

CFO 自恋与财务重述

——基于中国上市公司的经验证据

向锐 田淇

摘要：本文以2012~2017年我国A股上市公司为研究样本，实证检验了CFO自恋与财务重述之间的关系。研究结果发现，CFO自恋与企业财务重述显著负相关，即CFO自恋程度越高的企业，越不容易发生财务重述。在此基础上，进一步研究发现，政府干预越少，越有利于发挥CFO自恋对财务重述的抑制作用；而且相比于国有企业，CFO自恋对财务重述的抑制作用在非国有企业中更加显著。此外，拓展性研究发现，CFO自恋可以显著提升企业创新能力和企业价值。

关键词：CFO自恋；财务重述；企业创新；企业价值

中图分类号：F275 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2020)04-0080-13

一、引言

“自恋”一词始于心理学，Raskin等(1979)和Emmons(1984)等认为自恋是一种普遍存在的人格特质。另外，自恋与过度自信不同。自恋作为一种基础的人格特质，更难受到外部环境的影响。把自恋引入管理学研究大部分都是基于Hambrick和Mason(1984)提出的高层梯队理论。该理论认为，管理者的经历、价值观和人格特质会影响其作出决策。自恋作为高管的一种心理特质，也会影响高管对自身和企业内外部环境的判断，进而影响公司治理。CFO对企业的财务管理和战略目标的实现起到关键的作用。CFO作为高管团队的重要成员，负责企业的财务监督和决策，把控会计信息和财务报告的质量。以往的研究更多地聚焦CEO自恋对公司治理层面的影响，包括在企业并购、创新、投资和风险管理等方面的表现。但是，不可忽视的是，CFO

作为管理团队的核心成员，直接影响企业的财务决策，对财务报告的真实性和可靠性承担责任。而且，企业的会计信息质量更多是受CFO直接影响的，而非整个管理团队。然而，鲜有文献研究CFO自恋对公司治理的影响作用。

允许企业进行财务重述的初衷是让其纠正前期差错，更正已披露的财务报告，避免传递错误信息。然而，学者们研究发现，财务重述成了一些管理者操纵会计信息的手段，甚至部分上市公司的管理者借此修改会计指标，恶意操纵盈余(Scholz, 2008; 魏志华等, 2009)。Srinivasan(2005)认为，财务报告的重述意味着会计违规已发生，而且被检测到了。财务重述不仅影响了财务信息的质量，还体现出公司治理机制的缺陷。大量学者研究发现，财务重述会带来企业股价下跌、更高的银行贷款利差、更多的担保和更短的贷款期限，损害投资者信任并影响后续投资，影响市场稳定性和健康发展等诸多不良影响(Palmrose等, 2004；

收稿日期：2020-04-15

基金项目：国家社会科学基金项目(18BGL091)

作者简介：向锐，四川大学商学院教授，博士生导师；

田淇，四川大学商学院硕士研究生。

Graham 等, 2007; Elliott, 2011)。财务重述在资本市场备受关注, 探究有效的治理手段具有重要的理论和实践意义。

目前, 关于 CFO 自恋的实证研究尚在起步阶段, 国外已有学者研究发现, CFO 自恋会影响财务报告的质量 (Ham 等, 2017)。但是中西方经济和社会环境不同, 基于西方国家市场的实证研究结论不一定适用于中国市场。CFO 自恋对中国企业会产生什么影响? 政府干预是否影响 CFO 自恋的作用效果? 这些影响在不同产权性质的企业中是否有差异? CFO 自恋是否影响企业创新能力和企业价值? 基于这些问题, 本文以 2012~2017 年我国 A 股上市公司作为研究对象, 考察 CFO 自恋对财务重述的影响, 在此基础上, 进一步考察了在不同政府干预程度和不同产权性质下 CFO 自恋程度对财务重述的影响, 最后拓展研究了 CFO 自恋对企业创新、企业价值的作用效果。

本文的贡献如下: 第一, 目前, 国内关于 CFO 自恋与财务重述的研究文献非常有限, 本文的研究丰富和拓展了 CFO 自恋、管理者异质性和财务重述方面的研究文献; 第二, 从政府干预这一外部因素来考察 CFO 自恋对企业财务重述的作用关系, 为政府治理提供了经验证据; 第三, 考察了产权性质对 CFO 自恋与财务重述关系的调节作用, 为产权制度进一步地完善提供了实证证据; 第四, 关于 CFO 自恋有利于提升企业创新能力和企业价值的研究结论, 提示企业应对 CFO 的自恋个性特征予以关注, 为高管层更好地实施公司治理提供了经验证据。

本文其余部分安排如下: 第二部分为文献回顾与研究假设, 第三部分为研究设计, 第四部分为实证结果与分析, 第五部分为进一步研究, 第六部分为拓展性研究, 第七部分为本文的研究结论与启示。

二、文献回顾与研究假设

基于高层梯队理论, CFO 特质会影响企业的战略决策。何威风和刘启亮 (2010) 研究发现, 高管的团队规模、年龄、性别等背景特征都会影响公司的财务重述行为。CFO 有财务专长 (是 CPA) 和 CFO 是女性的企业, 更不容易发生财务重述 (Aier 等, 2005; Abbott 等, 2012)。自恋作为高管的一种心理特质也会影响到公司治理。目前, 学者们关于高管自恋对公司治理的影响, 有以下两类相反的结论。

一方面, 一部分学者认为自恋作为一种性格特质, 会导致企业高管自大, 因此会做出降低企业价值的决策。自恋的人以自我为中心 (Emmons, 1984), 因此, 自恋的 CFO 更可

能主导决策, 并容易忽略反馈, 这会带来潜在的风险, 导致决策失误。自恋的管理者常常夸大自己的能力和成就 (John 和 Robins, 1994), 对未来盲目乐观, 可能会高估收益, 导致企业实际的收益低于预期。而且, 自恋的管理者在经济危机前的回避动机更低, 因此公司会在危机爆发时面临更大的业绩下跌 (Patel 等, 2014)。Chava 和 Purnanandam (2010) 认为, 比起 CEO, CFO 在专业的财务决策上显得更为关键, 比如债务期限和应计管理。那么, 为了掩饰决策失误, 自恋的 CFO 可能会选择粉饰财务报告, 使企业的会计信息质量下降, 增加财务重述的可能性。

