

CFO兼任董事与公司盈余质量

李澍^{1,2}, 李明¹(博士生导师), 靳清²(副教授)

【摘要】基于真实盈余管理的视角,利用2009~2016年我国A股上市公司的数据,实证检验CFO兼任董事对公司盈余质量的影响。结果发现:相对于CFO不兼任董事的企业,CFO兼任董事的企业具有更高的向上真实盈余管理水平,且上述关系只存在于非国有企业中。进一步的研究中,以CFO是否在其他公司担任董事作为工具变量,证实研究结果是稳健的;同时发现业绩压力在CFO兼任董事与向上真实盈余管理之间起到正向调节作用,支持了本文的理论研究逻辑。拓展研究发现,高比例的独立董事对非国有企业CFO董事导致的向上真实盈余管理起到了显著的抑制作用。此研究为我国CFO及董事会治理相关制度的完善提供了重要的经验证据。

【关键词】 CFO; 兼任董事; 业绩压力; 盈余质量; 真实盈余管理

【中图分类号】 F234 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-0994(2019)20-0064-10

一、引言

CFO是公司治理结构发展到一定阶段的必然产物^[1],其作为公司会计政策的直接制定和决策者,能够直接影响对外报送的会计信息质量^[2-4]。同时,在现代公司治理结构中,董事会处于公司治理结构的中心,在公司治理中发挥着核心作用^[5,6]。那么,作为具有财务专长的CFO如果进入董事会(兼任董事),会对公司重要的信息产出——会计盈余的质量产生何种影响?尽管公司盈余信息质量的衡量是多维的,但在以往学者对这一问题的研究中,盈余质量大多只是通过应计质量和财务重述来衡量,并得出了CFO兼任董事降低了财务重述的发生概率和可操控性应计利润,进而提升了公司盈余质量的结论。然而,已有研究发现,财务重述发生后,CFO的薪酬并未受到显著影响^[7]。财务重述可能并不是CFO兼任董事后盈余质量提高的独立影响因素,其可能是可操控性应计利润降低,会计政策、估计选择更加谨慎的自然后果。上述文献只是从应计利润质量单一角度考察了CFO兼任董事的经济后果,然而,大多数企业不是通过激烈地调整会计政策,而是更趋向

于通过调控真实业务活动来达到盈余或利润平滑的目的^[8]。学术界对于应计盈余管理和真实盈余管理之间的关系尚未形成定论。

本文针对CFO兼任董事对公司真实盈余质量的影响展开研究,可能的贡献主要有:①本文从真实盈余质量的视角,拓宽了CFO兼任董事对会计信息质量影响的研究范围。②本文的研究结论支持了独立董事在董事会治理中的积极作用,丰富了相关文献。③结合先前应计质量视角的研究,本文为应计盈余管理和真实盈余管理之间的负向关系提供了补充证据。

二、文献回顾与研究假设

现有对CFO兼任董事的研究,一种观点从公司治理的角度出发,认为CFO兼任董事能够提升董事会的工作效率^[9,10]。具有财务专长的CFO进入董事会后,能够提升董事会进行战略决策时的专业性,增加CFO与其他董事会成员之间的合作和信任,进而改善公司治理,提高企业的投资效率^[11]。

另一种观点则认为CFO兼任董事与代理理论相关,董事会的位置给相关管理者带来了权势和影

【基金项目】 山东省社会科学规划基金项目(项目编号:19CGLJ25;14CGLJ29)

响力,这种权势和影响力将加重代理问题,降低董事会的独立性,无益于改善公司业绩^[12,13]。杜胜利等^[14]发现,CFO兼任董事并没有对公司业绩产生显著的正向影响。兼任董事将增加CFO手中的权力,对财务报表的编制过程施加不恰当的干预,并降低内部控制发现问题的可能性^[5]。Li等^[15]发现,CFO的更替、专业资格与内部控制的重大缺陷有关。

同时,有研究直接检验了CFO兼任董事对盈余质量的影响。Bedard等^[5]利用美国公司的数据,发现CFO兼任董事与内部控制重大缺陷、财务重述以及操控性应计利润之间呈显著的负相关关系。孙光国等^[6]发现CFO兼任董事降低了操控性应计的水平减少了财务重述,进而得出CFO进入董事会可以通过其专业特长和地位的提高,更好地帮助董事会履行监督职能。上述研究对盈余质量的衡量选用的都是操控性应计利润的水平和财务重述,但是,Roychowdhury^[16]发现企业倾向于利用诸如销售折扣、生产水平、研发支出等真实活动来提高或平滑收益。盈余质量的衡量应当是多维的,真实盈余管理的水平应当是其中一个重要的维度。并且,考虑到CFO兼任董事后法律和声誉成本的提升,其对应计盈余质量和真实盈余质量的影响方向可能是不一致的,而目前鲜有基于真实盈余管理视角的此类研究。

“高层梯队理论”认为在有限理性的条件下,由于高级管理人员的认知基础和价值观念的不同,不同特性(年龄、从业经历、社会经济背景、财务状况,组织异质性等)的高级管理者会做出不同的战略选择^[17]。更进一步地,对于同一高级管理者,当他在公司的位置或地位发生变化时,他的某些特性也会随之变化,这种变化会进一步影响其决策选择。而上述选择很大程度上取决于管理者的主观意图,因此本文借鉴财务舞弊动因“三角理论”,从压力、机会和借口(自我合理化)三个方面对CFO兼任董事后可能在盈余管理方式(尤其是真实盈余管理)上做出的选择进行具体分析。

从压力上看,一方面,随着法律的完善、监管的加强,CFO使用应计盈余来操纵利润越发艰难,一旦东窗事发,将面临很大的法律和声誉成本,而CFO兼任董事后,进入公司的治理层无疑意味着CFO地位的提升,这进一步提高了其潜在的法律和声誉成本,为了防范潜在的审计和法律风险,提高自己“公正、严明”的声誉,此时CFO的理智选择是减少通过应计项目进行利润操纵的行为。但是另一方

