

CFO 权力与企业债务违约

何 瑛 宋康宁 张宇扬

摘要：本文从组织权力、专家权力、声誉权力、所有权权力四方面构建CFO综合权力指数，基于2008~2017年沪深A股数据，分析了CFO权力对企业债务违约概率的影响及作用机制。研究结果显示，CFO权力越大，企业债务违约概率越低，在控制内生性影响后，该结论仍然成立。进一步研究发现，具有较大权力的CFO通过降低业绩波动性和缓解融资约束来抑制企业发生债务违约。本文从CFO权力视角拓展了债务违约影响因素研究，对企业完善人力资源制度安排和降低债务违约风险具有一定的借鉴价值。

关键词：CFO权力；债务违约；业绩波动；融资约束

中图分类号：F275 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2020)02-0039-15

一、引言

债务违约会给企业利益相关者群体带来一系列负面影响，不仅可能使企业自身和股东承受投资受限(Chava和Roberts, 2008；张玮倩和方军雄, 2017)，再融资成本和重组成本增加(Beneish和Press, 1993；Roberts和Sufi, 2009)等代价，还可能给债权人带来本息损失，并使其需要付出较大的追偿时间成本，如果形成大规模债务违约，还将引发社会流动性压力、信用体系脆弱等连锁反应。在外部环境复杂严峻和宏观经济下行压力加大的背景下，如何控制债务违约风险是我国企业和资本市场关注的重要话题。已有文献基于理性人假设下的委托代理理论、有限理性假设下的高阶梯队理论以及非理性人假设下的行为金融理论，研究了管理者治理结构、背景特征、行为偏好与企业债务违约风险的关系(Simpson和Gleason, 1999；韩立岩和李

慧, 2009；姜付秀等, 2009)。这些研究多将管理者界定为企业CEO或董事长，较少关注财务总监(Chief Financial Officer, 简称CFO)对企业债务违约的影响。

作为高管团队重要成员和企业财务部门负责人，CFO不仅管理企业的财务、会计等工作，也积极参与企业的业务发展决策与战略制定。CFO能否充分履行其职责，在经营管理和企业治理中发挥积极作用，除了受到CFO个人能力和背景特质的影响(Li等, 2010；Ge等, 2011；王福胜和程富, 2014)，还在很大程度上取决于CFO在企业中的权力和地位(Finkelstein, 1992；向锐, 2015；蒋德权等, 2018)。一方面，CFO行使财务管理和战略支持职能时可能会遇到一些障碍，CFO权力较大时，能更好地发挥其决策、执行、监督职能；另一方面，管理者权力本身就是一种激励机制，权力较大的CFO将更有动力积极参与企业管理决策，降低企业经营和财务风险。

收稿日期：2020-01-09

基金项目：教育部人文社会科学基金项目(19YJA630025)

作者简介：何 瑛，北京邮电大学经济管理学院教授，博士生导师；

宋康宁，北京邮电大学经济管理学院硕士研究生；

张宇扬，北京邮电大学经济管理学院讲师，经济学博士。

基于上述分析,本文将要探讨的主要问题为:CFO权力强度对企业债务违约概率是否具有显著影响?CFO权力影响企业债务违约概率的传导路径有哪些?本文基于委托代理理论、高阶梯队理论和管理者权力理论,从组织权力、专家权力、声誉权力、所有权权力四方面构建CFO综合权力指数,从债务违约视角理论推演CFO权力的经济后果,并以2008~2017年中国A股上市公司为研究样本,实证检验了CFO权力影响企业债务违约的客观表现及传导路径。本文的研究为CFO权力影响企业行为与绩效提供了新的研究支持,丰富了高阶梯队理论与管理者权力理论相关文献;同时,本文采用手工收集的已发生的债务违约数据,在现有对企业财务困境、债务违约风险的研究基础上,拓展了实质性债务违约影响因素的相关研究。

二、文献综述与研究假设

(一)文献综述

为识别债务违约风险进而防止发生违约损失,学者从宏观、中观、微观层面对企业债务违约的影响因素展开研究。宏观层面,经济波动会显著影响债券信用风险,经济萎靡时期以及通货膨胀率增大时,企业违约概率较大(Altman和Hotchkiss,1993;周宏等,2011)。中观层面,我国债券市场长期存在政府隐性担保,使得国企债券信用风险较低(韩鹏飞和胡奕明,2015)。在债券市场“刚性兑付”逐步弱化趋势下,债券违约可能性增大(聂新伟,2017)。微观层面,除探讨企业现金流量、盈利能力、偿债能力等财务指标对企业违约风险的甄别作用,学者们亦从公司治理、资源禀赋、管理者特征等角度展开研究。公司治理方面,股权集中的大股东既可以有效监督管理者,减少管理者机会主义行为,也可能通过寻租损害债权人利益,增大企业违约风险(Ashbaugh-Skaife等,2006;仇荣国和张建华,2010)。较高的信息透明度与会计信息质量能够降低企业与债权人之间的信息不对称,有利于企业加强自我约束,降低债务违约风险(于富生和张敏,2007;张兴亮和夏成才,2015)。资源禀赋方面,企业政治关联、社会网络对企业债务违约概率具有显著影响(张敏等,2010;许浩然和荆新,2016)。管理者特征方面,现有文献主要以CEO和董事长为研究对象,认为管理者个人背景特征特别是年龄和学历对企业信用风险存在负向影响(马九杰等,2004;仇荣国和张建华,2010);而管理者普遍存在的过度自信特征使其偏好更为激进的投融资决策,导致企业扩张速度更快、短期负债占比更高,加大了企业陷入财务困境的可能性(姜付秀等,2009;刘柏和王一博,2017)。

CFO是现代企业制度的产物,负责企业财务规划与信

息披露,并行使决策、执行与监督职能。围绕委托代理理论与高阶梯队理论,现有研究从CFO职能安排、背景特征、权力地位等方面探讨了CFO对企业财务信息质量、投融资决策及企业绩效的影响。CFO兼任内部董事能帮助董事会更好地履行监督职能,有效监督制约CEO盈余管理动机,提高企业会计稳健性与财务报告质量(Bedard等,2014);缓解管理层与股东和董事会之间的信息不对称,提高企业投资效率,减轻过度投资对企业未来经营绩效的负向影响(向锐,2015);提高企业财务灵活性,加快资本结构调整速度(Mobbs,2018)。CFO性别、学历、年龄、任期、专业背景以及个人风格等个人背景特征会显著影响企业现金持有、会计政策和会计信息质量(Ge等,2011;李小荣等,2013;王福胜和程富,2014)。此外,管理层权力是影响团队决策的重要因素。Feng等(2011)研究发现,当CEO权力较为集中时,CFO会迫于CEO压力而参与会计操纵。CEO与CFO任期交错对降低企业盈余管理水平具有积极作用(姜付秀等,2013)。Florackis和Sainani(2018)检验了CFO权力对企业现金持有策略的影响,研究结果显示CFO权力较大的企业因其相对较弱的预防动机,以及在信贷紧缩期间获取外部融资能力较强而能够持有较少的现金。基于中国制度情境,陈汉文与刘思义(2016)、蒋德权等(2018)从CFO在高管团队中的排序出发,认为较高地位的CFO能更好履行管理职能,优化财务决策,降低股价崩盘风险。

综上所述,企业债务违约影响因素的相关研究由定量到定性、由后期财务预测指标向前期非财务特征延伸。以管理者特征为着眼点,现有研究多聚焦于CEO与董事长对企业违约风险的影响。随着CFO职能不断深化,CFO权力地位对企业行为绩效的影响开始受到学术界关注。本文将基于高阶梯队理论与管理者权力理论,从组织权力、专家权力、声誉权力、所有权权力四方面构建CFO综合权力指数,探讨CFO权力对企业债务违约的影响及内在作用机制,以期对这一领域的深入研究有所启示。

(二)研究假设

适度合理的投资活动、持续稳定的获现能力和融资支持是企业偿债能力的根本保障。CFO权力的提升能够提高其财务执行力,充分利用信息优势与专业技能参与企业战略决策与经营管控,降低企业经营不确定性,约束企业非理性投资活动,制定科学的融资决策,最终降低企业债务违约风险。具体而言,本文从经营、投资、融资三方面阐述CFO权力的作用路径。

