

CFO 对 CEO 职位的继任形式与继任效果研究

——基于国有企业样本的 FSQCA 构型检验

刘 婧¹, 张双鹏^{1,2}, 赵 毅³

(1. 山东工商学院 会计学院, 山东 烟台 264005; 2. 上海国家会计学院, 上海 201702;

3. 山西财经大学 会计学院, 山西 太原 030006)

[摘 要]财务型 CEO 是近来企业选择 CEO 的新趋势,但目前鲜有研究这一类型高管在何种形式下继任才能得到好的继任效果。聚焦 2015—2018 年 A 股国有上市公司 CFO 继任 CEO 的变更事件,使用 FSQCA 的模糊集定性比较分析法研究 CFO 对 CEO 的继任形式和继任效果。研究发现,有三种 CFO 的继任形式将产生良好的继任效果,即监督扩张式、合作继承式、替换预防式。有两种继任形式将产生糟糕的继任效果,即替换风险式、替换代理式。研究表明,CFO 的财务职业经历要成为绩效优势,依赖于前任 CEO 留任交接安排与财务特征组合而成的继任形式,它们作为不同的路径为财务型 CEO 取得良好的继任效果提供了便利。

[关键词]CFO;CEO 继任;财务特征;模糊集定性比较分析;财务绩效;市场反应

[中图分类号]F272.3 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2021)03-0060-10

一、引言

让 CFO 就任 CEO 职位是 CEO 变更时的独特现象。来自美国《CFO》杂志的调查显示,财富 100 强公司中由 CFO 继任的 CEO 数量在 2005 年左右就已经达到 20%^[1]。在我国部分上市公司中也存在这一现象,如万科现任领导人郁亮,阿里巴巴现任 CEO 张勇,联想控股董事长宁旻,均为所在企业前 CFO。2019 年上海证券交易所《中国上市公司脱实向虚问题研究报告》显示,由于企业的实体投资回报率在 2015 年前后持续走低,而以股票和房地产为代表的金融投资回报率则持续走高,这使得中国企业在这一时期选择 CEO 来源时,更容易对财务型 CEO 给予更多关注。

已有研究解释 CFO 的继任效果建立在三种理论基础之上:财务职业的管理风格^[2-3]、外在环境的匹配^[4]、公司财务特征形成的预期^[5-6]。由于具备财务职业的特殊经历,研究认为 CFO 在继任 CEO 时理应得到市场的积极认可^[2]。然而仅仅基于职业经历对财务型 CEO 的继任效果进行分析,几乎忽视了作为高管变更事件,企业对这一类型 CEO 是如何安排交接继任的具体形式以使他们得到有力支持的具体情境。换言之,目前鲜有研究关注财务型 CEO 最初具体的继任形式如何影响他们的继任效果。

企业对 CEO 继任的安排存在多种形式,他们常常被混淆成为统一的变更,从而无法清楚地展示各自的作用^[7]。事实上在 CEO 变更过程中,前任 CEO 有不同的退出方式,他们或彻底离开企业,或仅仅离开 CEO 职位,或继续留在董事会。对于新任 CEO 而言形成了守门者、合作者或离开者的约束角色。尽管财务型 CEO 会因为职业经历获得绩效优势,但也更擅长通过财务政策的选择而增加企业风险进而产生绩效波动^[6,8-10]。因此前任 CEO 留任与新任 CEO 进入形成继任时的领导权治理基础,将嵌入 CFO

[收稿日期]2020-10-19

[基金项目]山东省社会科学规划重点项目(17BZLJ09);山东工商学院财富管理特色项目(2019ZBKY057)

[作者简介]刘婧(1984—),女,山东滨州人,山东工商学院会计学院讲师,主要研究方向为审计与企业财务,邮箱:shuangpeng1107@163.com;张双鹏(1984—),男,新疆昌吉人,山东工商学院会计学院副教授,上海国家会计学院博士后,博士,主要研究方向为战略管理与公司治理;赵毅(1985—),男,新疆乌鲁木齐人,山西财经大学会计学院讲师,硕士生导师,博士,主要研究方向为企业价值评估与公司治理。

继任CEO的财务特征,联合塑造新任CEO的继任效果^[11]。如果要发展CFO继任CEO的领导权治理理论研究,那么就应该减少继续讨论财务类型的统计差别特征,转而进入对这一类型CEO继任安排与具体情境的辨识,来解释不同情境对CFO型CEO继任效果的影响。

因而在这里,本文将考虑一种由继任安排与财务特征共同组成的继任形式对继任效果的影响。这里有两种关键的构成:第一种为CFO继任CEO的模式安排。已有研究表明,前任CEO在离职之后并没有全部彻底离开董事会^[12],其会对继任CEO作用的发挥以及取得良好绩效产生显著影响^[13]。第二种为CFO继任CEO时企业的财务特征。CFO型的CEO被认为在财务特征显著的情景中更能发挥自身的优势^[5]。因而,继任财务特征将与继任安排一起,影响CFO对CEO职位的继任效果。为实现上述研究目标,本文将使用模糊集定性比较分析法即FSQCA研究方法,分析CFO对CEO的继任模式是如何与继任财务特征一起形成几种典型的嵌入式情景,为CFO达到好的继任效果提供机会的,从而解释CFO如何实现对CEO职位继任的良好效果。