但是在另一方面, 自恋会使企业高管更加具有进取心, 为企业带来积极的影响。Brunell 等 (2008) 认为自恋的人在“无领导小组”中更可能成为领导者, 因为其符合领导特质: 外向型、对权力的渴望和社交技巧。Chatterjee 和 Hambrick (2007) 指出, 自恋者会认为自己比公司其他人更具价值, 这会体现在自恋者追求与公司其他人更大的薪酬差距上面, 而晋升带来的是更高的薪酬和更大的权力, 当高管拥有较大的晋升机会时, 工作会更加认真 (Kini 和 Williams, 2012)。这意味着自恋者会更加认真工作, 获得晋升机会和更大的薪酬差距, 使得企业具有更高的财务信息质量, 不易发生财务重述。除此之外, 自恋是一种认知和激励机制, 包含着对自己卓越能力的信念, 和被肯定的强烈需求 (Chatterjee 和 Hambrick, 2007), 因此, 自恋者会不断地采取行动增强自我形象并保持理想自我, 提升自我能力, 寻求别人的钦佩 (Campbell 等, 2011)。而财务重述向投资者和股东们传达出高管能力缺失的信息 (Gomulya 和 Boeker, 2014)。所以自恋的 CFO 会更好地履职, 使得企业发生财务重述的可能性更低。

基于此, 本文提出以下互斥假设:

假设 1a: CFO 自恋与企业财务重述之间存在正相关关系, 即 CFO 自恋增加了财务重述的发生可能性。

假设 1b: CFO 自恋与企业财务重述之间存在负相关关系, 即 CFO 自恋可以抑制财务重述的发生可能性。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文将我国 A 股上市公司作为研究对象, 所选研究区间为 2012~2017 年, 剔除财务数据缺失和无法衡量 CFO 自恋程度的公司, 最终得到 6 503 个有效观测值。CFO 签字数据来源于手工收集, 财务重述数据来源于迪博 (DIB)

财务重述库,专利数据来源于中国研究数据服务平台(CNRDS),企业价值数据来源于锐思(RESSET)数据库,其余数据均来自国泰安数据库(CSMAR)或由手工整理所得。为了消除极端值的影响,本文对全部连续变量做了1%的Winsorize处理。

(二)变量定义

1.被解释变量

被解释变量财务重述(RESTATE)为虚拟变量。若上市公司当年发生财务重述行为,则RESTATE取值为1,否则,取值为0。

2.解释变量

解释变量CFO自恋(CFO_nar)。目前权威的量化自恋的方法是Raskin和Hall(1979)提出的自恋人格量表(NPI),但是考虑到CFO作为企业高管可能不会接受这种敏感的调查,因此本文借鉴Zweigenhaft(1977)、Ham等(2017)、Church等(2019)的方法,用签名大小来衡量CFO自恋程度。手工收集巨潮资讯网发布的企业年度审计报告中的CFO手写签名,将每一个签名用矩形边框截图,每个边框都接触到签名的最边缘,然后计算矩形截图的宽度与高度的像素乘积,并且按照签名的汉字个数进行标准化,用每个汉字的像素数量来衡量签名的大小,最后对每个汉字的像素数量取自然对数。

3.控制变量

为了控制其他因素对企业财务重述行为的影响,借鉴Palmrose等(2004)、Aier等(2005)、何威风等(2010)的研究,选取本文的控制变量:公司规模(SIZE)、资产负债率(LEV)、盈利能力(ROA)、发展能力(GROWTH)、亏损情况(LOSS)、产权性质(SOE)、董事会规模(BSIZE)、独董比例(IBD)、两职合一(DUAL)、股权集中度(SHRCR)、董事会会议次数(BMEET)、四大审计(BIG4)。此外,还控制了年度(YEAR)和行业(IND)的因素的影响。

本文变量的具体定义如表1所示。

(三)检验模型

为了检验假设1a和假设1b,本文构建以下Logit模型(1),其中变量的具体定义见表1。

$$RESTATE = \beta_0 + \beta_1 CFO_nar + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \beta_5 GROWTH + \beta_6 LOSS + \beta_7 SOE + \beta_8 BSIZE + \beta_9 IBD + \beta_{10} DUAL + \beta_{11} SHRCR + \beta_{12} BMEET + \beta_{13} BIG4 + \Sigma YEAR + \Sigma IND + \epsilon \quad (1)$$

四、实证结果与分析

(一)描述性统计分析

表2报告了各变量的描述性统计结果。从表2来看,发生财务重述的企业约占17%。CFO自恋的最大值是10.228,

表1 变量定义

	变量名称	变量符号	变量描述
被解释变量	财务重述	RESTATE	虚拟变量,当上市公司当年发生财务重述,则取值为1,否则,取值为0
解释变量	CFO自恋	CFO_nar	CFO自恋程度,取CFO签字面积大小的自然对数
控制变量	公司规模	SIZE	公司年末资产总额的自然对数
	资产负债率	LEV	负债总额/资产总额
	盈利能力	ROA	总资产报酬率,等于净利润/总资产平均余额
	发展能力	GROWTH	总资产增长率,等于总资产年末与年初余额之差/总资产年末余额
	亏损情况	LOSS	虚拟变量,若公司当年净利润为负则取值为1,否则取0
	产权性质	SOE	虚拟变量,国有企业取值为1,非国有企业取值为0
	董事会规模	BSIZE	董事会人数
	独董比例	IBD	独立董事人数/董事会总人数
	两职合一	DUAL	虚拟变量,董事长与CEO由同一人担任则取值为1,否则为0
	股权集中度	SHRCR	年末前十大股东所持股份比例
	董事会会议次数	BMEET	董事会会议次数
	四大审计	BIG4	当上市公司的审计机构为“国际四大”时取值为1,否则取0
	年度因素	YEAR	虚拟变量,属于某一年取1,否则取0
行业因素	IND	虚拟变量,属于某一行业取1,否则取0	