面,不同于西方国家,我国上市公司的董事会承担的不是监督职能,而更多的是管理职能^[18]。承担管理职能的后果之一便是不能置身事外,董事会面临着满足市场预期的压力。而市场预期的直接体现便是公司的业绩,业绩在财务上的主要体现是会计盈余。在压力层层传导之下,作为对财务工作负总责的董事,CFO此时将面临从会计盈余上满足市场预期的巨大压力,兼任董事的CFO们通过真实业务活动来达到盈余操纵的目的是一种可行的选择。

从机会上看,当CFO进入董事会后,其获得了利用自身专业知识向董事会其他成员推介盈余管理的机会,特别是推介真实盈余管理。因为,真实的盈余管理往往涉及广告、研发支出、购买处置权益资产的时间,以及对产量的控制等经营方针和战略问题,这些都需要企业高层次会议(例如董事会)的决策通过。其他董事会成员可能因相关财务知识的缺乏而将真实盈余管理视为可选项;而考虑到第一类代理问题(管理层与所有者之间的代理问题)的广泛存在,即便其他董事会成员识别了真实盈余管理对企业的长期危害,同样面临业绩压力的他们很可能会从自身利益出发,将CFO提出的通过真实盈余管理活动操纵盈余的建议视为“锦囊妙计”而予以采纳。

从自我合理化角度看,CFO可能会有以下借口:进入董事会后提供“锦囊妙计”,帮助董事会应对短期的业绩压力,同时还体现了自己进入董事会后的自身价值和贡献;尽管从长远看,通过真实活动来操控盈余会损害企业的长期利益,但CFO董事可能会寄希望于未来公司状况的改善。

进一步考虑不同产权性质下,CFO兼任董事是否会对企业真实盈余管理程度产生不同的影响。已有大量的研究表明,我国的国有企业和非国有企业在公司治理等方面存在显著不同^[19,20]。在国有企业,CFO进入董事会可能大多是基于国资委直接任命,身兼企业家和官员的双重身份,金字塔式的控制结构又使得政府难以对其各项行为进行完全监督^[19];由于其官员的身份,公司治理也难以对其进行约束。并且,在此情况下,CFO也失去了薪酬谈判的机会,薪酬被提前固定下来。CFO进入董事会无非是“官员”身份的一种体现^[21]。考虑到官员身份潜在的法律和声誉成本更大,国有企业CFO董事将有更强的动机去抑制应计盈余管理。孙光国等^[6]的实证结果已经支持了上述结论。政府监督和公司治理的缺失、相对固定的薪酬使得国有企业的CFO相比非国有

企业的CFO受到业绩压力的影响更小。业绩压力的相对缺失使得国有企业的CFO董事缺少进行向上真实盈余管理的动机。相反,对于非国有企业的CFO董事,在市场强大的压力之下,压力、机会和借口三重动机可能促使非国有企业的CFO董事进行向上的真实盈余管理活动。据此,提出本文的假设:

假设:相对于CFO不兼任董事的企业,CFO兼任董事的企业具有更高的向上真实盈余管理水平,但此种关系只存在于非国有企业中。

三、研究设计

1. 样本的选取。本文选取了2009~2016年A股上市公司作为研究样本,同时考虑到异常值的影响和准则差异导致的可比性问题,对样本进行了如下处理:①剔除了ST、PT等被特殊处理的公司样本;②剔除了数据缺失的公司样本;③剔除了金融行业的公司样本。经过剔除后,最终共得到9746个样本。所用的数据来自国泰安、锐思数据库以及手工搜集,数据的处理使用的是Stata 14.0软件。为了防止极端值对研究结果的影响,我们对文中涉及的主要连续变量进行了1%和99%水平上的winsorize缩尾处理。各年的样本数量、CFO兼任董事的样本数量及所占比例如表1所示。

表1 分年度样本情况

年份	样本总量	CFO兼任董事样本	所占比例
2009	621	149	23.99%
2010	735	184	25.03%
2011	953	245	25.71%
2012	1358	333	24.52%
2013	1492	396	26.54%
2014	1506	399	26.49%
2015	1510	399	26.42%
2016	1571	425	27.05%
全样本	9746	2530	25.96%

从上表中可以看出,由CFO兼任董事的样本公司占总样本的比例在各年份基本保持稳定,保持在23%~28%之间。这一比例要远远高于美国,在Bedard等^[5]选取的美国样本公司中,这一比例只有7.8%。这表明,在我国的公司治理环境下,CFO似乎更容易进入公司的董事会。

2. 变量设定。

(1)解释变量。按照Bedard等^[5]和孙光国等^[6]的方法,设置虚拟变量wb,当CFO兼任董事时取1,CFO不兼任董事时取0。由于CFO是非官方或法定

称谓,结合我国实际情况,本文所定义的CFO包括CFO、首席财务官、财务总监、财务负责人、总会计师等。

(2)被解释变量。本文借鉴李彬等^[22]和侯晓红等^[23]的研究设计,考虑固定成本的改进模型,从操控生产、操控销售以及操控酌量性费用3个方面来衡量真实业务活动的盈余管理。

基本思路是首先通过相应的回归方程,计算出正常的现金流量、正常的生产成本以及正常的酌量性费用,具体回归方程如下:

$$\frac{CFO_t}{TA_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{TA_{t-1}} + \alpha_2 \frac{S_t}{TA_{t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta S_t}{TA_{t-1}} + \alpha_4 \frac{S_{t-1}}{TA_{t-1}} + \alpha_5 \frac{TC_t}{TA_{t-1}} + \alpha_6 \frac{PC_t}{TA_{t-1}} + \alpha_7 \frac{OC_t}{TA_{t-1}} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\frac{Prod_t}{TA_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{t-1}} + \beta_2 \frac{S_t}{TA_{t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_t}{TA_{t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta S_{t-1}}{TA_{t-1}} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\frac{Disexp_t}{TA_{t-1}} = x_0 + x_1 \frac{1}{TA_{t-1}} + x_2 \frac{S_{t-1}}{TA_{t-1}} + \varepsilon \quad (3)$$