本文可能的研究贡献体现在三个方面。首先,本文将从继任形式的微观治理基础视角补充CFO除了依靠职业经历之外,是如何从继任安排中收益的。其次,本文将提供CFO继任CEO职位时取得良好继任绩效的具体形式。通过继任安排形式与财务特征的嵌入路径来看待整体上是否有利于CFO型CEO创造价值,而不是单一变量的净效应识别。最后,本文的研究成果将为中国上市公司对财务类型CEO的继任制度安排,以及存在于中国上市公司中“脱实向虚”趋势的有效治理提供参考。

二、理论分析

(一) 财务型CEO职业效应的双重性

已有研究对CFO继任CEO的效果讨论偏爱于CFO的职业效应。财务型的职业经理被描述为财务型管理风格^[14],影响了公司的行为决策方式。例如,财务型CEO擅长缓解融资约束,避免投资陷阱^[15]。面临财务困境时,财务型CEO的继任安排显然会得到更多的支持^[3]。这些研究看起来广泛支持了财务型CEO能够取得良好的继任效果这种观点。然而,仅仅只是职业类型仍然无法清楚地解释CFO型CEO和他们取得良好继任效果之间的联系。一些研究发现复合型CEO,而不是单一类型的财务型CEO更能够提高企业绩效^[16],另一些研究甚至直接提供了财务型CEO更擅长操纵盈余,增加资本成本,以及提高财务风险的证据,以此表明财务型CEO存在损害继任效果的高可能性^[6,17]。过高的专业性和少数派特性,极有可能使继任CEO陷入“群组孤立陷阱”之中^[18]。因此,即使我们承认财务型职业的优势,也应该进一步解释那些实现良好继任效果的企业,是如何将财务型职业经历的继任障碍通过交接安排消除的,从而解开职业区别之外,塑造CFO继任效果的完整原因。

(二) CFO继任CEO的形式对继任效果的影响

过去有关CEO变更的研究已经表明,继任CEO的绩效将由继任安排与财务基础联合形成的继任形式决定^[4,7,12,19-20]。因此,本文将选取CEO继任治理及财务基础的基本框架作为CFO继任CEO的前因条件基础,分析CFO继任CEO时,企业是如何通过安排来帮助他们实现良好继任效果的。

1. CFO的继任安排

在CEO变更的过程中,继任时的治理安排将由前任CEO的退出程度和新的CEO共同决定。这里参考已有继任模式研究,本文考虑以下三种构成继任模式的重要条件,它们将是影响CFO继任效果重要的前因条件^[11]。

第一,前任CEO权力。前任CEO的权力对于继任CEO的作用有重要的影响。已有研究发现,权力较高的前任CEO,为企业未来的管理规划绘制了“蓝图”^[21],从而直接形成了继任CEO开始职业生涯的基础。并且,权力较高的前任CEO更容易直接参与继任CEO的选择^[22],从而帮助继任CEO获取支持^[23]。在已有CFO继任的研究中,还并不清楚前任CEO在变更时如何影响CFO的继任效果^[2]。因

而,本文将这一变量作为影响 CFO 继任效果的前因条件之一。第二,前任 CEO 留任董事会。研究发现,前任 CEO 继续留任董事长职位时,会限制继任 CEO 的战略变革以及经营方向^[12]。然而这种限制和影响是会损害 CFO 继任的绩效还是会促进 CFO 的继任绩效目前并没有定论。一方面,让前任 CEO 留在董事会能够帮助继任 CFO 扩大自己的资源,管理对利益相关者的预期^[23]。另一方面,前任 CEO 有可能继续扮演企业经营者的角色,阻碍继任 CEO 作用的发挥。因而,本文将这一条件作为影响 CFO 继任效果的前因条件之一。第三,继任 CEO 权力。继任 CEO 的权力是经理人治理的重要组成部分,直接影响着他们的绩效。相对而言,权力较高的 CEO 作为组织代理人被认可的程度会更高^[24]。继任 CEO 的权力对绩效结果的形成有可能是双重效应。一方面,高权力意味着能够集中更多的资源来实现股东目标,另一方面,高权力意味着代理问题的严重性^[25-26]。这种不确定性使得这一条件一样会对继任效果产生影响^[27]。因而本文将这一条件作为影响 CFO 继任效果的前因条件之一。

2. CFO 继任的财务特征

(1) 继任时的财务绩效。上一期的财务绩效与 CEO 变更之间有密切的联系,并且将成为继任 CEO 所继承的资源基础或期望基础^[28]。研究表明,企业更容易在绩效较差,需要发生变更时选择外部 CEO 来代替原来的 CEO^[19]。而在绩效较好时,CEO 职位的变更像是一种战略式的交接安排^[13]。因而本文将前一期 CEO 在离职时的绩效作为继任 CEO 重要的财务特征之一,充当继任效果的前因条件之一。

(2) 继任时的超额现金水平。现金持有水平是继任 CEO 可以支配的重要资源,对继任 CEO 的战略选择和企业价值有重要影响。从已有研究来看,现金资源对 CEO 经营企业业绩的影响有两种相对立的可能性结果。一方面,现金资源能够帮助继任 CEO 快速抓住投资机会^[29],另一方面,过度持有超额现金意味着管理层具备很强的在职消费或是过度投资动机,从而容易建立个人的经理“帝国”,即现金持有中存在很强的代理动机^[30]。因此,本文将超额现金持有水平作为一种补充性的前因条件,考察对 CEO 继任效果的影响作用。

