

# 财务总监对企业价值影响的实证研究

——基于四种背景特征及生命周期的视角

顾晓安, 曾 茜, 李文卿

(上海理工大学 管理学院, 上海 200093)

**[摘要]**以2000—2017年沪深两市A股上市公司为研究对象,从中筛选出符合条件的18144个数据作为研究样本,利用OLS回归模型研究财务总监的四种背景特征分别对企业价值的影响,并进一步研究这四种背景特征在企业生命周期各阶段对企业价值的影响。研究发现:具有高学历、年长这两个特征的财务总监对企业价值的提升作用更为显著。在企业生命周期各阶段中,具体表现为:成长期中具有硕士学历的财务总监会提升企业价值,女性财务总监会降低企业价值;高学历和女性财务总监会提升处于成熟期的企业价值;衰退期中硕士学历的财务总监会提升企业价值。

**[关键词]**财务总监;财务决策;生命周期;企业价值;财务管理;学历背景;女性高管;董事会结构

**[中图分类号]**F272.91 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2019)03-0073-09

## 一、引言

财务总监作为现代企业的高层管理者,其角色定位和职能为企业发展提供战略支持,并使股东价值持续增长。因此,财务总监的背景特征不仅决定了企业财务运营及整体经营管理的水平,还影响到企业战略目标的实现。通常企业的财务决策是财务总监在理性状态下所做出的专业选择,然而在现实中,财务总监进行决策时往往会受到自身年龄、性别、学历、能力等背景特征以及外部环境因素的影响,有可能会因为认知偏差或者情绪波动而做出非理性的决策。因此,对于财务总监的背景特征差异是如何通过财务决策对企业价值产生影响的研究是非常必要而且有意义的。

Gardner指出,与人类和其他有机体一样,企业也有一个生命周期,通常经历了创业、成长、成熟和衰退四个阶段<sup>[1]</sup>。由于在这四个阶段中有着不同的发展目标及战略,所面对的经营风险有所不同,这就要求企业要根据生命周期不同阶段的战略目标确定不同的财务管理目标。财务总监的背景特征会影响财务决策及财务管理目标的实现。因此,企业应该针对生命周期各阶段不同的财务管理目标对财务总监岗位的职能、职责与任职资格设定不同的标准,使所选聘的财务总监能够有助于企业在生命周期的各个阶段都能实现价值的最大化。

与已有研究相比,本文可能的贡献在于:第一,已有研究财务总监背景特征对企业价值影响的文献未对企业所处的生命周期进行划分,本文将具体分析在生命周期不同阶段财务总监的四种背景特征对企业价值的影响;第二,通过本文的研究可以为企业在聘任财务总监的时候提供经验依据,使其找到符合自身所处生命周期发展需求的财务总监,实现企业价值最大化的目标,同时,也便于财务总监能寻找到最大化发挥自身专长的企业。

## 二、文献回顾

国内外有关财务总监背景特征及企业价值的研究主要集中在如下几个方面。

**[收稿日期]**2018-08-01

**[作者简介]**顾晓安(1963—),男,上海人,上海理工大学管理学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为财务管理与会计、区域投融资管理等;曾茜(1994—),女,四川眉山人,上海理工大学管理学院硕士生,主要研究方向为管理会计与公司理财,邮箱:981698912@qq.com;李文卿(1970—),女,山东青岛人,上海理工大学管理学院讲师,主要研究方向为审计。

### (一) 有关财务总监多种背景特征对企业价值的影响

何福田<sup>[2]</sup>、王进朝<sup>[3]</sup>、王素玲<sup>[4]</sup>等对财务总监多种背景特征与企业价值之间的关系进行了研究。他们认为财务总监学历特征与企业价值呈现正相关关系,但是他们的研究中关于性别、年龄及任职期限这三个特征与企业价值的关系的结论并不一致。在性别特征方面:何福田<sup>[2]</sup>认为上市公司业绩与财务总监的性别呈正相关关系。但是王素玲<sup>[4]</sup>的相关研究表明财务总监性别特征对企业价值的升降没有明显的影响作用。在年龄特征方面:何福田<sup>[2]</sup>认为上市公司的业绩与财务总监年龄特征呈正相关关系;王进朝<sup>[3]</sup>研究发现公司业绩与财务总监年龄呈负相关关系;王素玲<sup>[4]</sup>认为财务总监的年龄与公司价值没有显著相关性。在任职期限特征方面:何福田<sup>[2]</sup>和王进朝<sup>[3]</sup>研究发现公司业绩与财务总监的任期期限正相关关系。王素玲<sup>[4]</sup>则认为财务总监任期则与公司价值没有显著相关性。

