

CFO 地位与管理层报告样板化^{*}

游家兴¹ 吕可夫¹ 于明洋¹ 张哲远²

(1. 厦门大学管理学院 福建 厦门 361005;
2. 中国(福建)自由贸易试验区厦门片区管理委员会 福建 厦门 361006)



内容提要:本文立足于我国强调差序格局、注重尊卑有伦的儒家文化背景,从 CFO 在上市公司地位高低的角度探讨了 CFO 如何影响公司文本信息披露行为。实证研究发现,当 CFO 在公司中地位越高时,他们能够更好地履行自身职能,越有助于遏制管理层报告流于形式的做法。当 CFO 任职公司为家族企业或位于儒家文化中心地区时,CFO 地位与管理层报告样板化之间的负向关系越显著。进一步研究发现,当管理层报告样板化随着 CFO 地位提高而降低时,不仅可以向市场释放出更多信息含量,而且还降低了公司未来股价崩盘风险。本文研究对于我国背景下的 CFO 制度改革和完善以及提高上市公司会计信息披露质量具有积极的启示作用。

关键词:CFO 相似度 样板化 管理层讨论与分析

中图分类号: F831.4 文献标志码: A 文章编号: 1002—5766(2021)09—0172—17

一、引言

随着行业环境和宏观环境日趋复杂多变,公司越来越重视产品技术研发、商业模式革新、核心竞争力塑造、员工培训以及人才培养,而这些重要信息很难用寥寥几个抽象的财务数字简单概括,需要通过详实的文本信息加以描述。与此同时,数字信息披露不及时、不充分甚至提供虚假财务数据等事件也屡见不鲜,传统的数字信息已经难以满足投资者对上市公司特质信息的需求(赵宇亮,2020)^[1]。而文本信息能够帮助投资者更好地评估公司过去业绩表现、现在财务状况以及公司发展前景,具有重要的信息含量。这也使得信息使用者越来越重视对文本信息的分析和利用(Loughran 和 McDonald 2016^[2];李春涛等,2020^[3])。Li 等(2019)^[4]基于中国上市公司的研究表明,年报中文本信息不是“廉价的交谈”,更不是公司不良业绩的遮羞布,它不仅传递了未来业绩、经营现金流和成长性等与企业价值相关的信息,而且也受到机构投资者、分析师以及散户的重视。

需要指出的是,虽然 Huang 等(2014)^[5]关注了公司信息发布者(如 CEO)在文本信息披露中的作用,却忽视了其他公司高管,特别是财务总监(CFO)在其中的影响,这与 Ge 等(2011)^[6]、Geiger 和 North(2006)^[7]以及 Jiang 等(2010)^[8]对于 CFO 在数字信息披露中作用的广泛探讨相去甚远。

收稿日期:2021-04-02

* 基金项目:国家自然科学基金重大项目“中国制度和文化背景下公司财务政策的理论与实践研究”(71790601);国家自然科学基金面上项目“媒体有偏报道动机、行为与经济后果研究——基于公司治理的视角”(71872157);中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“财务会计软性信息与资本市场——基于文本分析的研究视角”(20720181005)。

作者简介:游家兴,男,教授,管理学博士,研究领域是公司财务、资本市场,电子邮箱:jxyou@xmu.edu.cn;吕可夫,男(土家族),博士研究生,研究领域是公司财务、资本市场,电子邮箱:lvkefu@163.com;于明洋,女(满族),博士研究生,研究领域是公司财务、资本市场,电子邮箱:yumingyang_xmu@163.com;张哲远,男,管理学博士,研究领域是公司财务、资本市场,电子邮箱:32120150150160@stu.xmu.edu.cn。通讯作者:张哲远。

在现代公司制度下，除了资金管理、财务监督等传统职能外，CFO 还需要对财务会计信息编制、披露等工作负责，并积极参与企业财务战略制定与实施（Ge 等 2011）^[6]。可以说，CFO 在监督、控制和提供战略支持上发挥着不可替代的作用（Geiger 和 North 2006）^[7]。例如 2019 年 12 月 16 日海源复材（002529.SZ）财务总监突然离职，就引发了监管部门的关注。深交所次日即向海源复材发放关注函，要求公司详细说明该离职事件对于当年财务报告撰写工作可能产生的影响，以及财务总监职位空缺时公司财务内控、信息披露等事项的运行情况。在此背景下，CFO 如何影响会计信息披露这一话题也受到学术界的广泛关注（Jiang 等 2010^[8]；姜付秀等 2013^[9]）。

值得注意的是，CFO 不仅需要对定期报告中会计数字的真实性负责，而且对文本信息的公平陈述同样负有重要责任。以年报中“管理层讨论与分析（MD&A）”部分为例，该部分包含了管理层对经营情况的评价、会计数字的解读以及对行业发展趋势的判断等有用信息。作为定期报告的“心脏和灵魂”，监管职能部门一直将提升 MD&A 可理解性作为工作重心。例如 2020 年，上海证券交易所发布《上海证券交易所上市公司定期报告业务指南》，要求 MD&A 披露“从业务层面充分解释导致财务数据变动的根本原因及其反映的可能趋势，而不能只是重复财务报告的内容”。并且，监管职能部门还明确规定了 CFO 的责任。如《上市公司信息披露管理办法》第五十一条要求，CFO 应当对公司财务会计报告的真实性、准确性、完整性、及时性、公平性承担主要责任。然而，作为上市公司披露信息的另一重要组成部分——文本信息披露行为如何受 CFO 影响却少有文献关注。

