社会资本是影响财务总监在高管团队中地位的重要因素 (Fogel et al., 2018)，发现财务总监的社会资本越高，在公司内部的权力和社会影响会越大，可以获得较低利息的借款和较少的债务契约限制。Florackis 和 Sainani (2018) 则从组织、专业、声誉和所有权四个方面综合构建了财务总监指数 (*CFO index*)，以此考量财务总监的地位和影响力。蒋德权等 (2018)、Jiang 和 Chen (2019) 基于中国情境以财务总监在高管序列中的排名来衡量其地位。蒋德权等 (2018) 发现，财务总监地位与股价崩盘风险之间呈现负向关系，表明处于较高地位的财务总监能够降低股价崩盘风险。Jiang 和 Chen (2019) 则认为，财务总监地位通过会计信息质量渠道影响企业股价变动同步性。

#### 2、高管与企业并购

有关高管特征影响企业并购的研究，大多基于高阶理论从总经理视角加以论述，如总经理的年龄和性别 (Yim, 2013; Huang & Kisgen, 2013)。Malmendier 和 Tate (2008) 发现，过度自信的 CEO 高估通过实施并购来获利的能力，会支付较高的并购溢价并且并购的绩效也较差。嫉妒心更强的 CEO 会进行更多的并购、支付更高的并购溢价 (Goel & Thakor, 2010)。另外，研究表明高管早年的经历和高管所在地区的文化会影响公司的并购决策。早年经历过

重大灾害的 CEO 会更加审慎地选择投资项目减少风险承担,较少进行公司并购(Bernile et al., 2017)。当 CEO 处于较低风险容忍程度的国家时,会要求更高的并购绩效,体现为并购公告的累计超额回报更高(Frijns et al., 2013)。此外,总经理的政治信仰也会影响并购决策,共和党人总经理更加保守,较少进行并购(Elnahas & Kim, 2017)。较少的基于财务总监特征的研究发现,强势财务总监(如兼任董事)会进行更多并购(Sainani, 2018),支付较少并购溢价(Keck & Tang, 2016)。处于职业生涯早期的财务总监更富冒险精神,通过更多参与高风险并购决策来对外释放自己能力的信号(Richter & Firk, 2018)。此外,也有学者关注了 CFO 与总经理的关系对并购的影响,发现若 CFO 和总经理是校友关系,会增加公司并购活动(Belot & Waxin, 2019)。

现有关于企业并购的研究较为丰富,有关管理层异质性对于并购活动的研究大多选择从总经理视角切入,较少文献从财务总监督视角关注企业并购决策是否会因财务总监地位有所差异、形成这种差异的原因,以及这种差异如何影响企业并购绩效。这正是本文的着眼点所在。

## (二) 理论推演及研究假设

礼文化作为儒家文化不可或缺的一部分,深深根植于我国经济社会中。礼可以构建社会秩序、实施大众教化和维护人伦关系(高飞卫和李亚梅, 2001)。这种特有的文化因素使得“由尊及卑、由长及幼、由亲及疏”文化原则构成了排序原则中重要的组成部分,并具备高度规律性和稳定性。在日常汉语并列语序中,通常按照积极性原则进行排序,社会地位高的较之低的更为积极,排名更为靠前(王会芬, 2007)。年度报告作为公司对外披露信息的正式、公开渠道,高管团队成员在其中的披露顺序将不可避免受到社会规范和传统文化的影响,高管披露顺序也反映了高管在公司内部的权力差异(Zhu et al., 2016; Ke et al., 2019)。本文推定高管在年度报告披露中出现的顺序也遵循积极性原则,披露越靠前地位相对越高。

财务总监高度参与了企业并购活动,其地位越高,决策话语权越大。本文认为财务总监地位会在以下两方面影响企业并购行为。第一,财务总监职位特征。角色理论认为,个体的表现应该与特定场景赋予他的社会角色相一致(Biddle, 1986, 2013),若表现不一致则会引致高额的社会个体互动成本甚至互动失败。在公司决策场景下,财务总监被认为应该“面对现实、保持谨慎和警惕风险”(Tulimieri & Banai, 2010)。保守和谨慎的财务总监会寻求最小化风险以及确保资本配置或投资获得足够收益(Cockrell & Kambil, 2015)。并购活动是企业高度不确定性的情况下的战略投资行为(Smith & Triantis, 1995),高地位财务总监会敏锐地识别并购伴随的风险,从而放弃大量的并购。第二,财务总监的防御动机。管理防御指经理人选择有利于维护自身职位并追求自身效用最大化的行为。组织等级理论认为地位具有自我强化的属性(Magee & Galinsky, 2008; Anicich et al., 2016),高地位者倾向维持自己的地位。高地位财务总监的个人声誉、阅历和掌握的资源更加稳定,为追求职位稳固和高额薪酬,管理防御动机更强。考虑到并购的高风险,管理层在制定并购决策时会非常谨慎(Pablo et al., 1996)。较多的并购也意味着较大的经营收益不确定性,这不利于财务总监职位的稳固,因此高地位财务总监有动机减少企业的并购活动。

基于以上分析,本文预测:给定其他条件不变,财务总监地位与企业并购意愿呈现负向关系。

## 三、研究设计

### (一) 样本选择及数据来源

本文以 2006 年至 2018 年我国 A 股上市公司为初选样本。上市公司对于财务总监的称谓不尽相同,本文根据实际披露情况,将“财务总监”、“首席财务总监”、“首席财务官”、“财务负责人”、“财务总监”和“财务、会计工作负责人”等均定义为财务总监。本文为确保研

究数据的准确性及代表性，借鉴现有研究（吴超鹏等，2008；王艳和李善民，2017），进行了以下数据筛选过程：（1）保留并购交易地位为“买方”的并购样本；（2）保留并购交易最终成功的并购样本；（3）保留并购交易金额大于100万元的并购事件；以及（4）剔除其他数据缺失的观测值。经过上述筛选，最终共获得3342家上市公司的26361个公司-年样本。

本文采用的财务总监地位和其他特征数据主要通过翻阅上市公司公开披露的年报信息整理而来，企业并购变量计算、财务数据和治理数据均来自深圳国泰安CSMAR数据库。同时，本文为减轻异常值对研究结论的影响，对所有连续变量均进行上下1%分位数缩尾处理。

## （二）研究变量刻画

### 1、企业并购意愿

本文的被解释变量为企业并购意愿，具体用企业发起并购的可能性来衡量。借鉴逯东等（2019）的研究，设置M&A变量，若企业在当年发起并购重组则赋值为1，否则为0。

### 2、财务总监地位及其他特征

本文的解释变量为财务总监地位，参考Markoczy et al.（2016）和蒋德权等（2018）的研究，本文使用公式（1）来度量财务总监在高管团队中的地位：

$$Status = 1 - Rank / TMT\ size \quad (1)$$

在公式（1）中，Rank表示财务总监个人信息在公司年报的“董事、监事、高级管理人员和员工情况”中“高级管理人员”部分的披露顺序，若财务总监在“高级管理人员”部分第一个披露时则赋值为1，若在第二个披露则赋值为2，以此类推。若在最后一个披露则赋值为高管总人数。TMT size表示公司高层管理人员总人数。因此，财务总监信息披露越靠前，Status值越大，代表财务总监地位越高。

借鉴现有研究（李小荣和刘行，2012；Jiang & Chen，2019），本文控制了如下财务总监特征变量：性别（Female）、年龄（Age）、任期（Tenure）、教育背景（Eback）、是否兼任董事（Director）、是否为内部提拔（Ipromotion）以及财务总监所在高管团队规模（TMT）等。

### 3、控制变量

借鉴现有研究，本文选取了以下控制变量：公司规模（Size），公司规模越大，越有能力实施并购（Haleblian et al.，2009），以总资产的自然对数衡量。财务杠杆（Leverage），以总负债除以总资产衡量。账面市值比（BM），以总资产除以总市值衡量。盈利能力（ROA）和冗余资源（Slack），企业盈利能力越强，越有资源进行并购（Carper，1990），具体的，盈利能力以总资产回报率刻画，冗余资源为企业经营现金净流量除以总资产刻画（Wang & Qian，2011）。此外，本文还控制了公司治理变量两职合一（Duality）和独董比例（Independence）。若总经理同时兼任董事长将更能影响公司的战略决策（Finkelstein，1992），而独董比例越高越能够对公司战略决策起到监督作用（Dalton et al.，2007）。此外，本文也控制了行业（Ind）和年份（Year）的影响。表1列示了变量定义表。