### (二) 仅研究财务总监单一背景特征对企业价值的影响

有关财务总监单一背景特征的研究主要集中在性别特征、职业背景特征、变更事件以及激励制度等方面。其中Francis等研究发现,女性财务总监倾向于在财务决策中规避高风险的决策,而且这种风险规避特质会导致财务总监通过增加企业资金配置效率、降低股权薪酬以及减少股利支付来降低企业风险,而这三方面的财务决策会影响企业业绩<sup>[5]</sup>。Hoitash研究具有会计职业背景财务总监与企业价值之间的关系,发现在低增长行业企业中,有会计职业背景的财务总监与公司企业价值呈正相关关系,而在高增长行业企业中,有会计职业背景的财务总监与公司企业价值呈负相关关系<sup>[6]</sup>。Mian采用事件树的研究方法研究财务总监变更与企业业绩之间的相关性,发现不管是财务总监的离职变更还是继任变更都显著影响企业的经营收益和资产报酬率,二者呈现密切的相关性<sup>[7]</sup>。Kim和Zhang研究了财务总监期权激励与企业业绩的相关关系,实证结果发现接受期权激励的财务总监相对于未接受过期权激励的财务总监来说,其对企业的经营业绩贡献更大,更不容易使企业陷入财务困境<sup>[8]</sup>。

通过分析国内外文献可以发现:财务总监性别、年龄及任职期限这3个特征与企业价值的关系并不一致,不同学者意见不同。导致该种情况的原因可能是作者并未考虑企业动态发展的特征,因为在生命周期各阶段企业财务管理目标的差异性对财务总监岗位的职能与职责有不同要求。综观已有文献的研究可以看出,人们有必要从财务总监的各种背景特征入手研究其对企业价值的影响程度,并进一步引入生命周期理论,考察财务总监的这些背景特征在生命周期各阶段对企业价值影响的差异性。

## 三、理论分析

### (一) 财务总监的性别与企业价值

从社会心理学角度来看,男性和女性在做决策时的心理状态是不同的<sup>[9]</sup>。男性财务总监往往比较自信,在做决策时可能更为激进;女性财务总监出于谨慎的心理,在做决策时通常更趋于保守。在实际工作中,相对于男性管理者,女性管理者更有可能处于不利的地位,面临更高的被解雇或被撤换的风险<sup>[10]</sup>,而且女性一旦离职后想要很快得到新的职业可能比较困难。这些因素使得女性财务总监会具有更为强烈的自我防御动机,倾向于选择对自身有利的决策,达到固守职位的目的。在自身心理和自我防御动机的影响下,女性财务总监的决策不太可能过于冒险,而男性财务总监更富有冒险精神。女性财务总监谨慎的财务决策可能会使公司稳健发展提升企业价值,但同时也使公司丧失市场机会降低企业价值,因此这两种一正一负的结果最终对企业价值的提升或降低没有影响。同样,男性财务总监激进的财务决策,使得企业风险性更高的同时收益性更高,两种结果相互作用下,也对企业价值提升或降低没有影响。因此,我们提出假设1。

H1: 财务总监的性别对企业价值提升或降低没有影响。

### (二) 财务总监的年龄与企业价值

管理者的年龄代表着管理者的阅历和工作经验,年轻的财务总监由于工作时间短、社会阅历浅、人脉少

等原因,拥有的社会资源会相对匮乏。相反,年长的财务总监具有丰富的人脉资源和社会关系,可以帮助公司获取更多的资源。因此,年长的财务总监丰富的资源可以给公司带来潜在的客户与收益,提升企业价值。但是随着年龄的增长,财务总监的精力不够,决策可能过于谨慎,使得公司丧失市场机会。相反,年轻的财务总监更具活力,接受变革能力越强,能够快速抓住市场机会,迅速调整公司战略,使公司更具收益性。因此,从精力状态上分析得出年轻的财务总监能够提升企业价值。综合不同年龄的财务总监所拥有经验的丰富程度以及精力状态差异,财务总监的年龄特征不能提升或降低企业价值,因此,我们提出假设2。

H2:财务总监的年龄对企业价值提升或降低没有影响。

### (三) 财务总监的教育背景与企业价值

受过优质教育的人士往往拥有更高的专业素养、认知水平与职业能力。学历是反映教育背景最重要的一方面,学历的高低很大程度上代表了受教育程度的高低。当财务总监的学历越高,专业性就越强,他们做财务决策时不会仅局限于短期的收益,而是从企业的全局出发,考虑企业价值的长期增长。此外,财务总监接受的教育多,接触到的高知识群体多,社会关系可能就广,社会资源也就丰富,能给企业带来更为有利的经营环境。因此,在公司的运营管理中,高学历的财务总监往往能够承担起更具全面性、战略性的角色,促进企业价值最大化目标的实现。通过上述对财务总监教育背景的分析,我们提出假设3。

H3:财务总监的学历越高,对于提升企业价值的作用越大。

### (四) 财务总监的任职期限与企业价值

财务总监在某公司任职时间越长,工作和管理经验越丰富,不仅能深入了解该公司运营管理流程和企业所处的行业与市场环境,而且也能更好地调配和整合公司资源以提高管理效率。随着财务总监任职时间的增加,财务总监与公司关系越紧密,两者的利益越趋于一致,财务总监追求自身利益最大化的同时也实现了公司价值最大化<sup>[4]</sup>。如果企业频繁地更换财务总监,可能会增加企业的人力成本,同时也可能会削弱企业的凝聚力,阻碍企业的发展。通过对财务总监的任职期限长短与企业价值之间关系的分析,我们提出假设4。