在欧美等成熟资本市场体系中，CFO 是企业负责财务工作、制定财务战略的核心人物，能够对 CEO 的自利行为形成有效制衡和牵制，从而提高信息披露、内部控制的质量（Jiang 等 2010^[8]；Kim 等 2011^[10]）。已有国内外研究从是否兼任董事（蒋德权等，2018）^[11]、自恋情结（Ham 等，2017）^[12]、任期（蒋德权等，2018）^[11]、性别（Ge 等，2011）^[6] 等特征对 CFO 的作用展开各种讨论。但需要指出的是，这些研究基本假设在于，CFO 作为高管团队中重要成员，发挥着重要的职务作用。在我国，一方面，相较于欧美发达国家，我国上市公司 CFO 在高管团队中的地位并不高，其前身是计划经济时代总会计师职务，还没有完全摆脱传统“账房先生”的角色^①，其薪酬仍处于较低水平，多数 CFO 还停留在 CEO 的“幕僚”层面上（田茂永 2010）^[13]；但另一方面，我国上市公司 CFO 地位有高有低。在某些公司，CFO 会被授予较高的权力和地位。而这种差异也为本文研究提供了必要的数据基础和比较前提。

基于上述分析，本文选择我国上市公司财务报告中最重要的文字部分——管理层讨论与分析为切入点，考察 CFO 地位与管理层报告披露样板化二者之间的关系。对于报告样板化，本文采用文本相似度进行刻画，它是指文本之间所传递信息的接近程度。当文本相似度越高，表明披露的内容越样板化，越流于形式，也意味着文本所包含的信息含量越低（Brown 和 Tucker 2011）^[14]。具体而言，本文以 2006—2017 中国上市公司为样本，实证检验 CFO 地位对管理层报告样本化的影响，结果发现：（1）当 CFO 在公司中的地位越高时，其越有能力减少管理层讨论的样板化，促使公司 MD&A 文本相似度下降，提高文本披露的信息含量。（2）当 CFO 在家族企业或者在位于儒家文化浓厚地区企业任职时，CFO 地位与管理层报告样板化倾向之间的负相关关系越显著。（3）当 MD&A 披露样板化随着 CFO 地位提高而降低时，不仅可以向市场释放出更多信息含量，还降低了公司未来股价崩盘风险。

本文贡献主要体现在以下三个方面：（1）本文从 CFO 地位视角，拓展了 MD&A 文本相似度影响因素的研究，为 MD&A 文本相似度的影响因素提供新的研究发现和文献补充。（2）本文基于高管特征视角，对 CFO 在公司中扮演怎样角色这一脉文献进行了拓展，丰富了高层梯队理论文献。

^① 资料来源：胡学文. 大数据时代“账房先生式”CFO 转型迫在眉睫[N]. 证券时报，2013-12-13(A19)。

通过探讨 CFO 地位对 MD&A 文本相似度的影响,为学术界和实务界理解 CFO 在信息披露中的角色提供新视角。(3)本文立足于我国强调差序格局、注重尊卑有伦的儒家文化背景,通过引入 CFO 所任职公司是否为家族企业、是否位于儒家文化中心地区这两个场景,丰富了传统文化在中国资本市场情境下的研究。

二、理论分析与假设提出

作为公司管理活动重要参与者,CFO 不仅在公司财务、会计和内部控制活动中发挥了关键作用,而且在公司战略决策和执行中贡献了积极力量(Ge 等,2011)^[6]。对于公司财务信息质量、投资效率乃至绩效表现,CFO 存在怎样的影响也日渐成为学术界关注的重要话题之一。有学者将 CFO 个人特征与会计政策选择或财务报告质量联系在一起。王福胜和程富(2014)^[15]发现,对于女性 CFO、低学历的 CFO、年长的 CFO 或任期长的 CFO,他们具有更强的管理防御动机,计提资产减值准备的比例更低。Ham 等(2017)^[12]实证研究发现,CFO 自恋程度与财务报告质量呈显著负相关关系。然而,这些研究切入点都是会计数字的披露。那么,CFO 个人特征会对公司文本信息披露行为有着什么样的影响?这是一个值得讨论的重要问题。

在一份标准财务报告中,文字或叙述性信息占据了大部分篇幅,是重要组成部分,其主要作用是帮助信息使用者更好地理解和评判数字披露所传递的信息。MD&A 主要涵盖管理层对公司报告期内经营情况的回顾与总结以及对今后发展趋势的展望和评价,是年度报告披露的文本信息中最重要部分之一,也是对财务数字信息披露的重要说明和补充(Brown 和 Tucker,2011^[14]; Li 等,2019^[4])。通过对过去和未来情况的合理或必要解释,MD&A 向投资者呈现了内部管理者对公司过去重大事件的解释,对未来风险的防范措施以及对不确定事项的评估结果。鉴于其职责所在,CFO 很可能会影响 MD&A 中的信息披露。相比会计数据,文字信息在表达上富有张力,客观上对其披露的内容和格式很难统一标准,而监管部门对文本信息披露也缺乏行之有效的奖惩措施。并且,文本信息也不是第三方审计人员的关注点。因此,文字表达的灵活多样性以及监管的缺失使得包括 CFO 在内的管理层在 MD&A 文字叙述上有较大自由裁量权,采用文字描述的软性信息在披露上存在很大的操纵空间。在对文本信息披露质量的衡量上,承袭已有文献(Brown 和 Tucker,2011^[14]; 赵子夜等,2019^[16]; Cohen 等,2020^[17])的普遍做法,采用文本相似度这个概念进行刻画。所谓文本相似度,是指文本之间所传递信息的接近程度,亦即本文所说的文本披露的样板化。当文本相似度越高,披露的内容越模板化,越流于形式,意味着文本所包含的信息含量越低、文本披露质量越差。