(3) 继任时的财务杠杆。资本结构是影响企业价值的重要财务因素。从财务型 CEO 的角度看来,他们更擅长运用这一因素来影响继任后的绩效^[10]。财务型 CEO 对财务杠杆或资本结构的运用产生的结果具备典型的双重性^[5,8]。因而本文将这一条件作为影响 CFO 继任 CEO 效果的前因条件之一。

(4) 继任时的扩张速度。现有研究认为,财务型 CEO 更擅长利用资本运作来创造价值。以并购重组为例,国内研究支持了具有财务经历的 CEO 容易找到更优投资项目和并购机会^[2]。然而企业收购重组,既能够快速帮助企业获取资源,实现协同效应,也同样会使企业陷入“协同效应陷阱”之中^[31]。因而,本文将这一条件纳入对 CFO 继任效果的影响。

综上,上述继任情景的构成包含了七种条件,会形成显著差异的组合形式,从而在如何决定 CFO 继任 CEO 效果时形成一种开放式的问题^[27]:有哪些继任形式引致了积极的继任效果? 又有哪些继任形式引致了消极的继任效果? 通过解释这种开放式的科学问题,本文将发展财务型 CEO 继任的领导权治理理论。

三、研究设计

(一) 研究方法

本文使用模糊集定性比较分析法(FSQCA)与事件研究法来检验上文所提出的继任模式与财务特征形成的继任情景如何共同决定 CFO 对 CEO 职位的继任效果。

FSQCA(Fuzzy Set Qualitative Comparative Analysis)模糊集定性比较分析方法是一种建立在多案例比较基础上的组态分析方法,用于检验因变量(或称为结果)与多个特定条件组合(或称为前因组合)之间的关系。这一方法能够识别存在于多个案例中的共同组态(即共同前因条件组合),并且给出同一结果下的多种等效路径,也即多个同等效力的前因条件引致同一结果的多种组合方式,FSQCA 是对传统对称性实证方法的重要补充。FSQCA 这一方法的特征能够较好地匹配本文的研究问题。

(二) 样本与数据选取

本文选取2011年至2018年A股上市公司中CFO就任CEO的样本,经筛选后,将实体投资回报与金融投资回报差最大的2015年至2018年作为最终的样本区间。经过筛选之后,本文最终得到62个CFO就任CEO的A股样本,全部为国有企业样本,具体分布如表1所示。

表1 CFO继任CEO样本年度分布

	2015年	2016年	2017年	2018年
CFO继任CEO数	4	26	18	14

(三) 变量设定与校准

在FSQCA中,前因条件和结果都将通过校准才能转化为具备模糊逻辑的变量资格。本文使用FSQCA的校准程序,对每个设定的变量进行四分法校准。变量的衡量与校准如下所示。

1. 结果变量设定与校准

(1) CFO继任CEO的市场收益(*CAR*)。本文使用CFO继任CEO事件的市场收益来衡量继任效果。参考国内外有关CEO继任效果的研究^[2,11],使用CFO继任CEO的公告日期内 $[-2,2]$ 连续5天作为事件窗口期,计算这一时期内样本企业的股票市场超额累计收益。将*CAR*值高于样本四分之三分位数0.025以上的值转换为完全隶属于高市场收益,将*CAR*值低于样本四分之一分位数-0.036以下的值转换为完全不隶属于高市场收益,即低市场收益,将样本中位数值-0.006设定为最大模糊点。

(2) CFO继任后的绩效(*POST-PERF*)。为增加本文研究结论的深度以及拓展性,本文在进一步分析中还使用了CFO继任CEO整整一年之后的*ROA*来衡量继任效果。对于这一变量校准仍然分两个步骤完成,首先将该变量经A股上市公司年度行业中位数进行调整,其次使用四分位值法进行校准。设置完全隶属于高绩效为四分之三分位数的门槛值,设置四分之一分位数为完全不隶属,中位数设置为最大模糊点。

2. 前因变量设定与校准

(1) 前任CEO权力(*EXCEO-POW*)。参考对于CEO权力的研究^[22],本文统计了前任CEO以下四个维度的权力之和。第一,法定权力,使用任职年限、薪酬水平取自然对数;第二,股权权力,是否持股1—0赋分;第三,结构性权力,是否兼任董事长1—0赋分;第四,专家权力,统计CEO的学历赋分,中专及中专以下赋值为1,大专赋值为2,本科赋值为3,硕士研究生赋值为4,博士研究生赋值为5,同时,统计CEO是否有高级职称,进行1—0赋分。在四维度权力赋分完毕之后,将四个维度包含的权力指标进行标准化加总。设定完全隶属于高权力的门槛值为四分之三分位数1.523,设定完全不隶属于高权力即低权力的门槛值为四分之一分位数-2.082,设定最大模糊点为中位数0.021。