H4:财务总监的任职期限越长,对于提升企业价值的作用越大。

### (五) 在生命周期各阶段财务总监的背景特征与企业价值

企业在其生命周期不同阶段经营目标存在差异,也面临着不完全相同的经营风险。因此其财务管理的目标在生命周期各阶段也具有差异性。这就要求企业在生命周期的各个阶段对财务总监岗位的职能、职责与任职资格提出不同的要求,使所选聘的财务总监能够满足企业在生命周期的各个阶段实现价值最大化的要求。当企业处于成长阶段时具有如下特点:一是在公司规模上,员工的人数增多,组织结构相对完善,所有权与经营权分离;二是企业拥有良好的外部环境,企业已有一定的口碑累积和具有稳定的现金流量,开始形成产品品牌效应;三是企业有自己独特的产品,定位明确;四是企业文化与企业制度逐步形成,拥有越来越忠实的团队。然而成长期企业必须面对一系列的问题:一是成本费用较高;二是产品单一;三是生产效率过低。为了保持成长期企业的优势、解决该阶段的缺陷、扩大企业经营规模,企业会选择继续筹资,其总体上战略以扩张型为主。扩张型财务战略一般具有“高负债、高收益、少分配”的特征。

由于女性财务总监的决策不太可能过于冒险,通常会选择保守的财务决策,但是在成长期,该企业需要扩张型的财务战略,因此在成长期,女性财务总监相对于男性财务总监而言,会降低企业价值。年长的财务总监的决策不太可能过于冒险,通常会选择保守的财务决策,因此在成长期,年长的财务总监相对于年轻的财务总监而言,会降低企业价值。高学历的财务总监具有系统财务思维,能够抓住市场机会,促进企业在此阶段的快速发展。因此,该阶段高学历的财务总监能够根据该阶段的财务特征,做出恰当的财务战略决策,以提升企业价值。财务总监的任职期限长能较好地掌握企业各个部门的信息,在成长期任职期限长的财务总监能够根据该阶段的财务特征及时调整财务战略,以提升企业价值。因此,我们提出假设5。

H5a:成长期,女性和年长的财务总监会降低企业价值。

H5b:成长期,高学历和任职期限长的财务总监会提升企业价值。

企业生命周期的成熟期相当于人类生命的鼎盛时期,在此期间企业的人力、财力、物力等方面的资源都达到了巅峰状态。成熟期的企业具有如下特点:企业规模达到最大,企业员工到达最大数值,各部门各司其职,并且内部治理机制也日趋完善;主营业务稳定发展,产品稳步创新;财务风险相对降到最低、企业资金充裕以及市场占有率达到最大。同时,该阶段企业也会出现如下问题:企业内部机构过多容易出现散漫及监督不到位的情况;内部人员过多导致人力成本上升,并且原有的产品所占市场到达饱和。因此在这一时期企业主要实施稳健型财务战略,主要特征为:“适量负债,中等收益,适度分配”。女性财务总监的决策不太可能过于冒险,通常会制定保守的财务决策,在成熟期,该企业正是需要稳健的财务战略,因此在该时期,女性财务总监相对于男性财务总监而言,会提升企业价值。年长的财务总监的决策不太可能过于冒险,通常会选择保守的财务决策,配合成熟期稳健的发展。因此年长的财务总监相对于年轻的财务总监而言,会提升成熟期的企业价值。受过高等教育的财务总监具有系统的财务思维,能够抓住市场机遇,在此阶段经营企业的快速发展。因此,现阶段高等教育财务总监可以根据这一阶段的财务特点,及时调整财务战略以提高企业的价值。财务总监任期越长,对企业各部门信息的掌握就越好。这一阶段长期任职的财务总监可以根据这一阶段的财务特点,充分调整投资、筹资、股利等战略决策,以提高企业的价值。因此,我们提出假设6。

H6a:成熟期,女性和年长的财务总监会提示企业价值;

H6b:成熟期,高学历和任职期限长的财务总监对于提升企业价值的作用越大。

企业生命周期的衰退期相当于人类的晚年,衰退期的企业各方面都发展都出现滞缓现象。在这个时候,新产品的研发速度还不足以跟上其更新换代脚步,不断有新产品和竞争对手的涌入市场,市场逐渐被其他公司占领,竞争越演越烈,导致公司的销售额减少净利润下降。与此同时,企业的现金流也出现状况,不能满足企业的经营周转,致使企业规模不断地缩小。衰退期企业的死亡率最高,具体表现在企业为了挽回经营颓势将大量剩余资金投入新业务或者新产品开发中,为了保证开发,企业只能选择大量出售固定资产,但是一旦新开发商品不符合市场需求并达不到预期目标甚至直接研发失败,那么企业就会直接面临破产危机。因此衰退期主要选择防御型的财务战略来延缓企业价值的降低。该阶段企业财务状况恶化,财务总监的决策对企业价值的影响并不大,财务总监的背景特征与企业价值无关。因此,我们提出假设7。