需要说明的是,地位也是 CFO 重要的个人特征之一。当 CFO 地位较高时,他们能够参与更多的企业决策,从而提高其财务执行力,有利于财务职责的履行(蒋德权等,2018)^[11]。那么,CFO 地位提升是否有助于降低 MD&A 文本相似度呢?本文认为存在两个竞争性假说:基于受托责任与监督职能的正向激励假说以及基于文本披露特征与机会主义行为的反向抑制假说。

从正向激励假说出发,CFO 地位提高有助于减少管理层报告的样板化倾向,提高 MD&A 文本披露的信息含量。第一,就受托责任而言,CFO 有责任提高 MD&A 的信息含量。CFO 肩负着提供高质量财务信息、促使企业财务运营符合法律制度的基本职责(Ge 等,2011)^[6]。相比于 CEO,CFO 对公司财务报告质量直接负责,其主要职责之一就是向董事会和管理层及时、充分、准确报告公司各项财务信息(Ham 等,2017)^[12]。如果 CFO 在公司中所处的地位不高,那么,人微言轻,受托责任所赋予的责任担当就很难彰显出来。反之,当 CFO 地位越高时,他们越有能力履行好自身受托责任,督促管理层及时有效地根据公司当年经营状况变化更新 MD&A 信息,帮助股东更好地解读财务报表信息,降低内部人与外部人二者之间的信息不对称程度(Brown 和 Tucker,2011)^[14]。第二,

从监督角度看 地位较高的 CFO 往往能够更好地发挥监督职能。姜付秀等(2013)^[9]研究发现 地位较高的 CFO 能够更好地制约 CEO 减少其盈余管理行为。因此 地位较高的 CFO 更有能力在公司经营、制度建设上发挥作用 从而抑制 CEO 出于短视动机扭曲财务会计信息的行为。客观上来说 这无疑会提升财务报告的有用性 抑制管理层报告的样板化倾向 提高 MD&A 文本的信息含量。第三 在公司内部控制体系中 身处较高地位的 CFO 更容易保持独立性 受其他高管影响会比较小 减少了其他管理人员的干扰和纠缠。这不仅有助于提高内部控制效率和减少会计舞弊行为 而且对于增加财务报告的价值相关性和提高 MD&A 文本的信息含量也将起到积极的促进作用。

从反向抑制假说出发 ,CFO 地位可能会起到提高 MD&A 样板化的作用。披露 MD&A 是一个常规性任务。Dichev 等(2013)^[18]发现 ,出于职业习惯 ,CFO 通常具有合规思维 即在披露中满足规定的思维。我国监管层对 MD&A 信息披露规范同时存在强制性和自愿性。强制性披露指上市公司在 MD&A 中必须要按照监管层规定披露特定内容 如经营情况回顾、未来战略发展、经营计划等信息。而自愿性披露所包含的情形比较复杂 不能一概而论。即便是强制性披露部分 在形式和内容上也具有较大主观性 很多方面属于模棱两可地带。例如 ,证监会发布的披露内容与格式准则多次出现“鼓励”“不限于”等披露要求。并且 ,文本信息不是第三方(审计师和监管层)的关注点 ,管理层在 MD&A 披露中文字叙述的自由裁量权较大。具有信息优势的管理层既可以多披露也可以少披露 甚至只要满足强制性披露规定的最低要求即可。赵子夜等(2019)^[16]指出 ,正所谓言多必失 从管理层的立场出发 规避风险是其理性选择。因此 这也使得 CFO 倾向于采取更有利于自身的披露行为 明哲保身乃至缄默少语成为优先考虑选项 ,以减少职业风险。基于此 具有合规思维的 CFO 有可能仅根据规定完成符合最低要求的披露 缺乏在 MD&A 中进一步提供其他自愿性披露信息的动力 从而提高了 MD&A 样板化水平。此外 脱胎于计划经济时代总会计师的中国 CFO ,其工作重心主要聚焦于传统财务管理 财务职能部门在公司战略制定和实施上的作用严重被低估;加之一些财务负责人自身财务会计知识储备、专业判断能力不足 难以承担制定企业财务战略的重任。因此 在中国特殊的制度背景下 ,由于先天性缺陷导致 CFO 远离本应扮演的角色 即便在公司地位提升的情况下也无法发挥应有的作用。综上所述 ,CFO 地位提高可能与 MD&A 文本披露的样板化并不存在相关关系 甚至可能会起到提高 MD&A 样板化的作用。

基于以上论述 本文提出以下假设:

H_{1a} : 假定其他条件不变 ,CFO 地位与 MD&A 文本信息披露的样板化特征负相关。

H_{1b} : 假定其他条件不变 ,CFO 地位与 MD&A 文本信息披露的样板化特征不相关或正相关。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文以 2006—2017 年中国 A 股上市公司为研究对象。选择 2006 年作为观测区间起点主要基于如下考虑: (1) CFO^① 相关数据的可得性; (2) 2005 年修订并于 2006 年施行的《中华人民共和国公司法》首次明确 CFO 作为公司高级管理人员的责任与义务(蒋德权等,2018)^[11]。与 Li 等(2019)^[4]、赵子夜等(2019)^[16]一样 ,上市公司 MD&A 取自年报中“董事会报告”章节 ,该章节在内容构成上与“管理层讨论与分析”完全一致。上市公司年报下载自巨潮资讯网。其他数据均来自 CSMAR 数据库。对于 CSMAR 数据库缺失的 CFO 数据 通过手工翻阅年报补充。为了保证研究样本的准确性、有效性 本文剔除以下样本: (1) 金融行业样本; (2) CFO 重要特征数据、公司治理数据

^① 参照蒋德权等(2018)^[11] 本文将 CFO 界定为“会计工作负责人、财务机构负责人、财务负责人、财务总管、总会计师、首席财务官、首席财务总监、财务总监等”。

