

从CFO背景特征视角探究内外部委托代理问题

——基于我国A股民营上市公司的经验证据

刘子颖, 周方召(副教授)

【摘要】 研究CFO来源、性别等背景特征对公司内部委托代理问题和大股东掏空程度的影响,分析大股东存在掏空动机的情况下CFO和实际控股股东之间的关系,有助于公司治理机制的完善。以2008~2014年我国沪深两市民营上市公司为对象的研究表明:外部来源的CFO并不能抑制民营上市公司的超额销售管理费用,即对内部委托代理问题没有显著影响,并且其对于大股东的掏空行为也未能发挥作用;女性CFO能够显著降低民营上市公司的超额销售管理费用,但对大股东掏空行为没有显著影响;独立董事、非执行董事和股权制衡对于公司内部委托代理和大股东侵占均未能发挥治理效应。总体上来说,由于CFO聘任和薪酬激励仍然由实际控股股东掌握,目前我国民营上市公司中,CFO未能很好地发挥股东和董事会所赋予的“看门人”角色。

【关键词】 CFO来源特征; 内部委托代理; 大股东掏空

【中图分类号】 F271.5;F275

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)24-0047-7

一、引言

近年来,国外实证研究越来越多地发现,在公司盈余操纵、虚假信息披露和利益侵占活动中,CFO的参与程度越来越高。由于CFO直接负责监督会计信息的处理和财务报告,其对于企业财务绩效和盈余质量的影响可能更大(Mian, 2001; Graham et al., 2005; Jiang et al., 2010)。在欧美公司中,CFO作为公司CEO的助手,授权处理与公司财务有关的事务。除了传统的资金管理和财务监督职能,随着现代公司财务管理的综合性和战略性愈加增强,CFO的职责定位已经远远超出了传统的财务管理范畴。21世纪初的财务丑闻显示,越来越多的CFO被卷入财务造假之中,内部人控制的追逐私利(Jiang et al., 2010)和来自CEO的压力都使得CFO的自我监督和外部受托责任失效(Feng et al., 2011)。随后颁布的《萨班斯—奥克斯利法案》,则对CFO的法律地位和职责权限做了进一步的明确与规范,强化了CFO的“看门人”(Watchdog)角色。与此同时,越来越多的欧美上市公司要求CFO对董事会负责,其选聘、奖惩和任免也主要由董事会来决定(Li et al., 2010),这就进一步加强了CFO职位的独立性和CEO战略伙伴的地位。

在我国民营上市公司中,CFO也是公司财务会计活动的

主要负责人,但其往往直接由实际控制人委派选聘。那么,除了基本的财务职责,CFO在我国民营上市公司中是否能够为大股东“管家”,即能否约束公司经理人的在职消费,能否起到抑制控股股东“掏空”行为的作用,这些都是值得进一步研究的问题。

现代公司治理中主要存在两类委托代理问题,一是公司内部人控制导致的公司高管与股东之间的内部代理问题,二是大股东和中小股东之间利益侵占导致的第二类委托代理问题。在股权高度集中的情况下,一方面,控股大股东有可能强化监督并提升经理人薪酬契约的业绩敏感性,从而减轻内部委托代理问题(Jensen和Murphy, 1990);另一方面,大股东攫取控制权私利的掏空动机又会导致其为了减小经理层阻力而采取收买或压迫行为(Jiang et al., 2010; Feng et al., 2011)。由于我国资本市场的特殊性,股东和管理层的冲突不是主要代理问题,大股东对中小股东利益侵占导致的第二类代理问题尤为明显(La Porta et al., 2002; 王鹏和周黎安, 2006; 周方召和潘鹏杰, 2011)。徐莉萍等(2006)发现,我国上市公司大股东合计持股比例的均值和中位数分别高达54%和56%,其中外部大股东的持股比例仅为8.61%,说明我国上市公司股权高度集中且股权制衡机制较弱。那么,在我国民

【基金项目】 国家社会科学基金一般项目“上市公司CFO财务操纵行为与绩效影响的作用机制及制度优化研究”(项目编号:15BGL063); 江苏省2015年普通高校研究生科研创新计划项目“CFO背景特征对公司绩效和内部代理问题的影响”(项目编号:KYZZ15_0310)

□ 改革与发展

营上市公司中,大股东和CFO、CEO之间的关系究竟如何?更为具体地来看,大股东的掏空行为是否会受到CFO的约束,CFO内外部来源的不同和个体特征的差异是否会产生重要影响,股权制衡或董事会治理机制是否能够帮助CFO起到抑制大股东掏空行为和高管在职消费的代理问题?本文将对以上问题进行深入研究。

本研究的贡献主要表现在以下三个方面:第一,从CFO角度出发,在控制CEO因素的基础上系统考查了存在控股股东情况下,CFO内外部来源及其性别特征对两类委托代理问题的影响,突破了以往单纯考虑CEO作用的研究;第二,以民营上市公司为研究样本,在已有文献的基础上,进一步分析了实际控股股东对CFO治理效应的影响,从实际控制人掏空和CFO薪酬关系方面研究了股东和高管之间的关系;第三,在研究中考查了股权制衡和董事会治理等内部治理机制对两类代理问题的影响,为完善民营上市公司治理机制提供了更多的经验证据。

