



CFO兼任董秘与资本结构决策

程富¹, 王福胜²

1 东北大学 工商管理学院, 沈阳 110167

2 哈尔滨工业大学 经济与管理学院, 哈尔滨 150001

摘要:近年来,中国上市公司CFO兼任董秘的现象逐年增加,中国学者对这一现象的探讨主要基于董秘的视角,考察CFO兼任董秘对董秘职责履行的影响,而忽略了从CFO的角度出发,探讨CFO兼任董秘对CFO职责履行的影响。

以CFO兼任董秘问题为切入点,选取2008年至2016年沪深两市A股上市公司为样本,从静态资本结构选择和动态资本结构调整两方面,探讨CFO兼任董秘对资本结构决策的影响。首先,以资产负债率测量资本结构,采用混合截面数据的OLS回归模型,考察CFO兼任董秘对资本结构选择的影响;其次,分别以资本结构调整速度和偏离程度测量资本结构调整的效率和效果,采用非平衡面板数据的固定效应模型,同时估计目标资本结构和资本结构调整速度,考察CFO兼任董秘对资本结构动态调整的影响。

研究表明,在控制CFO兼任董事的影响后,CFO兼任董秘降低了公司的负债水平,加快了资本结构调整速度,并降低了资本结构偏离目标的程度。在控制内生性问题之后,上述结论依然稳健。进一步研究表明,CFO兼任董秘之后的两年,公司财务杠杆降低,会计稳健性提高;在CFO任期较短或CFO年龄较小的公司,CFO兼任董秘能够显著降低财务杠杆;在非国有企业中CFO兼任董秘具有明显的降杠杆效应,而在国有企业中CFO兼任董秘能够显著提升资本结构调整速度;对于股权相对分散的情况,CFO兼任董秘影响资本结构决策。上述结果表明,CFO兼任董秘通过增强CFO的股权融资偏好和风险规避意识降低财务杠杆,且CFO兼任董秘对资本结构决策的影响因公司治理环境的不同而存在差异。

研究结果证实了CFO兼任董秘对资本结构决策的影响,对于扩展资本结构决策的影响因素、丰富CFO兼任董秘的经济后果研究具有重要的理论意义。在实践意义上,研究结果支持CFO兼任董秘有助于提升其财务管理能力的观点,为上市公司中越来越多CFO兼任董秘的现象提供了新的解释和依据。

关键词: CFO兼任董秘;资本结构决策;资本结构动态调整;股权性质;股权集中度

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2020.06.010

文章编号: 1672-0334(2020)06-0128-17

引言

资本结构决策是公司财务决策的起点,是公司有效运转和持续健康发展的经济基础。是什么决定了公司的资本结构决策以及如何提高资本结构决策的效率,一直是学术界和实务界关注的重要问题。

已有研究主要从公司层面探讨资本结构决策,认为公司特征和治理结构是影响资本结构决策的关键因素^[1-2]。近年来,一些中国学者从CEO视角研究资本结构决策,认为CEO的性别^[3]和财务经历^[4]等背景特征影响资本结构决策,但是他们缺乏对CFO的关

收稿日期: 2018-08-01 **修返日期:** 2020-05-09

基金项目: 国家自然科学基金(71802044,71672046);中央高校基本科研业务费专项资金(N2006002,N160603001)

作者简介: 程富,管理学博士,东北大学工商管理学院讲师,研究方向为财务会计和公司治理等,代表性学术成果为“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”,发表在2014年第12期《会计研究》,E-mail: chengfuhit@sina.com

王福胜,管理学博士,哈尔滨工业大学经济与管理学院教授,研究方向为财务会计、公司治理和企业价值等,代表性学术成果为“盈余管理对上市公司未来经营业绩的影响研究——基于应计盈余管理与真实盈余管理比较视角”,发表在2014年第2期《南开管理评论》,E-mail: wangfushenghit@sohu.com

注。而国外相关研究表明,相对于CEO和其他高管,CFO在公司资本结构决策中发挥更重要的作用^[5-6]。因此,很有必要探讨中国上市公司CFO在资本结构决策中发挥的作用。

近年来,越来越多的上市公司选择由CFO兼任董秘^[7-9]。CFO作为公司财务工作的最高负责人,负责编制财务报告和投融资管理,思维缜密细致,但缺乏资本市场知识和资本运作经验;而董秘作为公司与资本市场的对接人,负责协调管理公司资本市场的运作,拥有丰富的资本运作经验和出色的资本运作能力^[8]。资本结构决策的专业性和动态性要求CFO对资本市场有比较深刻的了解,并与银行和投资者等资金提供方建立良好的关系,而兼任董秘可以加深CFO对资本运作和投融资管理的认识,转换CFO的思维方式,进而提升CFO的决策能力^[7]。因此,本研究以CFO兼任董秘为切入点,从静态资本结构水平和动态资本结构调整两方面,探讨CFO兼任董秘对公司资本结构决策的影响,旨在从CFO职责履行的角度理解CFO兼任董秘的经济后果。

1 相关研究评述

1.1 履行CFO职能

公司治理理论和实践表明,CFO具有监督和管理双重职能。CFO的监督职能是指CFO代表董事会对公司实施内部财务监控,管理职能则指CFO作为执行董事或经理人员参与公司重大决策。已有研究大多关注CFO在财务报告方面的监督职能,包括会计政策选择^[10]、财务重述^[11]、盈余管理^[12]、应计质量^[13]和内部控制^[14]等。近年来,随着CFO在公司中的地位日益提升和CFO职能的不断拓展,一些学者开始探讨CFO在财务决策方面的管理职能,如投资职能^[15]、融资职能^[16]、税收职能^[17]和资金配置职能^[18]等。

在资本结构决策方面,已有研究主要关注CEO的作用。胡志颖^[3]认为女性CEO较男性CEO更少使用负债融资;姜付秀等^[4]认为有财务经历的CEO提高了公司负债水平,加快了资本结构调整速度,并降低了资本结构偏离程度;贾明琪等^[19]认为CEO的性别、年龄、学历和财会背景会影响资本结构的调整速度和调整效果。而国外研究同时关注了CEO和CFO对资本结构决策的影响,并且认为CFO的影响强于CEO的影响。BERTRAND et al.^[5]认为,相对于CEO固定效应和其他高管固定效应,CFO固定效应解释了融资决策更大比例的变动;FRANK et al.^[6]证实,与CEO固定效应和CEO特征相比,CFO固定效应和CFO特征对资本结构的增量解释能力更强。

1.2 履行董秘职能

董秘作为公司与外部投资者的沟通者,主要履行信息披露和投资者关系管理职能。由于投资者关系管理水平难以测量,已有研究主要关注董秘的信息披露职能。高凤莲等^[20]、林长泉等^[21]和周开国等^[22]认为董秘的社会资本有助于提高信息披露质

量,女性担任董秘和董秘持股降低信息披露质量,董秘的年龄、学历、任期、兼任情况和相关经验等对信息披露质量无显著影响;高强等^[23]认为由副总兼任董秘有助于提高信息披露质量,由董事兼任董秘却未能起到类似的作用。

此外,还有一些研究探讨了董秘对资本市场的影响。罗进辉等^[24]认为金牌董秘有助于提高上市公司的股价同步性;姜付秀等^[25]认为董秘的财务经历有助于提升企业的盈余信息含量;全怡^[26]认为董秘的职业背景在对分析师首次跟踪和市值管理的影响中发挥了积极的作用。

1.3 CFO兼任董秘

已有研究大多单独探讨CFO或董秘在公司治理中的作用,很少将两者相联系。近年来,随着中国上市公司CFO兼任董秘的现象越来越普遍,中国学者开始关注CFO与董秘两职合一对于投资者关系管理和公司治理的影响。张成^[7]认为CFO兼任董秘从多方面更好地满足了资本市场对董秘扮演新闻发言人角色时的期望,有助于提升公司的投资者关系管理水平和公司治理水平。然而,上述观点缺乏经验证据的支持。此后,一些学者开始采用上市公司数据检验CFO兼任董秘的经济后果。毛新述等^[8]认为CFO兼任董秘能够更有效地传递信息,提高资本市场效率;扶青等^[27]认为CFO兼任董秘能够显著提高上市公司的信息披露质量;彭情等^[9]认为CFO兼任董秘能够显著降低股价崩盘风险。

虽然上述研究为CFO兼任董秘的经济后果提供了部分经验证据,但仅考虑了CFO兼任董秘对董秘职能履行的影响,忽视了CFO兼任董秘对CFO职能履行的影响。因此,本研究从资本结构决策的视角,探讨CFO兼任董秘对CFO管理职能的影响,对CFO兼任董秘的经济后果研究进行有益补充。

2 理论分析和研究假设

静态权衡理论认为,企业存在目标资本结构,企业权衡债务融资的相关成本与收益,选择使企业价值最大化的目标资本结构^[28]。动态权衡理论认为,由于资本市场存在交易成本、投资者逆向选择成本等调整成本,企业的实际资本结构会系统性地偏离其目标水平。当发生偏离时,企业不一定即时调整至目标水平,而是在权衡调整收益和调整成本的基础上,选择将实际资本结构向目标结构调整^[29]。基于静态权衡理论和动态权衡理论,资本结构决策包含静态资本结构选择和动态资本结构调整两层含义,因此,本研究分别探讨CFO兼任董秘对资本结构选择和资本结构动态调整的影响。

2.1 CFO兼任董秘与资本结构选择

本研究从融资偏好和风险规避的角度,探讨CFO兼任董秘对资本结构选择的影响。

(1) CFO兼任董秘有助于增强CFO的股权融资偏好,进而降低公司负债水平。已有研究表明,中国上市公司存在较为强烈的股权融资偏好^[30-31]。通常,

CFO拥有丰富的银行融资渠道和经验,但其在资本市场知识和资本运作经验方面相对缺乏,因而其股权融资偏好较弱。董秘作为公司与资本市场的对接人,负责协助董事会制定公司资本市场发展战略,协助筹划或者实施公司资本市场再融资和并购重组业务,对资本市场有比较深入的了解,并且拥有丰富的资本运作经验和出色的资本运作能力。因此,履行董秘职能有助于强化CFO与资本市场沟通交流,拓展CFO有关资本市场的知识,熟悉资本市场规则和运行模式,加深对资本运作的认识,从而有助于增强CFO的股权融资偏好,促使企业增加对股权融资方式的使用,进而降低公司负债水平。

(2) CFO兼任董秘有助于增强CFO的风险规避意识,进而降低公司负债水平。相对于其他高管,长期从事财务工作的CFO通常具有更强的风险规避意识^[32]。董秘作为公司与政府主管部门的联络人、公司与新闻媒体的窗口、公司与外部投资者的沟通者,通常面临较高的舆论谴责风险和监管处罚风险。当CFO兼任董秘时,CFO不仅面临因内部受托责任履行不到位(如财务报表重述)而遭受解雇的风险,而且面临因外部受托责任履行不到位(如信息披露违规)而遭受舆论谴责和证监会处罚的风险。因此,CFO兼任董秘使CFO暴露在更高的内外部风险之中,增强CFO的风险规避意识,从而促使CFO选择更为稳健的资本结构。