第一,从经营决策视角出发,业绩波动性是衡量企业违约风险的重要经营指标,其综合了公司治理状况、代理

问题、信息风险等因素。业绩波动性越高,企业债务违约概率越高(张瑞君和李小荣,2012)。一方面,权力较大的CFO能够更好地统筹协调各部门信息流动,提高信息质量,加强管理层对企业的经营监控,降低业绩波动风险。影响决策理论认为,信息质量会影响管理决策的质量及其结果(Gallemore和Labro,2015)。管理者对企业经营状况的把控需要充分的信息作为支撑,除了财务信息,还包括其他职能部门所掌握的业务信息。当CFO权力较大时,CFO能够通过自身地位或通过正式性制度安排要求其他部门提供相关信息(陈汉文和刘思义,2016),减少财务部门的跨部门沟通障碍,提高信息获取效率和质量。财务部门的高质量内部信息整合能帮助管理者实时分析经营进展,应对不确定性,进而减轻业绩波动敏感性。另一方面,CEO权力是企业业绩波动的重要影响因素,CEO决策权集中会加大企业业绩波动风险(Adams等,2005),CFO权力加大时,其能在经营决策中制衡CEO专权,发挥集体决策对稳定公司业绩的积极作用,从而降低企业债务违约风险。

第二,从投资决策视角出发,过度投资是导致企业现金流紧张,发生债务违约的重要内因(徐朝辉和周宗放,2016)。拥有较大权力的CFO能够更好地参与战略决策,从风险收益角度就投资项目可行性充分发表意见,抑制企业过度投资。首先,相较于业务部门倾向于夸大项目收益以增加资源分配,CFO更能从全局出发,运用自身财务专业知识对投资项目现金流、收益率进行具体分析测算,控制项目风险。CFO权力较大时,其建议将被赋予更大权重,更容易被管理层及董事会采纳,提高投资决策可行性,降低企业非效率投资带来的债务违约风险。其次,委托代理理论与行为金融学理论认为,CEO的自利动机与过度自信特征可能会使其盲目追求企业规模扩张,高估投资项目收益、低估风险,由此带来企业过度投资问题(Jensen,1986;Malmendier和Tate,2005)。过度投资将侵蚀企业现金流,增大企业未来财务风险(姜付秀等,2009;徐朝辉和周宗放,2016)。CFO权力较大时,能够有效监督并约束CEO自利行为与非理性决策;而且,权力距离缩小能够使CFO与CEO更好地沟通配合,督促CEO正视投资项目进展过程中反馈的负面信息,及时终止投资损失。综合以上分析,CFO权力增强有助于减少企业非理性投资决策,降低企业违约风险。

第三,从融资决策视角出发,融资困难往往是企业发生实质性债务违约的直接外部原因。具有较大权力的CFO能够增强企业内外部融资能力,缓解企业融资约束,降低企业债务违约风险。首先,CFO权力能够通过提升企业会计信息质量(Bedard等,2014;刘永丽,2015),降低企业

与资本市场、债权人之间的信息不对称,从而降低企业股权和债务融资成本,缓解企业融资约束。其次,权力较大的CFO所拥有的声誉与资源禀赋使其具有较强的外部融资能力,更有能力和意愿帮助企业开拓外部融资渠道(Florackis和Sainani,2018),利用其社会资源为企业带来融资便利,防止企业发生债务违约。最后,CFO权力较大时,能够对涉及专业判断的融资决策做出优化选择,避免出现财务杠杆过高、短贷长投等问题,兼顾风险与收益。

需要注意的是,CFO本身作为受托代理人,CFO超额权力亦可能伴随着权力寻租行为,如从个人利益出发进行盈余管理、制定非效率财务决策等,最终会损害公司价值。但相比CEO而言,CFO权力受到更多的制约,并且风险管理是CFO的重要职责,CFO普遍具有较高的风险意识,基于此,从债务违约角度出发,本文认为CFO权力增强的积极作用将远大于其负面影响。

基于以上分析,我们提出以下假设:CFO权力强度越大,企业发生债务违约概率越低。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取2008~2017年中国A股上市公司的混合截面数据为初始研究样本。根据国内上市公司实际披露情况,我们通过检索“CFO、首席财务官、财务总监、总会计师、财务负责人、财务部经理、财务机构负责人”等具体职位名称来判断并提取上市公司CFO数据。同时,为确保研究数据的代表性和准确性,我们剔除了金融行业上市公司样本以及CFO特征数据、财务数据、公司治理数据缺失的公司样本。经过上述筛选,共得到2666家公司的16952个公司年度观察值。为降低极端值对研究结论的影响,对所有连续变量进行了1%和99%水平上的缩尾(Winsorize)处理。本文样本数据来源如下:(1)CFO权力特征数据来自CSMAR数据库“上市公司人物特征”专栏,并通过手工检索公司年报和新浪财经等网站进行补充;(2)公司债务违约数据来自Wind数据库;(3)公司治理及财务数据来自CSMAR数据库。

(二) 研究变量

1. CFO权力指数(CFOPower)

参考Finkelstein(1992)构建的管理者权力模型,本文从组织权力(兼任情况、任期、年龄)、专家权力(学历、专业认证、审计工作经历)、声誉权力(是否兼任外部董事、兼任外部董事数量)、所有权权力(是否持股、持股比例)四个维度来刻画CFO权力强度,具体细分为如下十项度量指标(如表1所示)。

表1 CFO权力的维度指标

| 权力维度 | 变量名称 | 符号 | 变量定义 |
|-------|--------|---------|---|
| 组织权力 | 兼任情况 | Title | 若CFO兼任内部董事、副总经理等较高职位,取值为1,否则为0 |
| | 任期 | Tenure | CFO任职时间的自然对数,以月为单位 |
| | 年龄 | Age | CFO年龄的自然对数 |
| 专家权力 | 学历 | Degree | CFO学历为中专及中专以下赋值为1,大专为2,本科为3,硕士研究生为4,博士研究生为5 |
| | 专业认证 | CPA | 若CFO具备CPA或ACCA专业资格,取值为1,否则为0 |
| | 审计工作经历 | Audit | 若CFO具有会计师事务所或审计局工作经历,取值为1,否则为0 |
| 声誉权力 | 兼任外部董事 | Partime | 若CFO在其他公司董事会担任职务,取值为1,否则为0 |
| | 兼任董事数量 | OutDir | CFO担任外部董事的公司数量 |
| 所有权权力 | 是否持股 | Stock | 若CFO持有公司股票,取值为1,否则为0 |
| | 持股比例 | Share | CFO持有股票数量占总股本比例 |

(1)CFO兼任情况(Title):CFO在经理层或董事会任职,能够通过频繁的会议和互动与CEO和其他董事会成员建立更强的联系,提高CFO在公司战略决策中的影响力。(2)CFO任期(Tenure):CFO任期越长,对公司内外部经营环境及战略方向越熟悉,其积累的行业经验和公司内部关系网络越丰富,个人威信越高;且更加熟悉高管团队其他成员的认知和行为模式,因此更能得到其他高管成员的积极配合。(3)CFO年龄(Age):高管需要有足够的能力、经验和信心影响公司战略决策,而这些品质往往会随着时间推移逐渐积累。(4)CFO学历(Degree):受教育程度反映了CFO专业技术水平与认知能力。CFO受教育程度越高,其专业水平越高,结识的精英阶层越广,外部信息获取与整合能力越强,提出决策建议的参考价值越大。(5)专业认证(CPA):高管施加影响力的潜在权威来自其专业水平、知识技能等管理资源。CPA和ACCA资质是对财务人员知识技能水平的专业认定,持有这些资质证书的CFO更具有专业权威。(6)审计工作经历(Audit):审计工作的规范性要求审计人员具备充分的财务专业知识和职业素养。具有审计工作经历的CFO具备较强的业务处理和风险识别能力,在企业财务管理和风险管控中具有更大话语权。(7)CFO兼任外部董事(Partime):从劳动力市场角度看,兼任外部董事通常表明该高管作为某一领域专家而享有较高的声誉,不仅会增强其在董事会中的可信度和影响力,也使其职业发展更少依赖于CEO。(8)CFO兼任外部董事数量(OutDir):CFO在外兼职数量越多,其可能拥有的社会资源越多,对制度环境中不确定信息的吸收处理能力越强,在企业中能够掌握更多决策权。(9)CFO是否持股(Stock):管理者持股是降低公司代理成本的有效激励

方式。CFO持有公司股票,会在一定程度上激励其权力的发挥。(10)CFO持股比例(Share):CFO持股数越多,越能减轻董事会对管理层的制约和影响,也越有动力充分行使其职责。