和主要财务数据缺失样本; (3) 分析师预测数据缺失样本^①。最终获得涵盖 2747 家 A 股上市公司的共 15609 个公司一年度观测值。本文对所有连续型变量进行上下 1% 的缩尾处理。为了避免自相关和异方差所带来的推断偏误,本文在公司层面对所有回归系数的标准误进行群聚处理。

2. 主要变量定义

(1) CFO 地位 *Status*。在中国传统儒家文化中,排位次序具有强烈的尊卑含义,直接反映个人社会地位高低,并深刻影响着中国人的思维模式,对经济活动、社会往来、人情世故等诸多方面有着潜移默化的巨大影响(蒋德权等 2018)^[11]。Zhu 等(2016)^[19]指出,我国上市公司对董事名字排位顺序反映了董事会层级关系,排位顺序越高的独立董事拥有更高地位和更大权力,能够更好地履行监督职责,提高企业价值。因此,在高管团队中,排位顺序越靠前的 CFO 往往拥有更高地位、更大权力。

借鉴蒋德权等(2018)^[11],采用式(1)衡量 CFO 在高管团队中的地位:

$$Status = 1 - Rank / TMTSize \quad (1)$$

其中 *Rank* 为 CFO 在上市公司年度报告“高级管理人员”信息披露中出现的次序,*TMTSize* 为“高级管理人员”的总人数。*Rank* 越小,CFO 在名单中出现位置越靠前,代表 CFO 地位越高。通过上式计算获得的 *Status* 数值越大,表明 CFO 在公司中所处的地位越高。

(2) 文本相似度 *Sim*。本文采用 MD&A 文本纵向相似度衡量管理层报告样板化特征。具体而言,纵向相似度是指上市公司当年年度报告中披露的 MD&A 文本与该公司上年 MD&A 文本相比的相似度,反映公司管理层在年度间对 MD&A 文本的更新程度。该相似度越高,代表当年 MD&A 文本包含的信息与上一年越接近,表明管理层反复披露样板化的信息,没有及时调整 MD&A 内容以反映公司实际状况变化,也意味着 MD&A 包含的新信息较少(Brown 和 Tucker 2011^[14];赵子夜等,2019^[16]; Cohen 等 2020^[17])。为了保证研究结果的稳健性,本文使用三种常见方法衡量文本相似度:基于 TF-IDF 法的余弦相似度 *Sim_Cosine*(武永亮等,2017)^[20]; Jaccard 相似度 *Sim_Jaccard*(Cohen 等 2020)^[17]; 最小编辑距离相似度 *Sim_Edit*(赵子夜等 2019)^[16]。

考虑到 MD&A 文本相似度高低与公司基本面和行业特征密切相关,本文去除这些客观因素所导致的正常部分,保留那些更有可能受管理层主观意识驱使的、人为操纵的异常部分,以提高结论的可靠性。借鉴 Huang 等(2014)^[5]和 Li 等(2019)^[4]计算异常语调的做法,采用以下相似度期望模型(2)将 MD&A 文本相似度分解为能够被公司基本面解释的正常部分和无法被公司基本面解释的异常部分:

$$Sim_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Control + \sum year + \sum industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,被解释变量 *Sim* 分别以三个方法测度,控制变量 *Control* 包括与 MD&A 文本相似度相关的影响因素。借鉴 Brown 等(2011)^[14]、Huang 等(2014)^[5]、Cohen 等(2020)^[17]、Li 等(2019)^[4]选取以下变量作为主要解释变量:每股收益变化量绝对值 $|\Delta EPS|$;流动比率变化量绝对值 $|\Delta Current|$;一年内到期负债变化量绝对值 $|\Delta Debtdue|$;现金持有量变化量绝对值 $|\Delta FCF|$;资产负债率变化量绝对值 $|\Delta Leverage|$;月收益率标准差改变量绝对值 $|\Delta STD_RET|$;CEO 变更 *CEO_Change*(CFO 变更 *CFO_Change*),如果当年公司发生 CEO(CFO) 变更则取 1,否则取 0;账面市值比 *BTM*;公司规模 *Size*,以 $\ln(1 + \text{年末市值})$ 测度;产权性质 *SOE*,当公司实际控制人为国有性质时,赋值为 1,否则为 0;资产增加 *Acquire*(资产减少 *Downsize*),公司当年末总资产比上年末总资产增加大于等于(减少小于等于) $1/3$ 则取 1,否则取 0;业务部门数 *BUS SEG*,以 $\ln(1 + \text{公司业务部}$

^① 因为计算主要被解释变量——异常文本相似度指标需要使用分析师预测数据。

门数) 测度; 公司年龄 $Firm_Age$, 以 $\ln(1 + \text{公司上市年限})$ 测度; 分析师预测共识 AF , 以当年年报发布前所有分析师最近一次对公司当年每股收益预测的中位数除以公司当年末股价测度; 分析师预测偏差 SUE , 以公司当年实际每股收益与预测每股收益中位数之差除以公司当年末股价测度。在模型(2) 中还加入了行业固定效应^①和年份固定效应。通过对模型(2) 进行 OLS 回归后得到残差 ε_i , 即分别为异常余弦相似度 $AbSim_Cosine$ 、异常 Jaccard 相似度 $AbSim_Jaccard$ 和异常最小编辑距离相似度 $AbSim_Edit$ 。 ε_i 数值越大, 说明文本异常相似度越高, 表明管理层报告的样板化倾向越严重。

(3) 控制变量。参照已有研究(Brown 和 Tucker, 2011^[14]; 蒋德权等, 2018^[11]; Cohen 等, 2020^[17]) 在回归中加入了两类控制变量: 一是 CFO 相关特征变量, 包括 CFO 年龄 Age 、CFO 性别 $Gender$ 和 CFO 工作背景 $Wback$; 二是公司层面常用控制变量, 包括公司规模 $Size$ 、第一大股东持股比例 $Top1$ 、总资产收益率 ROA 、资产负债率 $Leverage$ 、产权性质 SOE 、盈余管理水平 $Opaque$ 、机构投资者持股比例 INR 、月收益率标准差 STD_RET 。