表1 变量定义表

变量类别	变量名	变量符号	变量衡量
被解释变量	企业发起并购可能性	M&A	哑变量，若企业在当年发起并购重组则赋值为1，否则为0
解释变量	CFO地位	Status	CFO在高管团队中地位，计算方法参见公式（1）
CFO特征变量	性别	Female	哑变量，若CFO为女性则赋值为1，否则为0
	年龄	Age	CFO年龄的自然对数
	任期	Tenure	CFO工作年限的自然对数
	教育背景	Eback	哑变量，若CFO所学专业为会计、金融或经管类则赋值为1，否则为0
	是否兼任董事	Director	哑变量，若CFO兼任董事则赋值为1，否则为0
	是否内部提拔	Ipromotion	哑变量，若CFO为内部提拔则赋值为1，否则为0

	高管团队人数	TMT	CFO 所在高管团队人数的自然对数
控制变量	公司资产规模	<i>Size</i>	公司总资产的自然对数
	财务杠杆	<i>Leverage</i>	公司总负债除以总资产
	账市比	<i>BM</i>	企业账面市值比
	盈利能力	<i>ROA</i>	公司净利润除以总资产
	冗余资源	<i>Slack</i>	公司经营、投资和融资现金流量净额总量除以总资产
	两职合一	<i>Duality</i>	哑变量，若董事长兼任 CEO 则赋值为 1，否则为 0
	独董比例	<i>Independence</i>	公司独立董事比例
	行业	<i>Ind</i>	行业虚拟变量
	年份	<i>Year</i>	年份虚拟变量

### (三) 模型设定

本文主要的研究问题为财务总监地位如何影响企业发起并购的可能性，设定回归模型(2)进行实证检验：

$$M \& A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Status_{i,t-1} + \beta_2 CFOC_{i,t-1} + \beta_3 ControlV_{i,t-1} + Year \& Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中， $M\&A_{i,t}$  为第  $t$  期公司发起并购可能性指标； $Status_{i,t-1}$  为公司滞后一期财务总监地位； $CFOC_{i,t-1}$  为滞后一期财务总监特征变量； $ControlV_{i,t-1}$  为滞后一期控制变量，具体变量定义见表 1。 $Ind$  和  $Year$  为行业和年度虚拟变量，根据理论预测， $Status_{i,t-1}$  的系数  $\beta_1$  应显著为负。后文模型 (2) 的估计采用 Logit 模型。

## 四、实证结果

### (一) 描述性统计

表 2 报告了相关研究变量的描述性统计。表 2 显示，企业发起并购可能性变量  $M\&A$  的均值为 0.32，表明样本期间有 32% 的企业发起了并购。财务总监地位变量  $Status$  的最大值为 0.875，最小值为 0，表明财务总监在高管中的排名既有位列前茅，也有较为靠后。在本文的样本中，财务杠杆  $Leverage$  的均值为 45%，盈利能力  $ROA$  的均值为 3.8%。其他变量的分布均在合理范围内，不再赘述。

表 2 描述性统计

变量符号	样本量	均值	标准差	最小值	25%分位	中位数	75%分位	最大值
$M\&A_{i,t}$	26361	0.320	0.466	0	0	0	1	1
$Status_{i,t-1}$	26361	0.345	0.268	0	0.125	0.333	0.571	0.875
$Female_{i,t-1}$	26361	0.292	0.455	0	0	0	1	1
$Age_{i,t-1}$	26361	3.814	0.143	3.296	3.714	3.807	3.912	4.277
$Tenure_{i,t-1}$	26361	1.395	0.651	0	0.916	1.407	1.897	3.248
$Eback_{i,t-1}$	26361	0.600	0.490	0	0	1	1	1
$Director_{i,t-1}$	26361	0.272	0.445	0	0	0	1	1
$Ipromotion_{i,t-1}$	26361	0.752	0.432	0	1	1	1	1
$TMT_{i,t-1}$	26361	1.959	0.309	0.693	1.792	1.946	2.197	3.829
$Size_{i,t-1}$	26361	21.850	1.376	19.010	20.880	21.650	22.560	26.610
$Leverage_{i,t-1}$	26361	0.450	0.223	0.046	0.272	0.447	0.618	0.932
$BM_{i,t-1}$	26361	0.520	0.259	0.076	0.310	0.490	0.712	1.121
$ROA_{i,t-1}$	26361	0.038	0.059	-0.242	0.014	0.037	0.066	0.206
$Slack_{i,t-1}$	26361	0.035	0.137	-0.264	-0.028	0.009	0.058	0.614
$Duality_{i,t-1}$	26361	0.225	0.418	0	0	0	0	1
$Independence_{i,t-1}$	26361	0.368	0.052	0.286	0.333	0.333	0.400	0.571

表 3 报告了主要研究变量（如企业发起并购可能性、财务总监地位以及控制变量）的相关性系数。表 3 的上三角和下三角分别报告了 Spearman 和 Pearson 相关系数。财务总监地位 ( $Status_{i,t-1}$ ) 与企业并购可能性 ( $M\&A_{i,t}$ ) 的相关性系数为-0.019, 在 1%水平上显著, 这表明在不控制其他变量情形下, 财务总监地位越高, 公司发起并购可能性越小, 符合本文的理论预测。表 3 同时显示, 公司盈利能力 ( $ROA_{i,t-1}$ ) 和冗余资源 ( $Slack_{i,t-1}$ ) 与发起并购可能性 ( $M\&A_{i,t}$ ) 的相关性系数分别为 0.058 和 0.046, 均在 1%水平上显著, 说明盈利能力较强、冗余资源较多的公司会进行更多并购。

表 3 主要变量的 Pearson 和 Spearman 相关系数

	$M\&A_{i,t}$	$Status_{i,t-1}$	$Size_{i,t-1}$	$Leverag_{i,t-1}$	$BM_{i,t-1}$	$ROA_{i,t-1}$	$Slack_{i,t-1}$	$Duality_{i,t-1}$	$Independ_{i,t-1}$
$M\&A_{i,t}$		-0.020***	0.020***	-0.021***	-0.032***	0.072***	0.037***	0.028***	0.006
$Status_{i,t-1}$	-0.019***		0.106***	0.132***	0.100***	-0.076***	-0.019***	-0.061***	-0.024***
$Size_{i,t-1}$	0.007	0.111***		0.425***	0.515***	-0.066***	-0.006	-0.161***	0.016***
$Leverage_{i,t-1}$	-0.024***	0.133***	0.421***		0.451***	-0.479***	-0.078***	-0.189***	-0.031***
$BM_{i,t-1}$	-0.032***	0.099***	0.532***	0.432***		-0.384***	-0.155***	-0.194***	-0.063***
$ROA_{i,t-1}$	0.058***	-0.058***	0.023***	-0.430***	-0.255***		0.201***	0.109***	0.000
$Slack_{i,t-1}$	0.046***	-0.062***	-0.097***	-0.216***	-0.201***	0.200***		0.048***	0.004
$Duality_{i,t-1}$	0.028***	-0.061***	-0.156***	-0.186***	-0.193***	0.075***	0.103***		0.094***
$Independence_{i,t-1}$	0.008	-0.027***	0.033***	-0.034***	-0.060***	0.002	0.012**	0.104***	

注：上三角为 Spearman 系数，下三角为 Pearson 系数；\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在 10%、5%和 1%水平上显著。

## (二) 回归结果

### 1、财务总监地位与发起并购可能性

表 4 报告了财务总监地位如何影响企业发起并购可能性的回归结果。列 (1) 显示, 只控制年份和行业的固定效应, 财务总监地位 ( $Status_{i,t-1}$ ) 的系数为-0.147, 在 5%水平上显著, 表明财务总监地位越高的公司, 发起并购的可能性越小。列 (2) 和列 (3) 报告了进一步控制财务总监个人特征以及公司层面变量的回归结果, 发现财务总监地位 ( $Status_{i,t-1}$ ) 分别在 1%和 5%水平上显著。研究结论初步支持了本文的理论预测, 财务总监地位越高, 企业发起并购可能性越小。列 (3) 也显示公司规模 ( $Size_{i,t-1}$ ) 显著为正, 表明大规模公司更多发起并购。