为减少测量误差并避免多重共线性问题,本文对十项明细指标进行主成分分析,提取累计方差贡献率大于80%的主成分因子,将各主成分因子与对应方差贡献率加权求和,最终得到衡量CFO权力的综合指标CFOPower。

2. 债务违约(DEFAULT)

债务违约是指债务人无法按照合同条款向债权人偿还债务的行为,包括债券违约、贷款逾期、票据到期未兑付等表现形式。借鉴陈婧等(2018)研究,本文对被解释变量债务违约的衡量,依据上市公司披露的债务纠纷诉讼公告进行判定。本文从Wind数据库提取2008~2017年沪深两市全部A股上市公司披露的诉讼仲裁数据,手工处理如下:(1)根据“案件名称”,筛选诉讼类型为“借款(合同)纠纷”“借贷纠纷”“金融借款(合同)纠纷”“贷款纠纷”“票据纠纷”“欠款纠纷”“债权债务纠纷”“债务纠纷”的样本。(2)剔除本公司作为原告的样本。(3)剔除本公司作为被告,但法院驳回原告上诉的样本。(4)剔除本公司作为担保方(非第一被告)而被诉请承担连带担保责任的样本。(5)剔除被告为本公司母公司、参股公司或其他大股东的样本。(6)剔除本公司与被告存在其他关联关系,但无直接控股关系的样本。(7)剔除子公司、孙公司于被收购前发生违约的诉讼样本。最后,我们根据案件详情及年报中债务逾期信息,将债务违约时间由公告日期调整至实际违约日期。

上述筛选过程中,从Wind数据库中提取的债务诉讼原始披露数据共2701条,筛选后的有效样本为1401条,

将同一公司同一年份违约数据进行合并,转换为公司一年度债务违约样本 236 条。与 CFO 及公司财务数据进行匹配后,由于变量滞后及数据遗漏问题,违约样本有所删减。

3. 其他控制变量(Control)

参考现有债务违约领域文献,企业的经营绩效、现金流水平、股权融资能力、公司治理水平等因素都会影响企业债务契约履行,因此本文在模型中加入如下控制变量:盈利能力(ROA)、财务杠杆(LEV)、企业规模(SIZE)、固定资产占比(TANG)、经营现金流(CF)、股权集中度(TOP1)、董事长CEO两职合一(DUAL)、产权性质(SOE)以及年度(YEAR)与行业(IND)。

具体变量定义如表2所示。

(三)研究模型设定

为考察 CFO 权力对企业债务违约概率的影响,本文设定回归模型(1)对主假设进行检验:

$$\begin{aligned} \text{DEFAULT}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{CFOPower}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{ROA}_{i,t-1} \\ & + \alpha_3 \text{LEV}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{SIZE}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{TANG}_{i,t-1} \\ & + \alpha_6 \text{CF}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{TOP1}_{i,t-1} + \alpha_8 \text{SOE}_{i,t-1} \\ & + \alpha_9 \text{DUAL}_{i,t-1} + \text{YEAR} + \text{IND} + \varepsilon_{i,t-1} \end{aligned} \quad (1)$$

由于 CFO 参与财务管理活动对债务违约的影响具有滞后性,同时为消除部分内生性影响,本文对模型中自变量和控制变量采取滞后一期处理。因变量 $\text{DEFAULT}_{i,t}$ 为第 t 期的债务违约哑变量; $\text{CFOPower}_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 期的 CFO 权力指数;其余均为第 $t-1$ 期的相应控制变量。在模型(1)的回归中,我们同时在公司层面对标准误进行了聚类调整。如果本文的主假设成立, $\text{CFOPower}_{i,t-1}$ 的系数 α_1 应显

著为负。

四、描述性统计

表3报告了样本数据的描述性统计结果。(1)因变量 DEFAULT 的均值为 0.009,约有 0.9% 的样本公司发生并在公告中披露了债务违约诉讼情况,说明我国上市公司收到违约诉讼并自主披露的债务违约事件相对较少。(2)CFO 权力指标中,组织权力方面,42.4% 的 CFO 在公司中兼任副总经理、董事等职位,CFO 平均年龄约为 45 岁,CFO 任期平均值为 54.8 个月。专家权力方面,学历的均值为 3.180,CFO 平均学历水平为本科,24.2% 的 CFO 具有 CPA 等资格,14% 的 CFO 从事过专业审计工作。声誉权力方面,31.2% 的 CFO 在其他公司兼任董事职位,兼职数量差异较大,最少 0 家,最多高达 28 家。所有权权力方面,28.8% 的 CFO 持有本公司股票,但持股比例较低,CFO 平均持股 0.1%。这些 CFO 特征数据与薛爽等(2012)的研究基本相似。(3)公司经营与财务数据方面,样本公司平均总资产收益率为 3.8%,平均资产负债率 46.2%,不同行业公司固定资产投资相差较大,平均固定资产占比 23.5%,经营现金净流量约为总资产的 4.2%。(4)公司治理方面,样本公司中国有企业占比 45.1%,第一大股东平均持股 34.7%,股权集中度呈现较高水平,22.1% 的样本公司中 CEO 和董事长为同一个人。

表4报告了债务违约、CFO 权力与控制变量间的相关性检验结果,左下方和右上方分别为 Pearson 相关系数和 Spearman 相关系数。由该表可以看出,CFO 权力与公司债务违约在 1% 水平上显著负相关,符合本文的理论预测。其

表2 变量名称及定义

| 变量类型 | 变量名 | 变量符号 | 变量解释 |
|-------|--------|----------|---------------------------|
| 被解释变量 | 是否债务违约 | DEFAULT | 企业发生债务违约赋值为1,否则为0 |
| 解释变量 | CFO 权力 | CFOPower | 主成分分析合成 CFO 权力指数 |
| 控制变量 | 盈利能力 | ROA | 企业净利润除以总资产 |
| | 财务杠杆 | LEV | 企业总负债除以总资产 |
| | 企业规模 | SIZE | 企业期末总资产的自然对数 |
| | 固定资产占比 | TANG | 企业固定资产净值除以总资产 |
| | 经营现金流 | CF | 企业经营活动现金净流量除以总资产 |
| | 股权集中度 | TOP1 | 第一大股东持股比例 |
| | 两职合一 | DUAL | CEO 和董事长为同一人则赋值为 1, 否则为 0 |
| | 产权性质 | SOE | 国有企业取值为 1, 民营及外资企业取值为 0 |
| | 年度 | YEAR | 年度虚拟变量 |
| 行业 | IND | 行业虚拟变量 | |

他控制变量间的相关系数绝对值大部分低于0.3,最大值为0.410,表明本文的模型设定不存在严重的多重共线性问题。

根据CFO权力中位数进行分组,表5报告了CFO权力较大组与CFO权力较小组的企业在债务违约和企业特征方面的差异情况。从结果可以看出,CFO权力较小组债务违约率为1.2%,而CFO权力较大的组债务违约率为0.5%,T值为4.858,违约水平差异明显。上述结果初步说明了CFO权力较大的公司债务违约概率相对较低。此外,权力较大的CFO也更多出现在盈利能力(ROA)强、负债率(LEV)低、资产规模(SIZE)大、固定资产占比(TANG)低、现金流(CF)充足的公司中,关于此问题,本文将在内生性检验中进一步分析验证。

五、实证结果

我们以CFO权力作为解释变量,实证检验其对企业债务违约的影响,分别采用最小二乘OLS和Logistic模型对

主假设进行回归,表6报告了模型(1)的回归结果。列(1)和列(3)为没有控制行业和年度固定效应的回归结果,列(2)和列(4)为控制了行业和年度固定效应的回归结果。结果显示,自变量CFO权力的回归系数均显著为负,主假设得到支持,表明CFO权力增大能够显著降低企业债务违约发生概率。

控制变量方面,盈利能力ROA系数显著为负,说明盈利能力强的企业发生债务违约概率较低;财务杠杆LEV系数显著为正,说明企业财务杠杆越高,债务违约概率越大;大股东持股TOP1系数显著为负,说明第一大股东持股比例越高,债务违约概率越低。上述结果符合我们的预期,也与已有文献的研究结论一致。