本文主要变量定义与计算说明如表 1 所示。

表 1 主要变量定义与计算

变量类型	变量	变量符号	变量定义与计算
被解释变量	异常余弦相似度	$AbSim_Cosine$	基于 TF-IDF 方法计算公司当年 MD&A 与上一年的余弦相似度; 运用期望相似度模型(模型 2) 分解得到残差测度
	异常 Jaccard 相似度	$AbSim_Jaccard$	计算得到公司当年 MD&A 与上一年的 Jaccard 相似度; 运用期望相似度模型(模型 2) 分解得到残差测度
	异常最小编辑距离相似度	$AbSim_Edit$	计算公司当年 MD&A 与上一年的最小编辑距离相似度; 运用期望相似度模型(模型 2) 分解得到残差测度
解释变量	CFO 地位	$Status$	采用公式(1) 计算得到的数值
控制变量	年龄	Age	$\ln(1 + \text{CFO 年龄})$
	性别	$Gender$	虚拟变量, CFO 为女性时为 1, 否则为 0
	工作背景	$Wback$	CFO 曾经从事金融、会计或其他工商管理类工作则赋值为 1, 否则为 0
	公司规模	$Size$	$\ln(1 + \text{期末市值})$
	第一大股东持股比例	$Top1$	第一大股东持股比例
	总资产收益率	ROA	净利润/年初总资产与年末总资产的均值
	资产负债率	$Leverage$	年末负债总额/年末资产总额
	产权性质	SOE	虚拟变量, 当实际控制人为国有性质时, SOE 取 1, 其余取 0
	盈余管理水平	$Opaque$	基于修正 Jones 模型计算操纵性应计水平绝对值
	机构投资者持股比例	INR	机构投资者持股数占总流通股数的比例
	月收益率标准差	STD_RET	当年月度收益率标准差

资料来源: 作者整理

3. 实证模型

本文采用 OLS 进行回归估计, 主检验模型如式(3) 所示:

$$AbSim_{it} = \beta_0 + \beta_1 Status_{it} + \beta_2 Controls_{it} + \sum year + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

① 本文按照证监会 2012 版行业分类指引进行分类: 制造业按三级大类分类, 其它行业按一级大类分类。

其中 i 表示公司, t 表示年份, $AbSim$ 为主要被解释变量, 分别为三个异常相似度指标 $AbSim_Cosine$ 、 $AbSim_Jaccard$ 和 $AbSim>Edit$, 它们捕捉的是 MD&A 文本相似度中受管理层自由操纵部分。这些指标数值越高, 表明管理层报告的样板化倾向越严重, 意味着 MD&A 文本信息含量越低。主要解释变量为 CFO 地位 $Status$, $Status$ 值越大, 表明 CFO 在高管序列中排名越靠前。 $Controls$ 为控制变量。此外, 为了控制行业差异和时间趋势可能带来的影响, 在模型(3) 中加入了行业固定效应和年份固定效应。

四、实证结果与分析

1. 管理层报告 MD&A 文本相似度期望回归结果

表 2 列示了分别以余弦相似度 Sim_Cosine 、Jaccard 相似度 $Sim_Jaccard$ 和最小编辑距离相似度 $Sim>Edit$ 作为模型(2) 被解释变量的回归结果。总体而言, 当公司基本面情况发生改变时, 上市公司管理层会根据变化在 MD&A 文本中对这些情况进行解释说明, 以向信息使用者传递重要信息, 降低了 MD&A 文本纵向相似度; 高管变更会影响文本相似度; 相比于非国有上市企业, 国有上市公司披露的 MD&A 文本相似度更低, 包含新的信息含量更多, 文本披露质量更高; 在分析师预测信息方面, Sim_Cosine 、 $Sim_Jaccard$ 与 AF 显著正相关, 表明分析师越看好公司当年业绩时, 公司管理层对 MD&A 文本披露的更新越少。

表 2 MD&A 文本相似度期望模型

变量	Sim_Cosine	$Sim_Jaccard$	$Sim>Edit$
ΔEPS	-0.017 *** (-4.14)	-0.015 *** (-4.97)	-0.018 *** (-5.19)
$\Delta Current$	0.002 ** (2.42)	0.004 *** (5.82)	0.001 * (1.82)
$\Delta Debt due$	-0.199 *** (-4.10)	-0.146 *** (-3.95)	-0.116 *** (-2.74)
$\Delta Leverage$	-0.210 *** (-9.61)	-0.124 *** (-8.96)	-0.137 *** (-8.55)
ΔSTD_RET	-0.054 *** (-2.91)	0.012 (0.85)	0.025 (1.39)
ΔFCF	-0.027 *** (-2.82)	-0.028 *** (-3.78)	-0.041 *** (-4.58)
CEO_Change	-0.020 *** (-6.83)	-0.012 *** (-5.13)	-0.010 *** (-3.53)
CFO_Change	-0.011 *** (-4.13)	-0.011 *** (-5.15)	-0.012 *** (-4.50)
BTM	0.001 (0.22)	0.000 (0.19)	0.002 (0.82)
$Size$	0.005 *** (2.98)	-0.003 ** (-2.31)	-0.006 *** (-3.43)