表2 描述性统计

变量	观测值	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
RESTATE	6 503	0.170	0.000	0.373	0.000	1.000
CFO_nar	6 503	7.956	7.720	1.035	6.125	10.228
SIZE	6 503	22.250	22.044	1.436	19.596	27.053
LEV	6 503	0.445	0.433	0.214	0.059	0.943
ROA	6 503	0.046	0.040	0.056	-0.150	0.222
GROWTH	6 503	0.206	0.112	0.331	-0.285	1.822
LOSS	6 503	0.080	0.000	0.279	0.000	1.000
SOE	6 503	0.390	0.000	0.488	0.000	1.000
BSIZE	6 503	8.780	9.000	1.762	5.000	15.000
IBD	6 503	0.373	0.333	0.050	0.333	0.556
DUAL	6 503	0.250	0.000	0.435	0.000	1.000
SHRCR	6 503	0.601	0.617	0.160	0.215	0.920
BMEET	6 503	9.650	9.000	3.822	4.000	24.000
BIG4	6 503	0.070	0.000	0.257	0.000	1.000

表3 财务重述的分组对比

变量	重述企业(N=1 085)			非重述企业(N=5 418)			t值	p值	均值差
	平均值	标准差	中位数	平均值	标准差	中位数			
CFO_nar	7.790	0.950	7.593	7.990	1.048	7.758	-6.225***	0.000	-0.200
SIZE	22.130	1.336	21.984	22.274	1.454	22.059	-3.196***	0.001	-0.144
LEV	0.465	0.221	0.459	0.441	0.213	0.428	3.318***	0.001	0.024
ROA	0.038	0.055	0.033	0.048	0.056	0.041	-5.292***	0.000	-0.010
GROWTH	0.224	0.364	0.113	0.202	0.324	0.112	1.864*	0.063	0.022
LOSS	0.110	0.316	0.000	0.080	0.270	0.000	3.238***	0.001	0.033
SOE	0.380	0.485	0.000	0.390	0.489	0.000	-0.967	0.334	-0.016
BSIZE	8.770	1.756	9.000	8.780	1.763	9.000	-0.272	0.786	-0.016
IBD	0.375	0.052	0.357	0.372	0.050	0.333	1.248	0.212	0.002
DUAL	0.250	0.430	0.000	0.260	0.436	0.000	-0.685	0.493	-0.010
SHRCR	0.591	0.159	0.607	0.603	0.160	0.620	-2.210**	0.027	-0.012
BMEET	10.050	3.893	10.000	9.570	3.803	9.000	3.716***	0.000	0.472
BIG4	0.050	0.210	0.000	0.080	0.266	0.000	-4.143***	0.000	-0.030

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著

最小值是6.125, 标准差为1.035, 说明当前上市公司CFO的自恋程度存在差异性。公司规模(SIZE)的最大值为27.053, 最小值为19.596, 标准差为1.436, 说明公司规模之间存在差异。资产负债率(LEV)的平均值为0.445, 中位数为0.433, 说明大部分公司的长期偿债能力不错, 在合理范围内。盈利能力(ROA)的最大值为0.222, 最小值为-0.150, 平均值为0.046, 标准差为0.056, 说明公司间盈

利能力存在一定的差异, 且部分公司的盈利状况表现不佳。股权集中度(SHRCR)平均值为0.601, 最大值为0.920, 标准差为0.160, 说明公司的股权集中度较高, 大股东能实现绝对控股或者相对控股。四大审计(BIG4)指标中约7%的企业选择了“国际四大”。

(二)均值与中位数检验

为了更清晰地体现重述企业和非重述企业之间的差异

情况,本文采用独立样本T检验的方式对重述企业和非重述企业的样本做了差异性检验。表3报告了独立样本T检验的结果,可以得出以下结论:重述企业的CFO自恋程度(CFO_nar)均值显著低于非重述企业,均值差在1%的水平上显著,说明重述企业中CFO的自恋程度更低,这与本文假设1b一致。重述企业的公司规模(SIZE)、盈利能力(ROA)、四大审计(BIG4)的均值在1%的水平上显著低于非重述企业,重述企业的股权集中度(SHRCR)均值在5%的水平上显著低于非重述企业。在资产负债率(LEV)、亏损情况(LOSS)和董事会会议次数(BMEET)指标上,重述企业的均值都在1%的水平上显著高于非重述企业,而重述企业的发展能力(GROWTH)均值在10%的水平上显著高于非重述企业。产权性质(SOE)、董事会规模(BSIZE)、独董比例(IBD)、两职合一(DUAL)上,重述企业和非重述企业的均值虽有差异,但不具有显著性。

(三)主要变量相关性分析

表4是主要变量间的Pearson相关系数。从表4来看,CFO自恋程度(CFO_nar)与财务重述在1%的显著性水平上负相关,初步验证了本文的研究假设1b,更为准确的结论还需要回归检验。在控制变量中,公司规模(SIZE)、盈利能力(ROA)、四大审计(BIG4)均与财务重述在1%的显著性水平上负相关,而资产负债率(LEV)、亏损情况(LOSS)均和财务重述在1%的显著性水平上正相关。产权性质(SOE)与财务重述未表现出显著相关性。

(四)回归结果分析

表5是CFO自恋与财务重述的回归结果。列(1)没有考虑控制变量的影响,列(2)则考虑了控制变量的影响。列(1)和(2)显示,无论是否考虑控制变量的影响,解释变量CFO自恋(CFO_nar)与财务重述(RESTATE)均呈显著

负相关关系。这说明CFO自恋程度越高,越可以抑制企业财务重述行为的发生,印证了本文的假设1b。分析其原因可能是:第一,自恋的CFO更加具有进取心,会更加认真工作来获得晋升机会和更大的薪酬差距,使得企业具有更高的财务信息质量,从而减少财务重述的发生。第二,基于委托代理理论,CFO直接影响企业的财务决策,对财务报告的真实性和可靠性承担责任。自恋的CFO非常在意自身形象,会更好地履职,使得企业发生财务重述的可能性更低。

在控制变量方面,董事会会议次数(BMEET)、发展能力(GROWTH)均在1%的水平上与财务重述显著正相关,资产负债率(LEV)、股权集中度(SHRCR)均在5%的水平上与财务重述显著正相关,公司规模(SIZE)和盈利能力(ROA)在1%的水平上和财务重述负相关,四大审计(BIG4)在10%的水平上和财务重述负相关。