表 4 财务总监地位与企业发起并购可能性

	$M\&A_{i,t}$		
	(1)	(2)	(3)
$Status_{i,t-1}$	-0.147** (-2.43)	-0.210*** (-3.00)	-0.161** (-2.30)
$Female_{i,t-1}$	-	0.075** (1.96)	0.069* (1.82)
$Age_{i,t-1}$	-	-0.585*** (-4.48)	-0.595*** (-4.51)
$Tenure_{i,t-1}$	-	-0.029 (-1.12)	-0.027 (-1.03)
$Eback_{i,t-1}$	-	0.058 (1.46)	0.036 (0.90)

<i>Director</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-	0.079*	0.062
		(1.90)	(1.50)
<i>Ipromotion</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-	-0.032	-0.047
		(-0.79)	(-1.17)
<i>TMT</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-	0.314***	0.241***
		(5.27)	(3.82)
<i>Size</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-	-	0.089***
			(4.20)
<i>Leverage</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-	-	-0.085
			(-0.87)
<i>BM</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-	-	-0.314***
			(-3.04)
<i>ROA</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-	-	1.280***
			(4.05)
<i>Slack</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-	-	0.523***
			(4.27)
<i>Duality</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-	-	0.106**
			(2.55)
<i>Independence</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-	-	0.110
			(0.35)
<i>Year / Ind</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
<i>Constant</i>	-0.932***	0.683	-1.041*
	(-16.97)	(1.33)	(-1.67)
<i>N</i>	26361	26361	26361
<i>Log-likelihood</i>	-16371.570	-16319.741	-16249.035

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著；括号内为经过公司聚类（cluster by firm）调整后的z值。

为更细致地考察财务总监地位如何影响企业发起并购可能性，本文进一步观察了财务总监个人地位变化（上升或下降）的影响。首先，本文筛选出个人地位上升（或下降）的样本，根据公司-财务总监个人-一年选择处理组；其次，筛选出个人地位没有变化的样本，依据公司-财务总监个人-一年选择控制组；最后，将处理组和控制组限定在相同年份、相同行业，并根据企业规模、财务杠杆和盈利能力等维度采用倾向得分匹配进行配对。本文建立双重差分模型（3）和模型（4）：

$$M \& A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{StatusIncrease}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Increase}_{i,t-1} + \beta_3 \text{StatusIncrease}_{i,t-1} * \text{Increase}_{i,t-1} \quad (3) \\ + \beta_4 \text{Control}_{i,t-1} + \text{Year \& Ind} + \varepsilon_{i,t}$$

在模型（3）中，*StatusIncrease* 为哑变量，若为财务总监个人地位上升组则 *StatusIncrease* 赋值为1，否则为0；*Increase* 为哑变量，若为个人地位上升年份则 *Increase* 赋值为1，否则为0。本文理论预测，财务总监个人地位的上升会降低企业发起并购的可能性， $\beta_3$  应显著为负。

$$M \& A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{StatusDecrease}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Decrease}_{i,t-1} + \beta_3 \text{StatusDecrease}_{i,t-1} * \text{Decrease}_{i,t-1} \quad (4) \\ + \beta_4 \text{Control}_{i,t-1} + \text{Year \& Ind} + \varepsilon_{i,t}$$

在模型（4）中，*StatusDecrease* 为哑变量，若为财务总监个人地位下降组则 *StatusDecrease* 赋值为1，否则为0；*Decrease* 为哑变量，若为个人地位下降年份则 *Decrease*

赋值为 1，否则为 0。本文理论预测，财务总监个人地位的下降会提高企业发起并购的可能性， $\beta_3$ 应显著为正。

表 5 列示了双重差分模型的回归结果。列 (1) 显示，交叉项的回归系数  $\beta_3$  为 -0.185，在 10% 水平上显著，表明财务总监地位上升的公司，其发起并购的意愿降低。列 (2) 显示，交叉项的回归系数  $\beta_3$  为 0.227，且在 5% 水平上显著，表明财务总监地位下降的公司，其发起并购意愿会提高。检验结果支持了本文的理论预测。

表 5 财务总监地位与企业发起并购可能性：双重差分分析

	<i>M&amp;A</i> <sub><i>i,t</i></sub>	
	(1)	(2)
<i>StatusIncrease</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.155*	-
	(1.70)	-
<i>Increase</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.085	-
	(0.95)	-
<i>StatusIncrease</i> <sub><i>i,t-1</i></sub> * <i>Increase</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.185*	-
	(-1.80)	-
<i>StatusDecrease</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-	-0.105
	-	(-1.16)
<i>Decrease</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-	-0.068
	-	(-0.75)
<i>StatusDecrease</i> <sub><i>i,t-1</i></sub> * <i>Decrease</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-	0.227**
	-	(2.15)
<i>Female</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.134**	0.128**
	(2.40)	(2.12)
<i>Age</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.743***	-0.606***
	(-3.90)	(-2.99)
<i>Tenure</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.014	-0.032
	(-0.35)	(-0.77)
<i>Eback</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.040	0.010
	(0.74)	(0.17)
<i>Director</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.030	-0.033
	(0.55)	(-0.56)
<i>Ipromotion</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.005	-0.063
	(-0.08)	(-0.98)
<i>TMT</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.250***	0.190**
	(2.86)	(2.12)
<i>Size</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.041	0.065**
	(1.35)	(2.04)
<i>Leverage</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.042	0.113
	(-0.29)	(0.72)
<i>BM</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.128	-0.294*
	(-0.85)	(-1.86)
<i>ROA</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	1.846***	1.890***
	(3.63)	(3.56)
<i>Slack</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.614***	0.647***

	(3.21)	(2.80)
<i>Duality</i> $_{i,t-1}$	0.065	0.167***
	(1.08)	(2.62)
<i>Independence</i> $_{i,t-1}$	-0.369	-0.310
	(-0.82)	(-0.63)
<i>Year / Ind</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
<i>Constant</i>	0.554	-0.326
	(0.63)	(-0.36)
<i>N</i>	11879	9655
<i>Log-likelihood</i>	-7399.459	-5977.584

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著；括号内为经过公司聚类（cluster by firm）调整后的z值。

## 2、财务总监地位与并购频率

为更全面地检验财务总监地位对企业并购的影响，本文也考察了财务总监地位对于企业当年发起并购次数的影响。具体的，本文设置了并购频率变量 *M&A intensity*，以当年公司发起并购的次数衡量。对于并购频率的检验，本文采用Tobit模型回归。

表6报告了财务总监地位影响企业并购频率的回归结果。列（1）显示，财务总监地位（*Status*  $_{i,t-1}$ ）的系数为-0.187，在5%水平上显著，表明财务总监地位越高的公司，企业并购次数越少。列（2）和列（3）报告了双重差分的检验结果，以考察财务总监地位变化（上升和下降）如何影响企业并购频率。结果显示交叉项的回归系数  $\beta_3$  分别为-0.286和0.292，均在5%水平上显著。这表明随着财务总监个人地位的提高，企业并购次数会减少；而随着财务总监个人地位的下降，企业并购次数会增加。表6的结果与表4和表5的结果基本一致。

表6 财务总监地位与企业并购频率

	<i>M&amp;A intensity</i> $_{i,t}$		
	(1)	(2)	(3)
<i>Status</i> $_{i,t-1}$	-0.187**	-	-
	(-2.03)	-	-
<i>StatusIncrease</i> $_{i,t-1}$	-	0.232*	-
	-	(1.94)	-
<i>Increase</i> $_{i,t-1}$	-	0.135	-
	-	(1.15)	-
<i>StatusIncrease</i> $_{i,t-1}$ * <i>Increase</i> $_{i,t-1}$	-	-0.286**	-
	-	(-2.13)	-
<i>StatusDecrease</i> $_{i,t-1}$	-	-	-0.148
	-	-	(-1.25)
<i>Decrease</i> $_{i,t-1}$	-	-	-0.083
	-	-	(-0.72)
<i>StatusDecrease</i> $_{i,t-1}$ * <i>Decrease</i> $_{i,t-1}$	-	-	0.292**
	-	-	(2.14)
<i>Female</i> $_{i,t-1}$	0.074	0.155**	0.152*
	(1.49)	(2.08)	(1.95)