(2) 前任CEO留任董事会(*EXCEO-INBOARD*)。本文统计了前任CEO在离职后一年之内是否继续拥有董事会职位。这一指标参考已有文献根据前任CEO的留任情况赋值^[11]。如果前任CEO离职后继续留任董事长,则赋值为1;如果前任CEO离职后继续在董事会任副董事长或董事,则赋值略高于最大交叉点,赋值0.66;如果前任CEO离职后彻底离开董事会,则赋值为0。对这一变量进行校准,将1设置为最大隶属于高留任程度的门槛值,即董事会留任程度高;将0设置为非隶属于高留任程度门槛,即不留任;设置最大模糊点为0.5。

(3) 现任CEO权力(*INCEO-POW*)。与前任CEO权力衡量相一致,本文统计了现任CFO继任CEO年度的四个维度权力之和。第一,法定权力,由于现任CEO不存在任职年限一说,因而本文使用任职CFO的年限,并统计了薪酬水平;第二,股权权力,继任CEO是否持股1—0赋分;第三,结构性权力,继任CEO是否兼任董事长1—0赋分;第四,专家权力,统计继任CEO的学历从低至高赋分1—5,统计继任CEO是否有高级职称1—0赋分。经标准化加总之后,对继任CEO权力变量进行校准,仍然设定四分之三分位数0.617为完全隶属于高权力的门槛值,设定四分之一分位数-1.008为完全不隶属于高权力,即低权力的门槛值,设定最大模糊点为中位数0.093。

(4) 继任绩效(*SU-ROA*)。本文统计了离职CEO在离职年度的绩效水平,使用离职年度*ROA*来测

量离任 CEO 绩效水平。这里使用了外部校准法,即首先经过行业中位数调整,使用样本离职年度 ROA 减去该年度样本企业所处行业的全部 A 股上市公司 ROA 的中位数。其次,对经行业中位数调整的 ROA 进行校准。设定四分之三分位数 0.040 为完全隶属于高绩效的门槛值;设定 -0.049 为完全不隶属于高绩效的低绩效水平门槛值,设定最大模糊点为中位数值 -0.012。

(5) 继任超额现金资源 (SU-CASH)。本文统计了样本企业在 2015—2018 年的超额现金持有率。参考 Dittmar 等以及国内罗进辉等的研究^[32-33],这一指标使用回归模型拟合而成。首先统计全部 A 股上市公司期末货币资金和交易性金融资产之和与总资产的比值,作为全样本企业现金持有水平,在全样本中与以下变量进行回归:期末总资产取自然对数、期末经营活动现金流与总资产之比、营运资本与现金及现金等价物之差作为净营运资本与总资产的比值、年度营业收入的增长率、资本性支出与总资产比值、资产负债率、是否支付现金股利,以及行业和年度。经过模型回归与样本选取之后,使用回归残差作为超额现金持有水平。其次,使用样本企业残差减去样本所在行业残差的中位数,得到外部校准值。最后,设定四分之三分位数 0.049 为完全隶属于高现金持有的门槛值,设定 -0.078 为完全不隶属于高现金持有的门槛值,设定样本中位数 -0.018 为最大模糊点,得到校准值。

(6) 继任财务杠杆 (SU-LEV)。本文统计了样本企业财务杠杆系数,即息税前利润与息税前利润与财务费用之差的比值。同样,对于这一指标的校准,首先经过全样本行业中位数调整。其次,设定四分之三分位数 0.161 为完全隶属于高财务杠杆的门槛值,四分之一分位数 -0.355 为完全不隶属于高财务杠杆的门槛值,设定中位数 -0.139 为最大模糊点。

(7) 继任扩张速度 (SU-MA)。借鉴已有对财务型 CEO 继任的研究成果^[2],本文统计了当年 CFO 继任日期截止之前,以及继任的前一年度样本企业进行并购重组的总数量。这一指标的校准过程中,同样先经行业中位数调整之后,设定样本四分之三分位数 10 为完全隶属于高扩张速度的门槛值,设定四分之一分位数 2 为完全不隶属于高扩张速度的门槛值,设定最大模糊点的门槛值为中位数 6。

变量的设定与校准如表 2 所示。

表 2 变量设定与校准

变量名称	衡量方式	校准		
		Fully in	Crossover	Fully out
1 市场收益 CAR	CFO 任职 CEO 宣告时间内[-2,2]5 天内样本公司股票累计超额收益	0.025	-0.016	-0.036
2 继任后的绩效 POST-PERF	CFO 任职 CEO 一年之后的 ROA,取值经行业中位数调整后	0.046	-0.0009	-0.038
3 前任 CEO 权力 EXCEO-POW	统计离职 CEO 在离职年度的四种权力之和:法定权力,使用任职年限、薪酬水平衡量;股权权力,是否持股 1—0 赋分;结构性权力,是否兼任董事长 1—0 赋分;专家权力,统计 CEO 的学历赋分,是否有高级职称 1—0 赋分,标准化加总	1.523	0.630	-2.082
4 前任 CEO 留任董事会 EXCEO-INBOARD	统计离职 CEO 在一年之内是否继续在董事会拥有职位,留任董事长赋值为 1,留任董事赋值为 0.66,不再留任董事会职位赋值为 0	1	0.5	0
5 现任 CEO 权力 INCEO-POW	统计现任 CEO 四种权力之和:法定权力,年限与薪酬水平;股权权力,是否持股 1—0 赋分;结构性权力,是否兼任董事长 1—0 赋分;专家权力,统计 CEO 的学历赋分,是否有高级职称 1—0 赋分,标准化加总	0.617	0.064	-1.008
6 继任绩效 SU-ROA	离职年度该企业 ROA 经所在行业全部上市公司中位数后的调整值	0.040	-0.012	-0.049
7 继任超额现金资源 SU-CASH	构造企业现金持有水平,等于货币资金与交易性金融资产之和,与期末总资产、净营运资本、企业成长率、资本性支出、资产负债率、现金股利、行业与年度的回归模型,取模型残差,经行业中位数调整后的值作为超额现金资源	0.049	-0.019	-0.078
8 继任财务杠杆 SU-LEV	企业财务杠杆系数,取值经行业中位数调整后	0.161	-0.140	-0.355
9 继任扩张速度 SU-MA	在 CFO 继任的当年以及前一年度样本企业发生并购重组的总次数经行业中位数调整	10	6	2