综上所述,本研究认为CFO兼任董秘有助于增强CFO的股权融资偏好和风险规避意识,进而降低公司负债水平。因此,本研究提出假设。

H₁ CFO兼任董秘与公司负债水平负相关。

2.2 CFO兼任董秘与资本结构动态调整

本研究从内外部信息沟通的视角,探讨CFO兼任董秘对资本结构动态调整的影响。

(1) CFO兼任董秘有助于提高公司内部董事会与经理层之间的信息沟通效率,降低资本结构的调整成本,从而正向影响资本结构动态调整。在现代公司治理结构中,董事会是公司决策的制定者,经理层是公司决策的執行者,而董秘作为董事履职的服务者和决议执行的监督者,是董事会与经理层之间的沟通协调者。在实践中,董秘主要采用上传下达的方式介入公司战略管理,即在董事会做出公司战略规划和具体部署的决策后,董秘要向经理层及时、准确地传达,并将经理层的落实情况及时向董事会报告。当公司董秘由CFO兼任时,董秘将直接策划公司中长期的资产负债结构和投融资安排,直接落实发行股票和债券的融资业务,从而其上传和下达财务战略的效率均将显著提高。因此,CFO兼任董秘有助于提高董事会与经理层之间的信息沟通效率,减少董事会与经理层之间的财务信息不对称,从而董事会更可能采纳经理层提出的融资方案,以使公司维持最优资本结构,进而加快资本结构调整速度,降低资本结构偏离目标的程度。

(2) CFO兼任董秘有助于提高公司与外部投资者

之间的信息沟通效率,缓解企业的融资约束,从而正向影响资本结构动态调整。CFO作为公司财务工作的总负责人,直接参与公司的重要决策,负责制定和落实财务战略,并管控财务信息的生成过程,对公司经营状况和财务状况的了解详细而深入,这些内容往往是董秘对外进行信息披露和与投资者进行沟通的重点^[7-9]。当公司董秘由CFO兼任时,董秘能够更加深入地与公司投资者沟通公司的相关财务会计信息,并且深入分析财务数据背后隐含的经济含义,确保信息披露的完整性以及信息解释的专业性、可信性和可理解性,从而提高信息传递的效率,减少公司与投资者之间的信息不对称,进而缓解企业的融资约束^[33]。而融资约束程度的降低会减少企业调整资本结构的成本,从而增强调整资本结构的意愿,加快调整资本结构的调整速度。因此,CFO兼任董秘有助于提高公司与投资者之间的信息沟通效率,减少公司与投资者之间的信息不对称,从而降低企业的融资约束程度,进而加快资本结构调整速度,降低资本结构偏离目标的程度。

综上所述,本研究认为CFO兼任董秘有助于提高企业内外部信息的沟通效率,减少内外部信息的不对称,进而加快资本结构调整速度,降低资本结构偏离程度。因此,本研究提出假设。

H₂ CFO兼任董秘与资本结构调整速度正相关。

H₃ CFO兼任董秘与资本结构偏离程度负相关。

3 研究设计

3.1 样本选择和数据来源

本研究选取2008年至2016年沪深两市A股上市公司作为研究对象,并按照以下标准筛选样本:①剔除金融保险行业样本;②剔除ST、*ST样本;③剔除无连续两年观测数据的样本;④剔除公司当年发生CFO变更的样本,一方面是为了确保企业当年的资本结构决策对应同一CFO,另一方面是为了保证CFO有足够的时间对公司资本结构决策施加影响;⑤剔除相关数据缺失的样本。最终得到10 709个有效观测样本。同时,为排除极端值的影响,对所有连续变量进行1%和99%分位的winsorize缩尾处理。

本研究中的CFO为上市公司的首席财务官、财务负责人、财务总监或总会计师。当一家上市公司同时存在两个及以上前述称谓的财务高管时,将在年度报告会计工作负责人处签字的财务高管界定为该公司的CFO。CFO兼任董秘和CFO兼任董事的数据是对CSMAR数据库中的高管个人资料文件进行手工整理后得到的,其他公司财务数据和治理结构数据均源自CSMAR数据库。

3.2 变量设定

3.2.1 因变量

(1) 资本结构

学术界对资本结构的定义存在广义和狭义两种观点,这两种观点的区别在于是否将短期负债列入资本结构的范围。目前,中国上市公司的债务期限

结构呈现出以短期负债融资为主的特点,短期负债在总负债中所占的比例远远超过长期负债,同时还存在短期负债循环使用的倾向。因此,本研究采用广义资本结构的概念,选用资产负债率测量上市公司的资本结构。

(2)资本结构调整速度

在估计资本结构调整速度前,首先需要确定公司的目标资本结构。已有研究表明,企业的目标资本结构是由时间和公司特征等因素决定的,并随着企业内外部环境的变化而变化^[34]。本研究借鉴黄继承等^[35]、林慧婷等^[36]和张胜等^[37]的研究,利用如下模型确定企业目标资本结构,即

$$\begin{aligned}
 Lev_{i,t+1}^* &= \beta X_{i,t} \\
 &= \beta_0 + \beta_1 LnA_{i,t} + \beta_2 Roa_{i,t} + \beta_3 Mtb_{i,t} + \\
 &\quad \beta_4 Tan_{i,t} + \beta_5 Dep_{i,t} + \beta_6 Ocf_{i,t} + \beta_7 Ind_{i,t} + \\
 &\quad \sum Yea_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

其中, i 为公司, t 为年度, $Lev_{i,t+1}^*$ 为公司在第 $(t+1)$ 年的目标资本结构; β 为回归系数矩阵, X 为控制变量矩阵; β_0 为常数项, $\beta_1 \sim \beta_7$ 为回归系数。其他变量定

义见表1。

在确定企业目标资本结构后,借鉴已有研究的做法,利用FLANNERY et al.^[34]提出的标准部分调整模型估计企业的资本结构调整速度,具体模型为

$$Lev_{i,t+1} - Lev_{i,t} = \delta(Lev_{i,t+1}^* - Lev_{i,t}) + \varepsilon_{i,t+1}^1
 \tag{2}$$

其中, $Lev_{i,t+1}$ 为*i*公司第 $(t+1)$ 年年末的实际资本结构; $Lev_{i,t}$ 为*i*公司第 t 年年末的实际资本结构; δ 为样本公司每年平均的资本结构调整速度; $\varepsilon_{i,t+1}^1$ 为残差。

在目标资本结构模型参数的确定上,近期的大量实证研究均采用同时估计目标资本结构和资本结构调整速度的方法^[38-39]。这种方法的潜在假设是由于调整成本的存在,公司部分地而非完全地将实际资本结构向目标资本结构调整,而单独用(1)式估计目标资本结构的隐含假设是公司的资本结构调整是完美的,观测到的资本结构总是等于目标资本结构^[35]。相对而言,公司部分地调整资本结构这一假设更符合动态资本结构理论和企业资本结构决策实践^[39]。因此,本研究采用同时估计目标资本结构和资本结构调整速度的方法,即将(1)式代入(2)式,得

表1 变量定义

Table 1 Definition of Variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	资本结构	<i>Lev</i>	资产负债率, $\frac{\text{总负债}}{\text{总资产}}$
	资本结构调整速度	δ	利用(3)式估计获得
	资本结构偏离程度	<i>Dis</i>	利用(4)式计算得到
自变量	CFO兼任董秘	<i>C_Sec</i>	当上市公司CFO与董秘为同一人时取值为1,否则取值为0
	CFO仅兼任董秘	<i>C_Sec_Onl</i>	当CFO兼任董秘但不兼任董事时取值为1,否则取值为0
	CFO仅兼任董事	<i>C_Dir_Onl</i>	当CFO兼任董事但不兼任董秘时取值为1,否则取值为0
	CFO兼任董秘和董事	<i>C_Sec_Dir</i>	当CFO同时兼任董秘和董事时取值为1,否则取值为0
控制变量	公司规模	<i>LnA</i>	总资产的自然对数
	盈利能力	<i>Roa</i>	$\frac{\text{净利润}}{\text{总资产}}$
	成长能力	<i>Mtb</i>	$\frac{\text{股权的市场价值} + \text{债务的账面价值}}{\text{总资产}}$
	资产抵押能力	<i>Tan</i>	$\frac{\text{固定资产净额} + \text{存货净额}}{\text{总资产}}$
	非债务税盾	<i>Dep</i>	$\frac{\text{折旧摊销总额}}{\text{总资产}}$
	经营现金流	<i>Ocf</i>	$\frac{\text{经营活动产生的现金流量净额}}{\text{总资产}}$
	行业资本结构	<i>Ind</i>	分年度分行业计算的某一行业的资产负债率的中位数
	股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
	股权性质	<i>Soe</i>	当上市公司的控股股东为国有时取值为1,否则取值为0
	两职设置	<i>Dua</i>	当公司董事长与总经理为同一人时取值为1,否则取值为0
年度	<i>Yea</i>	以2008年为基准年,设立7个年度虚拟变量	

$$Lev_{i,t+1} = (1 - \delta)Lev_{i,t} + \delta\beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}^2 \quad (3)$$

其中, $\varepsilon_{i,t+1}^2$ 为残差。

首先将(3)式估计得到的回归系数除以 δ 求得 β ,然后将 β 代入(1)式得到目标资本结构。在(3)式的估计方法选择上,FLANNERY et al.^[34]认为,相比于固定效应模型,简单的混合截面回归模型因遗漏了公司固定效应而导致资本结构调整速度被低估。因此,本研究采用非平衡面板数据的固定效应模型对(3)式进行估计。

(3)资本结构偏离程度

本研究采用年末资本结构与目标资本结构之差的绝对值测量样本公司实际资本结构偏离目标资本结构的程度,其计算公式为

$$Dis_{i,t+1} = |Lev_{i,t+1} - Lev_{i,t+1}^*| \quad (4)$$

其中, $Dis_{i,t+1}$ 为*i*公司在第($t+1$)年年末的实际资本结构偏离目标资本结构的程度,其取值越小,代表资本结构的调整效果越好,资本结构决策越优。

3.2.2 自变量

本研究对CFO兼任董秘(C_Sec)进行定义,若上市公司的CFO与董秘为同一人, C_Sec 取值为1,否则取值为0。此外,研究样本表明,在CFO兼任董秘的上市公司中,有37.518%的CFO还同时兼任董事,而MOBBS^[40]认为CFO兼任董事有助于提高公司负债水平。因此,为排除CFO兼任董事的干扰,本研究进一步设计CFO仅兼任董秘(C_Sec_Onl)、CFO仅兼任董事(C_Dir_Onl)和CFO同时兼任董秘和董事(C_Sec_Dir),具体取值方法见表1。