<i>Age</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.765*** (-4.52)	-1.007*** (-4.05)	-0.805*** (-3.07)
<i>Tenure</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.063* (-1.83)	-0.036 (-0.69)	-0.058 (-1.07)
<i>Eback</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.054 (1.00)	0.066 (0.91)	0.044 (0.57)
<i>Director</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.064 (1.19)	0.043 (0.60)	-0.042 (-0.55)
<i>Ipromotion</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.070 (-1.32)	-0.022 (-0.28)	-0.059 (-0.72)
<i>TMT</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.336*** (4.00)	0.394*** (3.27)	0.294** (2.48)
<i>Size</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.169*** (5.72)	0.110*** (2.64)	0.134*** (3.04)
<i>Leverage</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.082 (-0.65)	-0.050 (-0.26)	0.207 (1.00)
<i>BM</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.588*** (-4.26)	-0.383* (-1.85)	-0.592*** (-2.81)
<i>ROA</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	1.668*** (4.12)	2.581*** (3.81)	2.310*** (3.40)
<i>Slack</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.826*** (5.22)	0.936*** (3.65)	0.960*** (3.14)
<i>Duality</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.157*** (2.89)	0.137* (1.68)	0.244*** (2.96)
<i>Independence</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.137 (0.32)	-0.284 (-0.46)	-0.305 (-0.46)
<i>Year / Ind</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
<i>Constant</i>	-2.633*** (-3.15)	-0.645 (-0.54)	-1.653 (-1.36)
<i>N</i>	26361	11879	9655
<i>Log-likelihood</i>	-28013.629	-13066.937	-10393.370

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在 10%、5%和 1%水平上显著；括号内是经过公司聚类（cluster by firm）调整后的 t 值。

### 3、总经理会影响财务总监地位的作用吗？

高级管理人员是公司的核心人力资源，参与公司重大决策。在高管团队中，总经理和财务总监是两个至关重要的职位，尤其是涉及与重大投资相关的决策。财务总监通常作为总经理的代理人（Graham & Harvey, 2001）。当总经理和财务总监的效用函数不一致时，总经理会如何影响财务总监作用的发挥？在中国，财务总监经常受制于总经理（瞿旭等，2012），在公司缺少一定的权力和独立性。尤其是，并购活动可以增加总经理薪酬（Harford & Li, 2007），总经理有很强动机发起并购。因此，本文预测当总经理的权力较大时，会削弱财务总监地位的作用，即财务总监地位与企业发起并购可能性的负向关系更少出现在总经理权力较大样本中。反之，若财务总监权力较大，可以加强其抵制总经理干预的能力，从而增强其地位作用，也即财务总监地位与发起并购可能性的负向关系会更多出现在财务总监权力较大

样本中。

借鉴 Feng et al. (2011) 的研究, 本文采用总经理是否兼任董事长 (*Duality*) 以及总经理相对薪酬水平 (*CEO\_comp*) 来衡量总经理权力。*Duality* 为哑变量, 当总经理兼任董事长则赋值为 1, 否则为 0, 具体定义参见表 1。*CEO\_comp* 为连续变量, 以总经理薪酬除以其他高管薪酬衡量, 计算公式为:  $CEO\_comp = \text{总经理薪酬} / (\text{高管前三名薪酬总额} - \text{总经理薪酬})$ 。依照本文预测, 当总经理权力较大时 ( $Duality=1$  以及  $CEO\_comp > median$ ), 财务总监地位对于企业发起并购可能性的影响会被削弱。

表 7 报告了回归的结果。列 (1) 显示, 财务总监地位 *Status* 的系数为 -0.133, 统计检验并不显著, 这表明当总经理兼任董事长时, 总经理更能够决定并购决策, 财务总监地位的作用被削弱。列 (2) 显示, *Status* 的系数为 -0.167, 在 5% 统计水平显著, 但列 (1) 和列 (2) *Status* 系数差异并没有通过卡方检验。列 (3) 表明, 财务总监地位 *Status* 的系数为 -0.011, 且不显著, 说明在总经理薪酬相对薪酬较高时, 财务总监地位对发起并购可能性影响较小。而列 (4) 财务总监地位变量的系数显著为负, 且列 (3) 和列 (4) *Status* 系数差异通过了卡方检验, 在 5% 水平上显著, 这支持了本文的预测。

表 7 财务总监地位与企业发起并购可能性: 总经理权力的影响

	<i>M&amp;A</i> <sub><i>i,t</i></sub>			
	<i>Duality</i> = 1	<i>Duality</i> = 0	<i>CEO_comp</i> > <i>med</i>	<i>CEO_comp</i> < <i>med</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Status</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.133 (-0.89)	-0.167** (-2.13)	-0.011 (-0.09)	-0.286** (-2.49)
<i>Female</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.067 (0.90)	0.069 (1.58)	0.055 (0.90)	0.092 (1.52)
<i>Age</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.011 (0.04)	-0.777*** (-5.21)	-0.826*** (-3.90)	-0.766*** (-3.68)
<i>Tenure</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.019 (-0.35)	-0.025 (-0.85)	-0.031 (-0.72)	-0.009 (-0.22)
<i>Eback</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.063 (0.73)	0.021 (0.46)	0.069 (1.12)	-0.023 (-0.34)
<i>Director</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.073 (0.88)	0.050 (1.05)	-0.013 (-0.20)	0.091 (1.34)
<i>Ipromotion</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.042 (-0.55)	-0.054 (-1.17)	0.002 (0.04)	-0.104 (-1.51)
<i>TMT</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.142 (1.07)	0.255*** (3.66)	0.309*** (3.24)	0.173* (1.66)
<i>Size</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.138*** (2.82)	0.082*** (3.49)	0.073** (2.07)	0.088*** (2.77)
<i>Leverage</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.543*** (-2.58)	0.013 (0.12)	0.053 (0.34)	0.003 (0.02)
<i>BM</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.316 (-1.32)	-0.312*** (-2.72)	-0.228 (-1.37)	-0.330** (-2.03)
<i>ROA</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.911 (1.34)	1.314*** (3.68)	0.914* (1.73)	1.874*** (3.61)
<i>Slack</i> <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.329 (1.63)	0.700*** (4.49)	0.828*** (3.52)	0.534** (2.41)

<i>Duality</i> $_{i,t-1}$	-	-	-0.021	-0.525**
			(-0.06)	(-2.47)
<i>Independence</i> $_{i,t-1}$	0.157	0.132	-0.137	0.300
	(0.26)	(0.36)	(-0.26)	(0.57)
<i>Year / Ind</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
<i>Constant</i>	-4.038***	-0.236	-0.122	-0.170
	(-2.89)	(-0.34)	(-0.12)	(-0.18)
<i>Chi</i> <sup>2</sup>	0.06		3.97	
( <i>Prob</i> > <i>Chi</i> <sup>2</sup> )	(0.811)		(0.046)	
<i>N</i>	5939	20422	9494	9493
<i>Log-likelihood</i>	-3755.896	-12460.224	-5780.845	-5802.002

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在 10%、5%和 1%水平上显著；括号内为经过公司聚类 (cluster by firm) 调整后的 z 值。

本文以财务总监是否兼任董事 (*Director*) 和相对薪酬 (*CF0\_comp*) 来衡量财务总监权力。理论上，董事会席位赋予高管额外的权力和影响 (Finkelstein, 1992)。若财务总监能够任职董事，则可以更多直接参与企业核心的重大投资决策中，也可以更为有效地和其他董事进行沟通和施加影响。具体的，*Director* 为哑变量，当财务总监兼任董事则赋值为 1，否则为 0，具体定义参见表 1。*CF0\_comp* 为连续变量，以财务总监薪酬除以其他高管薪酬衡量，计算公式为： $CF0\_comp = \text{财务总监薪酬} / (\text{高管前三名薪酬总额} - \text{财务总监薪酬})$ 。依照本文预测，当财务总监权力较大时 (*Director*=1 以及  $CF0\_comp > median$ )，财务总监地位对于企业发起并购可能性的影响会更强。

表 8 报告了回归结果。列 (1) 显示，财务总监地位 *Status* 的系数为 -0.443，统计检验在 1%水平显著，这表明当财务总监任职董事时，财务总监地位对并购发起可能性的影响更大。列 (2) 显示，*Status* 的系数为 -0.108，并没有通过检验，列 (1) 和列 (2) *Status* 系数差异也通过卡方检验，在 5%水平上显著。这支持了本文预测，财务总监权力越大，其地位越能发挥作用。列 (3) 表明，财务总监地位 *Status* 的系数为 -0.180，在 10%水平上显著。列 (4) 财务总监地位 *Status* 的系数并不显著，列 (3) 和列 (4) *Status* 系数差异也没有通过卡方检验。