二、文献综述

(一)CFO的背景特征与内部委托代理问题

CFO的内外部来源和个体特征在公司治理中的作用越来越不容忽视,特别是在公司财务活动和费用管控方面有更直接的影响(Mian,2001;Jiang et al.,2010)。目前,国内研究大多基于CEO视角,以CFO为视角的文献不多。已有文献主要关注CFO的职能定位和能力素养、CFO变更、CFO个体特征与盈余管理的关系等问题,针对CFO内外部来源和性别等背景特征与公司内部委托代理问题的研究并不多。

基于家族成员以及内部来源高管利他主义的假定,家族成员和内部高管对本行业和本企业情况有着深刻的了解,能依靠强大的人脉关系和丰富的经验提高企业运营效率,为了家族与公司的声誉更倾向于采取稳健的公司决策和长期的投资目标,从而有效地降低代理成本(Villalonga和Amit,2006;陈然方,2006),尤其是当控股股东兼任CEO时,内部委托代理问题应该并不严重。外部CFO能支持公司的财务技术与财务管理工作(Filbeck和Lee,2000),特别是在家族大股东与CEO合二为一的背景下,任命外部CFO能强化监督激励作用,更有助于提高企业绩效(Caselli和Di Giuli,2010)。Lutz et al.(2011)调查了195家私人持股的德国中小型企业,运用Logit回归分析法测试了外部CFO的雇佣和家族目标间的关系,当家族企业的独立性和控制目标较高时,企业所有者会决定聘用外部来源的CFO,因为外部来源的CFO能通过提供融资、财务等专业经验来降低企业的金融风险。

但从我国的现实情况来看,由于资本市场违规成本偏低、相关法律不健全,在我国家族控股的民营上市公司中,控股股东更容易和公司的高管合谋掏空(李新春等,2008),而且大股东控制导致公司重要部门与高管职位被家族成员占领,家族成员引发的“壕沟效应”和公司资源浪费都加剧了内

部委托代理问题,并且身为公司高管的CFO自身也存在道德风险,这都不利于缓解内部委托代理问题。特别是在我国民营上市公司中,高管的选拔和聘用权力实际上都掌握在控股股东手中,而且CFO等高管的薪酬和激励方式也完全由控股股东所控制的董事会和CEO来决定,外部来源的CFO往往会为了保住较高的货币薪酬和私利而忽视公司的超额销售管理费用等在职消费问题。基于此,本文预期外部CFO并不能缓解企业的内部委托代理问题。

假设1:其他条件不变,外部来源的CFO并不能起到约束公司超额销售管理费用作用。

公司高管是公司治理的重要因素,而性别又是高管关键的个人特征。《国际商业问卷调查报告》(2013)显示,女性高管的占比在逐年提高,女性高管在公司治理中产生的影响逐渐成为重要的研究课题(Peng和Wei,2007;Adams和Ferreira,2009;李小荣和刘行,2012)。

关于高管性别与公司治理关系的研究仍存在较大争议,Kanter(1977)认为女性董事的存在无助于改善公司价值,仅为迎合董事会多元化要求。Kolev(2012)也发现,就股东回报率这一指标而言,女性CEO比男性平均少0.35%。

但也有研究指出,相较于男性高管和董事而言,女性的风险厌恶度更高,冒险倾向更低,更趋于谨慎、保守的态度,而且女性在财务决策时错误率更低,能获得更稳定的收益(Sheaffer et al.,2011),因为女性更少地过于自信和采取极端投资策略(Peng和Wei,2007;Beckmann和Menkhoff,2008)。女性所在的企业有更少的并购行为,但是由女性主管的并购项目所获收益多于男性,这又体现出其慎重的一面(Huang和Kisgen,2013)。同时,女性比男性表现出的公平观念更强烈,利己行为更少(Croson和Gneezy,2009)。刘丽珑等(2015)发现,女性董事的数量与比例的提高会改善高竞争行业的会计稳健性水平。王霞等(2011)认为,拥有注册会计师资格的CFO对提高会计信息质量有帮助,这一现象在女性CFO中表现得尤为明显。Francis et al.(2013)也发现女性CFO的会计稳健性水平高于男性CFO,从而能减少企业的违规行为,这与周泽将等(2012)的研究结论相似。公司会计政策的选择在很大程度上取决于CFO的个人特征,CFO在这方面的影响大于CEO,这也表明CFO并不会完全屈服于CEO的压力来决定特定的公司政策(Feng et al.,2011)。基于此,本文预期女性CFO能缓解企业的内部委托代理问题。

假设2:其他条件不变,女性CFO可以降低公司的超额销售管理费用。

(二)CFO的背景特征与大股东掏空

大股东凭借其绝对控股权侵占中小股东权益问题,是公司治理中普遍存在的外部委托代理问题,在股权高度集中的国家尤为明显(Jian和Wong,2003;李增泉等,2004),在我国保护投资者的法律不健全、违规成本偏低的家族控股的民营