(四) FSQCA 分析设定

1. 充分性分析

在 FSQCA 的研究中,首先需要对所有理论构成的前因条件进行充分性的分析,主要通过两种设定来实现。①设定一致性门槛值。②前因组合的最小案例频数。在 FSQCA 的分析中,一致性代表了一个子集与结果集的近似程度,从而用于衡量前因组合对结果变量的充分性。本文参考 CEO 继任的已有 QCA 研究^[34-35],结合样本数值,设定最小一致性门槛值为 0.8,这一设定大约覆盖了 80% 左右的案例样本,符合 QCA 分析的案例覆盖要求,并将最小案例频数门槛值设定为 2。

2. 构型结果分析

本文致力于解决所提出的研究问题,即哪些 CFO 对 CEO 职位的继任情景会引致良好的继任效果,又有哪些继任情景会引致不好的继任效果? 本文将借助 FSQCA 的构型研究方法,研究高市场收益,以及低市场收益所对应的 CFO 继任条件组合,从而解释市场将企业对 CFO 继任 CEO 的具体情境转化为价值预期的内在基础,分析有效继任的组成条件。

3. 补充性分析

本文增加了两种额外的补充性分析来细化研究设计。第一种补充性分析为低继任绩效的构型组成,将结果变量的门槛值对调。这一分析作为目标结果构型的充分性检验,在 QCA 研究中被经常使用^[27]。第二种额外的分析为任职后一年的实际绩效分析。本文进一步增加了现有 CFO 在继任 CEO 职位一年之后的实际绩效对应的构型结果,与现有 CFO 继任 CEO 的市场绩效对照,用以深入讨论 CFO 继任 CEO 模式安排形成的实际效果。

四、研究结果

(一) 描述性统计结果

本文首先统计了样本案例中结果变量的描述性特征。本文的结果变量——CFO 继任的市场超额累计收益如表 3 所示。平均而言,不论是 5 天内的累计市场收益,还是 3 天以及 7 天内的市场累计收

表 3 样本案例结果变量的描述性统计

Variable	Mean	S. d	Min	Max	P50	PositiveNo	NegativeNo
CAR3	-0.001	0.044	-0.100	0.150	-0.006	30	30
CAR5	-0.006	0.057	-0.150	0.127	-0.016	24	36
CAR7	-0.015	0.082	-0.290	0.180	-0.018	29	31

益,市场反应轻微的负收益。以 5 天内的累计市场收益为例,最高的累计市场收益为 0.127,最低为 -0.150。将累计市场收益的窗口期拓展到 7 天,以及缩减到 3 天之内,样本案例的均值、最大值与最小值变化一致。并非所有的 CFO 继任都会收到市场收益的积极反应,总体而言,市场的正向与负向收益大致平均分布。

(二) 构型结果

本文接下来整理了根据 FSQCA 分析得到的高市场收益与低市场收益所对应的条件构型,来展示在所有 CFO 继任 CEO 事件的样本中,有哪些条件会达到高市场收益的结果,哪些条件会达到低市场收益的结果,这些结果如表 4 所示。本文根据 FSQCA 的中间解,区分了每种解所包含的核心条件以及辅助条件,并据此对研究结果命名。

1. 高市场收益的 CFO 继任构型

本文首先提供了 CFO 继任时会收到高市场收益的条件构型,这些构型如表 4 Panel1 所示。

(1) 监督-扩张式。CFO 继任 CEO 会收到较高市场收益的第一种构型如表 4 中的构型 1 所示。前任 CEO 相比继任 CEO 而言,拥有更高的权力,并且将继续留在董事会担任董事长职务,由于权力上的差距,因而产生了强力的监督效果,这一继任安排被已有研究称为“学徒式”继任^[7]。并且,CFO 继任时面临高财务杠杆、高现金持有以及高扩张的管理,具备运用资本进行扩张的动机,本文将这种构型命名为学徒-扩张式。

(2) 替换-预防式。CFO 继任 CEO 会收到较高市场收益的第二种构型为表 4 中的构型 2。这种构型表现为,前任 CEO 的权力相比继任 CEO 并不高,并且完全退出了董事会,由继任 CFO 独自掌握权力,继任 CEO 的权力优势并不明显。在这一构型中,继任 CEO 沿袭了前任 CEO 的高财务绩效与高现金流,并且,继任时处于低速扩张期,有较高的财务杠杆。这一特征反映了预防式现金持有动机^[36-37],即面对高风险时,持有现金应对风险。

