

# CFO 与上市公司业绩：一个实证视角

何福田<sup>1</sup>，何福英<sup>2</sup>

(1. 湖南工业大学 财经学院, 湖南 株洲 412008; 2. 福建工程学院 经济管理系, 福建 福州 350014)

**摘要：**以 2005~2007 年我国沪市上市公司相关数据为基础，探讨了我国上市公司 CFO 相关特征变量与公司业绩之间的关联性。研究发现：上市公司股价与 CFO 性别、任职时间、是否持有股票等特征变量相关；利润总额与 CFO 年龄、学历、职称、年薪等因素具有统计意义上的相关性；每股收益和净资产收益率指标仅与 CFO 年薪相关；反映上市公司规模的指标则与 CFO 性别、年龄、学历、职称、年薪等显著相关。结论对上市公司构建 CFO 激励与约束相兼容的治理机制具有一定的参考价值。

**关键词：**CFO；特征变量；公司业绩

**中图分类号：**F276.6

**文献标志码：**A

**文章编号：**1673-9833(2009)04-0077-04

## CFO and Firm Performance: An Empirical Perspective

He Futian<sup>1</sup>, He Fuying<sup>2</sup>

(1. School of Finance and Economics, Hunan University of Technology, Zhuzhou Hunan 412008, China;

2. Department of Economic Management, Fujian University of Technology, Fuzhou 350014, China)

**Abstract:** Based on the data of listed companies in China's Shanghai Securities Exchange from 2005 to 2007, discussed the relevance between the CFO characteristic variables and the firms' performance. The study showed that the companies' share prices were related to the variables of CFO's gender, duration, and whether holding shares or not. The statistical significance correlation existed between the company's total profit and the variables of CFO's age, education, job title and salary. However, earnings per share and ROE(return on equity) indicators were only associated with CFO's annual salary. The indicators of company's scale correlated significantly with the variables of CFO's gender, age, education, job title and salary. The study had a certain reference value for listed companies to establish the governance mechanisms to inspire and restrict CFOs compatibly.

**Keywords:** CFO; characteristic variables; firm performance

## 0 引言

CFO (chief financial officer, 首席财务官或财务总监)是现代企业中重要的高级管理职位,他们站在股东和经营管理者之间的位置,是公司重要的战略决策制定和执行者之一<sup>[1]</sup>;CFO 制度的引入有助于降低公司股东和经营者之间的委托代理成本,促进股东财富的保值和增值。目前对 CFO 的研究大多采用规范研究方法,且主要集中在 CFO 职能定位、应承担的法律责任、如何面对信息经济时代、未来发展趋势等;而对

CFO 特征与公司业绩之间是否具有关联性、CFO 的任职资格、工作成效的量化与考核等一些问题研究较少。Mian<sup>[2]</sup>首次采用事件研究法对 1984~1997 年期间 2 227 例 CFO 变更进行研究,指出 CFO 变更与公司业绩的相关性。李长青等<sup>[3]</sup>选取了深沪 2 市 2001~2002 年中 42 个财务总监变更的样本进行实证研究,指出财务总监变更与公司业绩关系及股票市场的反应。杜胜利、赵柳婷<sup>[4]</sup>以我国 A 股上市公司披露的财务高管人员信息为基础,对上市公司 CFO 制度特征及其影响因素进行了实证分析。苏静<sup>[5]</sup>在代理理论基础上,构造

收稿日期:2009-01-08

作者简介:何福田(1977-),女,福建福清人,湖南工业大学讲师,湖南大学硕士研究生,主要研究方向为财务理论与实务,

E-mail: [hft737477@sina.com](mailto:hft737477@sina.com)

了1个由母公司、子公司管理层和派出CFO组成的基本模型,指出母公司要建立对财务总监的定期考评制度,将子公司业绩与派出CFO薪酬挂钩,有助于更好的达到监督控制作用。本文将研究CFO性别、年龄、任职时间等与公司业绩之间是否存在关联效应。

## 1 研究模型设计

公司在委派或聘任CFO时,或许会考虑到人选的性别、年龄、学历、任职时间长短、职称、报酬等因素,这些因素是CFO管理能力的外在表现,直接对公司业绩产生影响。通常,上市公司的经营业绩可用市场业绩(多以股票市价作为代表性指标)或是会计业绩(既有绝对数指标如利润总额,亦有相对数指标如净资产收益率等)来衡量。据此,提出以下假设:

**假设1:** CFO是否持有公司股票、是否担任董事,以及年龄、性别、任职时间长短、学历、职称等特征变量与以股票价格为代表的公司市场业绩显著相关。

CFO在公司中扮演着战略管理者和财务控制者的双重角色,当外部利益关系人无法获知更多关于公司内部业绩的信息时,他们会从CFO的个人特征信息中读取更多的内涵。例如,可能更信赖任职时间较长、持有所在公司股票的CFO来管理公司财务工作,实现股东价值最大化的财务管理目标,建立模型如下:

$$V_i = a_0 + a_1 S_i + a_2 A_i + a_3 T_i + a_4 E_i + a_5 D_i + a_6 P_i + a_7 R_i + a_8 O_i + a_9 W_i + \varepsilon_i$$

式中:  $V$  表示公司股票价格(取年度最后一个交易日收盘价);  $i$  表示年份;  $a$  表示回归系数;  $\varepsilon$  表示误差项;  $S$  表示CFO性别,男性值为0,否则为1;  $A$  表示CFO年龄;  $T$  为CFO任职时间;  $E$  表示CFO学历高低,高中、中专及以下取0,大专取1,大学取2,硕士取3,博士取4;  $D$  表示CFO是否担任公司董事,未担任为0,否则为1;  $P$  为CFO职称,助理会计师为0,会计师为1,高级会计师为2;  $R$  表示是否有CPA等认证资格,无认证资格为0,否则为1;  $O$  表示CFO是否持有公司股票,未持股为0,持股为1;  $W$  为CFO年薪(单位:万元);下同。

**假设2:** CFO特征变量与公司收益额或收益率指标具有统计意义上的相关性。CFO是否持有公司股票、担任董事,及年龄、性别、任职时间长短、学历、职称等特征变量,是其管理能力、综合素质等内在质量的外部化;在公司财务控制活动中,CFO管理能力的优劣必将影响到公司收益。据此,建立模型如下:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 S_i + \beta_2 A_i + \beta_3 T_i + \beta_4 E_i + \beta_5 D_i + \beta_6 P_i + \beta_7 R_i + \beta_8 O_i + \beta_9 W_i + \eta_i$$

式中:  $y$  表示被解释变量,分别用利润总额、每股收益、净资产收益率、每股经营现金净流量代入;  $\beta$  表示回归系数;  $\eta$  表示误差项;其余同上。

另外,考虑到公司规模的影响,将在第2个模型引入总资产、净资产、销售收入总额等指标进行测度。

## 2 样本选择与描述性分析

### 2.1 样本选择与数据来源

根据分析的需要,以2005~2007年我国沪市上市公司为主要研究对象,鉴于上市公司数量较多,故依据以下原则筛选了220家上市公司:

1) 考察期间样本公司所披露的财务报告经过注册会计师审计,并出具标准审计意见的上市公司;

2) 所选择的样本公司为2004年以前发行上市的股份制公司,剔除在考察期间发行上市的公司;

3) 样本公司3年内财务数据完整,并据《企业会计准则2006》对2005、2006年同期数据进行了调整。

文中数据收集自上海证券交易所和新浪财经网,研究只考虑CFO公开性收入,不包括隐性收入,文中数据运用Excel和SPSS12.0统计软件进行整理分析。

### 2.2 描述性分析结果

从表1可知,CFO的平均年龄为43.45岁,最年轻的为30岁,年纪最大的为65岁;CFO任职年限最短为0.08a,最长的为14.67a;CFO平均年薪为20.25万元,最少的为0.43万元(因其刚上任,按实际任期计算报酬),最高的为118.82万元。

表1 CFO特征变量描述性统计

Table 1 Descriptive statistics for variables of CFO characters

变量	样本数	均值	中位数	众数	方差	最小值	最大值
年龄/岁	660	43.45	43	41	49.44	30	65
任职时间/a	658	3.65	3.33	2.83	5.98	0.08	14.67
年薪/万元	645	20.25	15.8	12	273.27	0.43	118.82

由表2可知,从CFO性别来看,样本中共有473人次为男性,占样本总数的71.7%,可见,在我国上市公司中担任财务高管的以男性居多。从CFO学历来看,获得硕士和大学本科学历者居多,分别占样本总数的35.2%和41.6%,受教育程度较高。在全部样本数据中,CFO进入决策层担任董事的有182人次,占总样本的27.6%,未担任董事的为478人次,占总样本数的72.4%;有近1/3CFO参与公司高层的重大决策。具有高级职称的333人次,占总数的63.3%,中级职称188人次,占总数的35.7%,初级职称的5人次,占1.0%。通过统计,发现CFO职称越高,年龄越大;具有初级职称的CFO平均年龄为38.73岁,具有中级职称的CFO平均年龄为42.26岁,具有高级职称的CFO平均年龄为45.14岁。在样本数据中,CFO持有公司股票的有119个,占总数的18.0%;未持有公司股票的为541个,占总数的82.0%。说明绝大多数的上市公司对CFO不实行股票激励。