H7:衰退期,财务总监的背景特征与企业价值无关。

## 四、研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

本文选取2000—2017年沪深两市所有A股上市公司作为初始样本。在此基础上,本文进行如下处理:剔除金融保险业样本、被标记为ST或\*ST或S的上市公司、无法获取完整数据的上市公司、当年财务总监变更的上市公司、上市年限为0的上市公司。最终本文得到18144个样本。本文有关财务总监背景特征的相关数据是根据国泰安(CSMAR)数据库以及新浪财经网站手工收集得到,其他数据均来源于国泰安数据库。使用的统计软件为EXCEL和stata15.0。

### (二) 变量定义

#### 1. 因变量

本文因变量为企业价值。用托宾Q值来度量企业价值既能全面反映公司的无形资产或商誉,又能反映公司的未来价值。而且,托宾Q这一市场指标是被动披露的,因此不会轻易受到人为的操纵,能够客观体现企业的价值。托宾Q等于公司的市场价值除以公司资产的重置价值,但是不能获得公司重置价值的具体数据。因此,本文采用CSMAR数据库中托宾Q的定义, $Q=(\text{市场价值}+\text{负债总计})/\text{总资产}$ 。其中,公司的市场价值定=普通股市场价值+债务账面价值,普通股的市值是以年底最后一个交易日的收盘价乘以

普通股的数目来计算的,而资产重置成本则用其账面价值代替。

### 2. 自变量

自变量包括财务总监的性别(*Sex*)、年龄(*Age*)、学历(*Edu*)和任职期限(*Work*)等四个变量。当公司的财务总监为女性时,*Sex*取值为1,否则为0。公司财务总监分别有中专及以下、大专、本科、硕士、博士及以上五种学历背景,故本文设置多分类哑变量。学历为大专时,*Edu* 2取值为1,否则为0。学历为本科时,*Edu* 3取值为1,否则为0。学历为硕士时,*Edu* 4取值为1,否则为0。学历为博士及以上时,*Edu* 5取值为1,否则为0。财务总监的年龄是指公司财务总监截至观测期(2000—2017年)内每一年年末的实际年龄;财务总监的任职期限是指财务总监在样本公司自任职起至观测期内每一年年末的已连续任职时间。

### 3. 企业生命周期

对于企业生命周期的划分有三种划分方法,分别为现金流量法<sup>[11]</sup>、单一变量分析法<sup>[12]</sup>以及综合变量分析法<sup>[13]</sup>。通过比较发现,综合变量分析法更为合理,因为其考虑到行业和公司的异质性因素。Anthony和Ramesh用股利支付、销售收入增长、资本支出及企业年龄等变量综合打分来划分企业生命周期的不同阶段<sup>[13]</sup>。本文没有选用股利支付这一变量指标,主要原因是,中国国内上市公司普遍偏好较少发放股利或不发放股利。留存收益是衡量企业生命周期较好的代理变量。本文选取留存收益率、销售收入增长、资本支出及企业年龄四个企业生命周期描述作为企业生命周期测量变量<sup>[14]</sup>。

根据我国上市企业已经度过初创期的实际情况,在考虑行业之间存在差异的情况下,本文把企业生命周期划分为三个阶段:成长期、成熟期及衰退期。

在具体操作时,考虑了行业及年份之间的差异因素,本文先按行业按年份分组,在采用三分位法将不同分组条件下的样本企业按照上述4个指标高中低划分为3个层级,并赋予不同的数值(成长期=1、成熟期=2、衰退期=3),具体赋值情况见表1。

表1 企业生命周期的测量

生命周期	留存收益率		主营业务收入增长率		资本支出率		企业成立时间	
	低	3	高	3	高	3	短	3
成长期	中	2	中	2	中	2	中	2
成熟期	高	1	低	1	低	1	长	1

然后本文将所有企业表示生命周期的不同指标进行合计,即获得所有样本在4个变量下赋值之和。分值为4~6的划分为成长期,分值为7~10的划分为成熟期,分值为11~12的划分为衰退期。加总后的分值不仅考虑了各单因素的相互作用,还考虑到了行业和年份异质性的因素,因此,该测量结果将更加可靠。

### 4. 控制变量

本文选择公司上市年限、董事会规模、公司规模、资产负债率及第一大股东持股比例、财务总监是否兼职或是否持股、公司股权性质作为控制变量,并控制了年份及行业。除此之外由于财务总监通常是公司董事长(*CEO*)的下属,财务总监收集经营管理决策所需的财务信息和非财务信息,向董事会提出合理化的建议以利于其决策的制定<sup>[15]</sup>。因此董事长可能通过给财务总监施加压力来影响公司的财务决策,进而影响企业价值。为此,本文还控制了董事长的背景特征。