表 8 财务总监地位与企业发起并购可能性：财务总监权力的影响

	<i>M&amp;A</i> $_{i,t}$			
	<i>Director</i> = 1	<i>Director</i> = 0	<i>CF0_comp</i> > <i>median</i>	<i>CF0_comp</i> < <i>median</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Status</i> $_{i,t-1}$	-0.443*** (-2.99)	-0.108 (-1.36)	-0.180* (-1.66)	-0.063 (-0.53)
<i>Female</i> $_{i,t-1}$	0.042 (0.56)	0.079* (1.80)	-0.024 (-0.38)	0.150** (2.47)
<i>Age</i> $_{i,t-1}$	-0.641*** (-2.62)	-0.587*** (-3.83)	-1.002*** (-4.72)	-0.570*** (-2.70)
<i>Tenure</i> $_{i,t-1}$	-0.038 (-0.76)	-0.026 (-0.83)	0.001 (0.03)	-0.027 (-0.63)
<i>Eback</i> $_{i,t-1}$	-0.053 (-0.72)	0.061 (1.29)	0.023 (0.37)	0.005 (0.08)

<i>Director</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-	-	0.052	0.029
			(0.85)	(0.37)
<i>Ipromotion</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.045	-0.080*	0.031	-0.134**
	(0.61)	(-1.72)	(0.48)	(-1.97)
<i>TMT</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.519***	0.164**	0.266***	0.213**
	(4.34)	(2.22)	(2.66)	(2.06)
<i>Size</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.031	0.109***	0.089***	0.072**
	(0.77)	(4.45)	(2.83)	(2.05)
<i>Leverage</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.036	-0.111	0.245	-0.180
	(-0.21)	(-0.96)	(1.62)	(-1.09)
<i>BM</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.086	-0.405***	-0.314**	-0.242
	(-0.44)	(-3.36)	(-1.99)	(-1.40)
<i>ROA</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	1.894***	1.077***	1.686***	1.008*
	(3.25)	(2.89)	(3.42)	(1.89)
<i>Slack</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.699***	0.451***	0.606**	0.648***
	(2.99)	(3.11)	(2.51)	(3.00)
<i>Duality</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.172**	0.077	-0.189	-0.657**
	(2.32)	(1.58)	(-0.77)	(-2.42)
<i>Independence</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.057	0.186	-0.180	0.316
	(-0.09)	(0.51)	(-0.36)	(0.56)
<i>Year / Ind</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
<i>Constant</i>	-0.134	-1.287*	0.339	-0.703
	(-0.12)	(-1.77)	(0.36)	(-0.70)
<i>Chi</i> <sup>2</sup>	5.22		0.71	
( <i>Prob</i> > <i>Chi</i> <sup>2</sup> )	(0.022)		(0.400)	
<i>N</i>	7170	19189	9947	9038
<i>Log-likelihood</i>	-4353.713	-11855.804	-5969.096	-5606.875

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在 10%、5%和 1%水平上显著；括号内为经过公司聚类（cluster by firm）调整后的 z 值。

#### 4、稳健性测试

##### （1）企业并购决策的重新测度

为增强研究结论的可靠性，借鉴陈仕华等（2015），本文以公司在—个会计年度进行全部并购行为支付的价格总和加以度量，并进行对数化处理，构建 *M&A\_Tprice* 变量作为被解释变量。本部分研究问题采用公司层面的固定效应模型检验。

表 9 报告了检验结果，财务总监地位 *Status* 的系数为-0.619，在 5%水平上显著，表明财务总监地位越高，企业为并购支付的金额越少。检验结果与本文的理论预期一致。

表 9 财务总监地位与企业并购：并购变量的重新测度

	<i>M&amp;A_Tprice</i> <sub><i>i, t</i></sub>
	(1)
<i>Status</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.619**
	(-2.05)
<i>Female</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.074
	(-0.39)

<i>Age</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.447 (-0.72)
<i>Tenure</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.077 (-0.71)
<i>Eback</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.129 (0.63)
<i>Director</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.297 (1.53)
<i>Ipromotion</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.050 (0.27)
<i>TMT</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.657** (2.15)
<i>Size</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.097 (0.67)
<i>Leverage</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-1.970*** (-3.63)
<i>BM</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-2.536*** (-5.33)
<i>ROA</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.345 (0.27)
<i>Slack</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.639 (1.51)
<i>Duality</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.085 (0.41)
<i>Independence</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	1.605 (1.01)
<i>Year / Ind</i>	<i>yes</i>
<i>Constant</i>	5.040 (1.31)
<i>N</i>	26361
<i>Within R-squared</i>	0.012
<i>Between R-squared</i>	0.003
<i>Overall R-squared</i>	0.006

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在 10%、5%和 1%水平上显著，括号内为经过公司聚类（cluster by firm）调整后的 t 值。

## （2）财务总监地位的重新测度

本文为了增加研究结论的稳健性，采用未经公司高管总人数调整的地位变量（*StatusRaw*）作为解释变量，该变量数值越大，代表地位越高。具体的，*StatusRaw* 以财务总监在高管序列中排名的相反数衡量。

表 10 列（1）报告了财务总监影响并购发起可能性的检验结果，列（2）报告了财务总监对企业并购频率的检验结果。列（1）和列（2）的财务总监地位均在 5%水平上显著为负，表明财务总监地位越高，企业发起并购可能性越低，企业并购频率越低。研究结论基本不变。

表 10 财务总监地位与企业并购：地位的重新测度

<i>M&amp;A</i> <sub><i>i, t</i></sub>	<i>M&amp;A intensity</i> <sub><i>i, t</i></sub>
---------------------------------------	---

	(1)	(2)
<i>StatusRaw</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.022** (-2.18)	-0.028** (-2.08)
<i>Female</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.070* (1.84)	0.075 (1.50)
<i>Age</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.599*** (-4.54)	-0.767*** (-4.54)
<i>Tenure</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.026 (-1.01)	-0.062* (-1.80)
<i>Eback</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.036 (0.90)	0.054 (1.01)
<i>Director</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.061 (1.46)	0.066 (1.23)
<i>Ipromotion</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.048 (-1.20)	-0.071 (-1.34)
<i>TMT</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.133** (1.99)	0.204** (2.25)
<i>Size</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.089*** (4.21)	0.169*** (5.73)
<i>Leverage</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.089 (-0.92)	-0.086 (-0.68)
<i>BM</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.313*** (-3.03)	-0.587*** (-4.26)
<i>ROA</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	1.280*** (4.06)	1.667*** (4.11)
<i>Slack</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.525*** (4.28)	0.827*** (5.22)
<i>Duality</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.107** (2.57)	0.157*** (2.91)
<i>Independence</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.106 (0.33)	0.134 (0.31)
<i>Year / Ind</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
<i>Constant</i>	-0.960 (-1.55)	-2.549*** (-3.08)
<i>N</i>	26361	26361
<i>Log-likelihood</i>	-16249.053	-28013.045

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在 10%、5%和 1%水平上显著；括号内是经过公司聚类（cluster by firm）调整后的 z 值。

### (3) 内生性进一步控制

内生性是影响本文研究结论的一个重要问题。在表 5 中，本文采用双重差分法在一定程度上排除了内生性问题。本文也进一步采用以下方法来控制内生性问题：第一，以行业内其他上市公司财务总监地位的平均值 *Status\_Ind* 作为工具变量，采用两阶段工具变量法回归；第二，地位高低很可能由个人特征所决定，通过预测模型，估算出不能由财务总监个人特征

变量所解释的残差  $ResStatus$  作为财务总监地位的替代变量。

方法 (2) 首先采用模型 (5) 估算出残值:

$$Status_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 CFOC_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (5)$$

其中,  $Status$  为财务总监地位变量,  $CFOC$  为财务总监个人特征变量, 具体定义请参见表 1。本文根据模型 (5) 估算出残值  $ResStatus$  作为模型 (6) 的解释变量:

$$M \& A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ResStatus_{i,t-1} + \beta_2 ControlV_{i,t-1} + Year \& Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中,  $M\&A$  为企业发起并购可能性变量,  $ControlV$  为公司层面控制变量,  $Year \& Ind$  为年份和行业变量, 具体请参见表 1。