3.2.3 控制变量

本研究借鉴FRANK et al.^[1]和姜付秀等^[4]的研究,选取以下公司特征和治理结构变量作为资本结构决策模型的控制变量:公司规模、盈利能力、成长能力、资产抵押能力、非债务税盾、经营现金流、行业资本结构、股权集中度、股权性质、两职设置和年度。表1给出本研究涉及变量的具体设定和含义。

3.3 模型构建

3.3.1 H_1 的检验模型

为了考察CFO兼任董秘对资本结构选择的影响,借鉴FRANK et al.^[1]和姜付秀等^[4]的研究,构建实证模型检验 H_1 ,即

$$Lev_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 C_Sec_{i,t} + \alpha_2 LnA_{i,t} + \alpha_3 Roa_{i,t} + \alpha_4 Mtb_{i,t} + \alpha_5 Tan_{i,t} + \alpha_6 Dep_{i,t} + \alpha_7 Ocf_{i,t} + \alpha_8 Ind_{i,t} + \alpha_9 Top1_{i,t} + \alpha_{10} Soe_{i,t} + \alpha_{11} Dua_{i,t} + \sum Yea_{i,t} + \varepsilon_{i,t}^3 \quad (5)$$

其中, α_0 为常数项, $\alpha_1 \sim \alpha_{11}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}^3$ 为残差。在(5)式中,本研究重点关注 C_Sec 的回归系数 α_1 ,它测量CFO兼任董秘公司相对于未兼任董秘公司在资本结构上的差异。若 α_1 显著为负,表明CFO兼任董秘能够显著降低公司负债水平, H_1 得到验证。

为排除CFO兼任董事的干扰,本研究在(5)式的基础上进一步控制CFO兼任董事对资本结构选择的

影响,具体模型为

$$Lev_{i,t} = \phi_0 + \phi_1 C_Sec_Onl_{i,t} + \phi_2 C_Dir_Onl_{i,t} + \phi_3 C_Sec_Dir_{i,t} + \phi_4 LnA_{i,t} + \phi_5 Roa_{i,t} + \phi_6 Mtb_{i,t} + \phi_7 Tan_{i,t} + \phi_8 Dep_{i,t} + \phi_9 Ocf_{i,t} + \phi_{10} Ind_{i,t} + \phi_{11} Top1_{i,t} + \phi_{12} Soe_{i,t} + \phi_{13} Dua_{i,t} + \sum Yea_{i,t} + \varepsilon_{i,t}^4 \quad (6)$$

其中, ϕ_0 为常数项, $\phi_1 \sim \phi_{13}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t}^4$ 为残差。在(6)式中, ϕ_1 测量在排除兼任董事的影响后,CFO兼任董秘对资本结构选择的影响; ϕ_2 测量在排除兼任董秘的影响后,CFO兼任董事对资本结构选择的影响; ϕ_3 测量CFO同时兼任董秘和董事对资本结构选择的影响。

3.3.2 H_2 的检验模型

为了考察CFO兼任董秘对资本结构调整速度的影响,借鉴姜付秀等^[4]、黄继承等^[35]和林慧婷等^[36]的研究,对(3)式进行扩展,得到

$$Lev_{i,t+1} = \eta_0 + \eta_1 Lev_{i,t} + \eta_2 C_Sec_{i,t} + \eta_3 Lev_{i,t} \cdot C_Sec_{i,t} + \eta_4 LnA_{i,t} + \eta_5 Roa_{i,t} + \eta_6 Mtb_{i,t} + \eta_7 Tan_{i,t} + \eta_8 Dep_{i,t} + \eta_9 Ocf_{i,t} + \eta_{10} Ind_{i,t} + \sum Yea_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}^5 \quad (7)$$

其中, η_0 为常数项, $\eta_1 \sim \eta_{10}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t+1}^5$ 为残差。对比(3)式,在(7)式中的资本结构调整速度可表示为 $(1 - \eta_1 - \eta_3 C_Sec_{i,t})$ 。当 $C_Sec_{i,t} = 1$ 时,资本结构调整速度为 $(1 - \eta_1 - \eta_3)$;当 $C_Sec_{i,t} = 0$ 时,资本结构调整速度为 $(1 - \eta_1)$ 。因此, $Lev_{i,t}$ 与 $C_Sec_{i,t}$ 的交互项系数 η_3 测量CFO兼任董秘公司相对于未兼任董秘公司在资本结构调整速度上的差异。若 η_3 显著为负,表明CFO兼任董秘能够显著加快资本结构调整速度, H_2 得到验证。

延续(6)式的设计思路,为控制CFO兼任董事对资本结构调整速度的影响,构建实证模型为

$$Lev_{i,t+1} = \varphi_0 + \varphi_1 Lev_{i,t} + \varphi_2 C_Sec_Onl_{i,t} + \varphi_3 C_Dir_Onl_{i,t} + \varphi_4 C_Sec_Dir_{i,t} + \varphi_5 Lev_{i,t} \cdot C_Sec_Onl_{i,t} + \varphi_6 Lev_{i,t} \cdot C_Dir_Onl_{i,t} + \varphi_7 Lev_{i,t} \cdot C_Sec_Dir_{i,t} + \varphi_8 LnA_{i,t} + \varphi_9 Roa_{i,t} + \varphi_{10} Mtb_{i,t} + \varphi_{11} Tan_{i,t} + \varphi_{12} Dep_{i,t} + \varphi_{13} Ocf_{i,t} + \varphi_{14} Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}^6 \quad (8)$$

其中, φ_0 为常数项, $\varphi_1 \sim \varphi_{14}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t+1}^6$ 为残差。在(8)式中, $Lev_{i,t}$ 与 $C_Sec_Onl_{i,t}$ 的交互项系数 φ_5 测量排除兼任董事的影响后,CFO兼任董秘对资本结构调整速度的影响; $Lev_{i,t}$ 与 $C_Dir_Onl_{i,t}$ 的交互项系数 φ_6 测量在排除兼任董秘的影响后,CFO兼任董事对资本结构调整速度的影响; $Lev_{i,t}$ 与 $C_Sec_Dir_{i,t}$ 的交互项系数 φ_7 测量CFO同时兼任董秘和董事对资本结构调整速度的影响。

3.3.3 H_3 的检验模型

为了考察CFO兼任董秘对资本结构偏离程度的影响,借鉴姜付秀等^[4]和贾明琪等^[19]的研究,构建实证模型为

$$Dis_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 C_Sec_{i,t} + \gamma_2 LnA_{i,t} + \gamma_3 Roa_{i,t} + \gamma_4 Mtb_{i,t} + \gamma_5 Tan_{i,t} + \gamma_6 Dep_{i,t} + \gamma_7 Ocf_{i,t} + \gamma_8 Ind_{i,t} + \gamma_9 Top1_{i,t} + \gamma_{10} Soe_{i,t} + \gamma_{11} Dua_{i,t} + \sum Yea_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}^7 \quad (9)$$

其中, γ_0 为常数项, $\gamma_1 \sim \gamma_{11}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t+1}^7$ 为残差。在(9)式中, 本研究重点关注 $C_Sec_{i,t}$ 的回归系数 γ_1 , 它测量CFO兼任董秘公司相对于未兼任董秘公司在资本结构偏离程度上的差异。若 γ_1 显著为负, 表明CFO兼任董秘能够显著降低资本结构偏离程度, H_3 得到验证。

延续(6)式的设计思路, 为控制CFO兼任董事对资本结构偏离程度的影响, 构建实证模型为

$$Dis_{i,t+1} = \lambda_0 + \lambda_1 C_Sec_Onl_{i,t} + \lambda_2 C_Dir_Onl_{i,t} + \lambda_3 C_Sec_Dir_{i,t} + \lambda_4 LnA_{i,t} + \lambda_5 Roa_{i,t} + \lambda_6 Mtb_{i,t} + \lambda_7 Tan_{i,t} + \lambda_8 Dep_{i,t} + \lambda_9 Ocf_{i,t} + \lambda_{10} Ind_{i,t} + \lambda_{11} Top1_{i,t} + \lambda_{12} Soe_{i,t} + \lambda_{13} Dua_{i,t} + \sum Yea_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}^8 \quad (10)$$

其中, λ_0 为常数项, $\lambda_1 \sim \lambda_{13}$ 为回归系数, $\varepsilon_{i,t+1}^8$ 为残差。在(10)式中, λ_1 测量排除兼任董事的影响后, CFO兼任董秘对资本结构偏离程度的影响; λ_2 测量排除兼任董秘的影响后, CFO兼任董事对资本结构偏离程度的影响; λ_3 测量CFO同时兼任董秘和董事对资本结构偏离程度的影响。

4 实证结果和分析

4.1 描述性统计

表2给出变量的描述性统计结果。由表2可知, 从资本结构变量看, Lev 的均值为0.434, 中位数为

0.428, 最小值为0.040, 最大值为0.959, 表明样本公司中超过一半公司的资产负债率低于50%, 且公司之间的资产负债率存在较大差异。 Dis 的均值为0.123, 中位数为0.103, 最小值为0.002, 最大值为0.458, 表明样本公司的实际资本结构与目标资本结构之间的平均偏离程度较大, 且该偏离程度在公司之间存在较大差异。从CFO兼任变量看, C_Sec_Onl 的均值为0.080, C_Dir_Onl 的均值为0.220, C_Sec_Dir 的均值为0.048, 说明样本公司中有7.984%的CFO仅兼任董秘, 有22.028%的CFO仅兼任董事, 有4.828%的CFO同时兼任董秘和董事。从控制变量看, Ocf 的均值为0.043, Roa 的均值为0.041, 表明每单位的资产平均能够产生0.043单位的经营现金流和0.041单位的净利润; Mtb 的均值为2.744, 表明资产的市场价值平均是其账面价值的2.744倍; Tan 的均值为0.393, 表明有形资产(固定资产和存货)平均占总资产的39.309%; Dep 的均值为0.024, 表明年度折旧摊销总额平均占总资产的2.430%; Ind 的最小值为0.062, 最大值为0.767, 表明各行业的资本结构存在较大差异; $Top1$ 的均值为0.363, Soe 的均值为0.420, Dua 的均值为0.243, 说明样本公司的第一大股东持股比例平均为36.278%, 样本公司中有41.955%的公司属于国有控股, 有24.335%的公司董事长与总理由同一人担任。

比较CFO兼任董秘公司与未兼任董秘公司在资本结构、公司特征和治理结构上的差异, 首先, 按照CFO是否兼任董秘将总样本划分为CFO兼任董秘组和CFO未兼任董秘组, 样本量分别为1372和9337; 然后, 计算分组样本的资本结构以及控制变量的均值