本文的主要变量及其定义如表2所示。

### (三) 模型构建

为了检验上述提出的7个假设,本文构建如下模型,对未区分生命周期的全部样本和分别处于企业生命周期各阶段的样本分别进行回归:

$$Tobinq = \alpha_0 + \alpha_1 \times Sex + \alpha_2 \times Age + \alpha_3 \times Edu2 + \alpha_4 \times Edu3 + \alpha_5 \times Edu4 + \alpha_6 \times Edu5 + \alpha_7 \times Work + \beta Control + \varepsilon$$

## 五、实证结果分析

### (一) 描述性统计分析

1. 未区分生命周期各阶段情形下各变量的描述性统计情况如表3所示。从表3可以得出,*sex*的均

表2 变量及其定义

变量类型	变量代码	名称	定义	
被解释变量	<i>Tobin Q</i>	托宾 Q	$Q=(\text{市场价值}+\text{负债总计})/\text{总资产}$	
	<i>Sex</i>	性别	财务总监性别(男=0,女=1)	
解释变量	<i>Edu</i>	学历	学历为大专时, <i>Edu</i> 2取值为1,否则为0。学历为本科时, <i>Edu</i> 3取值为1,否则为0。学历为硕士时, <i>Edu</i> 4取值为1,否则为0。学历为博士及以上时, <i>Edu</i> 5取值为1,否则为0	
	<i>Age</i>	年龄	截止到观测期内的每一年末的实际年龄	
	<i>Work</i>	任职期限	在样本公司自任职起至观测期(2000—2017年)内每一年末的已连续任职时间(单位:年)	
	<i>Fix</i>	上市年限	公司上市至今统计截止日期的年数	
	<i>Bd</i>	董事会规模	进入董事会人数	
	<i>Ta</i>	公司规模	总资产对数	
	<i>D/A</i>	资产负债率	资产负债率=负债总额/资产总额	
	<i>Top1</i>	第一大股东持有股权占比	第一大股东持有股权占比	
	<i>Part</i>	是否兼职	兼职=1,不兼职=0	
	<i>Share</i>	是否持股	持股=1,不持股=0	
	控制变量	<i>State</i>	股权性质	国有企业=1,非国有企业=0
		<i>Ceosex</i>	董事长性别	<i>Ceosex</i> 性别(男=0,女=1)
		<i>Ceoedu</i>	董事长学历	学历为大专时, <i>Ceoedu</i> 2取值为1,否则为0。学历为本科时, <i>Ceoedu</i> 3取值为1,否则为0。学历为硕士时, <i>Ceoedu</i> 4取值为1,否则为0。学历为博士及以上时, <i>Ceoedu</i> 5取值为1,否则为0
<i>Ceoage</i>		董事长年龄	截止到观测期内的每一年末的实际年龄	
<i>Ceowork</i>		董事长任职期限	在样本公司自任职起至观测期(2000—2017年)内每一年末的已连续任职时间(单位:年)	
<i>Year/Industry</i>	年份/行业	控制		

值为0.3,企业女性财务总监的数量保持在30%左右,相对男性财务总监来说数量的1/3;*edu3*、*edu4*的均值为0.45和0.31,财务总监的学历大部分为本科和硕士;*age*的均值为45.27,财务总监的平均年龄在45岁左右,且各公司财务总监的年龄存在较大差异,在所研究的样本中,年龄最小的为27岁,年龄最大的为71岁;*work*的均值为4.85,财务总监的平均工作年限为4.85年,任职期限最长为20年,最短任期为1年。

2. 划分了企业生命周期各阶段后财务总监的四种背景特征变量的描述性统计如表4所示。从表4可以看出,处于成熟期的企业多于处于成长期和处于衰退期的企业。在三个周期中,成熟期企业的女性财务总监的平均数最大,各周期学历分布情况相同,平均年龄都在45岁左右,成长期企业财务总监的平均任职期限最长。

(二) 相关性分析

为了避免多重共线性对回归结果产生干扰,本文对各变量之间的相关性进行Pearson双尾检验,主要变量的相关系数如表5所示。

从表5的结果可以看出,主要解释变量之间的相关系数均小于或等于0.5,因此不存在高度的相关性和多重共线性。财务总监的性别与托宾Q的相关系数均显著为正,说明在不考虑其他因素时,女性财务总监能创造出更高的价值;财务总监学历、年龄与托宾Q的相关系数均显著为负,说明在不考虑其他因素时,高学历与年长的财务总监不能创造出更高的价值。当然Pearson系数只是对单变量分析的结果,财务总监背景特征与公司价值的相关性还需要通过多元回归做进一步的分析。