六、进一步分析

根据前文理论分析,业绩波动、过度投资、融资约束是CFO权力影响企业债务违约概率的三条潜在作用路径。具有较大权力的CFO可能通过降低企业经营业绩波动、抑

表3 描述性统计

| 变量 | 观测值 | 均值 | 中位数 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|---------------------------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| DEFAULT _{i,t} | 16 952 | 0.009 | 0 | 0.093 | 0 | 1 |
| CFO权力相关指标 | | | | | | |
| CFOPower _{i,t-1} | 16 952 | -0.001 | -0.053 | 0.386 | -0.890 | 5.113 |
| Title _{i,t-1} | 16 952 | 0.424 | 0 | 0.494 | 0 | 1 |
| Tenure _{i,t-1} | 16 952 | 3.713 | 3.850 | 0.825 | 1.609 | 5.481 |
| Age _{i,t-1} | 16 952 | 3.806 | 3.807 | 0.140 | 3.296 | 4.263 |
| Degree _{i,t-1} | 16 952 | 3.180 | 3 | 0.749 | 1 | 5 |
| CPA _{i,t-1} | 16 952 | 0.242 | 0 | 0.428 | 0 | 1 |
| Audit _{i,t-1} | 16 952 | 0.140 | 0 | 0.347 | 0 | 1 |
| Partime _{i,t-1} | 16 952 | 0.312 | 0 | 0.463 | 0 | 1 |
| OutDir _{i,t-1} | 16 952 | 0.561 | 0 | 1.526 | 0 | 28 |
| Stock _{i,t-1} | 16 952 | 0.288 | 0 | 0.453 | 0 | 1 |
| Share _{i,t-1} | 16 952 | 0.001 | 0 | 0.010 | 0 | 0.377 |
| 控制变量 | | | | | | |
| ROA _{i,t-1} | 16 952 | 0.038 | 0.034 | 0.059 | -0.191 | 0.221 |
| LEV _{i,t-1} | 16 952 | 0.462 | 0.459 | 0.214 | 0.050 | 0.967 |
| SIZE _{i,t-1} | 16 952 | 22.079 | 21.930 | 1.285 | 19.313 | 25.940 |
| TANG _{i,t-1} | 16 952 | 0.235 | 0.201 | 0.172 | 0.002 | 0.720 |
| CF _{i,t-1} | 16 952 | 0.042 | 0.041 | 0.075 | -0.198 | 0.251 |
| TOP1 _{i,t-1} | 16 952 | 0.347 | 0.327 | 0.150 | 0.084 | 0.750 |
| SOE _{i,t-1} | 16 952 | 0.451 | 0 | 0.498 | 0 | 1 |
| DUAL _{i,t-1} | 16 952 | 0.221 | 0 | 0.415 | 0 | 1 |

表 4 相关性分析

| | DEFAULT _{i,t} | CFOPower _{i,t-1} | ROA _{i,t-1} | LEV _{i,t-1} | SIZE _{i,t-1} | TANG _{i,t-1} | CF _{i,t-1} | TOP _{i,t-1} | SOE _{i,t-1} | DUAL _{i,t-1} |
|---------------------------|------------------------|---------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
| DEFAULT _{i,t} | 1 | -0.042*** | -0.096*** | 0.073*** | -0.032** | 0.023*** | -0.043*** | -0.036*** | 0.005 | 0.002 |
| CFOPower _{i,t-1} | -0.040*** | 1 | 0.147*** | -0.098*** | 0.138*** | -0.095*** | 0.032*** | -0.051*** | -0.114*** | 0.079*** |
| ROA _{i,t-1} | -0.130*** | 0.134*** | 1 | -0.385*** | 0.033*** | -0.142*** | 0.367*** | 0.089*** | -0.134*** | 0.050*** |
| LEV _{i,t-1} | 0.084*** | -0.106*** | -0.375*** | 1 | 0.410*** | 0.034*** | -0.164*** | 0.077*** | 0.272*** | -0.132*** |
| SIZE _{i,t-1} | -0.032*** | 0.134*** | 0.071*** | 0.383*** | 1 | -0.013* | 0.037*** | 0.225*** | 0.278*** | -0.135*** |
| TANG _{i,t-1} | 0.023*** | -0.102*** | -0.151*** | 0.086*** | 0.056*** | 1 | 0.272*** | 0.070*** | 0.165*** | -0.057*** |
| CF _{i,t-1} | -0.043*** | 0.031*** | 0.360*** | -0.177*** | 0.040*** | 0.246*** | 1 | 0.093*** | 0.033*** | -0.017** |
| TOP _{i,t-1} | -0.034*** | -0.063*** | 0.102*** | 0.073*** | 0.263*** | 0.077*** | 0.091*** | 1 | 0.236*** | -0.073*** |
| SOE _{i,t-1} | 0.005 | -0.128*** | -0.106*** | 0.270*** | 0.291*** | 0.200*** | 0.032*** | 0.234*** | 1 | -0.272*** |
| DUAL _{i,t-1} | 0.002 | 0.082*** | 0.035*** | -0.130*** | -0.131*** | -0.072*** | -0.017** | -0.077*** | -0.272*** | 1 |

注：左下方为 Pearson 相关系数，右上方为 Spearman 相关系数；*、** 与 *** 分别表示系数在 10%、5% 和 1% 水平上显著

表 5 CFO 权力的分组对比

| 变量 | CFO 权力较小组 | | CFO 权力较大组 | | 双侧均值 t 检验 | |
|------------------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|---------|
| | 观测值 | 均值 | 观测值 | 均值 | 样本均值差异 | T 值 |
| DEFAULT _{i,t} | 8 476 | 0.012 | 8 476 | 0.005 | 0.007*** | 4.858 |
| ROA _{i,t-1} | 8 476 | 0.032 | 8 476 | 0.045 | -0.013*** | -13.901 |
| LEV _{i,t-1} | 8 476 | 0.481 | 8 476 | 0.443 | 0.037*** | 11.417 |
| SIZE _{i,t-1} | 8 476 | 21.937 | 8 476 | 22.222 | -0.285*** | -14.532 |
| TANG _{i,t-1} | 8 476 | 0.248 | 8 476 | 0.222 | 0.026*** | 9.683 |
| CF _{i,t-1} | 8 476 | 0.040 | 8 476 | 0.044 | -0.004*** | -3.477 |

注：*、** 与 *** 分别表示系数在 10%、5% 和 1% 水平上显著

制企业过度投资、缓解企业融资约束来降低企业债务违约概率。本文借鉴温忠麟等(2004)的中介效应检验法对上述三项作用机制进行中介效应检验,设定路径模型如(2)~(4)所示:

$$\begin{aligned}
 \text{DEFAULT}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{CFOPower}_{i,t-1} \\
 & + \sum_{k=2}^9 \alpha_k \text{Control}_{i,t-1} + \text{YEAR} + \text{IND} + \varepsilon_{i,t-1}
 \end{aligned} \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
 \text{Mediator}_{i,t-1} = & \beta_0 + \beta_1 \text{CFOPower}_{i,t-1} \\
 & + \sum_{k=2}^9 \beta_k \text{Control}_{i,t-1} + \text{YEAR} + \text{IND} + \varepsilon_{i,t-1}
 \end{aligned} \tag{3}$$

$$\begin{aligned}
 \text{DEFAULT}_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{CFOPower}_{i,t-1} + \gamma_2 \text{Mediator}_{i,t-1} \\
 & + \sum_{k=3}^{10} \gamma_k \text{Control}_{i,t-1} + \text{YEAR} + \text{IND} + \varepsilon_{i,t-1}
 \end{aligned} \tag{4}$$

其中, DEFAULT_{i,t} 为企业债务违约哑变量, CFOPower_{i,t-1} 为 CFO 权力指数, Control_{i,t-1} 为控制变量, 详见表 2。 Mediator_{i,t-1} 代表经营业绩波动 (SDroa_{i,t-1})、过度投资 (Overinv_{i,t-1}) 和融资约束 (KZ_{i,t-1}) 三个中介变量, 具体衡量方式如下: (1)

业绩波动 (SDroa): 最近三年企业资产净利率 (ROA) 的移动标准差。SDroa 数值越大, 代表企业业绩波动率越大。

(2) 过度投资 (Overinv): 根据 Richardson (2006) 的模型, 拟合企业的预期投资金额, 估算实际投资与预期投资的残差, 以残差大于零的数值表示过度投资偏离度 (Overinv), Overinv 数值越大, 代表企业过度投资越严重。(3) 融资约束 (KZ): 应用 Kaplan 和 Zingales (1997) 构建的 KZ 指数来衡量公司面临的融资约束程度, KZ 指数越大, 表示融资约束程度越高。