(五)稳健性检验

1.CFO自恋的替代衡量指标

为了排除CFO自恋(CFO_nar)衡量指标的差异对研究结论产生的影响,本文选用CFO自恋的替代指标,进行了如下稳健性测试。

(1)按CFO自恋的高低进行分组。本文把解释变量CFO自恋程度以均值为标准,划分为高低两组,设置CFO自恋的虚拟变量,高于均值的取值为1,否则为0,定义为CFO_nar1。代入Logit模型(1)重新进行回归检验,得到结果与前文一致(限于篇幅,结果未列示)。

(2)CFO自恋指标的物理维度衡量。根据沈永伟等(2013)、宗锐和孙连山(2018)的研究,可以通过分辨率实现图片像素与物理尺寸的计算。图片详细信息页显示的水平分辨率和垂直分辨率均为96dpi,是通常屏幕截图的分

表4 主要变量Person相关系数

变量	RESTATE	CFO_nar	SIZE	LEV	ROA	LOSS	SOE	BIG4
RESTATE	1							
CFO_nar	-0.072***	1						
SIZE	-0.037***	0.136***	1					
LEV	0.042***	0.052***	0.516***	1				
ROA	-0.065***	0.048***	-0.114***	-0.431***	1			
LOSS	0.045***	-0.042***	-0.074***	0.191***	-0.576***	1		
SOE	-0.012	0.055***	0.371***	0.307***	-0.200***	0.074***	1	
BIG4	-0.044***	0.162***	0.436***	0.161***	0.013	-0.056***	0.170***	1

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著

表 5 CFO 自恋与财务重述的回归结果

	(1) RESTATE	(2) RESTATE
Constant	-2.702*** (0.000)	-1.432* (0.093)
CFO_nar	-0.157*** (0.000)	-0.134*** (0.000)
SIZE		-0.132*** (0.000)
LEV		0.533** (0.012)
ROA		-2.556*** (0.005)
GROWTH		0.420*** (0.000)
LOSS		-0.049 (0.740)
SOE		-0.078 (0.341)
BSIZE		0.018 (0.455)
IBD		1.173 (0.129)
DUAL		-0.039 (0.649)
SHRCR		-0.530* (0.025)
BMEET		0.040*** (0.000)
BIG4		-0.345* (0.052)
IND	控制	控制
YEAR	控制	控制
N	6 503	6 503
Log likelihood	-2 695.765	-2 655.593
Pseudo R ²	0.080	0.094
Chi ²	472.22(0.000)	552.57(0.000)

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著；括号内为 P 值。下同

辨率。本文按照此方法将图片像素换算成物理尺寸，单位为英寸，得到 CFO 签名图片在屏幕上显示的物理尺寸，作为 CFO 自恋的替代衡量指标，将其定义为 CFO_nar2，代入 Logit 模型(1)重新进行回归检验，得到结果与前文一致(限

于篇幅，结果未列示)。

(3) CFO 自恋指标的高度、宽度像素。本文重新采用 CFO 手写签名矩形的宽度、高度像素分别来衡量 CFO 自恋程度，依次命名为 CFO_width、CFO_height，对其取自然对数处理。分别代入模型(1)重新进行回归检验，得到结果与前文一致(限于篇幅，结果未列示)。

2. 财务重述的替代衡量指标

为了排除财务重述(RESTATE)衡量指标的差异对研究结论产生的影响，本文选用财务重述的替代衡量指标，做了如下稳健性测试。公司发布财务重述公告数量越多，说明财务重述程度越严重，先前的财务信息质量就越低。因此，本文将企业当年发布的财务重述公告数作为财务重述的替代衡量指标，定义为 RES_num，该指标越高，说明企业财务重述的程度就越严重。回归结果如表 6 所示，其中列(1)没有考虑控制变量的影响，列(2)考虑了控制变量的影响。无论是否考虑控制变量，CFO 自恋均与财务重述程度在 1% 的水平上显著负相关，说明 CFO 自恋程度高，可以降低财务重述的严重程度。得到结果与前文一致，主要研究结论未发生改变。

3. 替换计量模型

通常当被解释变量是 0、1 变量的时候，学者们会选择用 Logit 或者 Probit 模型来进行回归检验，这两者都满足两点分布，比 LPM 预测更加准确。因此，本文在前文 Logit 模型回归的基础上，选择用 Probit 模型来进行稳健性检验。回归结果如表 7 所示，其中列(1)没有考虑控制变量的影响，列(2)考虑了控制变量的影响。得到结果与前文一致，主要研究结论未发生改变。

4. 内生性问题

为了避免内生性问题影响研究结论的稳健性，本文使用工具变量法做进一步检验。以 CFO 年薪(Salary)作为工具变量进行检验。高薪是成功的象征，也是对 CFO 任职公司绩效的正面反馈。对自恋的高管而言，得到更高的薪酬是自身能力得到认可的体现。CFO 薪酬作为对 CFO 能力认可的评价指标，可以通过影响 CFO 自恋程度来对企业财务重述行为产生影响。CFO 薪酬满足工具变量的外生性特征，因此本文使用此工具变量进行 IV Probit 估计，回归结果如表 8 所示，其中列(1)显示用 MLE(极大似然估计)方法的检验结果，列(2)显示用两阶段法(Two-step method)的估计结果。根据 MLE 的相关系数(corr)和两阶段法中第一步回归的 F 值大于 10 的结果，工具变量 Salary

表6 CFO自恋与财务重述稳健性检验结果(指标RES_num)

	(1) RES_num	(2) RES_num
Constant	-2.803*** (0.000)	-2.043*** (0.007)
CFO_nar	-0.117*** (0.000)	-0.091*** (0.004)
SIZE		-0.101*** (0.002)
LEV		0.482*** (0.010)
ROA		-2.536*** (0.002)
GROWTH		0.381*** (0.000)
LOSS		-0.022 (0.859)
SOE		-0.159** (0.028)
BSIZE		0.026 (0.233)
IBD		0.848 (0.211)
DUAL		0.057 (0.436)
SHRCR		0.474** (0.023)
BMEET		0.033*** (0.000)
BIG4		-0.456*** (0.006)
IND	控制	控制
YEAR	控制	控制
N	6 503	6 503
Log likelihood	-3 461.620	-3 413.798
Pseudo R ²	0.059	0.072
Chi ²	434.35(0.000)	530.00(0.000)
LR test of alpha=0:	173.73	149.67
Chibar ²	(0.000)	(0.000)