表2 CFO特征变量描述性统计

Table 2 Descriptive statistics for the variables of CFO characters

变量	样本数	变量状态值									
		0		1		2		3		4	
		公司数	占样本总数 百分比/%	公司数	占样本总数 百分比/%	公司数	占样本总数 百分比/%	公司数	占样本总数 百分比/%	公司数	占样本总数 百分比/%
性别	660	473	71.7	187	28.3						
学历	623	15	2.4	121	19.4	259	41.6	219	35.2	9	1.4
是否任董事	660	478	72.4	182	27.6						
职称	526	5	1.0	188	35.7	333	63.3				
是否持股	660	119	18.0	541	82.0						

注:变量状态取值见前面说明;因数据有缺失值,故样本数有差异。

### 3 检验结果与分析

#### 3.1 CFO特征变量与公司业绩的多因素分析

表3数据表明,CFO特征变量分别与公司市场业绩及会计业绩存在一定的关联性。其中,股价与CFO性别、任职时间、年薪、是否持有所在公司股票等变量相关;公司利润总额与CFO年龄、职称及年薪在重要性水平1%下显著正相关,与CFO学历变量在重要性水平5%下正相关,即CFO年龄越大,学历越高,公司利润总额相应较高,同时CFO薪水也较高;每股收益、净资产收益率仅与CFO年薪变量在重要性水平1%下显著正相关,每股经营现金净流量与CFO职称、年薪变量相关,显著性水平分别为10%和5%。公司资

产总额与CFO性别、年龄、学历、职称、年薪等变量相关;公司净资产与CFO年龄、学历、职称、年薪等变量相关;公司销售收入与CFO性别、年龄、学历、是否担任董事、职称、年薪等变量显著相关,重要性水平为1%,与任职时间在重要性水平10%下显著负相关。无论是公司的市场业绩还是会计业绩,均与CFO年薪变量呈现统计意义上的正相关,回归方程不存在共线性问题,回归分析结果支持2个假设。

以上是对CFO特征变量与公司业绩、规模之间所做的多因素分析;为进一步阐述CFO特征变量与公司业绩之间的影响,将分别按CFO性别、职称等变量作为分组标志,进行独立样本非参数检验,分组考察特征值不同时公司业绩、规模是否存在显著差异。

表3 CFO特征变量与公司业绩回归结果

Table 3 CFO characteristic variables relate to regressions of firm performance

变量	股票价格	资产总额	净资产总额	销售收入总额	每股收益	净资产收益率	现金流量净额	利润总额
性别	2.249 (1.904)*	-0.092 (-2.047)**	-0.036 (-0.806)	-0.146 (-2.765)***	0.032 (0.769)	3.407 (1.571)	-0.100 (-1.088)	-0.063 (-0.094 8)
年龄	-0.037 (-0.417)	0.007 (2.207)**	0.006 (1.811)*	0.013 (3.382)***	0.000 (-0.131)	-0.109 (-0.68)	0.000 (0.027)	0.017 (3.401)***
任职时间	0.775 (3.446)***	-0.005 (-0.586)	-0.007 (-0.842)	-0.018 (-1.784)*	0.011 (1.391)	-0.038 (-0.093)	-0.020 (-1.171)	-0.001 (-0.105)
学历	0.386 (0.519)	0.047 (1.654)*	0.064 (2.328)**	0.102 (3.150)***	0.000 (-0.108)	-1.374 (-1.027)	-0.010 (-0.174)	0.086 (2.098)**
是否任董事	-0.594 (-0.514)	-0.046 (-1.046)	-0.051 (-1.174)	-0.197 (-3.185)***	-0.051 (-1.269)	-1.123 (-0.530)	-0.129 (-1.445)	-0.107 (-1.643)
职称	-1.673 (-1.525)	0.213 (5.121)***	0.170 (4.169)***	0.233 (4.828)***	-0.027 (-0.715)	-0.873 (-0.44)	0.141 (1.682)*	0.165 (2.714)***
是否持股	0.000 (-1.905)*	0.000 (-1.627)	0.000 (-0.021)	0.000 (-0.264)	0.000 (-0.641)	0.000 (0.190)	0.000 (0.238)	0.000 (-0.147)
年薪	0.224 (6.407)***	0.006 (4.406)***	0.005 (3.403)***	0.008 (4.934)***	0.006 (5.083)***	0.173 (2.693)***	0.005 (2.014)**	0.013 (6.503)***
R <sup>2</sup>	0.126	0.185	0.105	0.194	0.067	0.021	0.024	0.179

注:( ) 中为t值,\*、\*\*、\*\*\*表示显著性水平分别为10%、5%、1%,下同。

#### 3.2 CFO特征变量与公司业绩的单因素分析

##### 3.2.1 CFO性别与公司业绩

从表4可知,CFO为男性的样本公司资产总额平均为584 899.5万元,净资产总额平均为208 541.6万元,销售收入总额平均为440 050.6万元,利润总额平均为