(2) 合作-继承式。CFO 继任 CEO 会收到较高市场收益的第三种构型为表 4 中的构型 3。这一构型显示,前任 CEO 将会继续留任在董事会,相比较而言,前任与现任 CEO 均为高权力,这一特征在已有文献中被称为“合作式”^[11]。现任 CFO 作为 CEO 在任职时继承了前任 CEO 留下的高绩效与高现金流的公司财富,并且财务风险较低,本文将这一构型命名为合作-继承式。

2. 低市场收益的 CFO 继任构型

本文补充检验了那些市场收益较低的 CFO 继任条件构型,如表 4 的 Panel2。

(1) 替换-风险式。在收到较低市场收益的 CFO 继任类型中,这一类型如表 4 Panel2 中的构型 4a 所示。在这一构型中,前任 CEO 在退任 CFO 继任时面临低绩效、高财务杠杆、低现金持有的显著风险。并且,前任 CEO 彻底退出董事会,在继任安排上属于明显的替换,没有出现权力传递的过程,本文将将其命名为替换-风险式。

(2) 替换-代理式。这一类型如表 4 Panel2 中的构型 4b 所示。这一类型的 CFO 继任过程中,前任 CEO 退出董事会,由于彻底的替换,前任 CEO 无法实现对现任 CEO 的监督与合作。并且,CFO 继任时高现金持有率搭配低绩效,并没有较高的财务风险,存在较强的“代理式”现金持有动机^[32,38],从而本文将将其命名为替换-代理式。

(三) 构型结果的进一步分析

本文将对引致市场收益较高的前因条件组合,以及市场收益较低的前因条件是否能够同样引致良好绩效的结果作进一步分析。

在这一分析过程中,本文统计了距 CFO 继任 CEO 的宣告日期整整一年之后的 ROA(以宣告日期为准,如果继任日期处于年度中期,则使用对应的中期报告数据)作为绩效的结果变量,并将这一指标作行业中位数的调整。同样通过四分之三位数、四分之一位数和中位数的校准调整,分别确定隶属于高绩效、低绩效以及最大模糊点的门槛值。本文将 CFO 继任一年之后的 ROA 作为最终的结果变量,进一步分析继任模式的结果构型,分析结果如表 5 所示。

1. 高实际绩效的继任构型

能够引致 CFO 继任一年后高财务绩效结果的条件构型主要是一种,如表 5 的 Panel3 所示,几乎汇集了高市场收益的全部优点,本文将将其命名为合作-增长式。前任 CEO 并未完全退出董事会,权力小于现任 CEO,处于合作型继任。并且,继任 CEO 继承了前任 CEO 优秀绩效和现金流的财富,以及较高的发展速度,并没有较高的财务风险。

表 4 CFO 继任 CEO 后的市场收益 CAR 构型

前因条件	Panel1: High CAR			Panel2: Low CAR	
	1	2	3	4a	4b
继任安排	EXCEO-POW	●	⊗	●	●
	INCEO-POW	⊗	⊗	●	⊗
	EXCEO-InBoard	●	⊗	●	⊗
继任财务特征	SU-ROA		●	⊗	⊗
	SU-Level	●	●	⊗	⊗
	SU-CASH	●	●	⊗	●
	SU-MA		⊗	⊗	⊗
Raw Coverage	0.144	0.065	0.081	0.061	0.072
Unique Coverage	0.118	0.045	0.061	0.051	0.063
Consistency	0.799	0.768	0.928	0.732	0.931
Solution Coverage		0.254		0.124	
Solution Consistency		0.827		0.834	

注:(1)●表示核心条件出现,⊗表示核心条件缺失,●表示外围条件出现,⊗外围条件缺失;(2)给定解频数门槛为 2,一致性门槛为 0.8。

2. 低实际绩效的继任构型

引致 CFO 继任 CEO 一年之后较低财务绩效结果的条件构型如表 5 Panel4 所示。其中,6a 与 6b 的构型条件与市场预测较低收益的构型完全一致。即替换-风险式与替换-代理式。这一结果完全印证了市场对于 CFO 继任模式给出的资产定价内容。

另一种引致 CFO 继任 CEO 一年之后较低财务绩效的条件构型 6c 与市场预测几乎相反,类似于市场预测构型中的学徒-扩张式,略有不同的是,这一构型中,扩张的基础建立在低绩效之上,这一模式被已有研究称为扭转式^[11]。这一结果表明,想要扭转低绩效的困境,需要给予现任 CEO 充分的权力,而学徒式的监督并不适合扭转的继任情景。

(四) 稳健性检验结果

参考已有的 QCA 研究,本文针对当前构型进行了两种稳健性检验^[35]。在第一种稳健性检验中,本文为当前样本随机匹配了非 CFO 继任 CEO 的对照组样本 60 个,根据 Ragin 的研究^[35],0.8 将视为前因条件是否为收益结果的必要性条件标准。结果显示,引致 CFO 继任 CEO 形成高市场绩效继任效果的前因条件对于非 CFO 继任而言并不是必要的,从而证实了本文案例样本条件构型是稳健的。在第二种稳健性检验中,本文使用了市场收益窗口期为 $[-1,1]$ 以及 $[-3,3]$ 的事件分析,替换现有 $[-2,2]$ 的窗口内的累计超额市场收益,结果所对应的 CFO 继任构型条件与现有构型相同。以上两种稳健性分析结果表明,现有研究的构型结果具备较好的稳健性。