续表 2

变量	<i>Sim_Cosine</i>	<i>Sim_Jaccard</i>	<i>Sim>Edit</i>
SOE	-0.008 ** (-2.13)	-0.018 *** (-5.85)	-0.009 ** (-2.48)
Acquire	-0.029 *** (-9.00)	-0.015 *** (-6.30)	-0.024 *** (-8.61)
Downsize	-0.027 * (-1.93)	-0.000 (-0.01)	-0.005 (-0.36)
BUS SEG	-0.005 ** (-2.10)	-0.010 *** (-4.26)	-0.012 *** (-4.26)
Firm_Age	-0.004 (-1.37)	-0.006 ** (-2.25)	-0.004 (-1.32)
AF	0.091 ** (2.02)	0.066 * (1.76)	0.070 (1.54)
SUE	-0.039 (-1.11)	-0.003 (-0.12)	-0.011 (-0.30)
常数项	0.720 *** (18.31)	0.583 *** (17.62)	0.509 *** (12.27)
行业/年份	YES	YES	YES
N	15084	15084	15084
调整 R ²	0.186	0.323	0.398

注: 括号内为经过在公司层面 Cluster 的 t 值; * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$, 下同

资料来源: 作者整理

总体而言, 表 2 的结果与 Brown 和 Tucker(2011)^[14]、Huang 等(2014)^[5]、Cohen 等(2020)^[17]、Li 等(2019)^[4]的发现基本一致, 表明我国上市公司管理层会根据公司当年基本面情况的变化对 MD&A 文本进行更新, 向投资者传递新信息从而降低 MD&A 相似度。一方面, 这表明, 本文使用的三个文本相似度指标能够较好捕捉和度量 MD&A 文本信息含量; 另一方面, 也从侧面说明, 上市公司披露的 MD&A 文本信息具有一定信息含量。

2. 主要变量描述性统计

本文主要变量描述性统计结果如表 3 所示。由于计算方法不同, 相似度指标 *Sim_Cosine*、*Sim_Jaccard* 和 *Sim>Edit* 均值分别为 0.787、0.453、0.313, 存在较大差异。主要解释变量 *Status* 的均值和中位数分别为 0.322 和 0.286, 表明平均而言, 我国上市公司 CFO 在高管团队中的地位并不高, 并且在不同公司呈现出很大的差异。这与蒋德权等(2018)^[11]的结果基本一致。

表 3

主要变量描述性统计

变量	N	Mean	SD	P1	P25	P50	P75	P99
<i>Sim_Cosine</i>	15609	0.787	0.128	0.285	0.723	0.815	0.880	0.966
<i>Sim_Jaccard</i>	15609	0.453	0.113	0.165	0.376	0.447	0.525	0.741
<i>Sim>Edit</i>	15609	0.313	0.150	0.058	0.189	0.306	0.418	0.683
<i>AbSim_Cosine</i>	15609	0.005	0.112	-0.390	-0.049	0.022	0.083	0.209
<i>AbSim_Jaccard</i>	15609	0.003	0.090	-0.217	-0.056	-0.002	0.057	0.247

续表 3

变量	N	Mean	SD	P1	P25	P50	P75	P99
AbSim_Edit	15609	0.004	0.113	-0.243	-0.072	-0.004	0.072	0.313
Status	15609	0.322	0.269	0.000	0.091	0.286	0.545	0.875
Age	15609	3.825	0.136	3.497	3.738	3.829	3.912	4.127
Gender	15609	0.300	0.458	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Wback	15609	0.929	0.257	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Size	15609	22.112	1.237	18.951	21.218	21.950	22.825	25.552
TOP1	15609	0.353	0.151	0.034	0.233	0.333	0.456	0.756
ROA	15609	0.045	0.056	-0.273	0.016	0.040	0.071	0.232
Leverage	15609	0.438	0.212	0.051	0.270	0.433	0.596	1.352
SOE	15609	0.392	0.488	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Opaque	15609	0.072	0.084	0.001	0.020	0.046	0.091	0.602
INR	15609	0.259	0.237	0.000	0.061	0.176	0.424	0.847
STD_RET	15609	0.135	0.071	0.031	0.087	0.116	0.164	0.453

资料来源: 作者整理

3. 主检验结果

表 4 列示了 CFO 地位对 MD&A 文本相似度影响的回归结果。从表 4 可以发现, Status 的回归系数均显著为负。这一结果表明假设 H_{1a} 成立, 即当 CFO 在公司高管团队中地位越高时, 他们越能够充分履行自己的职能, 增加 MD&A 文本的信息含量。从 CFO 其他个人特征变量的结果看, 年龄和性别均对 MD&A 相似度没有显著影响。在公司层面控制变量方面, 值得注意的是, 盈余管理水平 Opaque 的回归系数均在 1% 水平上显著负相关, 表明当公司盈余数字操纵程度越严重时, MD&A 文本异常相似度越低。一个可能的解释是: 管理层试图通过更多新的文字对公司盈余情况进行必要解释, 转移投资者和监管层注意力, 达到掩盖盈余披露质量不足的目的。当年月度收益率标准差 STD_RET 的回归系数均在 5% 水平上显著为负, 说明当公司收益率波动较大时, 管理层通过披露更多特质信息进行解释说明。其他公司层面控制变量大多与被解释变量不存在显著相关关系, 这从侧面表明, 本文通过期望相似度模型很好地剔除了 MD&A 纵向文本相似度中与公司基本面有关的部分, 排除了直接使用相似度原值时可能导致的伪相关。

表 4 CFO 地位与管理层报告样板化

变量	AbSim_Cosine	AbSim_Jaccard	AbSim_Edit
Status	-0.010 ** (-2.20)	-0.016 *** (-4.21)	-0.020 *** (-4.37)
Age	0.005 (0.50)	-0.000 (-0.06)	0.000 (0.03)
Gender	0.001 (0.27)	-0.001 (-0.38)	-0.001 (-0.46)
Wback	0.005 (0.81)	0.010 * (1.74)	0.014 * (1.83)