上市公司中更是如此(李新春等,2008)。国外研究发现,CEO 凭借任命决策的方式与企业高层或董事建立的关联,与公司欺诈和 CEO 参与欺诈的概率正相关,因为关联使得公司欺诈的协调成本和 CEO 被发现欺诈以及因欺诈被解聘的可能性减小(Khanna et al.,2015)。CFO 的主要职责是进行财务决策和会计处理,所以在我国民营上市公司中,实际控股股东施行掏空行为势必需要 CFO 的配合,尤其是当控股股东面对外部来源 CFO 时,两者之间更需要协调和保持行动一致,以促使 CFO 帮助大股东实行掏空,这就需要一定的收买行为。因此从逻辑上来说,为了顺利实现控股股东的掏空动机,如果外部来源 CFO 的薪酬水平更高,就会更容易帮助控股股东实现掏空。

假设 3a:其他条件不变,有掏空动机的控股股东面对外部来源的 CFO 时,有更强的收买动机,即外部来源 CFO 的薪酬水平更高,其更有可能正向影响大股东的掏空行为。

此外,已有文献表明控股股东能对高管人员的任免起到关键作用,控股股东兼任 CEO 为大股东掏空创造了更大的空间(石水平,2010)。因此,当实际控股股东兼任 CEO 时,如果其具有掏空动机和行为,则更容易实现,也不会需要外部来源 CFO 的更多配合;但其不直接担任 CEO 时,则会倾向于收买行为,这体现在当控股股东不兼任 CEO 时,CFO 薪酬水平的提高会对掏空行为有显著影响。

假设 3b:当控股股东不兼任 CEO 时,CFO 薪酬水平的提高会促使其帮助大股东实现掏空。

独立董事制度是否是解决我国公司治理问题的有效机制,这一问题一直饱受争议。Hermalin 和 Weisbach(1988)认为独立董事比例是由公司治理结构决定的内生性变量,研究表明在多数情况下,独立董事的治理效果并不理想,独立董事并不能对股东权益起到较好的保护作用(Jensen,1993;叶康涛等,2011)。我国上市公司的独立董事普遍采取固定报酬制,这既无法保证和企业无利益关系的独立董事能付出全力,也无法保证和股东形成代理关系的独立董事不会被大股东以及管理层收买。已有文献侧重于独立董事在公司治理方面的作用,但是不同于股权分散的英美国家,在股权高度集中、资本市场发展不成熟、缺乏有效的独立董事制约机制的中国,非执行董事对公司治理的作用更值得关注,因为非执行董事代表除实际控制人外的股东利益,更关心公司资源掏空情况,因此这一指标更能反映公司治理水平。由大股东和有一定影响力的中小股东直接推举委派的非执行董事占大部分公司董事会的 1/3 以上,不管从人数还是与管理层的独立性上看,相对于独立董事,非执行董事都在董事会中有更大的话语权,对管理层的治理效果更好,监督动机更强。

在控制独立董事作用的前提下,非执行董事对管理层的盈余平滑有明显的抑制作用,这种抑制作用和股权制衡度正相关(陆正飞等,2015)。吴淑琨等(2001)发现,非执行董事的

引入对管理层监督有积极的影响,能提高企业绩效;非执行董事比例与所处行业无关,与第一大股东持股比例负相关,这从侧面反映出可以通过提高非执行董事比例、降低第一大股东持股比例来改善公司治理机制。王斌等(2015)更细化地分析了非执行董事中的大股东非执行董事,发现大股东非执行董事超额席位率越高即大股东介入董事会的程度越高,董事会的独立性越低,从而成为大股东攫取私利的工具,降低董事会的治理效率。实际上,当公司聘用外部来源的 CFO 时,意味着控股股东对高管层的控制成本更高,而外部来源的 CFO 也有可能是其他影响股东发挥作用的重要渠道,在这种情况下,非执行董事比例的提升才可能会约束控股股东掏空行为。但从总体上来说,非执行董事和股权制衡在民营上市公司中往往很难制约大股东掏空行为。基于此,本文对非执行董事在约束控股股东掏空方面的影响的假设是不确定的。

三、实证研究设计

(一)样本选择和数据来源

本文以 2008~2014 年沪、深两市我国 A 股民营上市公司作为研究样本,并依据以下原则进行筛选:①剔除金融行业上市公司,因为金融行业具有特殊性,与其他制造业企业有很大的不同;②剔除上市时间不满一年的公司,因为这些企业刚上市,可能存在 IPO 效应;③剔除 CFO 来源不详或无法进行交叉查询比对得以确认的公司;④剔除 ST 公司和其他公司治理数据无法获取的样本。共计获得了 3928 个具有准确 CFO 内外部来源背景的有效民营上市公司样本,再剔除其他变量存在缺失的公司,最终得到所有变量均完整的样本共 2515 个。为了控制极端值对回归结果的影响,对计量模型中的连续变量 1% 以下和 99% 以上的分位数进行了缩尾处理(Winsorize)。本文的研究数据主要来源于 CSMAR 数据库,其中,CFO 内外部来源和其他个体特征数据主要来源于 CSMAR 管理者特征数据库和 Wind 高管资料深度分析数据库。另外,还有部分 CFO 背景数据通过百度、和讯财经网和巨潮资讯网等途径进行交叉查询比对后确认整理。