中介效应检验过程如下: 第一步, 通过模型 (2) 进行总效应检验, 系数 α_1 代表自变量 CFO 权力 (CFOPower_{i,t-1}) 对因变量企业债务违约概率 (DEFAULT_{i,t}) 的总效应, 如果 α_1 显著, 则继续第二步的检验, 否则停止检验。第二步, 通过模型 (3) 和模型 (4) 进行中介效应检验, 观察系数 β_1 、 γ_2 是否显著, $\beta_1 \times \gamma_2$ 为中介变量对企业债务违约概率 (DEFAULT_{i,t}) 的中介效应。若 β_1 、 γ_2 均显著, 执行第三步; 若 β_1 、 γ_2 至少有一个不显著, 执行第四步。第三步, 观察模

表6 CFO权力与企业债务违约概率：主效应回归结果

| | OLS 回归 | | Logistic 回归 | |
|---------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | DEFAULT _{it} | | DEFAULT _{it} | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| CFOPower _{i,t-1} | -0.004** (-2.24) | -0.003* (-1.83) | -0.748*** (-2.65) | -0.673** (-2.34) |
| ROA _{i,t-1} | -0.160*** (-5.87) | -0.165*** (-5.74) | -9.965*** (-6.88) | -10.855*** (-6.81) |
| LEV _{i,t-1} | 0.029*** (4.71) | 0.031*** (4.53) | 2.384*** (4.51) | 2.369*** (4.18) |
| SIZE _{i,t-1} | -0.003*** (-3.21) | -0.002** (-2.05) | -0.078 (-0.97) | 0.007 (0.07) |
| TANG _{i,t-1} | 0.002 (0.38) | -0.007 (-1.13) | 0.298 (0.56) | -0.529 (-0.90) |
| CF _{i,t-1} | 0.011 (0.75) | 0.010 (0.67) | -1.357 (-1.00) | -1.531 (-1.03) |
| SOE _{i,t-1} | -0.002 (-1.10) | -0.003* (-1.82) | -0.088 (-0.47) | -0.211 (-1.11) |
| TOPI _{i,t-1} | -0.000** (-2.02) | -0.000** (-2.56) | -0.017** (-2.30) | -0.021*** (-2.75) |
| DUAL _{i,t-1} | 0.001 (0.74) | 0.002 (0.81) | 0.154 (0.69) | 0.149 (0.64) |
| constant | 0.068** (3.70) | 0.060*** (2.82) | -3.819** (-2.22) | -4.658** (-2.40) |
| IND | 未控制 | 控制 | 未控制 | 控制 |
| YEAR | 未控制 | 控制 | 未控制 | 控制 |
| N | 16 952 | 16 952 | 16 952 | 14 354 |
| Adj.R ² | 0.0210 | 0.0241 | | |
| Pseudo R ² | | | 0.1532 | 0.1827 |

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)调整后的t值/z值

型(4)中CFO权力(CFOPower_{i,t-1})系数 γ_1 , γ_1 为CFO权力(CFOPower_{i,t-1})对企业债务违约概率(DEFUALT_{it})的直接效应。若 β_1 、 γ_2 显著, γ_1 不显著, 则中介变量发挥完全中介效应; 若系数 β_1 、 γ_1 、 γ_2 均显著, 则中介变量发挥部分中介效应。第四步, 进行Sobel检验, 若Sobel值显著, 则中介效应存在, 否则中介效应不存在。在实证过程中, 我们采用stata 15软件中的Sgmediation命令进行中介效应检验, 中介效应的显著性指标Sobel Z值由软件自动给出, 此处不再列示具体计算方式。

(一)经营业绩波动中介效应检验

表7列示了业绩波动(SDroa)对CFO权力与企业债务

违约概率的中介效应检验结果。从结果可见, 在路径模型(3)中, CFO权力(CFOPower_{i,t-1})的回归系数为-0.5055, 并且在1%水平上显著。表明CFO权力与业绩波动呈现显著负相关关系, CFO权力越大, 企业业绩波动率越低。在路径模型(4)中, 当把中介因子业绩波动率加入原模型后, CFO权力(CFOPower_{i,t-1})的回归系数降低至-0.0026(不显著), 业绩波动的回归系数为0.0016, 且在1%水平上显著。最后Sobel检验的Z值为-5.02, 在1%水平上显著。检验结果表明, CFO权力对债务违约概率的影响在业绩波动路径上存在完全中介效应。中介效应占总效应的比例为 $(-0.5055) \times 0.0016 / (-0.0034) = 23.8\%$ 。

表 7 CFO 权力与企业债务违约概率：业绩波动中介效应检验

| | 模型 (2) | 模型 (3) | 模型 (4) |
|--------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | DEFAULT _{it} | SDroa _{it-1} | DEFAULT _{it} |
| CFOPower _{it-1} | -0.0034* (-1.73) | -0.5055*** (-6.09) | -0.0026 (-1.32) |
| SDroa _{it-1} | | | 0.0016*** (8.84) |
| ROA _{it-1} | -0.1679*** (-11.41) | -6.2463*** (-9.93) | -0.1580*** (-10.73) |
| LEV _{it-1} | 0.0300*** (6.88) | 3.0916*** (16.61) | 0.0251*** (5.72) |
| SIZE _{it-1} | -0.0020*** (-2.75) | -0.7865*** (-25.67) | -0.0007 (-0.99) |
| TANG _{it-1} | -0.0072 (-1.38) | 0.2952 (1.33) | -0.0076 (-1.48) |
| CF _{it-1} | 0.0105 (0.97) | -1.1481** (-2.48) | 0.0123 (1.14) |
| SOE _{it-1} | -0.0033** (-1.98) | -0.3654*** (-5.13) | -0.0027 (-1.63) |
| TOPI _{it-1} | -0.0001*** (-2.79) | -0.0007 (-0.30) | -0.0001*** (-2.78) |
| DUAL _{it-1} | 0.0016 (0.90) | -0.0645 (-0.84) | 0.0017 (0.96) |
| constant | 0.0593*** (3.91) | 20.5509*** (31.66) | 0.0267 (1.71) |
| IND | 控制 | 控制 | 控制 |
| YEAR | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 16 952 | 16 952 | 16 952 |
| Adj.R ² | 0.0239 | 0.1047 | 0.0283 |
| Sobel Z | | -5.02*** | |

表 8 CFO 权力与企业债务违约概率：过度投资中介效应检验

| | 模型 (2) | 模型 (3) | 模型 (4) |
|--------------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|
| | DEFAULT _{it} | Overinv _{it-1} | DEFAULT _{it} |
| CFOPower _{it-1} | -0.0046* (-1.86) | -0.0020 (-1.36) | -0.0045* (-1.83) |
| Overinv _{it-1} | | | 0.0270 (1.31) |
| ROA _{it-1} | -0.1306*** (-6.38) | 0.0072 (0.59) | -0.1308*** (-6.39) |
| LEV _{it-1} | 0.0045 (0.78) | -0.0030 (-0.87) | 0.0046 (0.79) |
| SIZE _{it-1} | -0.0001 (-0.10) | -0.0008 (-1.44) | -0.0001 (-0.08) |
| TANG _{it-1} | -0.0071 (-1.03) | 0.0018 (0.44) | -0.0072 (-1.04) |
| CF _{it-1} | 0.0226 (1.52) | 0.0250*** (2.80) | 0.0220 (1.48) |
| SOE _{it-1} | -0.0020 (-0.91) | -0.0085*** (-6.54) | -0.0017 (-0.80) |
| TOPI _{it-1} | -0.0001** (-2.13) | -0.0000 (-0.45) | -0.0001** (-2.13) |
| DUAL _{it-1} | -0.0001 (-0.03) | 0.0018 (1.37) | -0.0001 (-0.05) |
| constant | 0.0593*** (3.91) | 0.0692*** (12.71) | 0.0565*** (3.71) |
| IND | 控制 | 控制 | 控制 |
| YEAR | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 6 561 | 6 561 | 6 561 |
| Adj.R ² | 0.0093 | 0.0293 | 0.0094 |
| Sobel Z | | -0.94 | |

此外,我们还应用 Bootstrap 法重复抽样 1 000 次,对中介效应再次检验,以得到更为准确的标准误。数据结果显示,间接效应(indirect effect)置信区间为(-0.0012, -0.0004),区间不包含 0,说明业绩波动的中介效应显著;同时,自变量对因变量的直接效应(direct effect)置信区间(-0.0058, 0.0007)包含 0,说明 CFO 权力对债务违约概率的直接效应不显著,这一结果验证了经营业绩波动的完全中介效应成立。上述结果说明,权力较大的 CFO 所具有的专业素养及信息优势使其对企业经营风险有着更为清晰的认知,通过加强经营管控,显著降低了经营业绩波动性,并进而降低了企业债务违约概率。