表7 CFO自恋与财务重述稳健性检验结果(Probit模型)

	(1) RESTATE	(2) RESTATE
Constant	-1.370*** (0.000)	-0.596 (0.207)
CFO_nar	-0.089*** (0.000)	-0.075*** (0.000)
SIZE		-0.078*** (0.000)
LEV		0.313*** (0.010)
ROA		-1.415*** (0.005)
GROWTH		0.240*** (0.000)
LOSS		-0.026 (0.754)
SOE		-0.047 (0.307)
BSIZE		0.012 (0.404)
IBD		0.652 (0.137)
DUAL		-0.022 (0.645)
SHRCR		0.293** (0.028)
BMEET		0.023*** (0.000)
BIG4		-0.196** (0.042)
IND	控制	控制
YEAR	控制	控制
N	6 503	6 503
Log likelihood	-2 695.635	-2 654.589
Pseudo R ²	0.081	0.095
Chi ²	472.48(0.000)	554.57(0.000)

论未发生改变。

五、进一步研究

(一)CFO自恋、政府干预与财务重述

不同政府干预程度下,会计信息透明度有差异,企业

对内生变量CFO_nar具有较强的解释力度,没有存在弱工具变量。无论使用哪种估计方法,CFO自恋均与财务重述呈显著的负相关关系。得到结果与前文一致,主要研究结

表 8 CFO 自恋与财务重述稳健性检验结果
(工具变量 CFO_salary)

	MLE (极大似然估计)	两阶段法 (Two-step method)	
		第一阶段回归	第二阶段回归
Constant	6.498*** (0.000)	6.955*** (0.000)	26.352* (0.054)
CFO_nar	-0.992*** (0.000)		-4.022** (0.044)
Salary		0.000** (0.029)	
SIZE	-0.006 (0.731)	0.008 (0.548)	-0.023 (0.707)
LEV	0.228** (0.009)	0.154** (0.050)	0.926** (0.043)
ROA	0.038 (0.922)	0.288 (0.377)	0.153 (0.923)
GROWTH	0.048 (0.354)	-0.008 (0.845)	0.195 (0.273)
LOSS	-0.014 (0.808)	-0.011 (0.837)	-0.057 (0.808)
SOE	0.005 (0.865)	0.019 (0.515)	0.022 (0.868)
BSIZE	0.039*** (0.000)	0.036*** (0.000)	0.159 (0.057)
IBD	0.254 (0.408)	0.083 (0.771)	1.030 (0.399)
DUAL	-0.051 (0.112)	-0.046 (0.133)	-0.206 (0.196)
SHRCR	0.989** (0.000)	0.943** (0.000)	4.011** (0.035)
BMEET	-0.007 (0.143)	-0.014*** (0.000)	-0.029 (0.342)
BIG4	0.345*** (0.000)	0.394*** (0.000)	1.399* (0.098)
IND	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制
F 值		23.16*** (0.000)	
corr	0.969		
N	6 503	6 503	
Wald test of exogeneity	18.110*** (0.000)	22.840*** (0.000)	

发生财务重述的可能性也有所差异。那么,在不同政府干预程度下,CFO自恋对财务重述抑制作用的效果是否存在差异?为此,本文进一步分析在不同政府干预程度的企业中CFO自恋对财务重述的影响作用。本文采用王小鲁等编著的《中国分省份市场化指数报告(2016)》中“政府与市场的关系”来衡量政府干预程度。该指数越大,说明政府干预程度越小。由于该报告只公布了2008~2014年的政府干预指数,考虑到外部环境相对稳定,借鉴夏立军等(2005)的做法,用最新一年的数据近似替换未披露年份的数据。按照该指数的均值设置虚拟变量,定义为GOV。将指数低于均值的样本即“高政府干预程度”的样本,取值为1,否则取值为0。为了减少多重共线性带来的潜在影响,对变量中心化后再生成交乘项CFO_nar×GOV。因为指标GOV用2014年的数据近似替代了2015~2017年的数据,为了降低多重共线性的影响,本文在回归时不放入年份的虚拟变量进行控制。为了消除异方差的影响,本文直接使用Logit稳健标准误(robust)进行回归,检验结果如表9所示。其中,列(1)未放入CFO自恋(CFO_nar)指标,仅考虑政府干预程度(GOV)对财务重述的影响;列(2)同时放入了CFO自恋(CFO_nar)与政府干预程度(GOV);列(3)在列(2)的基础上引入了CFO_nar×GOV交乘项。

从列(1)和列(2)可以看出,无论是否考虑CFO自恋(CFO_nar)的影响,政府干预都与财务重述呈正相关关系,且都在5%的水平上显著,即政府干预程度越低,企业发生财务重述的可能性就越小。从列(3)可以看出,交乘项CFO_nar×GOV的系数显著为正,这说明政府干预越低,越有利于发挥CFO自恋对财务重述的抑制效果。这和之前学者们的研究结论一致。分析其可能的原因是:CFO的任用和选拔受政府干预少,企业整体的内外部治理环境较好,CFO能够有效发挥治理职能,降低财务重述发生的可能性。

(二)CFO自恋、产权性质与财务重述

不同产权性质下,委托代理关系不同,企业发生财务重述的可能性也有所差异。那么,在不同产权性质下,CFO自恋对财务重述抑制作用的效果是否存在差异?为此,本文通过对样本按照产权性质进行分组,进一步分析在不同产权性质的企业中CFO自恋对财务重述的影响作用,回归结果如表10所示。