(二)计量模型与变量说明

$$\text{Problem}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CFO_Source}_{i,t} + \alpha_2 \text{CFO_Gender}_{i,t} + \alpha_3 \text{CFO_Pay}_{i,t} + \alpha_4 \text{Governance}_{i,t} + \alpha_5 \sum \text{CEO}_{i,t} + \alpha_6 \sum \text{Others_Controls}_{i,t} + \mu \quad (1)$$

在式(1)中:Problem 表示所要研究的被解释变量,具体包括以超额销售管理费用衡量的内部委托代理问题(SG&A)和以资金占用衡量的控股股东掏空变量(OOAR)。在解释变量中,CFO_Source 是 CFO 内外部来源的虚拟变量,CFO_Gender 是 CFO 性别变量,CFO_Pay 表示 CFO 的年度货币薪酬。控制变量(Governance)包括股权制衡、独立董事比例和非执行董事比例等其他公司治理机制变量,CEO 代表了包括 CEO 性别、年龄和货币薪酬等控制变量,Others_Controls 则是公司规模等其他公司特征变量。具体的变量定义和

□ 改革与发展

说明在表1中报告。

表1 变量定义

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 变量描述 |
|------|------------|------------|--|
| 因变量 | 超额管理费用 | SG&A | 计算得到实际销售管理费用与期望销售管理费用差额 |
| | 大股东掏空 | OOAR | 其他应收款/总资产 |
| 自变量 | CFO 内外部来源 | CFO_Source | 当 CFO 为外部来源时,取值为 1,否则为 0 |
| | CFO 性别 | CFO_Gender | 当 CFO 性别为女性时,取值为 1,男性为 0 |
| | CFO 年度货币薪酬 | CFO_Pay | CFO 年度货币报酬总额的自然对数 |
| 控制变量 | 股权制衡 | Z | 第二大股东持股比例与第一大股东持股比例的比值 |
| | 独立董事比例 | Indp | 独立董事人数/董事会人数 |
| | 非执行董事比例 | Nonexe | 非执行董事人数/董事会人数 |
| | 实际控制人影响力 | Duality | 实际控制人兼任民营上市公司 CEO,取值为 1,否则为 0 |
| | CFO 年龄 | CFO_Age | CFO 的年龄 |
| | CFO 受教育程度 | Education | 本科以下取值为 1,本科取值为 2,硕士研究生取值为 3,博士研究生取值为 4 |
| | CEO 年龄 | CEO_Age | CEO 的年龄 |
| | CEO 性别 | CEO_Gender | 当 CEO 为女性时,取值为 1,男性为 0 |
| | CEO 年度货币报酬 | CEO_Pay | CEO 报告期报酬总额的自然对数 |
| | 民营化上市方式 | Direct | 民营企业直接上市,取值为 1,否则为 0 |
| | 公司规模 | Size | 总资产自然对数 |
| | 资产利润率 | ROA | 净利润/[(年初总资产+年末总资产)/2] |
| | 时间效应 | Year | 7 个研究年度,取 6 个年份虚拟变量 |
| | 行业效应 | Ind | 以证监会行业分类标准进行划分,其中制造业进一步划分了二级子行业,共设置 20 个行业虚拟变量 |

1. 以公司超额销售管理费用衡量的在职消费(SG&A)。衡量内部委托代理问题的隐性收入或在职消费数据难以直接获得,但是它们最可能隐藏于公司的销售管理费用之中,因此本文以调整后的超额销售管理费用(SG&A)为因变量,构建如下计量模型:

$$SG\&A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_Source_{i,t} + \beta_2 Gender_{i,t} + \beta_3 Controls_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

这里需要说明的是,本文对超额管理费用(SG&A)进行

了较为准确的度量,借鉴已有研究思路,以现有数据库可获得的公开数据为来源,构建期望销售管理费用的估计模型。采用此方法的主要原因是可以直接利用已有公开数据,避免了数据获得的过高成本和手工搜集整理可能带来的误差。此外,该方法将企业的销售管理费用进行相应的扣除之后与高管在职消费支出高度相关,能够较为准确地衡量公司内部委托代理问题。本文对民营上市公司销售管理费用的计量以销售收入进行了标准化处理:

$$\overline{SG\&A} = \alpha_0 + \alpha_1 SALES_{i,t} + \alpha_2 SALES_{i,t} \times DECR_DUM_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 PAYMNG_{i,t} + \alpha_5 EFFI_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 BOARD_{i,t} + \eta_1 IND + \eta_2 YEAR + \delta \quad (3)$$

模型(3)右侧的变量分别为:公司当期销售收入的自然对数(SALES)、收入下降期哑变量(DECR_DUM)、以企业总资产自然对数衡量的公司规模(SIZE)、企业员工的平均工资水平(PAYMNG)、企业资产周转率(EFFI)、企业资产负债率(LEV)和以公司董事人数衡量的董事会规模(BOARD),同时在模型中控制了行业(IND)和年份(YEAR)的虚拟变量。

具体计算超额管理费用的步骤为:首先,利用模型(3)对本文2008~2014年A股民营上市公司数据进行分行业回归,估计出方程的各个系数;然后,将每一上市公司观测值的各项指标代入构建的模型,计算出期望销售管理费用;最后,用实际发生的销售管理费用减去期望销售管理费用(SG&A),从而得到每个样本的超额销售管理费用(SG&A)。