其中:CFO_t表示经营现金净流量;Prod_t表示生产成本,为营业成本与存货变动总和;Disexp_t表示酌量性费用,为销售费用与管理费用之和;TA表示总资产;S表示销售收入;TC表示与税费有关的各项现金支出;PC表示与职工薪酬有关各项现金支出;OC表示其他经营活动的相关现金支出。

通过将数据代入式(1)~(3),进行分年度、分行业OLS回归,可以得到各方程中系数的估计值,代入方程,可以得到现金流量,生产成本以及酌量性费用的拟合值,以此作为上述3项正常值的估计值(统一标记为Z)。

然后,用实际值Z减去估计值,即可得异常部分:EM_Z=Z- \bar{Z} 。相对应地,异常的经营现金流量、异常的生产成本以及异常的酌量性费用,计算公式分别为:

$$EM_CFO = CFO - \overline{CFO} \quad (4)$$

$$EM_Prod = Prod - \overline{Prod} \quad (5)$$

$$EM_Disexp = Disexp - \overline{Disexp} \quad (6)$$

将式(4)~(6)相结合,可以得到总的真实盈余管理程度:

$$EM_Proxy = EM_Prod - EM_CFO - EM_Disexp \quad (7)$$

EM_Proxy 越大,表明企业通过真实盈余管理向上调整盈余的程度越高。

(3)控制变量。根据已有研究^[22-25],本文引入了以下三类相关的控制变量:第一类是与CFO特征有关的控制变量,具体包括:CFO性别、CFO年龄、CFO学历、CFO专业能力、CFO任职时长、CFO持股比例、CFO薪酬。第二类是与公司特征有关的控制变量,具体包括:股权集中度、董事会规模、两职合一、独立董事比例、企业规模、盈利能力、财务杠杆、盈亏状况、资产营运能力、企业成长性、利润平滑、产权性质。第三类是与审计中介机构有关的控制变量,包括:会计师事务所类型、审计意见类型。除上述三类控制变量外,还同时控制了行业(证监会行业分类)以及年份。具体的变量设定见表2。

3. 模型设定。为了验证假设,设定多元线性回归模型(8):

$$EM_Z = \alpha_0 + \alpha_1 \times wb + \sum control + \sum control_year + \sum control_industry + \varepsilon \quad (8)$$

同时为了验证不同产权性质的影响,本文先对全样本进行回归,后又将全样本按产权性质分组,再分别代入模型(8)进行检验。

四、实证结果

1. 描述性统计。表3 Panel A对主要变量进行了描述性统计,其中总的真实盈余管理水平(EM_Proxy)的最大值为0.61,最小值为-0.83,平均值为-0.07,标准差为0.22,样本企业的真实盈余管理程度差异较大。同时,样本企业中CFO担任董事的比例约为26%;样本企业中国有企业的比例约为40%。

Panel B部分进行了分组均值T检验,将样本按照CFO兼任董事与CFO不兼任董事进行分组,分别在国有企业、非国有企业和全样本中进行了真实盈余管理水平的均值比较。其中,在全样本中,CFO兼任董事组的均值要大于CFO不兼任董事组,但这一差异并不显著。分产权性质看,在国有企业样本中,CFO兼任董事组的均值要小于CFO不兼任董事组,且在10%的水平上显著;而相反,在非国有企业样本中,CFO兼任董事组的均值要大于CFO不兼任董事组,且在1%的水平上显著。进一步细看真实盈余管理的各项目,这种差异可能是由CFO兼任董事组更高的异常生产费用和更低的酌量性费用所导致的。这一结果初步说明:非国有企业比国有企业具有更高的真实盈余管理水平。从均值比较的结果来进行整体分析,国有企业样本和非国有企业样本

表2 变量定义

变量类型	变量符号	变量说明
被解释变量	EM_Proxy	真实盈余管理水平
	EM_Prod	异常的生产成本
	EM_CFO	异常的经营现金流量
	EM_Disexp	异常的酌量性费用
解释变量	wb	CFO兼任董事时取1,CFO不兼任董事时取0
CFO特征控制变量	cfo_gender	CFO性别:男取1,女取0
	cfo_age	CFO年龄
	cfo_degree	CFO学历:研究生及以上取1,其他取0
	cfo_profession	CFO专业能力:高级会计师或注册会计师取1,其他取0
	cfo_time	CFO任职时长(月)
	cfo_shareholder	CFO持股比例:CFO持股占总股本比例
	cfo_payment	CFO薪酬:CFO当期总薪酬的自然对数
	fsr	股权集中度:第一大股东持股比例
	bs	董事会规模
	mp	两职合一:如果CEO和董事长为同一人取1,反之取0
公司特征控制变量	ddr	独立董事比例:独立董事占董事会人数的比例
	lna	企业规模:总资产的自然对数
	roa	企业盈利能力:资产收益率
	lev	财务杠杆:资产负债率
	loss	盈亏状况:上一期亏损时取1,不亏损时取0
	turnover	资产营运能力:总资产周转率
	growth	企业成长性:营业收入增长率
	smoth	利润平滑:每股收益的变动除以年初股票开盘价
	ownership	产权性质:国有企业取1,反之取0
	审计控制变量	Big4
opinion		审计意见类型:标准无保留意见取1,反之取0

有显著不同,这也说明本文在研究中考考虑产权性质的重要性。

2. 相关性分析。从表4的相关性分析结果看,全样本中,CFO兼任董事与真实盈余管理水平之间相关系数为0.008,但并不显著。而进一步分产权性质看,在非国有企业样本中,wb与EM_Proxy的相关系数为0.035>0,且在1%的水平上显著,两者之间呈正相关关系。具体看真实盈余管理的各项目,wb与EM_Disexp的相关系数为-0.045<0,且在1%的水平