(二)过度投资中介效应检验

表 8 列示了过度投资(Overinv)对 CFO 权力与企业债务违约概率的中介效应检验结果。在模型(3)中,CFO 权力(CFOPower_{it-1})的回归系数为-0.0020,表明 CFO 权力与企业过度投资水平呈负相关关系,但不显著;在模型(4)中,中介因子过度投资回归系数为 0.0270,表明企业过度投资会增加企业债务违约概率,仍不显著。Sobel 检验的 Z 值为-0.94,未通过显著性检验。CFO 权力通过抑制过度投资降低债务违约概率的中介效应不成立,原因可能有:首先,投资决策导致债务违约的中介效应会受到融资约束等因素的影响。其次,过度投资对债务违约的影响

表9 CFO权力与企业债务违约概率：融资约束中介效应检验

| | 模型(2) | 模型(3) | 模型(4) |
|--------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | DEFAULT _{it} | KZ _{it-1} | DEFAULT _{it} |
| CFOPower _{it-1} | -0.0043** (-2.23) | -0.1728*** (-7.93) | -0.0040** (-2.08) |
| KZ _{it-1} | | | 0.0017** (2.45) |
| ROA _{it-1} | -0.2032*** (-14.75) | -9.7879*** (-63.21) | -0.1868*** (-12.20) |
| SIZE _{it-1} | 0.0001 (0.10) | -0.0339*** (-4.62) | 0.0001 (0.19) |
| TANG _{it-1} | -0.0054 (-1.05) | 0.7257*** (12.43) | -0.0064 (-1.22) |
| CF _{it-1} | 0.0052 (0.48) | -3.7041*** (-30.39) | 0.0114 (1.02) |
| SOE _{it-1} | -0.0025 (-1.48) | 0.1686*** (9.01) | -0.0028* (-1.66) |
| TOPI _{it-1} | -0.0002*** (-3.10) | -0.0061*** (-10.57) | -0.0001*** (-2.88) |
| DUAL _{it-1} | 0.0014 (0.79) | -0.0285 (-1.42) | 0.0015 (0.82) |
| constant | 0.0305** (2.09) | 2.3742*** (14.44) | 0.0271* (1.84) |
| IND | 控制 | 控制 | 控制 |
| YEAR | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 16 952 | 16 952 | 16 952 |
| Adj.R ² | 0.0208 | 0.3960 | 0.0215 |
| Sobel Z | | -2.34** | |

表10 CFO权力与企业债务违约概率：PSM检验

| | OLS回归 | Logistic回归 |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | DEFAULT _{it} | DEFAULT _{it} |
| TREAT _{it-1} | -0.003* (-1.77) | -0.431** (-1.97) |
| ROA _{it-1} | -0.157*** (-5.23) | -12.090*** (-7.19) |
| LEV _{it-1} | 0.022*** (3.70) | 1.880*** (2.97) |
| SIZE _{it-1} | -0.001* (-1.67) | 0.033 (0.34) |
| TANG _{it-1} | -0.011* (-1.73) | -0.972 (-1.41) |
| CF _{it-1} | 0.015 (1.24) | -0.926 (-0.68) |
| SOE _{it-1} | -0.003** (-2.00) | -0.279 (-1.27) |
| TOPI _{it-1} | -0.000*** (-3.19) | -0.031*** (-3.53) |
| DUAL _{it-1} | 0.002 (1.21) | 0.254 (1.05) |
| constant | 0.050*** (2.68) | -4.417** (-2.08) |
| IND | 控制 | 控制 |
| YEAR | 控制 | 控制 |
| N | 14 825 | 12 445 |
| Adj.R ² | 0.0206 | |
| Pseudo R ² | | 0.1871 |

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)调整后的t值

可能存在周期更长的滞后效应。最后，投资可分为相关多元化投资和非相关多元化投资，其对债务违约的影响不尽相同，所以投资路径的研究尚需细化，这也是后续研究的方向之一。

(三) 融资约束中介效应检验

表9列示了融资约束(KZ)对CFO权力与企业债务违约概率的中介效应检验结果。由于KZ指数的计算中使用了资产负债率(LEV)指标且权重较大，两者共线性较强，因此我们将LEV从控制变量中删除，其余控制变量保持不变。总效应模型(2)中，自变量CFO权力与因变量债务违约的负相关关系在5%水平显著成立。路径模型(3)中，CFO权力(CFOPower_{it-1})的回归系数为-0.1728，且在1%水平上显著。表明CFO权力与融资约束程度呈显著负

相关关系，CFO权力越大，企业融资约束程度越低。路径模型(4)中，当把中介因子融资约束加入原模型后，融资约束的回归系数为0.0017，且在5%水平上显著，CFO权力(CFOPower_{it-1})的回归系数降低至-0.0040，仍在5%水平显著。最后Sobel检验的Z值为-2.34，在5%水平上显著。检验结果表明，CFO权力对债务违约的影响在融资约束路径上存在部分中介效应。中介效应占总效应的比例为(-0.1728) × 0.0017 / (-0.0043) = 6.8%。

我们应用Bootstrap法抽样1000次进行再次检验。数据结果显示，融资约束的间接效应(indirect effect)置信区间为(-0.0005, -0.00002)，区间不包含0，说明融资约束的

中介效应显著；自变量对因变量的直接效应 (direct effect) 置信区间 (-0.0071, -0.0009) 不包含 0, 说明 CFO 权力对债务违约概率亦存在直接效应。这一结果验证了融资约束在 CFO 权力对债务违约概率的影响中发挥部分中介作用。

这一结果表明, 具有较大权力的 CFO 能够通过提高企业内外部融资能力, 缓解融资约束, 进而降低企业债务违约概率。一方面, 经验丰富的 CFO 会利用自己在财务管理方面的经验和资源, 通过多种财务决策的综合安排来增强企业的财务柔性, 合理维持企业资金流动性。另一方面, 权力较大的 CFO 有着良好的声誉与社会资源, 成为企业融资信用的隐形背书, 帮助企业缓解融资紧张。

七、稳健性检验

为增强本文研究结论稳健性, 我们采用倾向得分匹配法 (PSM)、Heckman 两阶段模型缓解模型可能存在的内生性问题, 并更换债务违约变量的衡量方式以及实证模型进行再次检验。

(一) 内生性检验

在表 5 中, 我们发现 CFO 权力强度差异与企业财务及治理水平差异同步存在, 因此本文 CFO 权力与企业债务违约概率负相关的检验结果并不能确认为 CFO 权力降低了企业债务违约概率, 而可能是因为违约概率较低的企业更有能力聘用综合素质高的 CFO 且倾向于赋予 CFO 更大内部权力, 即企业自身经营和治理水平 (而不是 CFO 权力强度) 降低了企业债务违约概率, 模型可能存在自选择问题。为此, 本文采用以下方法对模型内生性问题进行纠正, 重新测试 CFO 权力对企业债务违约的影响。

1. 倾向得分匹配法 (PSM)

首先, 我们以 CFO 综合权力指数 (CFOPower) 的中位数为基准, 将全部样本分为处理组 (TREAT) 与控制组两个子样本。当 CFO 综合权力指数大于中位数时, TREAT 取 1, 否则为 0。随后我们根据用控制变量所估计的倾向得分, 运用最邻近匹配法进行样本匹配。为保证所有处理组都能匹配到对照组样本, 我们在匹配过程中采用了有放回的抽样方法。

表 10 列示了用 PSM 配对样本进行 OLS 和 Logistic 回归的检验结果。TREAT 的估计系数分别在 10% 和 5% 水平显著为负, 表明在使用配对方法控制样本差异后, “CFO 权力越大, 企业债务违约概率越低” 的结论仍然成立。