表 11 报告了内生性进一步控制的检验结果。列 (1) 为两阶段工具变量法第一阶段的回归结果, 显示行业平均值  $Status\_Ind$  变量的符号在 1% 水平上显著为正, 这说明行业财务总监地位均值与公司财务总监地位  $Status$  正相关。列 (2) 为两阶段工具变量法第二阶段的回归结果, 发现财务总监地位  $Status$  的系数为 -3.672, 在 1% 水平上显著, 表明财务总监地位与并购发起可能性之间的负相关关系成立, 研究结论可靠。列 (3) 列示了财务总监地位是否受其个人特征影响的检验结果。发现财务总监年龄、财务总监任期、个人教育背景、兼任董事以及内部提拔与其地位正相关, 而性别变量则与地位负相关。列 (4) 报告了财务总监地位并购发起可能性的检验结果, 可见  $ResStatus$  的系数为负, 且在 5% 水平上统计显著。由此可见, 进一步控制内生性后本文的研究结论基本成立。

表 11 财务总监地位与企业并购: 内生性进一步控制

	$Status_{i,t-1}$	$M\&A_{i,t}$	$Status_{i,t-1}$	$M\&A_{i,t}$
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Status_{i,t-1}$	-	-3.672***	-	-
	-	(-41.61)	-	-
$ResStatus_{i,t-1}$	-	-	-	-0.156**
	-	-	-	(-2.22)
$Female_{i,t-1}$	-0.022***	-0.061***	-0.031***	-
	(-7.05)	(-3.95)	(-5.05)	-
$Age_{i,t-1}$	0.198***	0.525***	0.181***	-
	(18.47)	(8.86)	(9.03)	-
$Tenure_{i,t-1}$	0.020***	0.064***	0.021***	-
	(8.73)	(5.66)	(5.07)	-
$Eback_{i,t-1}$	0.035***	0.135***	0.008	-
	(10.53)	(8.43)	(1.35)	-
$Director_{i,t-1}$	0.245***	0.913***	0.241***	-
	(75.37)	(34.59)	(38.24)	-
$Ipromotion_{i,t-1}$	0.001	-0.007	0.005	-
	(0.28)	(-0.44)	(0.76)	-
$TMT_{i,t-1}$	0.216***	0.858***	0.212***	-
	(43.63)	(30.38)	(21.04)	-
$Size_{i,t-1}$	-0.003*	0.010	-	0.094***
	(-1.77)	(1.28)	-	(4.62)
$Leverage_{i,t-1}$	0.084***	0.320***	-	-0.076
	(9.73)	(7.55)	-	(-0.78)

$BM_{i,t-1}$	-0.002 (-0.23)	-0.075** (-2.00)	-	-0.341*** (-3.29)
$ROA_{i,t-1}$	-0.095*** (-3.28)	0.132 (0.92)	-	1.312*** (4.16)
$Slack_{i,t-1}$	-0.060*** (-5.43)	-0.081 (-1.48)	-	0.551*** (4.51)
$Duality_{i,t-1}$	-0.027*** (-7.54)	-0.067*** (-3.80)	-	0.127*** (3.06)
$Independence_{i,t-1}$	0.141*** (5.02)	0.547*** (4.04)	-	0.053 (0.17)
$Status\_Ind_{i,t-1}$	0.780*** (15.73)	-	-	-
$Year / Ind$	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
$Constant$	-1.197*** (-23.25)	-3.489*** (-14.35)	-0.855*** (-11.24)	-3.006*** (-7.15)
$N$	26361	26361	26361	26361
$Log-likelihood$	-	-14706.534	-	-16288.84
$Adj. R-squared$	-	-	0.237	-

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在 10%、5%和 1%水平上显著；括号内是经过公司聚类（cluster by firm）调整后的 z 值。

#### 四、拓展性研究

本文理论预测财务总监地位越高，企业发起并购可能性越小。接下来一个很重要的问题是，已完成并购的绩效到底如何？财务总监地位如何影响并购绩效，是做得更少但做得更好，还是做得更少也不好？理论上而言，并购绩效的好坏取决于并购项目的审慎选择和并购后的管理整合。一方面，财务总监地位越高，企业并购绩效可能越好。高地位财务总监对潜在高风险标的公司更加敏感，在标的公司的选择上更加谨慎，选到优质项目的概率更高。高地位财务总监也可以利用其影响力为企业并购后的管理整合提供一定支持，从而提高并购绩效。但另一方面，高地位财务总监实施的并购活动越少，错过的成长机会越多。并购能够提高企业成长性及其价值（Kim et al., 2011）。尤其新兴市场提供了大量的成长机会和成长空间，企业通过并购很好地捕捉到这些机会从而促进公司企业价值的提升（Gaur et al., 2013）。因此，会因错过优质并购项目而导致并购绩效变差。综合上述分析，本文认为财务总监地位与企业并购绩效既有可能是正向关联，也有可能是负向关联。

本文以并购公告日的短期绩效和并购前后的经营/市场业绩来刻画企业并购绩效。本部分研究问题采用公司层面的固定效应模型进行检验。首先，借鉴吴超鹏等（2008）的研究，本文采用并购首日公告日前后各 5 个交易日窗口的累计超额收益率 CAR[-5, 5]来度量并购的短期绩效。窗口期的选择，主要是考虑到即使在较成熟的美国股市，并购信息也常常在公告前泄露（Asquith, 1983），窗口过小可能错过市场的提前反应，窗口过大则可能带入与并购不相关的信息。

如果企业是连续并购，一般不采用“市场模型”来计算公告期间的超额收益，主要原因在于估计贝塔系数的窗口极有可能包含企业上一期并购（吴超鹏等，2008）。因此，本文使用市场调整法来计算单日超额回报率（ $Ar_i$ ）：

$$Ar_i = R_i - R_m \quad (7)$$

在模型（7）中， $R_i$  为考虑现金红利再投资的公司日个股回报率， $R_m$  为市场日回报率，以考虑现金红利再投资的综合日市场回报率（流通市值加权平均法）衡量。本文再将[-5, 5]窗口期的  $Ar_i$  加总计算得出  $CAR[-5, 5]$ 。

为了增强结论的稳健性，本文同时采用市场模型计算超额收益。基本模型如下：

$$R_i = \alpha_0 + \alpha_1 R_m + \varepsilon \quad (8)$$

其中， $R_i$  和  $R_m$  的定义同模型（7）。本文将公司并购日之前[-200, -21]窗口作为估计期，采用模型（8）估算出每家公司的无风险报酬率  $\hat{\alpha}_0$  以及个股回报与市场回报之间的  $\hat{\alpha}_1$ ，然后通过模型（9）计算出公司在并购日前后的单日超额回报 ( $Ar_i \text{ adj}$ ):

$$Ar_i \text{ adj} = R_i - (\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 R_m) \quad (9)$$

本文再将[-5, 5]窗口期的  $Ar_i \text{ adj}$  加总计算得出  $CAR\_adj[-5, 5]$ 。

表 12 报告了财务总监地位如何影响并购绩效的检验结果。列（1）显示，财务总监地位  $Status$  变量的系数为-0.03，在 1%水平上显著，这表明财务总监个人地位越高企业并购绩效越差。高地位财务总监在筛选并购标的时，可能错过了高风险高回报项目，而挑选了风险较低但回报率也较低的项目。列（2）列示的结果与列（1）基本吻合，不再赘述。

表 12 财务总监地位与并购绩效：短期业绩

	$CAR[-5, 5]$	$CAR\_adj[-5, 5]$
	(1)	(2)
$Status_{i,t-1}$	-0.030*** (-2.89)	-0.030*** (-3.03)
$Female_{i,t-1}$	0.004 (0.55)	0.001 (0.18)
$Age_{i,t-1}$	0.000 (0.02)	0.002 (0.11)
$Tenure_{i,t-1}$	0.007** (2.01)	0.006* (1.70)
$Eback_{i,t-1}$	0.019*** (2.67)	0.020*** (2.95)
$Director_{i,t-1}$	0.013* (1.94)	0.012* (1.86)
$Ipromotion_{i,t-1}$	0.001 (0.22)	0.001 (0.23)
$TMT_{i,t-1}$	0.023** (2.19)	0.017* (1.68)
$Size_{i,t-1}$	-0.067*** (-13.38)	-0.072*** (-14.64)
$Leverage_{i,t-1}$	0.041** (2.21)	0.054*** (3.03)
$BM_{i,t-1}$	0.121*** (7.43)	0.119*** (7.52)
$ROA_{i,t-1}$	-0.102** (-2.20)	-0.060 (-1.35)