表 3 描述性统计

Panel A 主要变量描述性统计					
变量	最小值	最大值	平均值	标准差	样本量
EM_Proxy	-0.83	0.61	-0.07	0.22	9746
EM_Prod	-0.47	0.38	-0.04	0.13	9746
EM_CFO	-0.25	0.22	0.01	0.08	9746
EM_Disexp	-0.18	0.33	0.03	0.08	9746
wb	0	1	0.26	0.44	9746
ownership	0	1	0.40	0.49	9746
Panel B 分组均值检验					
样本	变量	CFO 兼任董事组	CFO 不兼任董事组	差额	T 值
国有企业	EM_Proxy	-0.050	-0.039	-0.011	1.329*
	EM_Prod	-0.028	-0.021	-0.007	-1.422*
	EM_CFO	0.004	0.001	0.003	1.084
	EM_Disexp	0.020	0.019	0.001	0.500
非国有企业	EM_Proxy	-0.074	-0.092	0.018	2.662***
	EM_Prod	-0.036	-0.048	0.012	3.119***
	EM_CFO	0.010	0.008	0.002	0.971
	EM_Disexp	0.028	0.036	-0.008	-3.406***
全样本	EM_Proxy	-0.065	-0.069	0.004	0.748
	EM_Prod	-0.033	-0.036	0.003	1.122
	EM_CFO	0.008	0.005	0.003	1.763**
	EM_Disexp	0.025	0.028	-0.003	-1.897**

注：*表示在 10%的水平上显著，**表示在 5%的水平上显著，***表示在 1%的水平上显著。下同。

表 4 主要变量相关系数

样本	EM_Proxy	EM_Disexp	EM_Prod	EM_CFO
wb	非国有企业	0.035***	-0.045***	0.041***
	国有企业	-0.021	0.008	-0.023
	全样本	0.008	-0.020*	0.011

上显著。wb 与 EM_Prod 的相关系数为 0.041>0，且在 1%的水平上显著，而 wb 与 EM_CFO 的相关系数不显著。在国有企业全样本中，两者之间的相关系数为 -0.021，但并不显著，具体看真实盈余管理的各项目也均不显著。综上，不同产权性质下有显著不同。在不考虑控制变量的情形下，只有非国有企业组的 CFO 兼任董事才表现出更高的向上真实盈余管理水平，这一结论初步证实了研究假设。另外，在表 3 中未列出的其他控制变量之间的相关系数均小于 0.8，表明各变量之间不存在严重的多重共线性。

3. 回归分析。表 5 列示了全样本回归的结果，可以发现：在全样本中，从总的真实盈余管理水平

表 5 回归分析

变量	EM_Proxy	EM_Prod	EM_CFO	EM_Disexp
wb	0.012** (2.50)	0.0073*** (2.68)	0.0029 (1.55)	-0.0070*** (-4.23)
cfo_gender	-0.008* (-1.81)	-0.0025 (-1.03)	0.0026 (1.55)	0.0018 (1.19)
cfo_age	-0.0006* (-1.78)	-0.0004* (-1.86)	0.0002 (1.55)	0.00007 (0.54)
cfo_degree	-0.006 (-1.21)	-0.0017 (-0.60)	-0.0054*** (-2.87)	0.0092*** (5.14)
cfo_profession	0.007* (1.68)	0.0018 (0.76)	-0.0025 (-1.50)	-0.0035** (-2.29)
cfo_time	-0.0001 (-1.29)	-0.00003 (-0.78)	0.00004 (1.52)	0.000 (0.39)
cfo_shareholder	0.697* (1.78)	0.3181 (1.54)	-0.1086 (-0.66)	-0.2996* (-1.90)
cfo_payment	-0.024*** (-6.50)	-0.0118*** (-5.63)	-0.0002 (-0.13)	0.0130*** (9.75)
fsr	0.012 (0.84)	0.0061 (0.71)	0.0048 (0.86)	-0.0143*** (2.77)
bs	-0.0016 (-1.22)	-0.0019** (-2.5)	-0.0014* (-2.70)	0.0010** (2.14)
mp	-0.0079 (-1.55)	-0.0038 (-1.37)	-0.0011 (-0.56)	0.0047** (2.54)
ddr	-0.0153 (-0.38)	-0.0065 (-0.29)	-0.0173 (-1.12)	0.0306** (2.01)
lna	0.008*** (3.07)	0.0036** (2.32)	0.0017 (1.64)	-0.0053*** (-5.59)
roa	-2.099*** (-32.25)	-1.3721*** (-38.10)	0.3113*** (13.04)	0.4063*** (16.28)
lev	-0.0372** (-2.45)	-0.0145* (-1.67)	0.0020 (0.33)	0.0162*** (3.18)
loss	-0.0442*** (-4.17)	-0.0263*** (-4.05)	0.0103** (2.49)	0.0044 (1.30)
turnover	0.121*** (15.56)	0.0655*** (14.85)	-0.0110*** (-4.35)	-0.0421*** (-15.66)
growth	0.005 (1.46)	0.0033 (1.61)	-0.0024* (-1.87)	0.0022** (2.22)
smoth	0.561*** (5.56)	0.3755*** (6.26)	0.0221 (0.59)	-0.1945*** (-6.37)
Big4	-0.0483*** (-4.72)	-0.0296*** (-5.22)	0.0062* (1.78)	0.0122*** (3.16)
opinion	0.0115 (0.57)	0.0090 (0.79)	-0.0073 (-0.92)	-0.0008 (-0.10)
ownership	0.0067 (1.31)	0.0009 (0.31)	-0.0049** (-2.55)	-0.0011 (-0.60)
截距项	0.151** (2.33)	0.1033* (2.76)	-0.0069 (-0.27)	-0.0620*** (-2.83)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本量	9746	9746	9746	9746
Adjust-R ²	0.235	0.267	0.047	0.174

注：括号内为 t 值，且经过 white 异方差调整。下同。

(EM_Proxy)上看,wb的回归系数的估计值为0.012>0,且在5%的水平上显著。CFO兼任董事的样本比CFO不兼任董事的样本表现出更高的向上盈余管理水平。从真实盈余管理的具体项目分析,这种向上的真实盈余管理是由更高的异常生产成本(EM_Prod)和更低的异常酌量性费用(EM_Disexp)所导致的。