2. 大股东掏空变量(OOAR)。大股东主要通过现金股利、关联交易和资金占用三种途径侵占中小股东权益。披露的关联交易可能是公司的正常往来交易,也可能是大股东的恶意侵占而受到人为操控与隐瞒,因此其净额并不能真实衡量大股东掏空程度(马曙光等,2005)。大部分学者认为在这三种途径中,资金占用能更好地反映大股东掏空的程度,因为大股东掏空行为主要表现为大股东故意占用公司资金。李增泉等(2004)把资金占用划分为经营性资金占用和非经营性资金占用,经营性资金占用涉及应收账款以及预付账款中的关联交易部分,非经营性资金占用涉及其他应收款的关联交易部分。基于已有研究和数据可得性的考虑,本文将“其他应收款/总资产”作为大股东掏空的代理变量。

3. 董事构成变量。董事会构成的数据来自CSMAR数据库,按照职务类别的十位编码,先根据是否在本公司任具体职务将董事分为执行董事与外部董事,然后把外部董事分为独立董事和非执行董事。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计与分析

表2报告了2515个民营上市公司样本的主要变量描述性统计结果。从中可以发现,约41%的民营上市公司聘用外部来源的CFO,其中约34%是女性。CFO薪酬间的差距很大,最大值为最小值的1.64倍,标准差高达0.6988。企业间的股

权制衡差异同样较大,第2大股东持股比例与第1大股东持股比例的比值最小仅为0.16%。企业中独立董事人数占董事会人数的比例约为37%,非执行董事约占29%。绝大部分的民营上市公司存在控股股东兼任CEO的情况,占比高达77%。少数企业任命女性CEO,比例仅为6%。不管是超额管理费用、CEO的薪酬、CEO或CFO的年龄还是公司规模,不同企业间都存在较大差异,标准差分别为0.2265、0.7548、6.8349、6.4114和0.9688。

表2 主要变量的描述统计

| 变量 | 观测值 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|------------|------|---------|--------|---------|---------|
| SG&A | 2515 | 0.7136 | 0.2265 | -0.2071 | 9.1012 |
| CFO_Source | 2515 | 0.4143 | 0.4927 | 0 | 1 |
| CFO_Gender | 2515 | 0.3383 | 0.4719 | 0 | 1 |
| CFO_Pay | 2515 | 12.4318 | 0.6988 | 9.1378 | 14.9469 |
| Z | 2515 | 0.3544 | 0.2769 | 0.0016 | 1 |
| Indp | 2515 | 0.3704 | 0.0506 | 0.1819 | 0.6667 |
| Nonexe | 2515 | 0.2934 | 0.1519 | 0 | 0.8889 |
| Duality | 2515 | 0.7714 | 0.4200 | 0 | 1 |
| CFO_Age | 2515 | 43.5984 | 6.4114 | 28 | 67 |
| Education | 2515 | 2.0191 | 0.7471 | 1 | 4 |
| CEO_Age | 2515 | 47.6934 | 6.8349 | 25 | 72 |
| CEO_Gender | 2515 | 0.0644 | 0.2456 | 0 | 1 |
| CEO_Pay | 2515 | 12.9503 | 0.7548 | 9.7981 | 15.3779 |
| Direct | 2515 | 0.2068 | 0.4051 | 0 | 1 |
| Size | 2515 | 21.5356 | 0.9688 | 18.6395 | 25.4592 |
| ROA | 2515 | 0.0452 | 0.0611 | -0.7943 | 1.7058 |

(二) 回归结果与分析

1. CFO 内外部来源、性别与民营上市公司内部委托代理问题。在家族控股民营上市公司中,控股股东和CEO大多来自家族内部,尤其是两职兼任时,内部委托代理问题并不严重。但是,由于“道德风险”和“逆向选择”的存在,经理层(代理人)的管理决策可能违背股东(委托人)的利益,由此引发代理问题。在家族控股民营上市公司中,委托人缺少对代理人的有效监管,来自家族内部的控股股东和部分竞争力不足的管理层占据公司重要岗位也可能不利于缓解内部委托代理问题,降低企业绩效(魏志华等,2012)。为了考查CFO内外部来源、性别的影响,尤其是当控股股东和CEO两职兼任时对以超额销售管理费用为衡量标准的内部委托代理问题的影响,以及公司治理中的董事会治理机制或股权制衡是否能够起到抑制高管在职消费的代理问题,本文对模型(1)进行了回归,表3是详细的回归结果。

首先,表3的第(1)列考查了CFO内外部来源、性别对超额销售管理费用的影响。可以发现,CFO内外部来源的系数为-0.0010,但并不显著,说明外部来源的CFO并未抑制超额销售管理费用,不能起到缓解内部委托代理问题的作用。可