表3 各变量的描述性统计

变量	N	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Tobin q</i>	18,144	2.26	1.82	0.09	56.66
<i>Sex</i>	18,144	0.30	0.46	0.00	1.00
<i>Edu2</i>	18,144	0.21	0.41	0.00	1.00
<i>Edu3</i>	18,144	0.45	0.50	0.00	1.00
<i>Edu4</i>	18,144	0.31	0.46	0.00	1.00
<i>Edu5</i>	18,144	0.02	0.13	0.00	1.00
<i>Age</i>	18,144	45.27	6.53	27.00	71.00
<i>Work</i>	18,144	4.85	2.96	1.00	20.00
<i>Fix</i>	18,144	8.73	6.04	1.00	27.00
<i>Bd</i>	18,144	9.00	1.90	0.00	19.00
<i>D/A</i>	18,144	0.45	0.23	0.01	7.79
<i>Ta</i>	18,144	21.91	1.25	17.97	28.51
<i>Top1</i>	18,144	0.41	1.40	0.00	89.09
<i>Share</i>	18,144	0.29	0.46	0.00	1.00
<i>Part</i>	18,144	0.35	0.48	0.00	1.00
<i>Stata</i>	18,144	0.00	0.06	0.00	1.00
<i>Ceosex</i>	18,144	0.05	0.22	0.00	1.00
<i>Ceoage</i>	18,144	49.51	7.41	24.00	87.00
<i>Ceoedu2</i>	18,144	0.17	0.37	0.00	1.00
<i>Ceoedu3</i>	18,144	0.63	0.93	0.00	1.00
<i>Ceoedu4</i>	18,144	0.39	0.48	0.00	1.00
<i>Ceoedu5</i>	18,144	0.11	0.31	0.00	1.00
<i>Ceowork</i>	18,144	4.72	3.39	1.00	23.00

(三) 回归分析

为了验证上述假设,本文利用OLS方法进行回归分析,检验未划分企业生命周期时财务总监的四种背景特征分别对企业价值的影响,以及财务总监的四种背景特征在企业生命周期各阶段对企业价值的影响,结果见表6。

从表6第一列的未划分企业生命周期的结果可知:Sex的系数不显著,说明财务总监的性别对企业价值没有显著影响,不支持假设H1;Edu3的系数为0.137且在10%水平上显著为正,Edu4的系数为0.296且在1%水平上显著

为正,Edu5的系数为0.381且在1%水平上显著为正,说明财务总监学历越高,公司价值越高,支持了假设H2;Age的系数为0.00351且在10%水平上显著为正,说明财务总监年龄越大,公司价值越高,支持了假设H3;Work的系数不显著,说明财务总监的任职期限对企业价值没有显著影响,不支持假设H4。总体而言,具有高学历、年长这两个特征的财务总监对企业价值有提升作用。

从表6中划分了生命周期三个阶段的回归结果可知:在企业成长期,Sex的系数在5%水平上显著为负,系数为-0.121,说明成长期的女性财务总监与企业价值负相关,会抑制企业价值的提升;Edu4的系数在10%水平上显著为正,系数为0.332,说明成长期的财务总监学历为硕士对提升企业价值的作用更大。在企业成熟期,Sex的系数在5%水平上显著为正,系数为0.0641,说明成长期的女性财务总监与企业价值正相关,会提升企业价值;Edu4的系数在5%水平上显著为正,系数为0.26,Edu5的系数在5%水平上显著为正,系数为0.393,说明成长期的财务总监学历越高对提升企业价值的作用越大。在企业衰退期,Edu4的系数为0.483且在5%水平上显著为正,说明成熟期的财务总监学历为研究生时,能提升企业价值。除此之外财务总监的年龄和任职期限在生命周期各阶段中对企业价值没有影响。

(四) 稳健性检验

为验证上述回归结果的可靠性,本文进行如下稳健性检验:第一,更换企业价值的衡量指标。从现有的文献来看,上市公司企业价值的衡量指标除市场绩效指标(托宾Q)外,还有总资产收益率(ROA)财务绩效指标。因此我们选取净资产收益率(ROA)作为托宾Q值的替代指标衡量企业价值,得到的多元回归结果基本一致。第二,改变企业生命周期的划分方法。本文选用现金流分类法,通过企业现金流量表中经营活动、投资活动和筹资活动产生的净现金流量的方向组合来判断企业所处的生命周期阶段,再次证实研究结论具有稳健性。

六、结论性评述

本文研究了财务总监的四种背景特征分别对企业价值的影响,并进一步研究这四种背景特征在企业生命周期各阶段对企业价值的影响。得出如下研究结论:1.在未划分企业生命周期时,财务总监的性别和任期特征对企业价值没有影响;但是具有高学历、年长这两个特征的财务总监对企业价值的提升作用更为显著。2.在企业生命周期各阶段中(1)成长期中具有硕士学历的财务总监能提升企业价值,而女性财务总监会降低企业价值;(2)成熟期中高学历和女性的财务总监都能提升企业价值;(3)衰退期中硕士

表4 企业生命周期各阶段财务总监背景特征的描述性统计

周期	样本量	性别 (Sex)	学历					年龄(Age)			任职期限(Work)		
			(Edu2)	(Edu3)	(Edu4)	(Edu5)	最小值	最大值	平均值	最小值	最大值	平均值	
			平均值	平均值	平均值	平均值							
成长期	3459	0.28	0.22	0.43	0.31	0.02	27	69	45.37	1	19	5.04	
成熟期	11321	0.31	0.21	0.45	0.31	0.02	27	71	45.25	1	20	4.84	
衰退期	3364	0.30	0.21	0.47	0.29	0.1	28	69	45.24	1	18	4.68	