31 903.75万元,4项指标均优于女性担任CFO的样本公司;同时,公司每股收益平均为0.3元,每股经营现金净流量平均为0.47元,亦高于CFO为女性的样本公司。2组样本的资产总额和销售收入平均值存在显著差异,重要性水平分别为5%和1%,而其他指标平均值不

存在显著差异,数据表明,规模较大的公司较倾向于雇佣男性担任财务总监。

表 4 CFO 性别与公司业绩

Table 4 The variable of CFO gender relates to firm performance

性别	股票价格	资产总额	净资产总额	销售收入总额	利润总额	每股收益	净资产收益率	现金流量净额
0	11.48	584 899.5	208 541.6	440 050.6	31 903.75	0.30	7.55	0.47
1	11.57	392 231.8	173 560.6	275 472.3	22 704.84	0.26	8.63	0.43
T 检验值	-0.083	2.313**	1.328	2.577***	1.489	0.982	-0.692	0.594

注:变量状态取值见前面说明;表中公司数据均为平均值,下同。

### 3.2.2 CFO 职称与公司业绩

表 5 结果显示, CFO 职称不同, 其公司资产总额、净资产、销售收入、利润总额、每股收益、净资产收益率等指标中位数存在显著差异, CFO 年薪也存在显著差异。从均值来看, CFO 职称越高的组别, 其平均现金报酬越高, 其所在公司的资产、权益、销售收入、利润总额、每股收益、每股经营现金流量净额也越

高, 与职称变动方向表现一致; 这表明公司对 CFO 职称这一信息是有反应的, 认为职称较高的财务总监其管理能力可能相应较强, 当投资者对财务总监的工作能力无法确切掌握时, 公司所披露的 CFO 职称信息, 可以向投资者传递一种信息, 那就是公司所聘任的 CFO 可以对投资者负责, 他将有能力为投资者当好“管家”。

表 5 CFO 职称与公司业绩

Table 5 The variable of CFO professional title relates to firm performance

职称	平均年薪	股票价格	资产总额	净资产总额	销售收入总额	利润总额	每股收益	净资产收益率	现金流量净额
0	9.62	9.06	81 886.52	61 172.54	60 381.18	3 568.72	0.10	3.01	0.09
1	15.49	10.70	259 565.80	106 088.10	181 437.30	12 073.15	0.27	8.36	0.38
2	22.31	11.76	688 113.10	246 700.60	547 545.50	38 552.51	0.29	7.62	0.50
中位数卡方统计量	25.866***	1.477	45.208***	22.111***	49.970***	14.439***	5.625*	6.120**	2.669

## 4 结语

综合分析上述研究结果, 可得出以下结论:

第一, 规模较大的公司倾向于雇佣年龄较大、学历较高的男性担任 CFO, 其报酬与公司经营规模及多个盈利指标具有统计意义上的正相关; 第二, 公司在聘任 CFO 时, 对其性别有所考虑, 大公司倾向于聘用男性担任财务总监; 第三, CFO 职称越高, 其所在公司市场业绩和会计业绩也相应较好; 第四, CFO 是否持有所在公司股票, 并不能与公司业绩好坏划等号。

### 参考文献:

- [1] FMAC. The Role of the Chief Financial Officer in 2010[R]. New York: IFAC Financial and Management Accounting Committee, 2001.
- [2] Mian Shehzad. On the Choice and Replacement of Chief Financial Officers[J]. Journal of Financial Economics, 2001,

60: 143-175.

- [3] 李常青, 傅仁辉, 王毅辉. 财务总监变更探究[J]. 广东金融学院学报, 2005(7): 28-32.  
Li Changqing, Fu Renhui, Wang Yihui. An Analysis of the Chief Financial Officer Turnover[J]. Journal of Guangdong University of Finance, 2005(7): 28-32.
- [4] 杜胜利, 赵柳婷. 中国上市公司 CFO 制度影响因素的实证分析[J]. 中国工业经济, 2005(5): 119-126.  
Du Shengli, Zhao Liuting. An Empirical Research on Features and Influential Factors of CFO System in Chinese Listed Companies[J]. China Industrial Economy, 2005(5): 119-126.
- [5] 苏 静. 派驻财务总监与企业集团内控的实施——基于代理理论的视角[J]. 会计研究, 2006(1): 63-68.  
Su Jing. Effectiveness of Internal Control Mechanism for Subsidiary Company and Its CFO: on Principal-Agent Perspective[J]. Accounting Research, 2006(1): 63-68.

(责任编辑: 李玉珍)