表3 CFO 内部外来源、性别与民营上市公司超额销售管理费用(SG&A)的回归结果

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|--------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| | 全样本 | If CFO_Source =1 | If CFO_Source =0 | If Duality =1 | If Duality =0 |
| CFO_Source | -0.000966 (-0.10) | | | -0.00226 (-0.20) | -0.00165 (-0.13) |
| CFO_Gender | -0.0240** (-2.50) | -0.0300 (-1.40) | -0.0141* (-1.91) | -0.0143 (-1.21) | -0.0419*** (-3.36) |
| CFO_Pay | 0.0166 (1.64) | 0.0145 (0.69) | 0.0361*** (4.50) | 0.0319** (2.55) | 0.0101 (0.79) |
| Z | 0.00437 (0.26) | -0.0205 (-0.59) | -0.00896 (-0.68) | -0.00843 (-0.41) | -0.00625 (-0.29) |
| Indp | -0.0237 (-0.25) | -0.107 (-0.49) | -0.0545 (-0.79) | 0.00802 (0.07) | -0.530*** (-4.16) |
| Nonexe | -0.0465 (-1.47) | -0.0995 (-1.41) | 0.0215 (0.90) | -0.0555 (-1.40) | 0.0439 (1.16) |
| Duality | 0.0158 (1.35) | 0.0382 (1.38) | 0.0146* (1.66) | | |
| CFO_Age | 0.00279*** (3.85) | 0.00785*** (4.73) | -0.000495 (-0.90) | 0.00329*** (3.72) | -0.000309 (-0.30) |
| Education | 0.00567 (0.88) | 0.0219 (1.60) | 0.00256 (0.51) | 0.0133* (1.69) | -0.00223 (-0.26) |
| CEO_Age | -0.000154 (-0.23) | -0.00101 (-0.69) | -0.000758 (-1.48) | -0.000926 (-1.15) | -0.000306 (-0.34) |
| CEO_Gender | 0.000303 (0.02) | -0.0322 (-0.88) | -0.00253 (-0.16) | -0.0333 (-1.55) | 0.0925*** (3.08) |
| CEO_Pay | 0.0279*** (3.06) | 0.0167 (0.85) | 0.0182** (2.56) | 0.0131 (1.16) | 0.0381*** (3.29) |
| Direct | 0.0161 (1.30) | 0.0907*** (3.14) | -0.0259*** (-2.91) | 0.0435*** (2.59) | -0.0386*** (-3.19) |
| Size | -0.0121** (-2.18) | -0.0194* (-1.70) | -0.00945** (-2.31) | -0.0143** (-2.12) | -0.0155** (-2.52) |
| ROA | -0.189** (-2.51) | 0.131 (0.72) | -0.165*** (-2.98) | 0.173 (1.54) | -0.369*** (-5.37) |
| Industry | Yes | No | No | No | No |
| Year | Yes | No | No | No | No |
| F | 4.42 | 3.16 | 8.58 | 4.30 | 7.16 |
| Adj R ² | 0.0903 | 0.0282 | 0.0672 | 0.0232 | 0.1518 |
| Obs | 2515 | 1042 | 1473 | 1940 | 575 |

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,括号内数值表示t值,下同。

能原因是身为代理人的CFO和身为委托人的股东间的目标函数不一致,外部来源的CFO常为了自身利益最大化而不关注内部委托代理问题,这与假设1相一致。CFO性别的系数为-0.0240,且在5%的水平上显著,这表明女性CFO对抑制在职消费等有积极的作用,可能是由于女性CFO在财务管理中倾向于用稳健代替冒险,减少利己机会主义行为,这不仅验证了假设2,而且与王霞等(2011)的研究结果相一致。CFO年度货币薪酬的回归系数为0.0166,但并不显著,这表明

□ 改革与发展

CFO 并不完全会被由控股股东所控制的董事会和 CEO 收买,从而影响在职消费。

为了进一步分析内外部来源和实际控制人的影响,分别以 CFO 的内外部来源和实际控制人是否兼任 CEO 为标准对样本进行分组。由第(2)和(3)列可以看出,不同于外部来源的 CFO,当 CFO 是内部来源时,性别的回归系数为-0.0141,且在 10%的水平上显著,此时,CFO 年度货币薪酬的系数为 0.0361,且在 1%的水平上显著,这表明与外部来源的女性 CFO 相比,内部来源的女性 CFO 更能抑制在职消费。但是,内部来源的 CFO 薪酬越高,内部委托代理问题越严重,可能是由于内部来源的 CFO 关注自身薪酬水平的提高而无视在职消费等内部代理问题。由第(4)和(5)列的结果可以看出,分组前后 CFO 内外部来源的系数仍是不显著的,只有当实际控制人不兼任 CEO 时,CFO 性别的系数才在 1%的水平上显著为负,且负相关性为全样本的近 2 倍。由此可以看出,当实际控制人和 CEO 两职分离时,女性 CFO 对于在职消费积极的监督作用才能真正得到发挥,有利于减少“花瓶高管”的现象。只有当实际控制人和 CEO 合二为一时,CFO 年度货币薪酬的系数(0.0319)才在 5%的水平上显著为正,这表明当实际控制人兼任 CEO 时,CFO 更有可能为获取较高货币薪酬而被收买,加重企业内部委托代理问题。

就控制变量而言,在全样本以及分组前后,股权制衡和非执行董事比例的回归系数均不显著,这表明两者不能起到缓解内部委托代理问题的作用。只有当实际控制人不兼任 CEO 时,独立董事比例的回归系数才在 1%的水平上显著为负,即实际控制人不兼任 CEO 更利于独立董事监督职能的发挥。CFO 年龄的系数除当 CFO 是内部来源以及实际控制人和 CEO 不兼任时不显著外,其余都是在 1%的水平上显著为正,说明 CFO 年龄越大,越不利于减少在职消费,可能的原因是年龄越大的 CFO 会更多地考虑自身福利待遇,而且工作经历及人生阅历的积累让其能更好地处理和高管层的“人际关系”。CFO 受教育程度、CEO 年龄等都与超额销售管理费用无显著相关性。