表6进一步展示了将全样本按产权性质分组后的回归结果,分别对模型(8)进行回归的结果,在国有企业组,从总的真实盈余管理水平(EM_Proxy)上看,wb的回归系数为0.0054,虽为正,却并不显著。具体看真实盈余管理的各项目,除异常酌量性费用(EM_Prod,回归系数为-0.0048,且在10%的水平上显著)项目表现出弱显著性外,其余各项目均不显著。总体回归结果显示,在国有企业样本中,CFO兼任董事并未显著导致向上真实盈余管理程度的增加。而在非国有企业组中,总的真实盈余管理水平(EM_Proxy)上看,wb的回归系数的估计值为0.0170,为正且在1%的水平上显著。这一结论说明,在国有企业中,可能由于CFO董事类似官员的身份、相对固定的薪酬契约,使其缺少业绩压力,进而缺少通过真实盈余管理向上调整业绩的动机。具体看真实盈余管理的各项目,CFO兼任董事的样本表现出更高的异常生产成本(EM_Prod,回归系数为0.0112,且在1%的水平上显著)和更低的异常酌量性费用(EM_Disexp,回归系数为-0.0088,且在1%的水平上显著)。在非国有企业样本中,CFO兼任董事导致更高的向上真实盈余管理程度,而这种向上的真实盈余管理可能是由高的异常生产成本和低的异常酌量性费用所导致的。综上,回归分析结果支持了本文的研究假设。

五、稳健性检验

1. 内生性的检验。与本文相关的研究变量基本都存在于企业的内部,缺乏外生性,由此导致的内生性问题往往广受诟病。为解决这一问题,本文借鉴Bedard等^[5]以及袁建国等^[11]的方法,将CFO是否在其他公司担任董事(BIO)作为工具变量,对上述模型进行了二阶段最小二乘法(2SLS)重新检验,检验结果如表7所示。

从表7的结果可以看出,除在全样本和国有企业样本中异常酌量性费用项目的回归系数不再显著以及全样本中总的真实盈余管理程度的回归系数显著性水平稍有降低(在10%的水平上显著)外,稳健性检验的结果基本与本文前述结果一致。据此,在内生性方面,本文的研究结论基本是稳健的。

2. 其他方面的稳健性检验。首先,利用李增福等^[24]的方法,替换了解释变量——真实盈余管理水平,并代入相关模型进行了重新计算,发现主要结论与前文基本一致。同时,考虑到CFO变更可能对结果的影响,我们剔除了CFO当年发生变化的样本,并重新进行了计算,发现前述主要结论并未发生实质变化。

六、进一步分析与拓展性研究

1. 业绩压力的调节作用。按照本文前述的假设逻辑,非国有企业由于缺少类似国有企业的天然产权优势,使得非国有企业的管理层需要直面业绩压力。而在业绩压力下,由于监管日益严格,法律成本以及声誉成本提高,导致企业的应计盈余管理减少,但业绩压力仍然存在,CFO董事则由此获取了在董事会层面推介向上真实盈余管理的机会和借口,并最终导致企业向上的真实盈余管理水平提高。因此,如果上述假设逻辑成立,当非国有企业面临更大的

表7 稳健性检验结果

变量	全样本				国有企业				非国有企业			
	EM_Proxy	EM_Prod	EM_CFO	EM_Disexp	EM_Proxy	EM_Prod	EM_CFO	EM_Disexp	EM_Proxy	EM_Prod	EM_CFO	EM_Disexp
wb(BIO)	0.0630* (1.94)	0.050*** (2.67)	0.006 (0.48)	-0.018 (-1.55)	-0.172 (-0.67)	0.130 (0.85)	0.211 (1.40)	0.070 (0.76)	0.098*** (3.33)	0.052*** (3.13)	-0.013 (-1.25)	-0.030*** (-2.86)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	0.1550** (2.38)	0.106*** (2.81)	-0.006 (-0.27)	-0.062*** (-2.87)	0.009 (0.07)	0.085 (1.22)	0.061 (0.91)	-0.008 (-0.21)	0.236** (2.42)	0.127** (2.30)	-0.016 (-0.46)	-0.118*** (-3.58)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	9746	9746	9746	9746	3944	3944	3944	3944	5802	5802	5802	5802
Adjust-R ²	0.225	0.247	0.047	0.170	0.113	0.077	0.001	0.001	0.217	0.265	0.046	0.171