表10报告了按照产权性质分组后的CFO自恋对财务重述影响的回归结果,其中,列(1)为非国有企业样本,

表9 CFO自恋、政府干预与财务重述的回归结果

	(1) RESTATE	(2) RESTATE	(3) RESTATE
Constant	0.366 (0.626)	1.538* (0.054)	1.991** (0.018)
CFO_nar		-0.175*** (0.000)	-0.229*** (0.000)
GOV	0.158** (0.023)	0.143** (0.042)	0.157 (0.165)
CFO_nar × GOV			0.111* (0.094)
SIZE	-0.154*** (0.000)	-0.151*** (0.000)	-0.153*** (0.000)
LEV	0.619*** (0.003)	0.651*** (0.002)	0.650*** (0.002)
ROA	-3.136*** (0.001)	-3.054*** (0.001)	-3.025*** (0.001)
GROWTH	0.332*** (0.002)	0.335*** (0.002)	0.338*** (0.002)
LOSS	-0.086 (0.559)	-0.084 (0.570)	-0.084 (0.569)
SOE	-0.066 (0.427)	-0.062 (0.454)	-0.058 (0.484)
BSIZE	0.038 (0.112)	0.044* (0.073)	0.043 (0.075)
IBD	1.398* (0.076)	1.399* (0.076)	1.401* (0.075)
DUAL	-0.104 (0.208)	-0.110 (0.185)	-0.111 (0.179)
SHRCR	0.172 (0.467)	0.331 (0.171)	0.312 (0.196)
BMEET	0.029*** (0.002)	0.027*** (0.003)	0.027*** (0.004)
BIG4	-0.370** (0.027)	-0.302* (0.074)	-0.304* (0.072)
IND	控制	控制	控制
N	6 503	6 503	6 503
Wald chi ²	111.04(0.000)	134.66(0.000)	135.31(0.000)
Log likelihood	-2 881.577	-2 868.538	-2 867.206
Pseudo R ²	0.017	0.022	0.022

表10 CFO自恋与财务重述(区分产权性质)

	(1) 非国有企业 RESTATE	(2) 国有企业 RESTATE
Constant	-3.361*** (0.006)	-0.567 (0.664)
CFO_nar	-0.203*** (0.000)	-0.046 (0.395)
SIZE	-0.063 (0.212)	-0.178*** (0.002)
LEV	0.155 (0.570)	1.028*** (0.004)
ROA	-3.548*** (0.001)	-0.063 (0.970)
GROWTH	0.383*** (0.002)	0.436* (0.051)
LOSS	-0.012 (0.951)	-0.018 (0.937)
BSIZE	0.075** (0.041)	-0.015 (0.668)
IBD	2.851*** (0.006)	-0.540 (0.666)
DUAL	-0.023 (0.808)	-0.138 (0.492)
SHRCR	0.724** (0.017)	0.395 (0.320)
BMEET	0.041*** (0.001)	0.034** (0.035)
IND	控制	控制
YEAR	控制	控制
N	3 955	2 548
LR chi ²	357.22(0.000)	230.85(0.000)
Log likelihood	-1 627.032	-1 010.341
Pseudo R ²	0.099	0.103

为了更好地展示组间的系数差异,进一步采用SUR-Test和Permutation-Test进行系数显著性检验,差异系数为-0.156,均在5%的水平上显著(未列示)。可以看出,在非国有企业中,CFO自恋对财务重述的抑制作用显著,即CFO自恋程度高的非国有企业不容易发生财务重述;但是在国有企业中,CFO自恋对财务重述的抑制作用不显著。分析其原因可能有:一是非国有企业的高管对企业经营享有更大的决定权,CFO对企业的治理作用就更加明显;二是国有企

列(2)为国有企业样本。可以看出,无论是在非国有企业还是国有企业中,CFO自恋与财务重述均呈现负相关关系,但是这种负相关关系只在非国有企业样本中显著。为

表 11 CFO 自恋与企业创新回归检验结果(负二项回归模型)

	(1) Patent	(2) Patent
Constant	2.930*** (0.000)	0.575* (0.083)
CFO_nar	0.155*** (0.000)	0.062*** (0.005)
LEV		2.257*** (0.000)
ROA		4.787*** (0.000)
GROWTH		-0.127* (0.098)
LAGE		-0.037*** (0.000)
LOSS		-0.190* (0.068)
SOE		0.440*** (0.000)
BSIZE		0.107*** (0.000)
IBD		2.955*** (0.000)
DUAL		0.038 (0.501)
BMEET		0.028*** (0.000)
IND	控制	控制
YEAR	控制	控制
N	6 392	6 392
Log likelihood	-25 996.180	-25 659.654
Pseudo R ²	0.010	0.023
Chi ²	518.18(0.000)	1 191.24(0.000)
LR test of alpha=0: Chibar ²	670 000.00 (0.000)	550 000.00 (0.000)

业发生财务重述的可能性更低, CFO 自恋对财务重述的治理效果不容易体现。

六、拓展性研究

(一) CFO 自恋与企业创新

高质量的会计信息可以降低市场中的信息不对称程度,对技术创新的价值效应产生正向影响(Vivian 等,

2014; 韩美妮和王福胜, 2016)。企业进行自主创新活动必然需要财务方面的支持,而 CFO 可以通过对企业财务政策的制定,对自主创新活动施加影响。既然 CFO 自恋可以抑制财务重述的发生,提高企业的会计信息质量,那么 CFO 自恋对企业创新会产生何种影响? 基于此,本文进一步考察 CFO 自恋与企业自主创新能力之间的关系。

本文采用上市公司当年专利申请量(Patent)来衡量企业的创新能力。由于专利申请量数据的缺失,导致部分样本被剔除,最后得到 6 392 个样本。其中, LAGE 为公司上市年限。回归结果如表 11 所示,其中列(1)没有考虑控制变量的影响,列(2)则考虑了控制变量的影响。从回归结果中可以看出,无论是否考虑控制变量的影响, CFO 自恋都与企业创新能力呈正相关关系,且都在 1% 的水平上显著。这说明 CFO 自恋可以促进企业创新。这可能是因为企业创新通常伴随着高风险和挑战性,因此创新成功可以体现管理者的非凡能力(Dess 和 Covin, 1997)。自恋的 CFO 不仅对自身实力非常认可,并且会想要获得别人的认可,更有动机通过创新项目的成功来证明自身实力,通过保障研发投入等措施给企业带来更多的创新绩效。