2. CFO 内外部来源、性别与民营上市公司大股东掏空问题。为了验证大股东的掏空行为是否会受到 CFO 的约束,CFO 内外部来源的不同和个体特征的差异是否会对其产生重要影响,CFO 是否会被收买而参与掏空,以及股权制衡或董事会治理机制是否能够起到抑制大股东掏空的作用,本文以“其他应收款/总资产”(OOAR)作为因变量,考查了 CFO 内外部来源、性别、薪酬对其的影响。回归结果如表 4 所示。

从表 4 的第(1)列可以看出,CFO 内外部来源、性别和薪酬的系数都为负,但都不显著(分别为-0.0013、-0.0008 和 -0.0006),这说明来自家族内外部 CFO 与大股东掏空之间并没有显著的抑制或推动的相关关系。性别和大股东掏空同样没有显著的相关性,女性 CFO 对于抑制大股东掏空没有

表 4 CFO 来源、性别与大股东掏空(OOAR)的回归结果

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|--------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 全样本 | If CFO_Source =1 | If CFO_Source =0 | If Duality =1 | If Duality =0 |
| CFO_Source | -0.00127 (-1.27) | | | -0.000501 (-0.53) | 0.00304 (0.94) |
| CFO_Gender | -0.000826 (-0.81) | -0.00151 (-0.88) | 0.00159 (1.18) | 0.000284 (0.29) | -0.00280 (-0.88) |
| CFO_Pay | -0.000609 (-0.57) | 0.00489*** (2.90) | 0.000731 (0.50) | -0.0000443 (-0.04) | 0.00931*** (2.84) |
| Z | -0.000735 (-0.41) | -0.00533* (-1.91) | -0.000196 (-0.08) | -0.000289 (-0.17) | -0.0112** (-2.01) |
| Indpt | -0.00180 (-0.18) | -0.0315* (-1.80) | 0.0197 (1.57) | -0.00149 (-0.16) | 0.0309 (0.95) |
| Nonexe | 0.00229 (0.68) | -0.0223*** (-3.95) | 0.0123*** (2.82) | 0.00112 (0.34) | -0.00757 (-0.78) |
| Duality | -0.00358*** (-2.88) | -0.00694*** (-3.14) | -0.00150 (-0.94) | | |
| CFO_Age | 0.0000889 (1.15) | 0.000104 (0.78) | -0.0000149 (-0.15) | 0.0000798 (1.08) | -0.000223 (-0.86) |
| Education | 0.00177*** (2.57) | 0.00111 (1.02) | 0.00334*** (3.65) | 0.00297*** (4.54) | 0.00175 (0.81) |
| CEO_Age | 0.000163** (2.30) | 0.000284** (2.42) | -0.0000419 (-0.45) | 0.0000600 (0.90) | 0.000295 (1.27) |
| CEO_Gender | 0.00191 (0.96) | 0.00245 (0.84) | 0.00289 (1.03) | 0.000621 (0.35) | 0.0145* (1.89) |
| CEO_Pay | -0.00273*** (-2.82) | -0.00452*** (-2.87) | -0.00196 (-1.51) | -0.00219** (-2.33) | -0.00634** (-2.14) |
| Direct | 0.00188 (1.43) | 0.00321 (1.39) | 0.00593*** (3.63) | 0.00944*** (6.77) | -0.00275 (-0.89) |
| Size | 0.00107* (1.82) | 0.00209** (2.30) | 0.000519 (0.69) | 0.00260*** (4.62) | -0.00215 (-1.36) |
| ROA | -0.0267*** (-3.33) | -0.0606*** (-4.19) | -0.0230** (-2.27) | -0.0438*** (-4.70) | -0.0251 (-1.43) |
| Industry | Yes | No | No | No | No |
| Year | Yes | No | No | No | No |
| F | 7.57 | 7.10 | 4.41 | 10.65 | 1.69 |
| Adj R ² | 0.1846 | 0.0883 | 0.0315 | 0.0719 | 0.0167 |
| Obs | 2515 | 1042 | 1473 | 1940 | 575 |

产生积极的作用,这与 Kanter(1977)和 Kolev(2012)的研究结论相似,即女性董事中部分“花瓶董事”的存在无助于改善公司价值,仅为迎合董事会多元化要求。

进一步地,分别以 CFO 的内外部来源和实际控制人是否兼任 CEO 进行了分组。由表 4 的第(2)和(3)列可以看出,CFO 性别的回归系数仍是不显著的,但是当 CFO 是外部来源时,CFO 薪酬的系数在 1%的水平上显著为正(0.0049),可能原因是外部来源的 CFO 更需要新环境下的认同感和各种关系的维系,更有可能接受控股股东的收买,增加了 CFO 利用自身权力配合大股东侵占的机会主义行为,这与假设 3a 一致。第(4)和(5)列显示,与全样本相比,当以实际控制人是否