表 6

产权性质分组回归分析

变量	国有企业				非国有企业			
	EM_Proxy	EM_Prod	EM_CFO	EM_Disexp	EM_Proxy	EM_Prod	EM_CFO	EM_Disexp
wb	0.0054 (0.73)	0.0021 (0.49)	0.0026 (0.89)	-0.0048* (-1.87)	0.0170*** (2.70)	0.0112*** (3.16)	0.0034 (1.38)	-0.0088*** (-3.99)
cfo_gender	-0.0161** (-2.36)	-0.0075* (-1.89)	0.0026 (0.95)	0.0057** (2.49)	-0.0030 (-0.53)	0.0009 (0.28)	0.0030 (1.43)	-0.0004 (-0.18)
cfo_age	-0.0006 (-1.20)	-0.0003 (-1.00)	0.0003 (1.34)	0.000 (0.01)	-0.0006 (-1.38)	-0.0004 (-1.45)	0.0002 (1.13)	0.0001 (0.60)
cfo_degree	0.0091 (1.25)	0.0064 (1.52)	-0.0032 (-1.14)	-0.0009 (-0.36)	-0.0178** (-2.55)	-0.0074* (-1.88)	-0.0066*** (-2.59)	0.0169*** (6.85)
cfo_profession	0.0111* (1.72)	0.0003 (0.07)	-0.0094*** (-3.45)	-0.0015 (-0.67)	0.0028 (0.49)	0.0022 (0.69)	0.0013 (0.62)	-0.0028 (-1.34)
cfo_time	0.0000 (0.09)	0.0000 (0.38)	0.0000 (0.67)	-0.0000 (-1.02)	-0.0002* (-1.85)	-0.0000 (-1.48)	0.0000 (1.57)	0.0000 (1.34)
cfo_shareholder	-1.438 (-0.44)	-0.1184 (-0.06)	0.5063 (0.46)	1.0792 (0.60)	0.6928* (1.72)	0.2934 (1.38)	-0.1852 (-1.08)	-0.2710* (-1.70)
cfo_payment	-0.0154*** (-2.71)	-0.0070** (-2.17)	-0.0017 (-0.74)	0.0105*** (5.14)	-0.0298*** (-6.03)	-0.0154*** (-5.55)	0.0005 (0.29)	0.0143*** (8.17)
fsr	0.0002 (0.01)	-0.0010 (-0.08)	0.0043 (0.49)	-0.0106 (-1.44)	0.0110 (0.54)	0.0084 (0.74)	0.0041 (0.55)	-0.0095 (-1.31)
bs	-0.0006 (-0.39)	-0.0016* (-1.79)	-0.0017** (-2.59)	0.0005 (0.86)	-0.0017 (-0.74)	-0.0017 (-1.24)	-0.0013 (-1.52)	0.0014* (1.73)
mp	-0.0393*** (-3.88)	-0.0217*** (-4.02)	0.0033 (0.77)	0.0134*** (3.38)	-0.0006 (-0.10)	0.0010 (0.30)	-0.0019 (-0.88)	0.0028 (1.32)
ddr	-0.1151* (-1.87)	-0.0493 (-1.47)	0.0032 (0.14)	0.0551** (2.39)	0.0512 (0.87)	0.0270 (0.83)	-0.0346 (-1.51)	0.0247 (1.14)
lna	0.0103*** (2.83)	0.0036* (1.72)	0.0012 (0.82)	-0.0060*** (-4.79)	0.0062 (1.49)	0.0041* (1.75)	0.0021 (1.37)	-0.0035** (-2.40)
roa	-2.0168*** (-19.74)	-1.3258*** (-22.45)	0.2851*** (7.26)	0.3693*** (10.12)	-2.1020*** (-25.06)	-1.3801*** (-30.03)	0.3088*** (10.21)	0.4170*** (12.78)
lev	-0.0679*** (-3.18)	-0.0155 (-1.22)	0.0257*** (2.82)	0.0160** (2.20)	-0.0136 (-0.63)	-0.0152 (-1.26)	-0.0162** (-1.98)	0.0140* (1.96)
loss	-0.0127 (-0.92)	-0.0089 (-1.06)	0.0065 (1.15)	-0.0068 (-1.53)	-0.0673*** (-4.23)	-0.0399*** (-4.05)	0.0113* (1.86)	0.0137*** (2.71)
turnover	0.1293*** (13.41)	0.0633*** (11.44)	-0.0222*** (-6.34)	-0.0400*** (-11.32)	0.1169*** (9.50)	0.0697*** (10.22)	-0.0006 (-0.17)	-0.0446*** (-10.97)
growth	0.0060 (1.17)	0.0047 (1.39)	-0.0031 (-1.62)	0.0030** (2.21)	0.0042 (0.91)	0.0027 (0.90)	-0.0016 (-0.94)	0.0013 (0.88)
smoth	0.3432*** (2.82)	0.2718*** (3.75)	0.0605 (1.22)	-0.1060*** (-2.73)	0.7365*** (4.40)	0.4580*** (4.58)	0.0015 (0.03)	-0.2730*** (-5.70)
Big4	-0.0261** (-2.26)	-0.0158** (-2.46)	0.0036 (0.91)	0.0061 (1.38)	-0.1044*** (-5.16)	-0.0579*** (-5.20)	0.0178*** (2.74)	0.0294*** (3.98)
opinion	0.0193 (0.60)	0.0169 (0.96)	-0.0258* (-1.84)	0.0130 (1.12)	0.0081 (0.33)	0.0037 (0.27)	-0.0003 (-0.03)	-0.0074 (-0.80)
截距项	0.0499* (0.54)	0.0552 (1.03)	0.0126 (0.34)	-0.0263 (-0.84)	0.2469** (2.54)	0.1325** (2.40)	-0.0190 (-0.52)	-0.1210*** (-3.67)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	3944	3944	3944	3944	5802	5802	5802	5802
Adjust-R ²	0.2292	0.2496	0.0489	0.1622	0.2392	0.2824	0.0549	0.1840

业绩压力时,CFO董事将会获得更多的机会,向上真实盈余管理程度会更高。即业绩压力在CFO兼任董事与向上真实盈余管理之间起到正向调节作用,业绩压力越大,两者之间的正相关关系越显著。为了对上述问题进行检验,本文在模型(8)的基础上,建立模型(9):

$$EM_Z = \beta_0 + \beta_1 \times wb \times pressure + \sum control + \sum control_year + \sum control_industry + \varepsilon \quad (9)$$

模型(9)中,pressure表示企业所面临的业绩压力。为了保持结果的稳健,业绩压力的衡量使用两种方式:一种方法是,如果样本公司营业收入前两年连续下降,则取1,反之取0,用pressure1表示;另一种方法是,如果样本公司净利润前两年连续下降,则取1,反之取0,用pressure2表示。

模型(9)的回归结果如表8、表9所示。

表 8 业绩压力的调节效应(pressure1)

变量	EM_Proxy	EM_Prod	EM_CFO	EM_Disexp
wb	0.022*** (2.99)	0.013*** (3.04)	0.002 (0.69)	-0.010*** (-4.23)
wb×pressure1	0.036*** (3.03)	0.033*** (4.82)	0.000 (0.00)	-0.004 (-1.05)
控制变量	控制	控制	控制	控制
截距项	0.924*** (9.24)	0.577** (10.02)	-0.117*** (-3.29)	-0.256*** (-7.91)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本量	5802	5802	5802	5802
Adjust-R ²	0.132	0.135	0.027	0.157

表 9 业绩压力的调节效应(pressure2)