(二) CFO 自恋与企业价值

CFO 自恋可以抑制财务重述的发生,财务重述又会导致企业价值下降(Palmrose 等, 2004),那么 CFO 自恋对企业价值又会产生何种影响作用呢? 财务重述在其中是否起到中介作用? 基于此,本文进一步对 CFO 自恋与企业价值之间的影响作用进行了探究。

本文的企业价值(VALUE)数据来源于 RESSET 数据库中的“企业价值”,计算方法为企业价值=股票市值+净债务,并取自然对数。由于部分企业价值数据的缺失,导致部分样本被剔除,最后得到 5 916 个样本。为了消除异方差的影响,本文直接使用稳健标准误(robust)进行回归,表 12 报告了 CFO 自恋与企业价值的回归检验结果(基于财务重述的中介效应)。中介效应检验方法参考温忠麟等(2004)提出的中介检验三步法:第一步,检验 CFO 自恋是否能显著提升企业价值,结果如表 12 列(1)所示;第二步,检验 CFO 自恋是否能显著抑制财务重述,结果如表 12 列(2)所示;第三步,检验财务重述和 CFO 自恋同时对企业价值的影响,结果如表 12 列(3)所示。可以看出,第一步中 CFO 自恋与企业价值的系数为 0.048,在 1% 的水平上显著;第二步中 CFO 自恋与财务重述的系数为 -0.139,在 1% 的水平上显著;第三步中财务重述、CFO 自恋与企业价值

表 12 CFO 自恋与企业价值回归检验结果
(基于财务重述的中介效应)

	(1) VALUE	(2) RESTATE	(3) VALUE
Constant	18.542*** (0.000)	-3.306*** (0.000)	18.548*** (0.000)
RESTATE			-0.057* (0.061)
CFO_nar	0.048*** (0.000)	-0.139*** (0.000)	0.048*** (0.000)
LEV	1.391*** (0.000)	0.151 (0.465)	1.392*** (0.000)
ROA	3.277*** (0.000)	-2.722*** (0.005)	3.257*** (0.000)
GROWTH	-0.059 (0.158)	0.466*** (0.000)	-0.055 (0.187)
LOSS	-0.143*** (0.010)	-0.019 (0.900)	-0.143*** (0.010)
BSIZE	0.186*** (0.000)	-0.019 (0.456)	0.186*** (0.000)
IBD	3.435*** (0.000)	0.670 (0.416)	3.439*** (0.000)
DUAL	-0.238*** (0.000)	0.037 (0.676)	-0.238*** (0.000)
BMEET	0.053*** (0.000)	0.033*** (0.001)	0.053*** (0.000)
IND	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制
N	5 916	5 916	5 916
Wald chi ²		292.27(0.000)	
F	226.23(0.000)		214.38(0.000)
Pseudo R ²		0.097	
R-squared	0.370		0.370

的系数分别为-0.057、0.048，且分别在10%、1%的水平上显著。表明财务重述在CFO自恋与企业价值之间起到部分中介作用，即财务重述会导致企业价值的下降，而CFO自恋可以通过降低财务重述从而提升企业价值。分析其原因可能是：第一，自恋的CFO对晋升激励比较敏感，而晋升激励可以抑制过度投资带来的企业价值下降，因此CFO自恋的特质有利于企业价值的提升；第二，财务重述的减少显示出企业会计信息质量的提高，减少了信息不对称程度，

有利于获得投资者信任从而增加投资，也有利于提高企业治理效率，从而提升企业价值。

七、研究结论与启示

本文以2012~2017年我国A股上市公司为研究样本，实证检验了CFO自恋与财务重述之间的关系。在此基础上，进一步考察了在不同政府干预程度和不同产权性质下CFO自恋程度对财务重述的影响程度，最后拓展研究了CFO自恋对企业创新、企业价值的作用效果。研究结果表明，CFO自恋与企业财务重述显著负相关，即CFO自恋程度越高的企业，越不容易发生财务重述，说明CFO自恋可以抑制财务重述行为的发生；而且政府干预越少，越有利于发挥CFO自恋对财务重述的抑制效果；与国有企业相比，在非国有企业中，CFO自恋对财务重述的抑制作用更显著；CFO自恋可以显著提升企业的创新能力和企业价值。

本文的研究结论具有的现实意义与政策启示：首先，企业在聘任CFO时，除了对CFO的背景特征如财务专长、学历等进行考察以外，有必要了解CFO的个性特征，可以利用CFO自恋的个性特征充分发挥其在公司治理中的作用，提高公司会计信息质量，但自恋是一把“双刃剑”，企业也应针对性地采取监督措施规避CFO自恋可能带来的潜在风险；其次，本文的研究视角为企业提高财务信息质量，增强治理能力，提升企业创新产出和企业价值提供新的思路；最后，本文的研究结论为监管层监督、管理上市公司提供新的视角，为产权制度进一步完善提供了经验证据。

主要参考文献：

- [1] 陈强. 高级计量经济学及Stata应用(第二版)[M]. 北京: 高等教育出版社, 2014.
- [2] 韩美妮, 王福胜. 会计信息质量对技术创新价值效应的影响研究[J]. 管理评论, 2016, 28(10): 97-110.
- [3] 何威风, 刘启亮. 我国上市公司高管背景特征与财务重述行为研究[J]. 管理世界, 2010, (7): 144-155.
- [4] 刘建伟. CEO/CFO特质与财务报告质量文献综述[J]. 湖南财政经济学院学报, 2014, 30(4): 57-64.
- [5] 马连福, 曹春方. 制度环境、地方政府干预、公司治理与IPO募集资金投向变更[J]. 管理世界, 2011, (5): 127-139.
- [6] 乔朋华, 周阳, 李小青. CEO自恋、研发投资与企业价值[J]. 科技进步与对策, 2019, 36(15): 100-106.