表 5 CFO 继任 CEO 后的实际绩效构型

前因条件	Panel3: High POST perf	Panel4: Low POST perf		
	5	6a	6b	6c
继任安排				
EXCEO-POW	⊗	⊗	●	●
INCEO-POW	●	⊗	⊗	⊗
EXCEO-INBOARD	●	⊗	⊗	●
继任财务特征				
SU-ROA	●	⊗	⊗	⊗
SU-Level	⊗	●	⊗	●
SU-CASH	●	⊗	●	●
SU-MA	●	⊗	⊗	●
Raw Coverage	0.072	0.074	0.071	0.098
Unique Coverage	0.072	0.054	0.049	0.071
Consistency	0.883	0.809	0.983	0.931
Solution Coverage	0.072	0.204		
Solution Consistency	0.883	0.887		

注:(1)●表示核心条件出现,⊗表示核心条件缺失,●表示外围条件出现,⊗外围条件缺失;(2)给定解频数门槛为 2,一致性门槛 0.8。

五、结论性评述

本文通过对 CFO 继任 CEO 时继任安排的具体情境分析,解释了企业结合具体财务情景安排 CFO 的继任形式而不是仅仅依靠职业经历来实现良好继任效果的路径。具体而言本文得到如下研究结论:有三种路径能够实现 CFO 继任 CEO 的良好继任效果,分别是监督扩张、合作继承以及替换预防。在这三种路径中,前任 CEO 的留任形式与继任 CEO 权力共同构成了一种继任安排的领导权治理结构,嵌入财务情景,联合决定了 CFO 能够快速取得支持、创造价值的基础。有两种路径会使 CFO 继任朝着损害绩效的方向发展,这两种路径是替换风险式和替换代理式。前任 CEO 的留任既是对继任 CEO 的支持,又会成为继任 CEO 的看护者,而此时企业又同时面临财务风险以及代理式现金动机的财务情景,CFO 继任 CEO 就会对企业价值产生破坏作用。

本文的研究结果体现了两种实践价值。首先,并不是 CFO 具备财务职业的专业性就能够理所当然地形成创造价值的优势基础,而是需要对这种职业经历的 CEO 继任作合理的继任安排。领导权治理的基本模式在塑造 CEO 职业类型对绩效效果的作用中发挥了重要作用。其次,企业需要避免那些引致财务型 CEO 放大代理问题的继任安排情境。在缺少前任 CEO 作为组织代理人,拥有隐性知识的监督角色时,CEO 的代理问题将会被财务职业放大。

本文还存在以下研究局限。首先是受限于 CFO 继任 CEO 样本数据的客观分布,在剔除缺失数据之后样本分布几乎全部集中在国有企业,受限于此,对民营产权 CFO 继承 CEO 的细微区别在以后样本

数量具备条件时需要作进一步探索。其次,在本文中主要基于 CFO 领导权治理及财务情景的框架组合来分析特殊 CEO 类型继任治理安排对继任效果的影响,在以后的研究中,可以继续扩展其他的框架探索 CFO 型 CEO 的高效继任路径。

参考文献:

- [1] Durfee D. The top spot why more companies are tapping their finance chiefs for CEO[J]. CFO, 2005,21(14):52-58.
- [2] 姜付秀,黄继承,李丰也,等.谁选择了财务经历的 CEO? [J]. 管理世界,2012(2):96-104.
- [3] Cullinan C P, Roush P B. Has the likelihood of appointing a CEO with an accounting/finance background changed in the post-Sarbanes Oxley era? [J]. Research in Accounting Regulation, 2011,23(1):71-77.
- [4] Guthrie J P, Olian J D. Does context affect staffing decisions? The case of general managers[J]. Personnel Psychology, 1991,44(2):263-292.
- [5] 何瑛,张大伟.管理者特质,负债融资与企业价值[J]. 会计研究,2015(8):65-72.
- [6] 姜付秀,黄继承.CEO 财务经历与资本结构决策[J]. 会计研究,2013(5):27-34.
- [7] Krause R, Semadeni M. Apprentice, departure, and demotion: An examination of the three types of CEO-board chair separation[J]. Academy of Management Journal, 2013,56(3):805-826.
- [8] 李小林,叶德珠,张子健.CEO 财务经历能否降低公司权益资本成本? [J]. 外国经济与管理,2018(9):96-111.
- [9] 苏冬蔚,林大庞.股权激励,盈余管理与公司治理[J]. 经济研究,2010(11):88-100.
- [10] Koyuncu B, Firiray S, Claes B, et al. CEOs with a functional background in operations: Reviewing their performance and prevalence in the top post[J]. Human Resource Management, 2010,49(5):869-882.
- [11] Dwivedi P, Joshi A, Misangyi V F. Gender-inclusive gatekeeping: How (mostly male) predecessors influence the success of female CEOs[J]. Academy of Management Journal, 2018,61(2):379-404.
- [12] Quigley T J, Hambrick D C. When the former CEO stays on as board chair: Effects on successor discretion, strategic change, and performance[J]. Strategic Management Journal, 2012,33(7):834-859.
- [13] Krause R, Semadeni M. Last dance or second chance? Firm performance, CEO career horizon, and the separation of board leadership roles[J]. Strategic Management Journal, 2014,35(6):808-825.
- [14] Bamber L S, Jiang J, Wang I Y. What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure[J]. The Accounting Review, 2010,85(4):1131-1162.
- [15] 姜付秀,张晓亮,蔡文婧.CEO 的财务经历有利于缓解企业融资约束吗[J]. 经济理论与经济管理,2018(8):74-87.
- [16] 何瑛,于文蕾,杨棉之.CEO 复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J]. 中国工业经济,2019(9):155-173.
- [17] Custódio C, Metzger D. Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies[J]. Journal of Financial Economics, 2014,114(1):125-154.
- [18] Zhang Y, Qu H. The impact of CEO succession with gender change on firm performance and successor early departure: Evidence from China's publicly listed companies in 1997-2010[J]. Academy of Management Journal, 2016,59(5):1845-1868.
- [19] Karaevli A, Zajac E J. When do outsider CEO's generate strategic change? The enabling role of corporate stability[J]. Journal of Management Studies, 2013,50(7):1267-1294.
- [20] Cronqvist H, Makhija A K, Yonker S E. Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage[J]. Journal of Financial Economics, 2012,103(1):20-40.
- [21] Marquis C, Tilcsik A. Imprinting: Toward a multilevel theory[J]. Academy of Management Annals, 2013,7(1):195-245.
- [22] Zajac E J, Westphal J D. Who shall succeed? How CEO/board preferences and power affect the choice of new CEOs[J]. Academy of Management Journal, 1996,39(1):64-90.
- [23] Burton M D, Beckman C M. Leaving a legacy: Position imprints and successor turnover in young firms[J]. American Sociological Review, 2007,72(2):239-266.
- [24] Van Essen M, Otten J, Carberry E J. Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation[J]. Journal of Management, 2015,41(1):164-202.
- [25] Busenbark J R, Krause R, Boivie S, et al. Toward a configurational perspective on the CEO: A review and synthesis of the manage-

- ment literature[J]. Journal of Management, 2016,42(1):234-268.
- [26] Li Y, Gong M, Zhang X, et al. The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power[J]. The British Accounting Review, 2018,50(1):60-75.
- [27] Misangyi V F, Acharya A G. Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms[J]. Academy of Management Journal, 2014,57(6):1681-1705.
- [28] Karaevli A. Performance consequences of new CEO 'Outsiderness': Moderating effects of pre-and post-succession contexts[J]. Strategic Management Journal, 2007,28(7):681-706.
- [29] Hanlon M, Maydew E L, Saavedra D. The taxman cometh: Does tax uncertainty affect corporate cash holdings? [J]. Review of Accounting Studies, 2017,22(3):1198-1228.
- [30] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,3(4):305-360.
- [31] Halebian J, Devers C E, McNamara G, et al. Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda[J]. Journal of Management, 2009,35(3):469-502.
- [32] Dittmar A, Mahrt-Smith J, Servaes H. International corporate governance and corporate cash holdings[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003,38(1):111-133.
- [33] 罗进辉,李小荣,向元高,等.媒体报道与公司的超额现金持有水平[J].管理科学学报,2018(7):91-112.
- [34] Greckhamer T, Furnari S, Fiss P C, et al. Studying configurations with qualitative comparative analysis: Best practices in strategy and organization research[J]. Strategic Organization, 2018,16(4):482-495.
- [35] Ragin C C. Measurement versus calibration: A set-theoretic approach[M] Oxford, UK: Oxford University Press,2008.
- [36] 李凤羽,史永东.经济政策不确定性与企业现金持有策略——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J].管理科学学报,2016(6):157-170.
- [37] 姜彭,王文忠,雷光勇.政治冲击,不确定性与企业现金持有[J].南开管理评论,2015(4):130-138.
- [38] 杨兴全,张丽平,吴昊旻.市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J].南开管理评论,2014(2):36-47.

[责任编辑:高 婷]

A Study on the Succession Form and Effect of CFO on CEO Position: FSQCA Configuration Test Based on the Sample of State-owned Enterprises

LIU Jing¹, ZHANG Shuangpeng^{1,2}, ZHAO Yi³

(1. School of Accounting, Shandong Technology and Business University, Yantai 264005, China;

2. Shanghai National Accounting Institute, Shanghai 201702, China;

3. School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, China)

Abstract: CEO with financial professional is a new trend for enterprises to choose CEO recently, yet few researches have been made under which form this type of executives wins support in succession to form the performance advantage. Focusing on the succession event of CFO succeeding CEO in A-share state-owned listed companies from 2015 to 2018, this paper conducts a fuzzy-set qualitative comparative case analysis to study the succession form and effect of CFO on CEO. It is found that there are three types of CFO succession that will produce good succession effect: supervisory expansion, cooperative inheritance, and substitution prevention. This study proposes that whether financial professional can become a performance advantage depends on the succession form formula composed of the succession arrangement of the former CEO and the financial characteristics, which, as different paths, provide convenience for financially professional CEO to achieve good succession effect.

Key Words: Chief Financial Officer; CEO succession; financial characteristics; Fuzzy-set Qualitative Comparative Analysis; financial performance; market effect