变量	EM_Proxy	EM_Prod	EM_CFO	EM_Disexp
wb	0.019*** (2.76)	0.012*** (3.06)	0.002 (0.73)	-0.009*** (-3.70)
wb×pressure2	0.087*** (5.10)	0.060*** (5.72)	0.000 (-0.07)	-0.024*** (-4.81)
控制变量	控制	控制	控制	控制
截距项	0.908*** (9.10)	0.569*** (9.91)	-0.117*** (-3.27)	-0.249*** (-7.75)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本量	5802	5802	5802	5802
Adjust-R ²	0.134	0.138	0.027	0.159

从表8的结果看,从总的向上真实盈余管理水平来看,交互项wb×pressure1的估计系数为0.036>0,且在1%的水平上显著,表明非国有企业面临业绩

压力越大,CFO兼任董事的公司进行向上真实盈余管理的程度越高。具体看真实盈余管理的各项目,发现EM_Prod下,wb×pressure1的估计系数为0.033>0,且在1%的水平上显著,而在EM_CFO与EM_Disexp项目中,该系数并不显著。这表明在收入连续下降时,总的真实盈余管理的增加主要是由异常生产成本增加导致的。

从表9的结果看,总的向上真实盈余管理水平项目中,wb×pressure2的估计系数为0.087>0,且在1%的水平上显著,表明非国有企业面临业绩压力越大,CFO兼任董事的公司进行向上真实盈余管理的程度越高。具体看真实盈余管理的各项目,发现:在EM_Prod项目中,wb×pressure2的估计系数为0.060>0,且在1%水平上显著;在EM_Disexp项目中,wb×pressure2的估计系数为-0.024<0,且在1%的水平上显著;而在EM_CFO项目中,该项系数并不显著。这表明在净利润连续下降时,总的向上真实盈余管理的增加主要是由异常生产费用增加和异常酌量性成本减少导致的。

综上,无论业绩压力指标选用的是营业收入还是净利润,业绩压力在CFO兼任董事与向上的真实盈余管理之间起到了正向的促进作用。非国有企业所面临的业绩压力越大,CFO兼任董事的企业向上的真实盈余管理程度越高。这表明,业绩压力的增大增加了CFO董事在董事会推介真实盈余管理的成功几率,给CFO董事提供了机会。总之,上述结果支持了本文的假设逻辑。

2. 独立董事的抑制作用。根据前述研究,非国有企业的CFO兼任董事导致了企业更高的向上真实盈余管理水平。那么,同样在董事会中,应起到监督作用的独立董事是否会对此现象产生抑制作用呢?独立董事通常具有会计或法律等专业背景,且在董事会中处于一种相对独立的位置,起到监督和制衡作用,其重要职责之一是在董事会层面保护投资者利益。因此,当CFO在董事会中提出真实盈余管理建议,独立董事可能会“识破”其对企业的长期损害而予以指出或加以制止吗?为了验证这一假设,本文在式(8)的基础上,加入wb与ddr的交乘项建立了式(10):

$$EM_Z = \chi_0 + \chi_1 \times wb + \chi_2 \times wb \times ddr + \sum control + \sum control_year + \sum control_industry + \varepsilon \quad (10)$$

根据上述模型,如果回归的结果显示 χ_2 显著为负,则说明高比例的独立董事对非国有企业CFO董

事导致的向上真实盈余管理起到了显著的抑制作用,反之则说明没有起到抑制作用。模型的回归结果如表 10 所示。

表 10 独立董事的作用

变量	EM_Proxy	EM_Prod	EM_CFO	EM_Disexp
wb	0.110*** (2.56)	0.044* (1.83)	-0.023 (-1.34)	-0.036** (-1.55)
wb×ddr	-0.253** (-2.19)	-0.088 (-1.37)	0.072 (1.56)	0.075* (1.78)
控制变量	控制	控制	控制	控制
截距项	0.214** (2.19)	0.121** (2.17)	-0.010 (-0.26)	-0.111*** (-3.37)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本量	5802	5802	5802	5802
Adjust-R ²	0.240	0.282	0.055	0.184

根据表 10,在总的真实盈余管理水平(EM_Proxy)列,交互项的系数为-0.253,且在 5%的水平上显著,说明高比例的独立董事对非国有企业 CFO 董事导致的向上真实盈余管理起到了显著的抑制作用。进一步看真实盈余管理的各项目,上述抑制作用主要体现在对降低酌量性费用的抑制上(EM_Disexp 下的交互项系数为 0.075,且在 10%的水平上显著);而对于异常生产费用和异常现金流量的影响,虽不显著,但从符号上看,也体现了一定的抑制作用。这一结果说明,独立董事可能通过其专业知识和相对独立的身份,对 CFO 董事提出的真实盈余管理建议进行了一定程度的识别和否决,维护了公司的长远利益,在董事会治理中发挥了积极作用。

七、研究结论、启示与展望

1. 研究结论。本文利用 2009~2016 年我国 A 股上市公司的数据,从真实盈余管理的视角,实证考察了 CFO 兼任董事对公司盈余质量的影响。研究结果表明:首先,在全样本中,相对于 CFO 不兼任董事的企业,CFO 兼任董事的企业具有更高的向上真实盈余管理水平。这种向上的真实盈余管理可能是由更高的异常生产成本和更低的异常酌量性费用所导致的。但在对样本进行产权性质分组后,发现上述关系只存在于非国有企业样本中。进一步研究中,将 CFO 是否在其他公司担任董事作为工具变量对上述结论可能存在的内生性问题进行了控制,检验结果表明本文的研究结论是稳健的。然后,利用非国有企业面临的不同业绩压力对本文的研究假设进行了进一步检验,研究结果表明,业绩压力在 CFO 兼任