- [7] 沈永伟, 程晶, 晁卫东. 网络气象服务产品图的截取与处理[J]. 中国科技期刊研究, 2013, 24(5): 938-941.
- [8] 王俊秋, 张奇峰. 政府控制、制度环境与上市公司财务重述行为[J]. 经济管理, 2010, 32, (4): 11-19.
- [9] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
- [10] 魏志华, 李常青, 王毅辉. 中国上市公司年报重述公告效应研究[J]. 会计研究, 2009, (8): 31-39.
- [11] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004, (5): 614-620.
- [12] 夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究, 2005, (5): 40-51.
- [13] 宗锐, 孙连山. 计算机图形图像教学中的分辨率相关知识探究[J]. 课程教育研究, 2018, (3): 219.
- [14] Abbott, L. J., Parker, S., Presley, T. J. Female Board Presence and the Likelihood of Financial Restatement[J]. Accounting Horizons, 2012, 26(4): 607-629.
- [15] Aier, J. K., Comprix, J., Gunlock, M. T. The Financial Expertise of CFOs and Accounting Restatements[J]. Accounting Horizon, 2005, 19(3): 123-135.
- [16] Brunell, A. B., Gentry, W. A., Campbell, W. K. Leader Emergence: The Case of the Narcissistic Leader[J]. Personality and Social Psychology Bulletin, 2008, 34(12): 1663-1676.
- [17] Bushman, R. M., Piotroski, J. D., Smith, A. J. What Determines Corporate Transparency?[J]. Journal of Accounting Research, 2004, 42(2): 207-252.
- [18] Campbell, W. K., Hoffman, B. J., Campbell, S. M. Narcissism in Organizational Contexts[J]. Human Resource Management Review, 2011, 21(4): 268-284.
- [19] Chatterjee, A., Hambrick, D. C. It's All about Me: Narcissistic Chief Executive Officers and Their Effects on Company Strategy and Performance[J]. Administrative Science Quarterly, 2007, 52(3): 351-386.
- [20] Chava, S., Purnanandam, A. CEOs versus CFOs: Incentives and Corporate Policies[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 97(2): 263-278.
- [21] Church, B. K., Dai, N. T., Kuang, X. J., Liu, X. The Role of Auditor Narcissism in Auditor-Client Negotiations: Evidence from China[J]. Contemporary Accounting Research, 2019.
- [22] Dess, G. G., Covin, G. T. L. G. Entrepreneurial Strategy Making and Firm Performance: Tests of Contingency and Configurational Models[J]. Strategic Management Journal, 1997, 18(9): 677-695.
- [23] Elliott, W.B., Hodge, F.D., Sedor, L.M. Using Online Video to Announce a Restatement: Influences on Investment Decisions and the Mediating Role of Trust[J]. The Accounting Review, 2011, 87: 513-535.
- [24] Emmons, R.A. Factor Analysis and Construct Validity of the Narcissistic Personality Inventory[J]. Journal of Personality Assessment, 1984, 48(3): 291-300.
- [25] Gomulya, D., Boeker, W. How Firms Respond to Financial Restatement: CEO Successors and External Reactions[J]. Academy of Management Journal, 2014, 57(6): 1759-1785.
- [26] Graham, J. R., Li, S., Qiu, J. Corporate Misreporting and Bank Loan Contracting[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 89(1): 44-61.
- [27] Ham, C., Lang, M., Seybert, N. CFO Narcissism and Financial Reporting Quality[J]. Journal of Accounting Research, 2017, 55(5): 1089-1135.
- [28] Hambrick, D. C., Mason, P. A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers[J]. Academy of Management Review, 1984, 9(2): 193-206.
- [29] John, O. P., Robins, R. W. Accuracy and Bias in Self-Perception: Individual Differences in Self-Enhancement and the Role of Narcissism[J]. Journal of Personality and Social Psychology, 1994, 66(1): 206-219.
- [30] Judge, T. A., Lepine, J. A., Rich, B. L. Loving Yourself Abundantly: Relationship of the Narcissistic Personality to Self- and Other Perceptions of Workplace Deviance, Leadership, and Task and Contextual Performance[J]. Journal of Applied Psychology, 2006, 91(4): 762-776.
- [31] Kini, O., Williams, R. Tournament Incentives, Firm Risk, and Corporate Policies[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 103(2): 350-376.
- [32] Kohut, H. The Restoration of the Self[M]. The University of Chicago Press, 1977.
- [33] Palmrose, Z. V., Richardson, V. J., Scholz, S. Determinants of Market Reactions to Restatement Announcements[J]. Journal of Accounting & Economics, 2004, 37(1): 59-89.
- [34] Patel, P. C., Cooper, D. The Harder They Fall, the Faster They Rise: Approach and Avoidance Focus in Narcissistic CEOs[J]. Strategic Management Journal, 2014, 35(10): 1528-1540.
- [35] Raskin, R. N., Hall, C. S. A Narcissistic Personality Inventory[J]. Psychological Reports, 1979, 45(2): 590.
- [36] Simon, M., Houghton, S. M. The Relationship Between Overconfidence and The Introduction of Risky Products:

- Evidence from A Field Study[J]. *Academy of Management Journal*, 2003, 46(2): 139-149.
- [37] Srinivasan, S. Consequences of Financial Reporting Failure for Outside Directors: Evidence from Accounting Restatements and Audit Committee Members[J]. *Journal of Accounting Research*, 2005, 43(2): 291-334.
- [38] Vivian, W. Fang, X. T., Sheri, T. Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation?[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(5): 2085-2125
- [39] Zweigenhaft, R. L. The Empirical Study of Signature Size[J]. *Social Behavior & Personality: An International Journal*, 1977, 5(1): 177-185.

CFO Narcissism and Financial Restatement

—Empirical Evidence from Chinese Listed Companies

XIANG Rui, TIAN Qi

Abstract: This paper takes China's A-share listed companies from 2012 to 2017 as data samples, and empirically tests the relationship between CFO narcissism and financial restatement. The results of the study find that CFO narcissism is significantly negatively correlated with the likelihood of a financial restatement, that is, companies with a higher level of CFO narcissism are less likely to announce a financial restatement. On this basis, further research finds that the less government intervention, the better to play the inhibition effect of CFO narcissism on financial restatement; Moreover, compared with state-owned enterprises, CFO narcissism's inhibitory effect on financial restatement is more obvious in non-state-owned enterprises. In addition, extensive research finds that CFO narcissism can significantly enhance the company's innovation ability and corporate value.

Key words: CFO narcissism; financial restatement; corporate innovation; corporate value

(责任编辑 王安琪)