<i>Slack</i> $_{i,t-1}$	-0.013 (-0.91)	0.021 (1.55)
<i>Duality</i> $_{i,t-1}$	-0.004 (-0.53)	-0.001 (-0.21)
<i>Independence</i> $_{i,t-1}$	0.075 (1.41)	0.072 (1.39)
<i>Year / Ind</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
<i>Constant</i>	1.239*** (9.90)	1.341*** (11.02)
<i>N</i>	8395	8395
<i>Within R-squared</i>	0.086	0.101
<i>Between R-squared</i>	0.019	0.034
<i>Overall R-squared</i>	0.029	0.044

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在 10%、5%和 1%水平上显著，括号内为经过公司聚类（cluster by firm）调整后 t 值。

借鉴现有研究（陈胜蓝、马慧，2017；逯东等，2019），本文以首次公告日前后两年的托宾 Q 变化量（ $\Delta Q$ ）和 ROA 变化量（ $\Delta ROA$ ）来衡量并购的市场绩效和经营业绩。 $\Delta Q$  的计算公式为并购后两年托宾 Q 的均值减去并购前两年托宾 Q 的均值， $\Delta ROA$  的计算公式为并购后两年 ROA 的均值减去并购前两年 ROA 的均值。

表 13 报告了财务总监地位影响企业并购长期绩效的检验结果。列（1）和列（2）显示，财务总监地位变量 *Status* 与并购的市场绩效（ $\Delta Q$ ）、经营绩效（ $\Delta ROA$ ）均呈现显著的负相关关系（均为  $p < 0.05$ ），说明财务总监地位较高时，企业的并购绩效越低。这一结果与表 12 的检验结果也相吻合。

表 13 财务总监地位与并购绩效：长期业绩

	$\Delta Q$	$\Delta ROA$
	(1)	(2)
<i>Status</i> $_{i,t-1}$	-0.168** (-2.04)	-0.009** (-2.10)
<i>Female</i> $_{i,t-1}$	0.005 (0.10)	-0.002 (-0.65)
<i>Age</i> $_{i,t-1}$	-0.551*** (-3.19)	0.012 (1.42)
<i>Tenure</i> $_{i,t-1}$	-0.041 (-1.38)	-0.006*** (-4.14)
<i>Eback</i> $_{i,t-1}$	0.037 (0.59)	-0.001 (-0.18)
<i>Director</i> $_{i,t-1}$	0.050 (0.94)	0.007** (2.49)
<i>Ipromotion</i> $_{i,t-1}$	-0.094 (-1.64)	-0.007** (-2.37)
<i>TMT</i> $_{i,t-1}$	0.038 (0.46)	-0.004 (-1.01)
<i>Size</i> $_{i,t-1}$	-0.234*** (-5.59)	-0.028*** (-13.36)

<i>Leverage</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.352** (-2.35)	0.080*** (10.53)
<i>BM</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	2.054*** (16.31)	0.016** (2.49)
<i>ROA</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-1.338*** (-3.60)	-0.545*** (-28.93)
<i>Slack</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.249 (-1.44)	0.013 (1.53)
<i>Duality</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	0.014 (0.23)	0.002 (0.58)
<i>Independence</i> <sub><i>i, t-1</i></sub>	-0.392 (-0.93)	-0.071*** (-3.34)
<i>Year / Ind</i>	<i>yes</i>	<i>yes</i>
<i>Constant</i>	6.588*** (6.36)	0.579*** (11.05)
<i>N</i>	5528	5528
<i>Within R-squared</i>	0.345	0.346
<i>Between R-squared</i>	0.145	0.096
<i>Overall R-squared</i>	0.194	0.139

注：\*、\*\*与\*\*\*分别表示系数在10%、5%和1%水平上显著，括号内是经过公司聚类（cluster by firm）调整后t值。

## 五、结论与启示

现有文献对财务总监的重要作用展开了较多深入研究。但是，在一个崇尚“尊卑有别、长幼有序”文化的国家，财务总监如何影响企业并购行为并未得到足够关注。财务总监地位如何影响企业发起并购可能性，以及已完成并购的绩效如何？对此类与企业管理实践相关问题的讨论与解答非常必要，本文聚焦“财务总监地位与企业发起并购可能性”这一核心问题，理论分析和实证检验了财务总监地位影响企业发起并购可能性的客观表现、影响因素及经济后果。具体结论为：（1）财务总监地位与企业发起并购可能性之间为负相关关系，这表明财务总监个人地位发挥了企业并购的降低效应，即较高的财务总监地位能够降低企业发起并购的可能性；（2）财务总监地位变化的检验发现，地位上升会减少企业并购，而地位下降则会增加企业并购；（3）总经理和财务总监的权力大小进行分组检验发现，企业并购的降低效应在总经理权力较大组不存在，而在财务总监权力较大组存在；（4）经济后果检验发现，财务总监地位与并购绩效呈现负向关联，财务总监地位越高，实施并购的绩效越差。

本文的结论可以为中国制度背景下企业高层管理提供一定的经验证据借鉴。在企业财务制度建设中，要加强财务总监在管控和监督等体系中的地位，更好地发挥财务专长，也要关注其对企业重大风险投资决策的影响，尤其是对并购项目的筛选。理论方面，本文一方面为财务总监影响企业行为研究提供新视角，另一方面也为企业并购影响因素的研究提供有益补充，同为也为转型经济国家的公司治理提供新证据。本文还存有诸多缺陷，未能深入探究高地位财务总监给企业决策行为可能带来的其他影响，这将是后续研究重要探索方向。

## 参考文献

- [1] 陈胜蓝, 马慧. 2017. 卖空压力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据. 管理世界, 7, 142-156.

- [2] 陈仕华, 卢昌崇, 姜广省, 王雅茹. 2015. 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究. *管理世界*, 9, 125-136.
- [3] 逮东, 黄丹, 杨丹. 2019. 国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率. *管理世界*, 6, 119-141.
- [4] 高飞卫, 李亚梅. 2001. 礼仪与中国传统文化. *延安大学学报: 社会科学版*, 23(4), 63-66.
- [5] 蒋德权, 姚振晔, 陈冬华. 2018. 财务总监地位与企业股价崩盘风险. *管理世界*, 3, 153-166.
- [6] 李小荣, 刘行. 2012. CEO vs CFO: 性别与股价崩盘风险. *世界经济*, 12, 102-129.
- [7] 鲁川. 2001. 汉语语法的意合网络. 商务印书馆.
- [8] 瞿旭, 杨丹, 瞿彦卿, 苏斌. 2012. 创始人保护, 替罪羊与连坐效应——基于会计违规背景下的高管变更研究. *管理世界*, 5, 137-151.
- [9] 王会芬. 2007. 汉英并列结构语序的比较研究. 安徽大学.
- [10] 王艳, 李善民. 2017. 社会信任是否会提升企业并购绩效? *管理世界*, 12, 125-140.
- [11] 吴超鹏, 吴世农, 郑方镛. 2008. 管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究. *管理世界*, 7, 126-133.
- [12] 张彦群, 辛长顺. 2002. 并列结构组成成分排序原则及原因初探. *天中学刊*, 17(4), 69-73.
- [13] Almeida, H., Campello, M., Cunha, I., & Weisbach, M. S. 2014. Corporate liquidity management: A conceptual framework and survey. *Annual Review of Financial Economics* 6(1), 135-162.
- [14] Anderson, C., Hildreth, J. A. D., & Howland, L. 2015. Is the desire for status a fundamental human motive? A review of the empirical literature. *Psychological Bulletin*, 141(3), 574-601.
- [15] Anicich, E. M., Fast, N. J., Halevy, N., & Galinsky, A. D. 2016. When the bases of social hierarchy collide: Power without status drives interpersonal conflict. *Organization Science*, 27(1), 123-140.
- [16] Asquith, P. 1983. Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 51-83.
- [17] Belot, F., & Waxin, T. 2019. CEO-CFO Educational Ties and Mergers and Acquisitions. Available at SSRN 3422172.
- [18] Bernile, G., Bhagwat, V., & Rau, P. R. 2017. What doesn't kill you will only make you more risk - loving: Early - life disasters and CEO behavior. *The Journal of Finance*, 72(1), 167-206.
- [19] Biddle, B. J. 1986. Recent developments in role theory. *Annual Review of Sociology*, 12(1), 67-92.
- [20] Biddle, B. J. 2013. *Role theory: Expectations, identities, and behaviors*. Academic Press.
- [21] Carper, W. B. 1990. Corporate acquisitions and shareholder wealth: A review and exploratory analysis. *Journal of Management*, 16(4), 807-823.
- [22] Cockrell, S. A., & Kambil, A. 2015. Rethinking the CFO's role as strategist. In *CFO Journal: Wall Street Journal*.
- [23] Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. 2007. The fundamental agency problem and its mitigation: Independence, equity, and the market for corporate control. *Academy of Management Annals*, 1(1), 1-64.
- [24] Elnahas, A. M., & Kim, D. 2017. CEO political ideology and mergers and acquisitions decisions. *Journal of Corporate Finance*, 45, 162-175.
- [25] Fanelli, A., Misangyi, V. F., & Tosi, H. L. 2009. In charisma we trust: The effects of CEO charismatic visions on securities analysts. *Organization Science*, 20(6), 1011-1033.
- [26] Feng, M., Ge, W., Luo, S., & Shevlin, T. 2011. Why do CFOs become involved in material accounting manipulations? *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 21-36.
- [27] Finkelstein, S. 1992. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 35(3), 505-538.
- [28] Florackis, C., & Sainani, S. 2018. How do chief financial officers influence corporate cash policies? *Journal of Corporate Finance*, 52, 168-191.