表2 描述性统计结果

Table 2 Results for Descriptive Statistics

变量	样本量	均值	标准差	最小值	p25	中位数	p75	最大值
$Lev_{i,t}$	10 709	0.434	0.221	0.040	0.255	0.428	0.604	0.959
$Dis_{i,t+1}$	10 709	0.123	0.096	0.002	0.048	0.103	0.177	0.458
$C_Sec_{i,t}$	10 709	0.128	0.334	0	0	0	0	1
$C_Sec_Onl_{i,t}$	10 709	0.080	0.271	0	0	0	0	1
$C_Dir_Onl_{i,t}$	10 709	0.220	0.414	0	0	0	0	1
$C_Sec_Dir_{i,t}$	10 709	0.048	0.214	0	0	0	0	1
$LnA_{i,t}$	10 709	21.864	1.254	19.302	20.957	21.707	22.579	25.809
$Roa_{i,t}$	10 709	0.041	0.053	-0.171	0.015	0.039	0.068	0.196
$Mtb_{i,t}$	10 709	2.744	2.084	0.917	1.450	2.071	3.233	13.377
$Tan_{i,t}$	10 709	0.393	0.186	0	0.256	0.383	0.522	0.975
$Dep_{i,t}$	10 709	0.024	0.017	0	0.012	0.021	0.033	0.382
$Ocf_{i,t}$	10 709	0.043	0.074	-0.191	0.003	0.043	0.087	0.249
$Ind_{i,t}$	10 709	0.429	0.126	0.062	0.337	0.411	0.496	0.767
$Top1_{i,t}$	10 709	0.363	0.153	0.022	0.241	0.344	0.471	0.900
$Soe_{i,t}$	10 709	0.420	0.494	0	0	0	1	1
$Dua_{i,t}$	10 709	0.243	0.429	0	0	0	0	1

和中位数,并对两组样本的变量进行均值t检验和中位数Wilcoxon秩和检验。检验结果见表3。

由表3可知,从资本结构的比较结果看,相对于未兼任董秘公司,CFO兼任董秘公司的负债水平更低, H_1 得到初步验证。从公司特征变量的比较结果看,与未兼任董秘公司相比,CFO兼任董秘公司的规模更小、盈利能力更强、成长能力更高,但有形资产和折旧摊销占总资产的比重更低。从治理结构变量的比较结果看,相对于未兼任董秘公司,CFO兼任董秘公司的股权集中度更高,更可能属于非国有控股,其董事长与总经理也更可能由同一人担任。

4.2 相关性分析

表4给出主要变量之间的Pearson相关系数。由表4可知, $Lev_{i,t}$ 与 $C_Sec_{i,t}$ 显著负相关, H_1 得到初步验证;资本结构与各控制变量均存在显著的相关性,这在一定程度上验证了控制变量选择的合理性;CFO兼任董秘与各控制变量(除 $Ocf_{i,t}$ 外)之间也存在显著的相关性,表明CFO兼任董秘公司与未兼任董秘公司在公司特征方面存在显著差异,从而证实在探讨CFO兼任董秘对资本结构决策的影响时控制公司特征的必要性。此外,控制变量之间和自变量与控制变量之间的相关系数的绝对值均小于0.500,说明本

表3 CFO兼任董秘公司与未兼任董秘公司的比较

Table 3 Comparisons between Firms with CFO Serving Concurrently as Board Secretary and Firms with CFO Not Serving Concurrently as Board Secretary

变量	(1) CFO兼任董秘组			(2) CFO未兼任董秘组			差异=(1)-(2)	
	样本量	均值	中位数	样本量	均值	中位数	均值差异	中位数差异
$Lev_{i,t}$	1 372	0.393	0.370	9 337	0.440	0.437	-0.047***	-0.067***
$LnA_{i,t}$	1 372	21.709	21.455	9 337	21.893	21.743	-0.184***	-0.288***
$Roa_{i,t}$	1 372	0.048	0.046	9 337	0.040	0.038	0.008***	0.008***
$Mtb_{i,t}$	1 372	3.005	2.272	9 337	2.710	2.047	0.295***	0.225***
$Tan_{i,t}$	1 372	0.368	0.349	9 337	0.397	0.389	-0.029***	-0.040***
$Dep_{i,t}$	1 372	0.023	0.019	9 337	0.024	0.021	-0.001***	-0.002**
$Ocf_{i,t}$	1 372	0.041	0.039	9 337	0.044	0.043	-0.003	-0.004
$Ind_{i,t}$	1 372	0.409	0.406	9 337	0.433	0.406	-0.024***	
$Top1_{i,t}$	1 372	0.378	0.366	9 337	0.358	0.339	0.020***	0.027***
$Soe_{i,t}$	1 372	0.360	0	9 337	0.431	0	-0.071***	
$Dua_{i,t}$	1 372	0.313	0	9 337	0.234	0	0.079***	

注:***为在1%水平上显著,**为在5%水平上显著,下同。

表4 主要变量间的 Pearson 相关系数

Table 4 Pearson Correlation Coefficients between the Main Variables

变量	$Lev_{i,t}$	$C_Sec_{i,t}$	$LnA_{i,t}$	$Roa_{i,t}$	$Mtb_{i,t}$	$Tan_{i,t}$	$Dep_{i,t}$	$Ocf_{i,t}$	$Ind_{i,t}$	$Top1_{i,t}$	$Dua_{i,t}$
$C_Sec_{i,t}$	-0.069***	1									
$LnA_{i,t}$	0.449***	-0.047***	1								
$Roa_{i,t}$	-0.417***	0.045***	-0.003	1							
$Mtb_{i,t}$	-0.291***	0.046***	-0.450***	0.190***	1						
$Tan_{i,t}$	0.394***	-0.050***	0.213***	-0.256***	-0.280***	1					
$Dep_{i,t}$	0.083***	-0.029***	0.028***	-0.169***	-0.060***	0.402***	1				
$Ocf_{i,t}$	-0.141***	-0.011	0.050***	0.360***	0.071***	0.016*	0.295***	1			
$Ind_{i,t}$	0.467***	-0.078***	0.312***	-0.191***	-0.269***	0.314***	-0.038***	-0.096***	1		
$Top1_{i,t}$	0.046***	0.042***	0.265***	0.092***	-0.112***	0.085***	0.031***	0.063***	0.119***	1	
$Soe_{i,t}$	0.323***	-0.048***	0.363***	-0.139***	-0.242***	0.214***	0.150***	0.044***	0.235***	0.182***	1
$Dua_{i,t}$	-0.181***	0.063***	-0.189***	0.063***	0.124***	-0.137***	-0.068***	-0.024**	-0.147***	-0.055***	-0.293***

注:*为在10%水平上显著,下同。

研究的实证模型不存在严重的多重共线性问题。

4.3 多元回归分析

4.3.1 CFO兼任董秘对资本结构选择的影响

为了检验CFO兼任董秘对资本结构选择的影响,以 $Lev_{i,t}$ 为因变量,分别采用(5)式和(6)式进行OLS回归,结果见表5的第2列和第3列。由回归结果可知,在排除兼任董事的干扰前,CFO兼任董秘对公司资本结构无显著影响,而在排除兼任董事的干扰后,CFO兼任董秘与公司负债水平显著负相关。这表明,CFO兼任董秘显著降低公司负债水平, H_1 得到验证,即CFO兼任董秘有助于增强CFO的股权融资偏好和风险规避意识,进而降低公司负债水平。同时,这也证实在探讨CFO兼任董秘对资本结构决策的影响

时排除CFO兼任董事的影响的必要性。另外, $C_Dir_Onl_{i,t}$ 的回归系数为0.001但不显著, $C_Sec_Dir_{i,t}$ 的回归系数为0.018且在5%水平上显著,表明虽然CFO仅兼任董事不会显著影响公司负债水平,但是CFO同时兼任董事和董秘会提高公司负债水平。

4.3.2 CFO兼任董秘对资本结构调整速度的影响

为了考察CFO兼任董秘对资本结构调整速度的影响,以 $Lev_{i,t+1}$ 为因变量,采用非平衡面板数据的固定效应模型,分别采用(7)式和(8)式进行回归,结果见表5第4列和第5列。由回归结果可知,在排除兼任董事的干扰前,CFO兼任董秘公司较未兼任董秘公司在资本结构调整速度上快了3.044%,但该差异不显著;在排除兼任董事的干扰后,CFO兼任董秘公司

表5 CFO兼任董秘对资本结构决策影响的回归结果
Table 5 Regression Results for the Impact of CFO Serving Concurrently as Board Secretary on the Capital Structure Decision

变量	资本结构选择: $Lev_{i,t}$		资本结构调整速度: $Lev_{i,t+1}$		资本结构偏离程度: $Dis_{i,t+1}$	
	(5)式	(6)式	(7)式	(8)式	(9)式	(10)式
$Lev_{i,t}$			0.532*** (50.149)	0.534*** (47.071)		
$C_Sec_{i,t}$	-0.001 (-0.314)		0.015 (1.583)		-0.009*** (-3.337)	
$C_Sec_Onl_{i,t}$		-0.013** (-2.477)		0.022* (1.930)		-0.015*** (-4.631)
$C_Dir_Onl_{i,t}$		0.001 (0.314)		0.003 (0.389)		0.006** (2.367)
$C_Sec_Dir_{i,t}$		0.018** (2.516)		0.005 (0.397)		0.004 (0.895)
$Lev_{i,t} \cdot C_Sec_{i,t}$			-0.030 (-1.635)			
$Lev_{i,t} \cdot C_Sec_Onl_{i,t}$				-0.041* (-1.741)		
$Lev_{i,t} \cdot C_Dir_Onl_{i,t}$				-0.007 (-0.460)		
$Lev_{i,t} \cdot C_Sec_Dir_{i,t}$				-0.022 (-0.814)		
常数项	-1.245*** (-35.739)	-1.250*** (-35.842)	0.056 (1.228)	0.056 (1.214)	0.285*** (12.925)	0.281*** (12.750)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Yea	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.481	0.482	0.858	0.858	0.060	0.062
F 统计量	552.433***	498.294***	26.754***	26.706***	39.170***	36.179***
样本量	10 709	10 709	10 971	10 971	10 709	10 709

注:括号中的数据为t值,因(7)式和(8)式的控制变量不包括治理结构变量 $Top1$ 、 Soe 和 Dua ,无需剔除治理结构数据缺失的样本,故其样本量为10 971,下同。

较未兼任董秘公司在资本结构调整速度上快了4.070%,且该差异显著。这表明,CFO兼任董秘显著加快了资本结构的调整速度, H_2 得到验证,即CFO兼任董秘有助于降低企业内外部的信息沟通效率,从而降低资本结构的调整成本,加快资本结构调整速度。另外,(8)式的回归结果还表明,CFO兼任董事也能在一定程度上加快资本结构调整速度,但该作用非常微弱。