续表 4

变量	<i>AbSim_Cosine</i>	<i>AbSim_Jaccard</i>	<i>AbSim_Edit</i>
<i>Size</i>	0.001 (0.65)	-0.000 (-0.21)	-0.003 [*] (-1.65)
<i>Top1</i>	0.005 (0.47)	0.008 (0.94)	0.012 (1.23)
<i>ROA</i>	-0.048 [*] (-1.90)	-0.003 (-0.13)	0.025 (1.08)
<i>Leverage</i>	-0.025 *** (-2.90)	-0.016 ** (-2.17)	-0.005 (-0.60)
<i>SOE</i>	0.002 (0.64)	0.002 (0.76)	0.003 (0.93)
<i>Opaque</i>	-0.052 *** (-3.59)	-0.029 *** (-2.66)	-0.032 *** (-2.65)
<i>INR</i>	-0.002 (-0.24)	-0.007 (-1.29)	-0.008 (-1.20)
<i>STD_RET</i>	-0.042 ** (-2.02)	-0.037 ** (-2.24)	-0.039 ** (-1.97)
常数项	0.028 (0.60)	0.053 (1.25)	0.097 [*] (1.92)
行业/年份	YES	YES	YES
N	15609	15609	15609
调整 R ²	0.0246	0.0163	0.0149

资料来源: 作者整理

4. 稳健性检验①

(1) 工具变量法。本文主回归估计结果可能受到内生性问题的干扰。从逻辑上看,公司文本信息披露行为并不会直接影响 CFO 地位,而且本文的被解释变量相对于解释变量存在时间上的滞后性,削弱了反向因果问题,但本文结果有可能受到遗漏变量问题的影响。虽然本文引入一系列控制变量,也加入了行业和年度固定效应,并使用期望相似度模型分解得到的残差作为被解释变量,以尽可能消除遗漏变量带来的影响,但还是会遗漏一些可能被本文忽略或者难以量化的变量。如果该遗漏变量会同时影响公司会计信息披露行为和公司对 CFO 职位的重视程度,这将导致二者关系的伪相关。

鉴于上市公司对于 CFO 地位重视程度可能受当地文化和社会环境等软性因素或者同行其他企业的影响,即同省份或者相同行业其他上市公司 CFO 平均地位会影响本公司对 CFO 的重视程度,而这种影响并不会直接关系本公司文本信息披露行为,即与因变量没有直接关系。为了保证主

① 除所列示的两种检验方法以外,本文还做了以下三个稳健性检验,实证结果保持一致:(1) 将行业和年份固定效应替换为公司和年份固定效应,以缓解遗漏公司层面不可观测变量所带来的内生性问题;(2) 采用双重变化模型,即将被解释变量、解释变量、控制变量同时进行差分处理,以消除因遗漏时间推移而不变的变量所带来的内生性问题;(3) 考虑 2007 年企业会计准则修订后,部分会计数据口径不一致可能对实证结果带来影响,将研究窗口设定为 2007—2017 年重新进行检验。检验结果均支持本文的结论。限于篇幅,具体数据未列示,备索。

回归结果可靠性,本文选取同省其他上市公司 CFO 地位均值 $IV_{-Province}$ 以及同行业其他上市公司 CFO 地位均值 $IV_{-Industry}$ 作为工具变量,通过两阶段回归方法解决内生性问题。

表 5 列示了基于工具变量法的两阶段估计结果。从第一阶段看, $IV_{-Province}$ 、 $IV_{-Industry}$ 与公司 CFO 地位 $Status$ 均显著正相关,符合理论预期,且 Cragg-Donald Wald F 统计量达到 25.568,远大于 10,拒绝弱工具变量假设。此外, Sargan 统计量为 0.236、1.954、0.530,接受原假设,表明本文所选取的这两个工具变量都是外生的。从第二阶段的结果看,第一阶段获得的拟合值 \widehat{Status} 的回归系数分别在 10%、1% 和 5% 显著水平显著为负,说明在排除可能的内生性问题之后,本文的研究结论依然成立。

表 5 CFO 地位与管理层报告样板化: 基于工具变量的两阶段回归

变量	<i>Status</i>	<i>AbSim_Cosine</i>	<i>AbSim_Jaccard</i>	<i>AbSim_Edit</i>
	第一阶段	第二阶段	第二阶段	第二阶段
$IV_{-Province}$	0.270 *** (3.25)			
$IV_{-Industry}$	0.249 * (1.72)			
\widehat{Status}		-0.203 * (-1.72)	-0.424 *** (-2.69)	-0.322 ** (-2.16)
控制变量	YES	YES	YES	YES
行业/年份	YES	YES	YES	YES
N	15609	15609	15609	15609
调整 R ²	0.054	0.025	0.016	0.014
Sargan statistic		0.236(<i>p</i> =0.627)	1.954(<i>p</i> =0.162)	0.530(<i>p</i> =0.467)
Cragg-Donald <i>F</i> -statistics			25.568	

注: Controls 表示模型(3)引入的一系列控制变量;限于篇幅未列示控制变量和截距项的回归结果,备索,下同

资料来源:作者整理

(2) CFO 非预期离职的冲击。为了更好地缓解内生性问题,引入 CFO 非预期离职 *Abnormal* (CFO 未完成任期即离职) 作为事件冲击。根据本文的逻辑,如果 MD&A 文本相似度的确受 CFO 地位影响。那么,当离任前 CFO 地位越高时,非预期离职的冲击更可能导致文本相似度增高。如果公司某年发生 CFO 非预期离职 *Abnormal* 为 1,否则为 0。在回归模型(3)中引入其与 CFO 地位的交乘项,回归结果如表 6 所示。从中可以发现,交乘项 *Status* × *Abnormal* 的回归系数分别为 0.029、0.020 和 0.024,且至少在 5% 的水平上显著。这说明当地位较高的 CFO 非预期离职时,将显著提高文本相似度。这再次证明本文的结论成立。