与CEO合二为一为标准分组后,CFO内外部来源、性别的回归系数仍是不显著的。当实际控制人与CEO两职不兼任时,CFO薪酬的系数在1%的水平上显著为正,这表明当实际控制人与CEO两职分离时,CFO可能被收买而参与大股东掏空行为,这不仅验证了假设3b,还与石水平(2010)的研究结果一致。

就控制变量而言,全样本中股权制衡、独立董事比例和非执行董事比例的回归系数都不显著,这表明三者不能起到抑制大股东掏空行为的作用。而在以CFO内外部来源分组的回归中,结果显示,在CFO是外部来源的情况下,非执行董事比例、股权制衡和实际控制人两职兼任的系数均显著为负;在CFO是内部来源的情况下,非执行董事比例的系数在1%的水平上显著为正,股权制衡以及实际控制人两职兼任的系数均不显著。这表明在CFO是外部来源的情况下,非执行董事比例、股权制衡、实际控制人两职兼任能很好地起到抑制掏空行为的作用;在CFO是内部来源的情况下,非执行董事反而助长了大股东掏空行为。

当以实际控制人是否与CEO合二为一为标准分组后,独立董事比例、非执行董事比例的系数仍是不显著的。当实际控制人与CEO两职不兼任时,股权制衡的系数变为在5%的水平上显著为负,这表明第二大股东持股比例与第一大股东持股比例的比值越大,大股东对中小股东利益的侵占越会受到抑制。CFO受教育程度在全样本中在5%的水平上显著为正,表明CFO的学历越高,参与掏空的可能性越大,且这种正相关性在CFO是内部来源以及实际控制人兼任CEO时表现得更为明显。CEO薪酬的系数均显著为负,说明CEO所获报酬越多,越能抑制大股东的掏空行为。这是因为CEO更加重视自身声誉,也有可能是因为CEO知道掏空行为会对企业绩效和发展产生严重负面影响从而减少其绩效薪酬,因此其会减轻掏空程度。此外,CFO年龄、CEO性别与大股东掏空行为并没有显著的相关性。

五、研究结论与启示

本文以2008~2014年我国A股民营上市公司的数据为考查样本,实证分析了CFO的内外部来源、性别及薪酬对于民营上市公司内部委托代理问题及大股东掏空行为的影响。研究发现:①外部来源的CFO并不能起到约束公司超额销售管理费用的作用,不能缓解内部委托代理问题;②女性CFO可以有效缓解民营上市公司的内部委托代理问题,降低公司的超额销售管理费用;当CFO是内部来源以及实际控制人和CEO两职分离时,更利于女性CFO缓解内部委托代理问题职能的发挥;③外部来源CFO的薪酬水平越高,越有可能被实际控制人收买,从而配合大股东掏空行为;当实际控制人不兼任CEO时,CFO薪酬水平的提高会促使其帮助大股东实施掏空行为。

本文的研究不仅为CFO的选择提供了依据,为民营上

市公司治理机制的完善提供了较为全面的经验证据,而且揭示了高管内外部来源、性别和薪酬在公司治理机制和财务决策中的作用。本文的研究启示为:一方面,民营上市公司要注重实际控制人职能的发挥,注重其兼任CEO时给公司运营和管理带来的影响;另一方面,女性CFO对于降低民营上市公司的超额销售管理费用具有积极作用,能帮助企业缓解内部委托代理问题。此外,民营上市公司应重视股权制衡的作用,合理的股权制衡机制能发挥一定的治理效应。

本文也存在一定的局限性。CFO内外部来源以及背景特征的数据是手工收集的,由于客观条件限制,实际控制人和CFO之间联系的数据难以取得,这可能对本文的研究结论有一定影响。同时,本文仅考查了CFO货币薪酬变量的影响,受到样本数量和数据可得性的限制,未能对CFO的股票期权激励问题进行研究。这些局限也是后期研究的方向。

主要参考文献:

Feng M., Ge W., Luo S.. Why do CFOs become involved in material accounting manipulations? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2011(1).

周方召,潘鹏杰. 控股股东、投资者法律保护和公司价值研究综述:基于不对称股权结构视角[J]. 外国经济与管理, 2011(12).

Lutz E., Schraml S.. Family firms: Should they hire an outside CFO? [J]. Journal of Business Strategy, 2011(1).

李小荣,刘行. CEO vs CFO:性别与股价崩盘风险[J]. 世界经济, 2012(12).

Kolev G. I.. Underperformance by female CEOs: A more powerful test [J]. Economics Letters, 2012(2).

Huang J., Kisgen D. J.. Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? [J]. Journal of Financial Economics, 2013(3).

刘丽琬,张国清. 女性董事改善了企业会计稳健性吗?——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2015(2).

王霞,薛跃,于学强. CFO的背景特征与会计信息质量——基于中国财务重述公司的经验证据[J]. 财经研究, 2011(9).

Francis B., Hasan I., Wu Q.. The impact of CFO gender on bank loan contracting [J]. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 2013(1).

周泽将,刘文惠,刘中燕. 女性高管对公司财务行为与公司价值的影响研究述评[J]. 外国经济与管理, 2012(2).

叶康涛,祝继高,陆正飞等. 独立董事的独立性:基于董事会投票的证据[J]. 经济研究, 2011(1).

作者单位:江南大学商学院,江苏无锡214122