4.3.3 CFO兼任董秘对资本结构偏离程度的影响

为了考察CFO兼任董秘对资本结构偏离程度的影响,以 $Dis_{i,t+1}$ 为因变量,分别采用(9)式和(10)式进行OLS回归,结果见表5第6列和第7列。由回归结果可知,在控制兼任董事的影响前后,CFO兼任董秘与资本结构偏离程度均显著负相关,表明CFO兼任董秘显著降低了资本结构偏离目标的程度, H_3 得到验证,即CFO兼任董秘有助于降低企业内外部的信息不对称程度,提升资本结构的调整效果,降低资本结构偏离程度。另外,(10)式的回归结果表明,CFO兼

任董事显著增加了资本结构偏离目标的程度。

综合第5列和第7列的结果,与未兼任董秘公司相比,CFO兼任董秘公司在资本结构动态调整方面,不但调整速度更快(即调整效率更高),而且偏离程度更低(即调整效果更好),表明CFO兼任董秘有助于优化上市公司的资本结构决策。

4.4 内生性检验

4.4.1 滞后被解释变量

前文采用(6)式回归时,被解释变量和解释变量均采用第 t 年的数据,因而前文验证的CFO兼任董秘与资本结构决策之间的负相关关系,既可能是因为CFO兼任董秘有助于降低公司负债水平,也可能是因为低负债水平的公司更可能选择由CFO兼任董秘。为排除因资本结构与CFO兼任董秘之间互为因果导致的内生性问题,对 $Lev_{i,t}$ 进行滞后1期处理,即被解释变量采用第 $(t+1)$ 年的数据,解释变量采用第 t 年的数据,采用(6)式进行重新回归,结果见表6的第2列。由回归结果可知,在采用滞后1期的被解释

表6 内生性检验的回归结果
Table 6 Regression Results for Endogenous Tests

变量	滞后因变量		控制 CFO 背景特征		倾向得分匹配法	
	(6)式	(6)式	(8)式	(10)式	(6)式	(10)式
$Lev_{i,t}$			0.526*** (45.501)			
$C_Sec_Onl_{i,t}$	-0.007*** (-2.819)	-0.012** (-2.361)	0.022* (1.855)	-0.014*** (-4.495)	-0.015** (-2.000)	-0.014*** (-3.191)
$C_Dir_Onl_{i,t}$	-0.002 (-0.783)	0.003 (0.844)	0.004 (0.517)	0.007*** (2.802)	0.004 (0.377)	-0.001 (-0.208)
$C_Sec_Dir_{i,t}$	0.017*** (2.895)	0.019*** (2.626)	0.006 (0.417)	0.005 (1.093)	0.024*** (2.691)	0.007 (1.171)
$Lev_{i,t} \cdot C_Sec_Onl_{i,t}$			-0.038 (-1.618)			
$Lev_{i,t} \cdot C_Dir_Onl_{i,t}$			-0.010 (-0.691)			
$Lev_{i,t} \cdot C_Sec_Dir_{i,t}$			-0.021 (-0.777)			
$Gen_{i,t}$		-0.008** (-2.277)	-0.002 (-0.471)	0.001 (0.356)		
$Age_{i,t}$		-0.001*** (-3.935)	0.0001 (0.385)	-0.004*** (-2.593)		
$Edu_{i,t}$		-0.007*** (-3.364)	-0.0002 (-0.113)	-0.003** (-2.153)		
$Ten_{i,t}$		0.0003 (0.395)	-0.001*** (-2.706)	0.001 (1.352)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.449	0.485	0.858	0.062	0.512	0.057
F 统计量	436.926***	417.081***	26.526***	29.969***	129.079***	8.440***
样本量	10 709	10 589	10 847	10 589	2 444	2 444

注:因进一步控制了CFO背景特征,与表5的样本量相比,表中第3列~第5列的样本量有所减少。

变量后,虽然CFO兼任董秘与资本结构之间的负相关关系有所减弱,但是仍然在1%水平上显著。 H_1 进一步得到验证,即CFO兼任董秘有助于降低公司负债水平,从而排除了低负债水平的公司倾向于选择由CFO兼任董秘的竞争性解释。

4.4.2 控制CFO背景特征

高层梯队理论认为,高管背景特征会影响他们的战略选择,进而影响企业的决策行为。CFO作为公司财务工作的最高负责人,其背景特征很可能影响公司资本结构决策。同时,CFO背景特征也可能影响CFO兼任董秘的意愿。因此,如果在资本结构决策模型中忽略CFO背景特征的影响,则可能因遗漏重要变量而导致内生性问题。为此,本研究在(6)式、(8)式和(10)式的基础上进一步控制CFO的性别(*Gen*)、年龄(*Age*)、学历(*Edu*)和任期(*Ten*)等背景特征的影响。对CFO背景特征的定义如下:当CFO为女性时*Gen*取值为1,否则取值为0;*Age*为CFO在本会计年度的实际年龄;当CFO的学历为大专以下时取值为1,为大专时取值为2,为本科时取值为3,为硕士时取值为4,为博士时取值为5;*Ten*为CFO担任现职开始日期与本会计年度截止日期之间的时间间隔。在此基础上,采用修正后的(6)式、(8)式和(10)式进行回归,结果见表6的第3列~第5列。由回归结果可知,CFO背景特征影响公司资本结构决策,即女性任职CFO、CFO年龄和CFO学历均与公司负债水平显著负相关。并且,在控制CFO背景特征的影响后,CFO兼任董秘与公司负债水平和资本结构偏离程度均仍然显著负相关,CFO兼任董秘对资本结构调整速度仍有正向影响,虽然不再显著,但该正相关程度(回归系数为-0.038)与未控制CFO背景特征之前的正相关程度(表5中的回归系数为-0.014)近似,表明上述结果与前文主回归结果基本一致。

4.4.3 倾向得分匹配法

考虑到CFO是否兼任董秘在很大程度上是一项内生的决策,采用倾向得分匹配法(PSM)解决潜在的内生性问题。①以*C_Sec*为被解释变量,以(6)式和(10)式的控制变量为解释变量,采用Logistic回归估计出每个样本CFO兼任董秘的概率,并将该概率作为倾向得分;②采用一对一最近邻匹配的方法,为每个兼任董秘样本匹配一个倾向得分最为接近的未兼任董秘样本;③对配对效果进行均衡性检验,结果表明在PSM配对后,CFO兼任董秘组与未兼任董秘组在各控制变量上均不存在显著差异,表明PSM配对效果较好;④基于PSM配对样本,分别采用(6)式和(10)式进行重新回归,由于PSM配对对样本不足以构成面板数据,无法采用(8)式进行估计,结果见表6的第6列和第7列。

由表6的回归结果可知, $C_Sec_Onl_{i,t}$ 的回归系数分别为-0.015和-0.014,且分别在5%和1%水平上显著,表明在控制CFO兼任董秘决策的潜在内生性后,CFO兼任董秘仍然发挥了降低公司负债水平和资本结构偏离程度的作用,进一步验证了前文的研

究结果。

5 进一步研究

5.1 CFO兼任董秘前后资本结构和会计政策的变化

为进一步考察CFO兼任董秘对资本结构的影响,本研究从CFO个人层面出发,比较同一CFO兼任董秘前后的资本结构变化。具体步骤如下:①从总样本中筛选出CFO兼任董秘的子样本,共1372个观测值,剔除CFO同时兼任董秘和董事的517个观测值,以排除CFO兼任董事的干扰;②根据国泰安数据库高管个人资料中的具体职务和现职任职开始日期,分别确定同一高管担任CFO的开始日期和担任董秘的开始日期,并据此确定CFO兼任董秘的开始日期,且仅保留CFO兼任董秘的开始年度处于2008年至2016年期间的样本,得到705个观测值,涉及471家公司;③根据CFO兼任董秘的开始日期,确定CFO兼任董秘的当年(t 年)、之前2年($t-1, t-2$)和之后2年($t+1, t+2$),逐一查阅471家公司连续5年的年报,筛选出连续5年未发生CFO变更的公司,有281家公司;④在收集这281家公司($t-2$)年至($t+2$)年资本结构数据的基础上,分别计算CFO兼任董秘前后5年内每年的*Lev*均值,据此绘制CFO兼任董秘前后*Lev*的变化趋势图,见图1,并对兼任之前年度(即($t-2$)年至($t-1$)年)与兼任之后年度(即($t+1$)年至($t+2$)年)*Lev*的均值进行*t*检验,结果见表7。

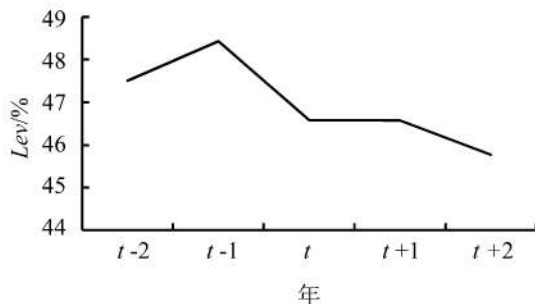


图1 CFO兼任董秘前后资本结构的变化
Figure 1 Change of Capital Structure before and after CFO Serving Concurrently as Board Secretary

由图1可知,从($t-2$)年至($t+2$)年,*Lev*呈现先升后降的趋势,在 t 年和($t+2$)年*Lev*均比前1年有明显下降。由表7可知,与CFO兼任董秘之前的2年相比,在CFO兼任董秘之后的2年,*Lev*平均降低了0.018,并且在5%水平上显著,进一步证实CFO兼任董秘有助于降低公司财务杠杆。

本研究认为CFO兼任董秘对资本结构的影响机制在于兼任董秘使CFO的决策行为更稳健,如果这一影响机制存在,CFO兼任董秘将伴随着会计稳健性的提高。因此,本研究从资产减值政策的稳健性角度,进一步比较同一CFO兼任董秘前后的会计稳健性变化。选择从资产减值政策考察会计稳健性的原因在于:首先,由于资产减值政策是公司的一项重

表7 CFO兼任董秘前后的资本结构和资产减值政策
Table 7 Capital Structure and Asset Impairment Policy before and after CFO Serving Concurrently as Board Secretary

CFO兼任董秘的年份	样本量	Lev	样本量	减值准备
$t-2$	281	0.475	239	0.008
$t-1$	281	0.484	239	0.008
t	281	0.466	239	0.009
$t+1$	281	0.466	239	0.009
$t+2$	281	0.458	239	0.011
$(t-2)$ 至 $(t-1)$ 的均值	0.480		0.008	
$(t+1)$ 至 $(t+2)$ 的均值	0.462		0.010	
均值差异	-0.018**		0.002*	
t 值	-2.237		1.893	