2. Heckman 两阶段模型

首先, 我们构建一个企业聘用高权力 CFO 的 Logit 模型 (5), 进行第一阶段回归, 计算出每一个观测值的逆米尔斯比率 (IMR)。

表 11 CFO 权力与企业债务违约概率: Heckman 检验

| | 一阶段 Logit 回归 | 二阶段 OLS 回归 | 二阶段 Logistic 回归 |
|---------------------------|--------------------------|------------------------|------------------------|
| | CFOHigh _{i,t-1} | DEFAULT _{i,t} | DEFAULT _{i,t} |
| CFOPower _{i,t-1} | | -0.003* (-1.73) | -0.659** (-2.30) |
| ROA _{i,t-1} | 1.216*** (4.20) | -0.161*** (-5.49) | -10.330*** (-6.40) |
| LEV _{i,t-1} | -0.432*** (-4.06) | 0.027*** (3.08) | 2.260*** (2.84) |
| SIZE _{i,t-1} | 0.202*** (9.41) | -0.001 (-0.47) | 0.037 (0.21) |
| TANG _{i,t-1} | | -0.008 (-1.18) | -0.553 (-0.94) |
| CF _{i,t-1} | | 0.011 (0.72) | -1.558 (-1.03) |
| SOE _{i,t-1} | -0.163*** (-3.67) | -0.004* (-1.89) | -0.246 (-0.99) |
| TOPI _{i,t-1} | -0.004*** (-3.26) | -0.000*** (-2.78) | -0.022*** (-2.70) |
| DUAL _{i,t-1} | 0.119*** (2.99) | 0.002 (1.05) | 0.159 (0.65) |
| GROWTH _{i,t-1} | -0.050** (-2.51) | | |
| BM _{i,t-1} | -0.078*** (-2.59) | | |
| FAGE _{i,t-1} | 0.007* (1.81) | | |
| OtherCFO _{i,t-1} | 2.770*** (6.81) | | |
| IMR _{i,t-1} | | 0.010 (0.80) | 0.287 (0.23) |
| constant | -3.884*** (-8.54) | 0.026 (0.52) | -5.584 (-1.18) |
| IND | 控制 | 控制 | 控制 |
| YEAR | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 16 936 | 16 936 | 14 347 |
| Adj.R ² | | 0.0261 | |
| Pseudo R ² | 0.0558 | | 0.1830 |

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) 调整后的 t 值

表 12 变更债务违约测度变量的回归结果

| | (1) | (2) | (3) | (4) |
|---------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Defratio _{it} | Defratio _{it} | DEFAULT _{it} | DEFAULT _{it} |
| CFOPower _{i,t-1} | -0.002** (-2.09) | -0.002* (-1.69) | -0.166* (-1.81) | -0.202** (-2.19) |
| ROA _{i,t-1} | -0.076** (-2.57) | -0.079** (-2.47) | -2.411*** (-5.57) | -2.187*** (-4.72) |
| LEV _{i,t-1} | 0.018*** (3.30) | 0.018*** (3.08) | 0.750*** (4.04) | 0.850*** (3.57) |
| SIZE _{i,t-1} | -0.004*** (-3.42) | -0.003*** (-3.07) | -0.107*** (-3.24) | -0.147*** (-3.86) |
| TANG _{i,t-1} | 0.004 (0.59) | 0.001 (0.14) | 0.125 (0.56) | 0.221 (0.85) |
| CF _{i,t-1} | 0.003 (0.23) | 0.003 (0.22) | 0.332 (0.85) | 0.171 (0.44) |
| SOE _{i,t-1} | -0.003 (-1.57) | -0.004* (-1.91) | 0.096 (1.15) | 0.126 (1.46) |
| TOP1 _{i,t-1} | -0.000* (-1.81) | -0.000** (-2.22) | -0.010*** (-3.93) | -0.009*** (-3.50) |
| DUAL _{i,t-1} | -0.001 (-0.73) | -0.001 (-0.61) | -0.135 (-1.59) | -0.133 (-1.55) |
| constant | 0.078*** (3.44) | 0.077*** (3.29) | 0.139 (0.20) | 1.306* (1.65) |
| IND | 未控制 | 控制 | 未控制 | 控制 |
| YEAR | 未控制 | 控制 | 未控制 | 控制 |
| N | 16 952 | 16 952 | 16 952 | 16 932 |
| Adj.R ² | 0.0117 | 0.0123 | | |
| Pseudo R ² | | | 0.0356 | 0.0506 |

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)调整后的t值

$$\begin{aligned}
 CFOHigh_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} \\
 & + \alpha_4 GROWTH_{i,t} + \alpha_5 BM_{i,t} + \alpha_6 FAGE_{i,t} \\
 & + \alpha_7 SOE_{i,t} + \alpha_8 TOP1_{i,t} + \alpha_9 DUAL_{i,t} \\
 & + \alpha_{10} OtherCFO_{i,t} + YEAR + IND + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

其中，因变量CFOHigh是CFO权力虚拟变量，CFO权力大于中位数时取1，否则为0。根据以往文献，我们选用盈利能力(ROA)、财务杠杆(LEV)、公司规模(SIZE)、成长性(GROWTH)、账面市值比(BM)、公司年龄(FAGE)、产权性质(SOE)、第一大股东持股比例(TOP1)、两职合一(DUAL)作为影响企业聘用高权力CFO的影响因素。此外，参考蒋德权等(2018)的研究，我们以同行业CFO权力

指数均值OtherCFO作为外生工具变量加入模型。

其次，将IMR作为一个控制变量加入前文模型(1)中，进行第二阶段回归，以此控制潜在的样本选择偏差。Heckman回归结果如表11所示。第二阶段OLS及Logistic回归中，CFO权力(CFOPower)系数均显著为负，说明在控制了样本的选择性偏误后，CFO权力越高企业债务违约概率越低的结论仍然成立，表明本文研究结论可靠。

(二)其他稳健性检验

为进一步加强研究结论的稳健性，本文还进行了如下尝试：首先，将因变量更换为债务违约连续变量，采用违约债务本金金额占总资产的比例，构造债务违约强度指

数(Defratio)。回归结果如表12第(1)、(2)列所示,CFO权力的估计系数显著为负,表明CFO权力与企业债务违约强度显著负相关。其次,为避免因变量债务违约统计偏差造成的错误,变更债务违约变量衡量方式。借鉴孙铮等(2006)做法,我们以企业年初“短期借款+一年内到期的非流动负债”与当期“偿还借款额度”(对应现金流量表中“偿还债务所支付的现金”)的差额重新度量企业债务违约。当此差额大于0时,表示企业没有按期偿还贷款,债务违约取值为1,否则取值为0。Logistic回归结果如表12第(3)、(4)列所示,CFO权力估计系数仍显著为负。此外,我们还使用probit模型对本文数据样本进行了检验,实证结果与主检验回归结果基本一致,限于篇幅,数据结果未在文中报告。上述检验结果均支持CFO权力显著降低了企业债务违约概率这一假设,表明本文研究结论不受变量计量和模型设定的影响。

八、结论与启示

随着我国债券市场逐步打破刚性兑付,债务违约问题愈加受到利益相关者的关注,降低债务违约风险成为企业经营和治理中亟待解决的问题。CFO是企业战略决策和风险控制的重要参与者,从CFO视角探讨企业债务违约问题具有一定的理论基础与现实意义。本文基于委托代理理论、高层梯队理论和管理者权力理论,以我国2008~2017年A股上市公司为研究样本,从组织权力、专家权力、声誉权力、所有权权力四个维度构建CFO综合权力指数,探讨了CFO权力对企业债务违约概率的影响及其作用机制。研究结果显示:(1)CFO权力与企业债务违约概率之间存在显著的负相关关系,在运用倾向得分匹配法(PSM)、Heckman两阶段自选择模型控制内生性问题后,该结论仍然成立。(2)从经营、投资、融资视角进行中介效应检验发现,CFO权力通过减轻企业经营业绩波动和缓解企业融资约束抑制企业发生债务违约。

本文研究结论在理论与实践层面均具有重要意义。理论层面,首先,本文研究了CFO权力对企业债务违约概率的影响,并从财务管理决策的经营、投资、融资三个角度系统探讨了CFO权力的作用机制,为CFO在上市公司中发挥积极作用提供了一定的经验证据,丰富了高阶梯队理论和管理者权力领域的文献。其次,本文采用手工收集的债务违约诉讼数据,在现有对财务困境、债务违约风险的研究基础上,拓展了债务违约影响因素的相关研究。实践层面,本文以CFO为切入点,探索CFO权力如何影响企业债务违约概率。一方面,为企业财务高管的聘任和选拔决策提供新的证据支持,对企业人力资源管理

和高管激励制度安排具有一定的启示作用;另一方面,对完善企业权力分配和治理结构,提高财务决策科学性,从内部防控债务违约风险、降低企业债务违约概率提供了理论依据。

由于数据获取难度大等客观原因,本文所选取的实质性债务违约数据仅为受到求偿诉讼的违约样本,未包括通过债权债务协商、不良资产管理公司接管、抵质押物变现等方式后续处置的债务违约主体,因此违约样本有待进一步补充。此外,本文聚焦于经营、投资、融资三个视角分析了CFO权力如何作用于企业财务管理行为,进而影响企业债务违约概率。而这只是一类分析角度,CFO权力是否在财务舞弊、内部控制等路径中发挥作用,以及CFO权力差异如何影响企业其他方面,值得进行进一步实证分析和案例研究。