- 
- [29] Fogel, K., Jandik, T., & McCumber, W. R. 2018. CFO social capital and private debt. *Journal of Corporate Finance*, 52, 28-52.
- [30] Frijns, B., Gilbert, A., Lehnert, T., & Tourani-Rad, A. 2013. Uncertainty avoidance, risk tolerance and corporate takeover decisions. *Journal of Banking & Finance*, 37(7), 2457–2471.
- [31] Gamache, D. L., McNamara, G., Mannor, M. J., & Johnson, R. E. 2015. Motivated to acquire? The impact of CEO regulatory focus on firm acquisitions. *Academy of Management Journal*, 58(4), 1261-1282.
- [32] Gaur, A. S., Malhotra, S., & Zhu, P. 2013. Acquisition announcements and stock market valuations of acquiring firms' rivals: A test of the growth probability hypothesis in China. *Strategic Management Journal*, 34(2), 215-232.
- [33] Geiger, M. A., & North, D. S. 2006. Does hiring a new CFO change things? An investigation of changes in discretionary accruals. *The Accounting Review*, 81(4), 781-809.
- [34] Goel, A. M., & Thakor, A. V. 2010. Do envious CEOs cause merger waves? *The Review of Financial Studies*, 23(2), 487-517.
- [35] Graham, J. R., & Harvey, C. R. 2001. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.
- [36] Halebian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. 2009. Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of Management*, 35, 469-502.
- [37] 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.
- [38] Harford, J., & Li, K. 2007. Decoupling CEO wealth and firm performance: The case of acquiring CEOs. *The Journal of Finance*, 62(2), 917-949.
- [39] Hayward, M. L. A., & Hambrick, D. C. 1997. Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 103-127.
- [40] Hommel, U., Fabich, M., Schellenberg, E., & Firnkorn, L. (Eds.). 2011. *The strategic CFO: Creating value in a dynamic market environment*. Springer Science & Business Media.
- [41] 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.
- [42] Huyett, B., & Koller, T. 2011. How CFOs can keep strategic decisions on track. *McKinsey on Finance*, 38(Winter), 10-15.
- [43] Jiang, D., & Chen, D. 2019. CFO status and stock return synchronicity. *China Accounting and Finance Review*, 21(3), 1-32
- [44] Ke, B., Mao, X., Wang, B., & Zuo, L. 2019. Top management team power in China: Measurement and an application. Available at SSRN 3202028.
- [45] Keck, S., & Tang, W. 2016. Can powerful Chief Financial Officers improve acquisition decisions? In *Academy of Management Proceedings*. Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- [46] Kim, J. Y., Halebian, J., & Finkelstein, S. 2011. When firms are desperate to grow via acquisition: The effect of growth patterns and acquisition experience on acquisition premiums. *Administrative Science Quarterly*, 56(1), 26-60.
- [47] Magee, J. C., & Galinsky, A. D. 2008. Social hierarchy: The self-reinforcing nature of power and status. *The Academy of Management Annals*, 2(1), 351–398.
- [48] Malmendier, U., & Tate, G. 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
- [49] Markoczy, L., Sun, S.L. & Zhu, J. 2016. Putting women into their place: Boards' cognitive lenses,

- status ranking and firm outcomes. IACMR Conference.
- [50] Mukherjee, T. K., Kiyamaz, H., & Baker, H. K. 2004. Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*, 14(2), 7-24.
- [51] Pablo, A. L., Sitkin, S. B., & Jemison, D. B. 1996. Acquisition decision-making processes: The central role of risk. *Journal of Management*, 22(5), 723-746.
- [52] Piazza, A., & Castellucci, F. 2014. Status in organization and management theory. *Journal of Management*, 40(1), 287-315.
- [53] Richter, S., & Firk, S. 2018. CFO career prospect and M&A—An analysis of the S&P 500. In *Academy of Management Proceedings*. Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- [54] Sainani, S. 2018. How do CFOs matter? Evidence from M&A. FMA Annual Conferences Paper.
- [55] Shi, W., & Chen, G. 2019. CEO-CFO Relative Optimism and Firm Mergers and Acquisitions. Available at SSRN 3428760.
- [56] Smith, K. W., & Triantis, A. J. 1995. The value of options in strategic acquisitions. *Real Options in Capital Investment: Models, Strategies, and Applications*. Praeger, London, 135-149.
- [57] Tulimieri, P., & Banai, M. 2010. A new corporate paradigm: The CEO and CFO - A partnership of equals. *Organizational Dynamics*, 39, 240-247.
- [58] Wang, H., & Qian, C. 2011. Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access. *Academy of Management Journal*, 54(6), 1159-1181.
- [59] Yim, S. 2013. The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 250-273.
- [60] Zhu, J., Ye, K., Tucker, J. W., & Chan, K. J. C. 2016. Board hierarchy, independent directors, and firm value: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 41, 262-279.

## Chief Financial Officers and Merge & Acquisition

Dequan Jiang<sup>1</sup>, Meng Lan<sup>1</sup>

(1.School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** Chief Financial Officers (CFO) play crucial role in the contemporary enterprises management. This paper theoretically and empirical analyzes the impact of CFO on the firms' Merge & Acquisition (M&A) decisions and economic consequence. Results show that: At first, CFO status has a negative relationship with firm's inclination to conduct M&A, showing that CFO with higher status lowers the M&A motivation of firms. Next, CEO power would weaken the impact of CFO status and CFO power strengthens the impact of CFO status. Finally, CFO status has negative effect on M&R performance. In a word, this paper reveals that CFO status decreases firms' M&A motivation.

**Keywords:** CFO status; M&A; Rank Order

<sup>1</sup> 作者简介: 蒋德权 (1983-), 男, 江苏东台人, 上海财经大学会计学院副教授, 博士生导师;

蓝梦 (1993-) (通讯作者), 女, 广西柳州人, 上海财经大学会计学院博士研究生。

<sup>2</sup> 2018年, 深市公司全年并购重组共计2,522单, 交易金额累计达1.38万亿元, 分别占A股市场的60%和54%, 呈现良好发展态势。具体请参见

<https://www.investor.gov.cn/information release/news release from authorities/hsjysfb/201901>

---

[/t20190118\\_344676.shtml](#)。沪市并购重组市场总体保持稳定，2018 年全年共进行并购交易 1226 家次，交易总金额 1.2 万亿元，较上一年度分别增长 42%和 31%。具体请参见 [http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20190125\\_4715720.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20190125_4715720.shtml)。

<sup>3</sup> 亲属关系中的长辈为“高”，晚辈为“低”；事物的正面属性为“高”，负面属性为“低”。例如：天地、国家、君臣、官兵、师生、父母、夫妻、姐妹；大小、高低、长短、深浅、好坏、强弱、新旧、贵贱。

<sup>4</sup> 领导干部的排序和座次对于地方政府同样重要。为增强纪委监督权的独立性和权威性，湖北省委组织部在 2014 年 4 月 8 日出台《关于纪委书记（纪检组长）在领导班子中的排序意见》（鄂组通[2014]30 号），明确规定：“纪委书记（纪检组长）在党委（党组）中的排位，不论资历先后，都排在副书记之后、其他常委（党组成员）之前”。