大会计政策,通常每家公司每年均涉及资产减值会计业务,并且计提资产减值准备是会计稳健性原则的重要体现,因此,资产减值准备的计提比例能够反映公司的会计稳健性水平;其次,与会计稳健性的其他测量指标相比,如会计盈余-股票报酬法、稳健性指数等,资产减值准备计提比例的数据可以直接利用公司财务报表数据计算得到,无需借助模型估计,从而能够避免因模型估计误差导致的测量误差。综上,本研究以本年计提的资产减值准备占年初总资产的比例测量资产减值政策的稳健性,资产减值准备的计提比例越高,代表资产减值政策越稳健。具体而言,收集281家样本公司($t-2$)年至($t+2$)年资产减值准备数据,剔除缺失资产减值准备数据的42家公司,得到目标样本239家公司;分别计算CFO兼任董秘前后5年内每年的资产减值准备计提比例的均值,据此绘制CFO兼任董秘前后的减值准备计提比例变化趋势图,见图2,并对兼任之前年度与兼任之

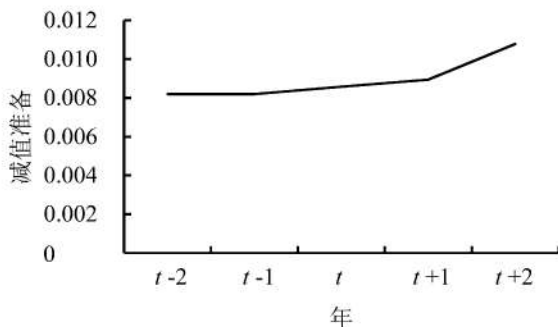


图2 CFO兼任董秘前后减值准备的变化
Figure 2 Change of Write-downs before and after CFO Serving Concurrently as Board Secretary

后年度的资产减值准备计提比例的均值进行t检验,结果见表7。

由图2可知,从($t-2$)年至($t+2$)年,资产减值准备的计提比例呈现逐渐上升趋势,并且在 t 年、($t+1$)年、($t+2$)年,减值准备的计提比例相比前1年均有上升。由表7可知,相比兼任之前的2年,在CFO兼任董秘之后的2年,资产减值准备的计提比例平均提高了0.002,并且在10%水平上显著,表明CFO兼任董秘伴随着资产减值政策稳健性的提高,进一步支持CFO兼任董秘对资本结构影响的作用机理。

5.2 CFO兼任董秘对资本结构影响的作用机理

本研究认为CFO兼任董秘有助于增强CFO的股权融资偏好和风险规避意识,进而降低公司财务杠杆。CFO有关资本市场的知识以及在资本运作方面的经验随着任职时间而增长,因而在CFO任职时间较短的样本中,兼任董秘CFO与未兼任董秘CFO在资本市场知识和资本运作经验方面的差异较大。如果股权融资偏好效应成立,兼任董秘对任职时间较短的CFO具有更强的增量影响。为此,本研究依据CFO任期是否大于样本中位数,将总样本划分为任期较短组和任期较长组,样本量分别为5 352和5 357,采用(6)式进行分组回归,结果见表8。由表8可知, C_Sec_Onl 的回归系数在任期较短组显著为负,在任期较长组不显著,表明CFO兼任董秘的降杠杆作用仅存在于CFO任期较短的公司,从而支持股权融资偏好效应。

CFO的风险规避意识随着年龄而增强,因而在CFO年龄较小的样本中,兼任董秘CFO与未兼任董秘CFO之间的风险规避意识差异较大。如果风险规避效应成立,兼任董秘对年龄较小的CFO具有更强的增量影响。为此,本研究依据CFO年龄是否大于样本中位数,将总样本划分为年龄较小组和年龄较大组,样本量分别为5 298和5 411,采用(6)式进行分组回归,结果见表8。由表8可知, C_Sec_Onl 的回归系数在年龄较小组显著为负,在年龄较大组不显著,表明CFO兼任董秘的降杠杆作用仅存在于CFO年龄较小的公司,从而支持风险规避效应。

5.3 CFO兼任董秘对资本结构决策影响的治理环境

为解决因所有权与经营权分离而导致的代理问题,上市公司设计了多项公司治理机制,公司治理机制能否发挥应有的治理效应取决于所处的治理环境。CFO兼任董秘作为一项由公司内部自发形成的治理机制,其对资本结构决策的优化作用也可能受到治理环境的影响,而股权结构差异是决定中国上市公司高管行为差异的关键因素之一。为此,本研究从企业股权性质和股权集中度的视角,进一步探讨CFO兼任董秘对资本结构决策产生影响的治理环境。

(1)以股权性质为划分标准,将总样本划分为国有企业组和非国有企业组,样本量分别为4 493和6 216,分别采用(6)式、(8)式和(10)式进行分组回归,比较两组样本中CFO兼任董秘与资本结构决策

表8 CFO任期和CFO年龄对CFO兼任董秘与资本结构关系的影响
Table 8 Effects of CFO Tenure and CFO Age on the Relationship between CFO Serving Concurrently as Board Secretary and Capital Structure

变量	CFO任期的影响		CFO年龄的影响	
	任期较短组	任期较长组	年龄较小组	年龄较大组
$C_Sec_Onl_{i,t}$	-0.024*** (-3.059)	-0.003 (-0.444)	-0.017** (-2.438)	-0.004 (-0.534)
$C_Dir_Onl_{i,t}$	0.002 (0.410)	-0.001 (-0.279)	0.005 (0.835)	-0.003 (-0.506)
$C_Sec_Dir_{i,t}$	0.017 (1.623)	0.016* (1.661)	0.009 (1.090)	0.025** (2.020)
控制变量	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.492	0.487	0.499	0.479
F 统计量	259.584***	255.308***	264.229***	249.313***
样本量	5 352	5 357	5 298	5 411

关系的差异,结果见表9。由表9可知,CFO仅兼任董秘与公司负债水平之间的负相关关系仅在非国有企业组中显著,而其对资本结构调整速度的正向影响仅在国有企业组中显著,其与资本结构偏离程度之间的负相关关系在国有企业组和非国有企业组中均显著且程度相似。这表明,CFO兼任董秘对公司负债水平的降低作用仅在非国有企业中得到发挥,而其对资本结构调整速度的提升作用仅在国有企业中得以体现。其可能的原因是:在资本结构选择方面,与国有企业相比,非国有企业面临的融资约束问题更为严重,CFO兼任董秘的股权融资偏好效应和风险规避效应更有可能在非国有企业中发挥作用;在资本结构调整方面,与非国有企业相比,国有企业的代理链条更复杂、信息不对称程度更高、代理问题更严重,CFO兼任董秘的信息沟通效应更有可能在国有企业中得到体现。

(2)以股权集中度为划分标准,按是否高于样本中位数将总样本划分为股权相对集中组和股权相对分散组,样本量分别为5 406和5 303,分别采用(6)式、(8)式和(10)式进行分组回归,考察股权集中度是否影响CFO兼任董秘对资本结构决策的作用,结果见表10。由表10可知,在股权相对集中组,CFO仅兼任董秘与公司负债水平、资本结构调整速度和资本结

表9 股权性质、CFO兼任董秘和资本结构决策
Table 9 Ownership Nature, CFO Serving Concurrently as Board Secretary, and Capital Structure Decision

变量	国有企业组			非国有企业组		
	(6)式	(8)式	(10)式	(6)式	(8)式	(10)式
$Lev_{i,t}$		0.571*** (33.631)			0.503*** (30.958)	
$C_Sec_Onl_{i,t}$	0.007 (0.868)	0.049** (2.455)	-0.015*** (-3.141)	-0.026*** (-4.035)	0.013 (0.857)	-0.014*** (-3.463)
$C_Dir_Onl_{i,t}$	-0.010 (-1.603)	-0.009 (-0.657)	0.004 (0.999)	0.004 (0.835)	0.007 (0.733)	0.006** (2.097)
$C_Sec_Dir_{i,t}$	0.041*** (2.881)	0.053 (1.549)	-0.007 (-0.650)	0.013 (1.594)	-0.0003 (-0.021)	0.008 (1.598)
$Lev_{i,t} \cdot C_Sec_Onl_{i,t}$		-0.081** (-2.352)			-0.020 (-0.535)	
$Lev_{i,t} \cdot C_Dir_Onl_{i,t}$		0.001 (0.036)			-0.018 (-0.839)	
$Lev_{i,t} \cdot C_Sec_Dir_{i,t}$		-0.080 (-1.418)			-0.042 (-1.150)	
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.397	0.838	0.056	0.467	0.791	0.082
F 统计量	156.779***	124.412***	13.910***	287.892***	133.091***	28.970***
样本量	4 493	4 580	4 493	6 216	6 277	6 216

表10 股权集中度、CFO兼任董秘与资本结构决策
Table 10 Ownership Concentration, CFO Serving Concurrently as Board Secretary and Capital Structure Decision

变量	股权相对集中组			股权相对分散组		
	(6)式	(8)式	(10)式	(6)式	(8)式	(10)式
$Lev_{i,t}$		0.526*** (29.705)			0.442*** (25.906)	
$C_Sec_Onl_{i,t}$	-0.002 (-0.239)	0.010 (0.658)	-0.004 (-1.098)	-0.025*** (-3.211)	0.033* (1.844)	-0.028*** (-5.567)
$C_Dir_Onl_{i,t}$	-0.001 (-0.229)	0.013 (1.152)	0.005* (1.663)	0.004 (0.662)	-0.005 (-0.490)	0.006* (1.688)
$C_Sec_Dir_{i,t}$	0.031*** (2.965)	-0.038* (-1.897)	0.008 (1.129)	0.007 (0.728)	0.026 (1.352)	0.002 (0.294)
$Lev_{i,t} \cdot C_Sec_Onl_{i,t}$		-0.013 (-0.427)			-0.064* (-1.755)	
$Lev_{i,t} \cdot C_Dir_Onl_{i,t}$		-0.029 (-1.318)			0.013 (0.642)	
$Lev_{i,t} \cdot C_Sec_Dir_{i,t}$		0.081** (1.995)			-0.075* (-1.906)	
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.536	0.852	0.041	0.444	0.792	0.091
F 统计量	313.611***	115.382***	12.494***	212.483***	92.134***	27.368***
样本量	5 406	5 486	5 406	5 303	5 485	5 303

构偏离程度均不具有显著的相关关系;在股权相对分散组,CFO仅兼任董秘与公司负债水平和资本结构偏离程度显著负相关,对资本结构调整速度有显著正向影响。这表明只有在股权相对分散的情况下,CFO兼任董秘才能对资本结构决策有显著的正面影响。原因可能是:公司股权集中度在一定程度上代表了大股东对经理人的约束程度,在股权集中度较高的公司,由于大股东的监督作用和约束能力较强,经理人的自由裁量权可能受到很大程度地限制,从而CFO兼任董秘对资本结构决策的影响受到制约。