主要参考文献:

- [1] 陈汉文,刘思义. CFO排序、产权属性与CFO管理职能[J]. 新会计, 2016, (11): 8-15.
- [2] 陈婧,张金丹,方军雄. 公司债务违约风险影响审计收费吗[J]. 财贸经济, 2018, 39(5): 71-87.
- [3] 韩立岩,李慧. CEO权力与财务危机——中国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2009, (1): 179-193.
- [4] 韩鹏飞,胡奕明. 政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究[J]. 金融研究, 2015, (3): 116-130.
- [5] 姜付秀,张敏,陆正飞,陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009, 44(1): 131-143.
- [6] 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.
- [7] 蒋德权,姚振晔,陈冬华. 财务总监地位与企业股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2018, 34(3): 153-166.
- [8] 李小荣,刘行,傅代国. 女性CFO与资金配置[J]. 经济管理, 2013, 35(12): 100-110.
- [9] 刘柏,王一博. 管理者过度自信、流动性风险与企业债务期限结构研究——基于中国上市公司的微观视角[J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版), 2017, 70(4): 91-102.
- [10] 刘永丽. 财务总监权力对会计稳健性影响的实证研究[J]. 中国软科学, 2015, (4): 121-130.
- [11] 马九杰,郭宇辉,朱勇. 县域中小企业贷款违约行为与信用风险实证分析[J]. 管理世界, 2004, (5): 58-66+87.
- [12] 聂新伟. 刚性兑付、债务展期与债务违约——兼论市场与政府在信贷资源配置中的作用[J]. 财经问题研究,

- 2017, (1): 93-100.
- [13] 孙铮, 李增泉, 王景斌. 所有权性质、会计信息与债务契约——来自我国上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2006, (10): 100-107+149.
- [14] 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+95.
- [15] 向锐. CFO财务执行力与企业过度投资——基于董事会视角的分析[J]. 会计研究, 2015, (7): 56-62+97.
- [16] 徐朝辉, 周宗放. 内部控制、过度投资与公司信用风险[J]. 中国管理科学, 2016, 24(9): 21-27.
- [17] 许浩然, 荆新. 社会关系网络与公司债务违约——基于中国A股上市公司的经验证据[J]. 财贸经济, 2016, (9): 36-52.
- [18] 薛爽, 都卫锋, 洪昀. CFO影响力与企业税负水平——基于企业所有权视角的分析[J]. 财经研究, 2012, 38(10): 57-67.
- [19] 于富生, 张敏. 信息披露质量与债务成本——来自中国证券市场的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2007, (5): 93-96.
- [20] 张敏, 张胜, 王成方, 申慧慧. 政治关联与信贷资源配置效率——来自我国民营上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2010, (11): 143-153.
- [21] 张瑞君, 李小荣. 金字塔结构、业绩波动与信用风险[J]. 会计研究, 2012, (3): 62-71+95.
- [22] 张伟倩, 方军雄. 债务违约会抑制公司创新投资吗?[J]. 产业经济研究, 2017, (5): 1-11.
- [23] 张兴亮, 夏成才. 会计信息透明度、政治关联与信贷资金配置效率——来自中国民营上市公司的经验证据[J]. 证券市场导报, 2015, (7): 36-45.
- [24] 周宏, 徐兆铭, 彭丽华, 杨萌萌. 宏观经济不确定性对中国企业债券信用风险的影响——基于2007-2009年月度面板数据[J]. 会计研究, 2011, (12): 41-45+97.
- [25] Adams, R.B., Almeida, H., Ferreira, D. Powerful CEOs and their impact on corporate performance[J]. The Review of Financial Studies, 2005, 18(4): 1403-1432.
- [26] Altman, E.I., Hotchkiss, E. Corporate financial distress and bankruptcy[M]. New York: Wiley, 1993.
- [27] Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D.W., LaFond, R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42(1-2): 203-243.
- [28] Bedard, J.C., Hoitash, R., Hoitash, U. Chief financial officers as inside directors[J]. Contemporary Accounting Research, 2014, 31(3): 787-817.
- [29] Beneish, M.D., Press, E. Costs of technical violation of accounting-based debt covenants[J]. The Accounting Review, 1993, 68(2): 233-257.
- [30] Chava, S., Roberts, M.R. How does financing impact investment? The role of debt covenants[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(5): 2085-2121.
- [31] Feng, M., Ge, W., Luo, S., Shevlin, T. Why do CFOs become involved in material accounting manipulations?[J]. Journal of Accounting and Economics, 2011, 51(1-2): 21-36.
- [32] Finkelstein, S. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation[J]. Academy of Management Journal, 1992, 35(3): 505-538.
- [33] Florackis, C., Sainani, S. How do chief financial officers influence corporate cash policies?[J]. Journal of Corporate Finance, 2018, 52: 168-191.
- [34] Gallemore, J., Labro, E. The importance of the internal information environment for tax avoidance[J]. Journal of Accounting and Economics, 2015, 60(1): 149-167.
- [35] Ge, W., Matsumoto, D., Zhang, J.L. Do CFOs have style? An empirical investigation of the effect of individual CFOs on accounting practices[J]. Contemporary Accounting Research, 2011, 28(4): 1141-1179.
- [36] Jensen, M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American economic review, 1986, 76(2): 323-329.
- [37] Kaplan, S.N., Zingales, L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?[J]. The quarterly journal of economics, 1997, 112(1): 169-215.
- [38] Li, C., Sun, L., Ettredge, M. Financial executive qualifications, financial executive turnover, and adverse SOX 404 opinions[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(1): 93-110.
- [39] Malmendier, U., Tate, G. CEO overconfidence and corporate investment[J]. The Journal of Finance, 2005, 60(6): 2661-2700.
- [40] Mobbs, S. Firm CFO board membership and departures[J]. Journal of Corporate Finance, 2018, 51: 316-331.
- [41] Richardson, S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of accounting studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [42] Roberts, M.R., Sufi, A. Control rights and capital structure: An empirical investigation[J]. The Journal of Finance, 2009, 64(4): 1657-1695.
- [43] Simpson, W.G., Gleason, A.E. Board structure, ownership, and financial distress in banking firms[J]. International Review of Economics & Finance, 1999, 8(3): 281-292.

CFO Power and Corporate Debt Default

HE Ying, SONG Kang-ning, ZHANG Yu-yang

Abstract : This study constructs a chief financial officer (CFO) power index by using four dimensions (i.e., structural power, expert power, prestige power and ownership power). This study analyzes the influence and mechanism of CFO power on the probability of corporate debt default. Data were collected from Shanghai and Shenzhen A-share listed companies for a period of 2008-2017. The results indicate that higher CFO power leads to the lower probability of corporate debt default, which still holds after controlling for endogeneity concerns. Furthermore, the results show that powerful CFOs can restrain corporate debt defaults by reducing the performance fluctuations and relaxing financial constraints. From the perspective of CFO power, the current study expands the scope of researches related to the influencing factors of corporate debt default, and provides important reference value for enterprises to improve the human resource systems, and finally reduce the risk of debt default.

Key words : CFO power ; debt default ; performance fluctuation ; financing constraints

(责任编辑 杨亚彬)

本刊声明

近期,我们接到作者反映,发现有中介机构以与《财务研究》合作的名义组织稿件并收取费用,此行为严重损害了我刊声誉和广大作者的利益。为此我刊郑重声明:

1.我刊从未委托任何机构、单位或个人为本刊组稿,亦未开展任何与之相关的合作,作者向我刊投稿请直接发送至《财务研究》编辑部邮箱。

2.投稿邮箱为:cwyj187@126.com。

3.质量是我刊录用、刊发稿件的唯一标准。我刊录用、刊发稿件不收取审稿费、组稿费、版面费等任何名目的费用,不与任何广告、发行等经济事项挂钩。

4.任何以编辑部名义或冒用编辑部邮箱回复作者收取审稿费、版面费等行为,均为诈骗行为,请勿上当受骗。如发现此类行为,请及时与编辑部联系。编辑部电话:010-88227072。

5.对冒充我刊名义收取费用等行为我刊将保留追究其相关法律责任的权利。

特此声明。

《财务研究》编辑部