表5 相关性分析

	Tobinq	Sex	Edu2	Edu3	Edu4	Edu5	Age	Work
Tobinq	1							
Sex	0.030***	1						
Edu2	0.0120	0.055***	1					
Edu3	0.015**	-0.00500	-0.467***	1				
Edu4	-0.020***	-0.038***	-0.344***	-0.601***	1			
Edu5	-0.027***	-0.060***	-0.067***	-0.117***	-0.086***	1		
Age	-0.017**	0.039***	0.197***	-0.108***	-0.079***	-0.00700	1	
Work	-0.00300	-0.00600	-0.00800	-0.031***	0.051***	0.00300	0.309***	1

注:\*,\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

学历的财务总监能提升企业价值。3.加入CEO背景特征后进行进一步检验,实证结果大体与未加入CEO背景特征的回归结果一致。

通过研究我们还发现:1.在未划分生命周期时,女性和男性财务总监对企业价值的影响没有差异,但是在成长期,女性财务总监能提升企业价值,在成熟期,女性财务总监会降低企业价值,说明男性财务总监更适合成长期的企业,因为该阶段适用于扩张型财务战略,而保守的女性财务总监所做决策更适合选择稳健型财务战略的成熟期企业。2.硕士学历的财务总监对于处于生命周期三个阶段的企业价值都有显著的提升作用,而博士及以上学历的财务总监只对成熟期企业价值有提升作用,有可能是因为处于成长期和衰退期的财务总监学历为博士及以上的相对较少,但是还是可以得出企业财务总监学历越高,越有能力应用其专业知识及时把握企业生命周期各阶段的财务规律,并做出正确的财务决策以提升企业价值。3.在未划分生命周期时,年龄大的财务总监能提升企业价值,而在划分生命周期后,财务总监的年龄特征对企业价值的影响并不明显。4.综合区分生命周期和未区分生命周期的实证结果发现,财务总监任职期限的长短对企业价值没有影响。

从本文的研究结论中我们可以得到如下的启示:1.上市公司在选聘财务总监时应破除性别歧视。处于成长期的企业可以选择男性财务总监,而处于成熟期的企业可以选择女性财务总监,分别提升企业价值。2.在企业生命周期的四个阶段中都应选择学历高的财务总监。高学历不仅意味着财务总监的专业知识能力强,还是财务总监认知层次高的一种体现。一般情况下,学历高的财务总监往往更易接受多元化的知识结构,涉猎较广。3.财务总监的年龄与任职期限与企业价值之间的关系不大,因此,企业在选聘财务总监时可以不用关注这两个特点。

本文在研究过程中存在不可避免的局限性,在以后的研究中可以从以下几个方面进行完善:1.本文只单独对四种背景特征对企业价值的影响进行研究,并未研究四种背景特征之间的相互作用对企业价值的影响。2.本文只能得到财务总监背景和公司价值相关的结论,但是对这一相关性并没有进行影响机制的探讨,未来可以考察财务总监的这些特殊背景是通过何种渠道影响公司价值的。

表6 回归检验结果

	未区分生命周期	成长期	成熟期	衰退期
<i>Sex</i>	0.0122 (0.4853)	-0.121** (-2.2534)	0.0641** (2.0109)	-0.0400 (-0.6592)
<i>Edu2</i>	0.101 (1.0850)	0.0647 (0.3508)	0.0624 (0.5167)	0.352 (1.5861)
<i>Edu3</i>	0.173* (1.8689)	0.211 (1.1453)	0.141 (1.1739)	0.356 (1.6143)
<i>Edu4</i>	0.296*** (3.1571)	0.332* (1.7792)	0.260** (2.1333)	0.483** (2.1615)
<i>Edu5</i>	0.381*** (2.9829)	0.216 (0.8681)	0.393** (2.4007)	0.386 (1.1682)
<i>Age</i>	0.00351* (1.7892)	0.00429 (1.0479)	0.00383 (1.5198)	0.00475 (1.0194)
<i>Work</i>	0.00630 (1.3414)	0.00854 (0.8951)	0.00714 (1.1957)	-0.00638 (-0.5448)
<i>Fix</i>	0.0331*** (14.0338)	0.0278*** (5.7010)	0.0266*** (8.9642)	0.0474*** (7.3810)
<i>Bd</i>	0.00988 (1.5015)	0.0196 (1.3821)	0.00396 (0.4746)	0.0155 (0.9843)
<i>Da</i>	-0.0438 (-0.7374)	-1.374*** (-8.1156)	0.116 (1.5059)	0.458*** (3.7176)
<i>Ta</i>	-0.646*** (-53.8374)	-0.446*** (-16.9477)	-0.646*** (-41.5967)	-0.861*** (-30.3395)
<i>Top1</i>	0.391*** (4.9013)	0.329* (1.9484)	0.540*** (5.2590)	0.329* (1.7585)
<i>Share</i>	0.0902*** (3.3934)	0.0488 (0.9293)	0.102*** (3.0196)	0.0205 (0.2960)
<i>Part</i>	0.0409 (1.5454)	-0.0297 (-0.5377)	0.0530 (1.5883)	-0.0145 (-0.2200)
<i>Stata</i>	-0.129 (-0.7009)	-0.202 (-0.7811)	-0.219 (-0.8536)	-0.227 (-0.2461)
<i>Ceosex</i>	0.111** (2.1645)	0.119 (1.1973)	0.129* (1.9419)	0.0423 (0.3325)
<i>Ceoaage</i>	0.00253 (1.3981)	0.00501 (1.3850)	0.00326 (1.4109)	-0.00274 (-0.6028)
<i>Ceoaedu2</i>	-0.00831 (-0.1013)	0.0424 (0.2755)	-0.00671 (-0.0626)	0.0875 (0.4193)
<i>Ceoaedu3</i>	0.0861** (2.1494)	0.0730 (0.9876)	0.0707 (1.3487)	0.196* (1.9058)
<i>Ceoaedu4</i>	0.155* (1.9305)	0.112 (0.7526)	0.170 (1.6186)	0.301 (1.4687)
<i>Ceoaedu5</i>	0.258*** (3.0240)	0.202 (1.2417)	0.266** (2.3964)	0.407* (1.8618)
<i>Ceowork</i>	-0.00548 (-1.3409)	0.00489 (0.5790)	-0.00540 (-1.0436)	-0.0260** (-2.5361)
<i>_Cons</i>	16.42*** (56.1042)	12.03*** (19.3910)	16.59*** (43.9350)	20.39*** (29.1650)
<i>Year/Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	18144	3459	11321	3364
<i>adj. R<sup>2</sup></i>	0.2896	0.3172	0.2813	0.3538
<i>F</i>	128.5	28.69	77.38	32.75