6 稳健性检验

为了保证研究结论的可靠性,本研究在两个方面进行稳健性检验。

(1) 更换资本结构的测量方法

查阅中国已有相关研究发现,在资本结构实证研究中,还有较多学者采用有息负债率测量资本结构,如林慧婷等^[36]、张胜等^[37]和黄继承等^[39]。为此,本研究以有息负债率替换资产负债率作为资本结构的代理变量,有息负债率为有息负债(包括短期借款、1年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券)占总资产的比率,采用(6)式、(8)式和(10)式进行回归,结果见表11。由表11可知,在更换资本结构

的测量方法后,CFO仅兼任董秘与公司负债水平和资本结构偏离程度均显著负相关,对资本结构调整速度在10%水平上有显著的正向影响,这与前文主回归结果一致,增强了研究结果的可靠性。

(2) 控制 CEO 兼任董秘或董事的影响

在公司实践中,CFO通常是CEO的下属,因而CFO在进行资本结构决策时或多或少地受到CEO的影响。为了检验CFO对公司资本结构决策具有区别于CEO的增量作用,在(6)式、(8)式和(10)式中均加入代表CEO兼任董事会角色(包括董秘、董事长、副董事长和普通董事)的虚拟变量,以排除CEO的影响。收集CEO兼任董秘或董事的数据,在(6)式、(8)式和(10)式中均增加CEO兼任董秘($CE_Sec_{i,t}$)、CEO兼任董事长($C_Dir1_{i,t}$)、CEO兼任副董事长($C_Dir2_{i,t}$)和CEO兼任普通董事($C_Dir3_{i,t}$),回归结果见表11。由表11可知,就兼任董秘而言,虽然 CE_Sec 的回归系数在资本结构静态模型中为负但不显著,但在资本结构动态模型中显著为负,表明CEO兼任董秘能够降低公司财务杠杆;就兼任董事而言,CEO兼任董事长显著降低了公司财务杠杆,CEO兼任不同的董事角色均有助于降低资本结构偏离程度。并且,在控制CEO兼任董秘或董事的影响后,CFO仅兼任董秘对资本结构选择和资本结构动态调整均具有增量作用,表明CFO对公司资本结构决策具有区别于CEO的独

表 11 更换资本结构测量方法或控制CEO兼任董秘或董事的影响之后的回归结果
Table 11 Regression Results after Changing Capital Structure's Measurement or Controlling for the Effects of CEO Serving Concurrently as Board Secretary or Director

变量	以有息负债率测量资本结构			控制 CEO 兼任董秘或董事的影响		
	(6)式	(8)式	(10)式	(6)式	(8)式	(10)式
$Lev_{i,t}$		0.499*** (43.601)			0.537*** (46.082)	
$C_Sec_Onl_{i,t}$	-0.011*** (-2.761)	0.010 (1.495)	-0.005* (-1.888)	-0.013** (-2.416)	0.025** (2.137)	-0.012*** (-3.890)
$C_Dir_Onl_{i,t}$	-0.002 (-0.790)	0.0004 (0.102)	0.001 (0.326)	0.00005 (0.012)	0.004 (0.534)	0.005** (2.080)
$C_Sec_Dir_{i,t}$	0.020*** (3.696)	-0.002 (-0.232)	0.003 (0.960)	0.016** (2.262)	0.004 (0.257)	0.003 (0.720)
$Lev_{i,t} \cdot C_Sec_Onl_{i,t}$		-0.049* (-1.714)			-0.047** (-2.004)	
$Lev_{i,t} \cdot C_Dir_Onl_{i,t}$		-0.001 (-0.040)			-0.009 (-0.580)	
$Lev_{i,t} \cdot C_Sec_Dir_{i,t}$		0.004 (0.119)			-0.024 (-0.871)	
$CE_Sec_{i,t}$				-0.021 (-0.906)	-0.022* (-1.914)	0.010 (0.840)
$C_Dir1_{i,t}$				-0.016** (-2.429)	-0.012** (-2.337)	-0.011*** (-2.870)
$C_Dir2_{i,t}$				-0.007 (-1.011)	-0.002 (-0.385)	-0.011*** (-2.740)
$C_Dir3_{i,t}$				-0.006 (-1.007)	-0.004 (-0.800)	-0.011*** (-3.010)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.449	0.782	0.084	0.487	0.830	0.064
F 统计量	436.384***	248.921***	50.112***	435.955***	206.212***	32.233***
样本量	10 709	10 971	10 709	10 533	10 645	3 557

立影响,本研究结果得到进一步支持。

7 结论

本研究以2008年至2016年沪深两市A股上市公司为研究对象,从静态资本结构选择和动态资本结构调整两方面,研究CFO兼任董秘对资本结构决策的影响。研究表明,在排除CFO兼任董事的干扰后,CFO兼任董秘降低了公司负债水平,加快了资本结构调整速度,并降低了资本结构偏离目标的程度,表明CFO兼任董秘不仅对资本结构决策具有重要影响,而且提高了资本结构决策的效率。在控制内生性问题的影响后,上述结果依然成立。进一步研究发现,CFO兼任董秘之后的两年,公司财务杠杆降低,会计稳健性提高;CFO兼任董秘的降杠杆作用在CFO任期较短或CFO年龄较小的公司中显著,表明CFO兼任董秘通过增强CFO的股权融资偏好和风险规避意识降低财务杠杆;CFO兼任董秘对财务杠杆

的降低作用在非国有企业中显著,而其对资本结构调整速度的提升作用在国有企业中显著;在股权相对分散即经理人受约束程度较低的情况下,CFO兼任董秘能够显著影响资本结构决策。

上述研究结果对上市公司、投资者和监管机构具有重要的实践启示。①对于上市公司,董事会可以将CFO兼任董秘作为一项有效的内部治理机制,通过选择由CFO兼任董秘提高企业内外部的信息沟通效率,进而优化资本结构,提升企业价值;②对于投资者,在评价上市公司资本结构的优劣时应将CFO是否兼任董秘作为重要的参考信息,从而提高其对资本结构评价和企业价值评估的准确性,帮助其更好地进行投资决策;③对于监管机构,为进一步完善上市公司CFO制度和董秘制度,促进上市公司CFO和董秘更好地履行职能,监管机构可以在规定董秘的任职资格时鼓励股权相对分散的上市公司选择由CFO兼任董秘。2015年深圳证券交易所修订的

《主板上市公司规范运作指引》首次明确规定,鼓励上市公司董事会秘书由公司董事、副总经理、财务负责人或者其他高级管理人员担任。本研究结果在一定程度上为该项新规定提供了经验支持。

此外,本研究还发现,CFO同时兼任董秘和董事对资本结构决策的影响与CFO仅兼任董秘的影响存在较大差异。在资本结构选择方面,CFO仅兼任董秘能够降低财务杠杆,而CFO同时兼任董秘和董事却提高财务杠杆。这可能是因为:在兼任董秘的情况下,CFO再兼任董事能够增强其在公司决策中的控制权和影响力,提高CFO的过度自信水平和管理防御能力,从而使CFO愿意进行更多的债务融资。在资本结构调整方面,CFO仅兼任董秘能够加快资本结构调整速度和降低资本结构偏离程度,而CFO同时兼任董秘和董事对资本结构调整速度和偏离程度均无显著影响。可能的原因是:在兼任董秘的情况下,CFO再兼任董事在一定程度上分散了CFO的注意力,并降低了董事会的独立性,从而削弱或抵消了CFO兼任董秘对资本结构调整的正向作用。因此,上市公司董事会在建设和完善CFO制度时,应理解和重视CFO兼任不同职务对公司决策的不同影响,并慎重决定是否由CFO同时兼任多个职务。

本研究存在两方面不足。①公司治理实践表明,CFO具有投资、融资、税收、资金配置等多项管理职能,本研究仅从融资职能的角度探讨CFO兼任董秘对CFO职能履行的影响,据此得出的研究结果对CFO兼任董秘有助于提升其财务管理能力这一观点的支持力度有限,后续研究可进一步从投资职能、税收职能、资金配置职能等多个角度,探讨CFO兼任董秘对CFO职能履行的影响,丰富CFO兼任董秘的经济后果研究。②虽然本研究采用滞后解释变量和倾向得分匹配两种方法对CFO兼任董秘与资本结构决策之间的内生性问题进行了一定程度的排除,但是倾向得分匹配法无法解决因遗漏不可观测因素导致的内生性问题,后续研究可进一步采用工具变量法(IV)和倍差法(DID)等方法解决CFO兼任董秘与资本结构决策之间可能存在的内生性问题,以得出更为稳健的研究结论。

参考文献:

- [1] FRANK M Z, GOYAL V K. Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial Management*, 2009, 38(1): 1-37.
- [2] ÖZTEKİN Ö. Capital structure decisions around the word: which factors are reliably important?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2015, 50(3): 301-323.
- [3] 胡志颖. 女性CEO、社会信任和公司融资约束. *经济管理*, 2015, 37(8): 88-98.
HU Zhiying. Female CEO, social trust and financial constraints. *Business Management Journal*, 2015, 37(8): 88-98.
- [4] 姜付秀, 黄继承. CEO财务经历与资本结构决策. *会计研究*, 2013(5): 27-34.
- [5] JIANG Fuxiu, HUANG Jicheng. CEO's financial experience and capital structure. *Accounting Research*, 2013(5): 27-34.
- [5] BERTRAND M, SCHOAR A. Managing with style: the effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118(4): 1169-1208.
- [6] FRANK M Z, GOYAL V K. *Corporate leverage: how much do managers really matter?*. Minneapolis: University of Minnesota, 2007.
- [7] 张成. CFO兼任董秘?. *首席财务官*, 2010(9): 68-71.
ZHANG Cheng. CFO serving as board secretary?. *CFO World*, 2010(9): 68-71.
- [8] 毛新述, 王斌, 林长泉, 等. 信息发布者与资本市场效率. *经济研究*, 2013, 48(10): 69-81.
MAO Xinsu, WANG Bin, LIN Changquan, et al. Information provider and capital market efficiency. *Economic Research Journal*, 2013, 48(10): 69-81.
- [9] 彭情, 郑宇新. CFO兼任董秘降低了股价崩盘风险吗: 基于信息沟通与风险规避的视角. *山西财经大学学报*, 2018, 40(4): 49-61.
PENG Qing, ZHENG Yuxin. Does CFO serving as board secretary reduce the stock price crash risk: based on the perspectives of information communication and risk aversion. *Journal of Shangxi University of Finance and Economics*, 2018, 40(4): 49-61.
- [10] FRANCIS B, HASAN I, PARK J C, et al. Gender differences in financial reporting decision making: evidence from accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 2015, 32(3): 1285-1318.
- [11] AIER J K, COMPRIX J, GUNLOCK M T, et al. The financial expertise of CFOs and accounting restatements. *Accounting Horizons*, 2005, 19(3): 123-135.
- [12] LIU Y, WEI Z B, XIE F X. CFO gender and earnings management: evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2016, 46(4): 881-905.
- [13] BARUA A, DAVIDSON L F, RAMA D V, et al. CFO gender and accruals quality. *Accounting Horizons*, 2010, 24(1): 25-39.
- [14] 程富, 王福胜. 产权性质、CFO背景特征与内部控制质量. *财经理论与实践*, 2018, 39(5): 63-70.
CHENG Fu, WANG Fusheng. Ownership nature, CFO background characteristics and internal control quality. *The Theory and Practice of Finance and Economics*, 2018, 39(5): 63-70.
- [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. *会计研究*, 2015(7): 56-62.
XIANG Rui. CFO's financial executive ability and firm over-investment: an analysis from the perspective of the board of directors. *Accounting Research*, 2015(7): 56-62.
- [16] FRANCIS B, HASAN I, WU Q. The impact of CFO gender on bank loan contracting. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2013, 28(1): 53-78.
- [17] PU D L, HONG Y, HSUEH M H. Chief financial officers' power, institutional environment, and corporate effective tax rate: evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2015, 51(S1): S196-S213.