董事与向上的真实盈余管理之间起到正向调节作用,业绩压力越大,两者之间的正相关关系越显著,结果支持了本文的假设逻辑。最后,通过拓展性研究发现:董事会中较高比例的独立董事对非国有企业 CFO 董事导致的向上真实盈余管理起到了显著的抑制作用。由此可知,CFO 兼任董事后,由于法律法规的完善及在公司中地位的提升,继续进行应计盈余管理将面临更高的声誉成本及法律成本。真实盈余管理的实施往往涉及公司战略、经营方针,需要董事会层面的决策,CFO 进入董事会为其通过真实盈余管理操控利润提供了更加便利的机会,使得 CFO 董事有动机提高真实盈余管理的程度。然而,在国有企业中,CFO 董事拥有类似官员的身份、相对固定的薪酬契约,使其缺少业绩压力,进而缺少上述真实盈余管理的动机,因此 CFO 兼任董事所导致的真实盈余管理水平的提高只体现在非国有企业中。独立董事可能通过发挥专业特长和保持相对独立的立场,对 CFO 董事提出的真实盈余管理建议进行一定程度的识别和否决,降低了真实盈余管理程度,维护了公司的长远利益。本文的研究丰富了盈余管理影响因素的相关文献,并对 CFO 及董事会治理相关制度的完善具有一定的借鉴意义。

2. 启示与建议。基于前述的研究结论,本文得到的建议及启示如下:①在研究我国资本市场上管理层选择对会计信息的影响时,由于国有企业天然的产权优势,区分所有权性质的盈余管理行为识别及影响机理研究是重要的。②在非公有制市场主体中,随着管理层地位的提升、自身违规成本的增加,对利润的操纵趋向于采取更加隐蔽的手段,管理者层级变化会导致不良会计后果,对此需加以防范,公司内部应继续完善公司治理,尤其是董事会层面监督机制的建立与完善,比如,增加董事会中独立董事的比例即是一种可行的途径。另外,外部的市场监管者应进一步加大对管理层真实盈余管理活动的发现和处罚力度,增加管理层的违规成本,减少其机会主义行为,进而保护投资者利益。

3. 研究不足与展望。在本研究的假定中,CFO 兼任董事意味着地位提升,但这种情形只适用于先任 CFO 再兼任董事,而对于先进入董事会再任 CFO 的情形,本文的分析并不适用,后续的研究可以就管理者任职 CFO 或董事的先后顺序展开进一步研究。尽管本文的结论认为,CFO 兼任董事提高了非国有企业向上的真实盈余管理程度,但并未对真实盈余

管理的具体手段进行分析,未提出有针对性的限制措施,这也为下一步的研究提供了参考方向。

主要参考文献:

- [1] 邓春华. CFO在公司治理中的作用分析[J]. 中国工业经济,2003(5):92~96.
- [2] F. Mei, W. Ge, S. Luo, T. Shevlin. Why do CFOs become involved in material accounting manipulations? [J]. Journal of Accounting and Economics,2011(1-2):21~36.
- [3] 王福胜,程富. 管理防御视角下的CFO背景特征与会计政策选择——来自资产减值计提的经验证据[J]. 会计研究,2014(12):32~38.
- [4] 何凡,张欣哲,郑璐. CEO权力、CFO背景特征与会计信息质量[J]. 中南财经政法大学学报,2015(5):108~116.
- [5] Bedard R. H., U. Hoitash. Chief financial officers as inside directors[J]. Contemporary Accounting Research,2014(19):787~817.
- [6] 孙光国,郭睿. CFO内部董事有助于董事会履行监督职能吗?[J]. 会计研究,2015(11):27~33.
- [7] 周方召,信荣珍,苏云鹏. 上市公司财务重述对CEO与CFO薪酬的影响[J]. 金融论坛,2017(10):67~80.
- [8] Graham J. R., C. R., H. S. Rajgopal. The economic implications of corporate financial reporting [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005(40):3~73.
- [9] Fama E. F., M. Jensen. Separation of ownership and control [J]. Journal of Law and Economics, 1983(26):301~325.
- [10] Coles J. L., N. D. Daniel, L. Naveen. Boards: Does one size fit all?[J]. Journal of Financial Economics,2008(87):329~356.
- [11] 袁建国,范文林,程晨等. CFO兼任董事能促进公司提高投资效率吗?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理评论,2017(3):62~72.
- [12] Finkelstein S., Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation [J]. Academy of Management Journal,1992(35):505~538.
- [13] Dechow P., R. Sloan, A. Sweeney. Causes and consequences of earnings manipulations: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC[J]. Contemporary Accounting Research,1996(1):1~37.
- [14] 杜胜利,周琪. 上市公司CFO制度特征业绩相关性实证研究[J]. 金融研究,2009(9):135~142.
- [15] Li L. S., M. Ettredge. Financial executive qualifications, financial executive turnover, and adverse SOX 404 opinions[J]. Journal of Accounting and Economics,2010(50):93~110.
- [16] Roychowdhury S.. Earnings management through Real Activities Manipulation [J]. Journal of Accounting and Economics,2006(42)335~350.
- [17] Hambrick P., A. Mason. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers[J]. Academy of Management Review,1984(2):193~206.
- [18] 杜胜利,周琪. 中国上市公司CFO担任董事的影响因素研究[J]. 财政研究,2010(11):36~38.
- [19] 权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究,2010(11):73~87.
- [20] 姜付秀,朱冰,唐凝. CEO和CFO任期交错是否可以降低盈余管理?[J]. 管理世界,2013(1):158~167.
- [21] 陈冬华,陈信元,万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究,2005(2):92~101.
- [22] 李彬,张俊瑞,郭慧婷. 会计弹性与真实活动操控的盈余管理关系研究[J]. 管理评论,2009(6):99~107.
- [23] 侯晓红,姜蕴芝. 不同公司治理强度下的股权激励与真实盈余管理[J]. 经济与管理,2015(1):66~73.
- [24] 李增福,董志强,连玉君. 应计项目盈余管理还是真实活动盈余管理?——基于我国2007年所得税改革的研究[J]. 管理世界,2011(1):121~134.
- [25] 刘笑霞,李明辉. 女性CFO真的更少进行盈余管理吗?[J]. 管理工程学报,2018(4):219~231.

作者单位:1.中国财政科学研究院,北京100142;
2.山东青年政治学院,济南250103