注:\*,\*\*,\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上显著。括号外的数为回归系数,括号内的数为t值。



## 参考文献:

- [1] Gardner J W. How to prevent organizational dry rot[M]. New York:Harper's Magazine, 1965.
- [2] 何福田,何福英.CFO与上市公司业绩:一个实证视角[J].西南财经大学学报,2009(7):77-80.
- [3] 王进朝,陈丽,林宇.上市公司业绩变化与CFO继任特征关系研究[J].上海财经大学学报,2010(3):23-29.
- [4] 王素玲,徐志瑶,高天惠.CFO特征与公司价值相关性研究——基于中国上市公司经验数据[J].科学决策,2016(8):20-36.
- [5] Francis B, Hasan I, Park J C, et al. Gender differences in financial reporting decision making: Evidence from accounting conservatism [J]. Contemporary Accounting Research, 2015, 32(3): 1285-1318.
- [6] Hoitash R, Hoitash U, Kurt A C. Do accountants make better chief financial officers? [J]. Journal of Accounting & Economics, 2016, 61(2-3):414-432
- [7] Mian. On the choice and replacement of chief financial officer [J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60(1):143-175
- [8] Kim J B, Li Y, Zhang L. CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes [J]. Journal of Financial Economics, 2011, 101(3): 713-730.
- [9] 李世刚.女性高管、过度自信与上市公司融资偏好——来自中国资本市场的经验证据[J].经济经纬,2014(2):92-96.
- [10] 黄国良,刘婷,徐快茹.管理防御视角下CEO背景特征对现金持有量的影响[J].商业研究,2013(12):62-68.
- [11] Dickinson V. Future profitability and the role of firm life cycle[J]. Fisher School of Accounting, 2006, 13(2):56-72.
- [12] Deangelo H, Deangelo L. Dividend policy and the earned contributed capital mix: A test of the life-cycle theory [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 81(2): 227-254.
- [13] Anthony J, Ramesh K. Association between accounting performance measures and stock prices [J]. Journal of Accounting and Economics, 1992, 15(2-3): 203-227.
- [14] 谭劲松,曹慧娟,易阳,等.企业生命周期与董事会结构:资源依赖理论的视角[J].会计与经济研究,2017(6):3-24.
- [15] Graham J R, Harvey C R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field [J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60(2-3):187-243.

[责任编辑:杨志辉]

## An Empirical Study on the Impact of CFO on Enterprise Value: A Perspective Based on Four Background Characteristics and Life Cycle

GU Xiao'an, ZENG Xi, LI Wenqing

(Business School, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai 200093, China)

**Abstract:** Taking all the A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2000 to 2017 as the research object and 18144 eligible data as research samples, this paper not only studies the impact of CFO's four background characteristics on enterprise value, but also studies the impact of these four background characteristics on enterprise value at different stages of enterprise life cycle based on OLS regression model. It is found that CFOs with high educational background and seniority play a more significant role in promoting enterprise value. At each stage of the enterprise life cycle, the concrete performance is as follows: in the growing period, CFO with master's degree can enhance the enterprise value while female CFO will reduce corporate value. Highly educated and female CFOs can improve enterprise value in maturity, CFO with master's degree in recession can improve corporate value.

**Key Words:** chief financial officer; financial decision; life cycle; enterprise value; financial management; educational background; female executives; board structure