- [18] FLORACKIS C, SAINANI S. How do chief financial officers influence corporate cash policies?. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 52:168-191.
- [19] 贾明琪,罗浩,辛江龙. CEO背景特征对资本结构决策的影响:资本结构动态调整视角的实证分析. *科学决策*, 2015(8):1-15.
JIA Mingqi, LUO Hao, XIN Jianglong. The effect of CFO background characteristics on capital structure decisions: empirical test from the perspective of dynamic adjustment of capital structure. *Scientific Decision Making*, 2015(8):1-15.
- [20] 高凤莲,王志强.“董秘”社会资本对信息披露质量的影响研究. *南开管理评论*, 2015, 18(4):60-71.
GAO Fenglian, WANG Zhiqiang. Social capital of the secretary of the board of directors and its impact on firm's information disclosure quality. *Naikai Business Review*, 2015, 18(4):60-71.
- [21] 林长泉,毛新述,刘凯璇. 董秘性别与信息披露质量:来自沪深A股市场的经验证据. *金融研究*, 2016(9):193-206.
LIN Changquan, MAO Xinsu, LIU Kaixuan. On the gender of secretary of the board of directors and the quality of information disclosure: evidence from Shanghai and Shenzhen A shares market. *Journal of Financial Research*, 2016(9):193-206.
- [22] 周开国,李涛,张燕. 董事会秘书与信息披露质量. *金融研究*, 2011(7):167-181.
ZHOU Kaiguo, LI Tao, ZHANG Yan. Board secretary and the quality of information disclosure. *Journal of Financial Research*, 2011(7):167-181.
- [23] 高强,伍利娜. 兼任董秘能提高信息披露质量吗?对拟修订《上市规则》关于董秘任职资格新要求的实证检验. *会计研究*, 2008(1):47-54.
GAO Qiang, WU Lina. Does the secretary of the board of director's duality matter? Evidence from the new requirement of updating listing rules to improve the quality of information disclosure. *Accounting Research*, 2008(1):47-54.
- [24] 罗进辉,向元高,金思静. 董事会秘书能够提高资本市场效率吗:基于股价同步性的经验证据. *山西财经大学学报*, 2015, 37(12):80-90.
LUO Jinhui, XIANG Yuangao, JIN Sijing. Can board secretaries improve the capital market efficiency: evidence from the perspective of stock price synchronicity. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 2015, 37(12):80-90.
- [25] 姜付秀,石贝贝,马云飙. 董秘财务经历与盈余信息含量. *管理世界*, 2016(9):161-173.
JIANG Fuxiu, SHI Beibei, MA Yunbiao. Board secretary's financial experience and the informativeness of accounting earnings. *Management World*, 2016(9):161-173.
- [26] 全怡. IPO公司董秘职业背景、分析师首次跟踪与公司市值管理. *经济管理*, 2018, 40(2):140-161.
QUAN Yi. IPO board secretary's professional background, analysts first following and market value management. *Business Management Journal*, 2018, 40(2):140-161.
- [27] 扶青,刘博. 财务总监兼任董事会秘书对信息披露质量的影响研究. *中大管理研究*, 2015, 10(1):26-40.
FU Qing, LIU Bo. A study of the effect of chief financial officer acting as the secretary of board on the information disclosure quality. *China Management Studies*, 2015, 10(1):26-40.
- [28] KRAUS A, LITZENBERGER R H. A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 1973, 28(4):911-922.
- [29] FISCHER E O, HEINKEL R, ZECHNER J. Dynamic capital structure choice: theory and tests. *The Journal of Finance*, 1989, 44(1):19-40.
- [30] 黄少安,张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析. *经济研究*, 2001, 36(11):12-20, 27.
HUANG Shaoan, ZHANG Gang. An analysis of the preference of equity financing for Chinese listed companies. *Economic Research Journal*, 2001, 36(11):12-20, 27.
- [31] 陆正飞,叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析:偏好股权融资就是缘于融资成本低吗?. *经济研究*, 2004, 39(4):50-59.
LU Zhengfei, YE Kangtao. The puzzle of equity financing preference in China's listed companies. *Economic Research Journal*, 2004, 39(4):50-59.
- [32] GRAHAM J R, HARVEY C R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 2001, 60(2/3):187-243.
- [33] 姜付秀,石贝贝,马云飙. 信息发布者的财务经历与企业融资约束. *经济研究*, 2016, 51(6):83-97.
JIANG Fuxiu, SHI Beibei, MA Yunbiao. Information releaser's financial experience and corporate financial constraints. *Economic Research Journal*, 2016, 51(6):83-97.
- [34] FLANNERY M J, RANGAN K P. Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(3):469-506.
- [35] 黄继承,阚铄,朱冰,等. 经理薪酬激励与资本结构动态调整. *管理世界*, 2016(11):156-171.
HUANG Jicheng, KAN Shuo, ZHU Bing, et al. Management compensation and capital structure adjustments. *Management World*, 2016(11):156-171.
- [36] 林慧婷,何玉润,王茂林,等. 媒体报道与企业资本结构动态调整. *会计研究*, 2016(9):41-46.
LIN Huiting, HE Yurun, WANG Maolin, et al. Media coverage and the dynamic adjustment of capital structure. *Accounting Research*, 2016(9):41-46.
- [37] 张胜,张珂源,张敏. 银行关联与企业资本结构动态调整. *会计研究*, 2017(2):49-55.
ZHANG Sheng, ZHANG Keyuan, ZHANG Min. Connections with banks and dynamic capital structure adjustment of firms. *Accounting Research*, 2017(2):49-55.
- [38] FAULKENDER M, FLANNERY M J, HANKINS K W, et al. Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(3):632-646.
- [39] 黄继承,姜付秀. 产品市场竞争与资本结构调整速度. *世界经济*, 2015, 38(7):99-119.
HUANG Jicheng, JIANG Fuxiu. Market competition and capital structure adjustments. *The Journal of World Economy*, 2015, 38(7):99-119.
- [40] MOBBS S. Firm CFO board membership and departures. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 51:316-331.

CFO Serving Concurrently as Board Secretary and Capital Structure Decision

CHENG Fu¹, WANG Fusheng²

1 School of Business Administration, Northeastern University, Shenyang 110167, China

2 School of Management, Harbin Institute of Technology, Harbin 150001, China

Abstract: In recent years, the phenomenon of CFO serving concurrently as board secretary in listed companies has been increasing year by year. Domestic scholars' discussion of this phenomenon is mainly based on the perspective of board secretary, which examines the impact of CFO serving concurrently as board secretary on the performance of board secretary functions, but ignores its impact on the performance of CFO functions from the perspective of the CFO. In view of this, taking the issue of CFO serving concurrently as board secretary as the starting point and selecting Shanghai and Shenzhen A-share listed companies spanning from 2008 to 2016 as the sample data, this paper explores the impact of CFO serving concurrently as board secretary on the capital structure decision from the two aspects of static capital structure selection and dynamic capital structure adjustment. Firstly, measuring capital structure by the asset-liability ratio, this research employs the OLS regression model based on mixed cross-sectional data to investigate the influence of CFO serving concurrently as board secretary on the capital structure selection. Secondly, measuring the efficiency and the effect of capital structure adjustment by the speed and the deviation of capital structure adjustment respectively, and estimating the target capital structure and the capital structure adjustment speed concurrently, this study adopts the fixed effect model based on non-equilibrium panel data to examine the impact of CFO serving concurrently as board secretary on the capital structure dynamic adjustment.

The research results show that after controlling the influence of CFO serving concurrently as director, CFO serving concurrently as board secretary reduces the debt level of the company, speeds up the adjustment of capital structure, and reduces the degree of deviation of capital structure from the target. After controlling the problem of endogeneity, the above conclusions are still robust. Further research shows that in the two years after CFO serving concurrently as board secretary, the company's financial leverage is reduced and the accounting conservatism is improved. In companies with CFOs having shorter tenure or lower age, CFO serving concurrently as board secretary significantly reduces the firms' financial leverage. In non-state-owned enterprises, CFO serving concurrently as board secretary has obvious deleveraged effect, while in state-owned enterprises, CFO serving concurrently as board secretary can significantly improve the speed of capital structure adjustment. In the case of relatively dispersed equity, CFO serving concurrently as board secretary can influence the capital structure decision. The above results indicate that CFO serving concurrently as board secretary can reduce financial leverage by enhancing CFO's equity financing preference and risk aversion awareness, and the influence of CFO serving concurrently as board secretary on capital structure decision varies with different corporate governance environments.

The research results confirm the influence of CFO serving concurrently as board secretary on the capital structure decision, which is of great theoretical significance for the study of expanding the influencing factors of capital structure decision and enriching the economic consequences of CFO serving concurrently as board secretary. In a practical sense, the research conclusions support the view that CFO serving concurrently as board secretary can help CFO improve their financial management ability, which provides a new explanation and basis for the phenomenon of more and more CFO serving concurrently as board secretary in listed companies.

Keywords: CFO serving concurrently as board secretary; capital structure decision; capital structure dynamic adjustment; ownership nature; ownership concentration

Received Date: August 1st, 2018 **Accepted Date:** May 9th, 2020

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(71802044, 71672046) and the Fundamental Research Funds for the Central Universities(N2006002, N160603001)

Biography: CHENG Fu, doctor in management, is a lecturer in the School of Business Administration at Northeastern University. His research interests include financial accounting and corporate governance. His representative paper titled "CFO background characteristics and accounting policy choice from management entrenchment perspective——empirical evidence from asset write-downs" was published in the *Accounting Research* (Issue 12, 2014). E-mail: chengfuhit@sina.com

WANG Fusheng, doctor in management, is a professor in the School of Management at Harbin Institute of Technology. His research interests cover financial accounting, corporate governance, and enterprise value. His representative paper titled "The effect of earnings management on future operating performance: a comparative study between accrual earnings management and real earnings management" was published in the *Nankai Business Review* (Issue 2, 2014). E-mail: wangfushenghit@sohu.com

□