表 6 CFO 地位与管理层报告样板化: CFO 非预期离职的冲击

变量	<i>AbSim_Cosine</i>	<i>AbSim_Jaccard</i>	<i>AbSim_Edit</i>
<i>Status</i>	-0.013 *** (-2.64)	-0.018 *** (-4.46)	-0.022 *** (-4.58)
<i>Status</i> × <i>Abnormal</i>	0.029 *** (3.07)	0.020 ** (2.32)	0.024 ** (2.03)

续表 6

变量	<i>AbSim_Cosine</i>	<i>AbSim_Jaccard</i>	<i>AbSim_Edit</i>
<i>Abnormal</i>	-0.001 (-0.20)	0.007 [*] (1.67)	0.013 ^{**} (2.28)
控制变量	YES	YES	YES
行业/年份	YES	YES	YES
N	15609	15609	15609
调整 R ²	0.025	0.018	0.017

资料来源: 作者整理

五、拓展性研究

1. 调节效应

为了更好地理解 CFO 地位高低与文本信息披露行为之间的关系以及这种关系在不同情况下会发生怎样的变化,本文进一步考察公司特征和公司外部环境在其中所起的调节作用。

(1) 家族企业与非家族企业的异质性影响。已有研究指出,我国家族企业多是从与地位、身份直接联系的差序化权威来实现企业内部资源配置,而这种差序化权威与尊卑有序、家长权威等传统伦理观念一脉相承。这种体系不仅造就了家族企业的成功,也相应地凸显出家族地位的特殊性、重要性(李新春 2001^[21];贺小刚和连燕玲 2009^[22])。相比于非家族上市公司,家族上市公司中 CFO 能够通过地位提升获得更大话语权和资源调配权限,因此,其对于文本信息披露质量提高的促进作用也应当更大。

本文以上市公司是否为家族企业将全样本分成两部分样本,并进行分组回归检验,回归结果如表 7 所示。在检验中,本文使用费舍尔组合检验对分组回归的组间系数差异进行检验,系数差异检验的 p 值列示在表 7 最后一行。结果显示,当 *AbSim_Cosine*、*AbSim_Jaccard* 和 *AbSim_Edit* 作为被解释变量时,家族上市公司组 *Status* 回归系数小于非家族上市公司组 *Status* 的回归系数,且组间系数差异至少达到 10% 的显著水平。这一结果表明,相比于非家族上市公司,在更看重身份地位、强调差序化权威的家族上市公司中,CFO 通过地位提升获得更大的话语权和资源调配权限,能够更大程度地降低管理层报告样本化,提升管理层报告文本信息披露质量。

表 7 CFO 地位与管理层报告样板化: 家族企业与非家族企业间差异

变量	非家族	家族	非家族	家族	非家族	家族
	<i>AbSim_Cosine</i>		<i>AbSim_Jaccard</i>		<i>AbSim_Edit</i>	
<i>Status</i>	-0.004 (-0.74)	-0.017 ^{**} (-2.43)	-0.009 [*] (-1.85)	-0.024 ^{***} (-4.01)	-0.015 ^{**} (-2.48)	-0.025 ^{***} (-3.59)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	9428	6181	9428	6181	9428	6181
调整 R ²	0.030	0.028	0.015	0.038	0.015	0.035
<i>difference</i>	0.013 ^{**}		0.015 ^{***}		0.010 [*]	
<i>p-value</i>	0.039		0.002		0.073	

资料来源: 作者整理

(2) 外部环境。在中国情境下,CFO 地位这一特征值得特别关注的重要原因之一在于儒家文化作为一种非正式制度无时无刻不在影响中国人行为,其中注重排位次序是儒家文化带来影响的重要表现。鉴于此,本文认为,当 CFO 所任职公司位于儒家文化浓厚地区时,尊卑有序和差序格局等传统伦理会表现得更为明显。这也使得 CFO 能够通过地位提升获得更大话语权和资源调配权限,其对于文本信息披露质量提高的促进作用也应当更大。

基于这一预期,本文以上市公司注册地是否处于儒家文化中心地区将全样本观测值分成两部分,通过分组回归检验考察这一特征对主检验关系的调节作用。具体而言,本文根据 Du(2016)^[23] 整理的七大孔子文化中心所在地(鲁、川、闽、豫、浙和赣六省),将注册地位于这六个省份的上市公司样本观测值归为处于儒家文化中心的组,其他上市公司样本观测值归入不处于儒家文化中心的组,通过分组回归检验展开考察,回归结果如表 8 所示。从表 8 可以看出,Status 在处于儒家文化中心组的回归系数不仅更小,并且与不处于儒家文化中心组的回归系数的组间差异均达到 1% 的显著水平,证实了前文推测。

表 8 CFO 地位与管理层报告样板化:是否处于儒家文化中心的差异

变量	非中心	中心	非中心	中心	非中心	中心
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>AbSim_Cosine</i>		<i>AbSim_Jaccard</i>		<i>AbSim_Edit</i>	
Status	-0.002 (-0.29)	-0.029 *** (-3.52)	-0.007 (-1.62)	-0.040 *** (-5.52)	-0.011 ** (-2.15)	-0.046 *** (-5.11)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	11214	4395	11214	4395	11214	4395
调整 R ²	0.021	0.071	0.015	0.053	0.013	0.044
<i>difference</i>	0.027 ***		0.033 ***		0.035 ***	
<i>p-value</i>	0.000		0.000		0.000	

资料来源:作者整理

2. 经济后果检验

本文进一步考察提升 CFO 地位降低 MD&A 文本异常相似度会带来哪些影响,以期对提高 CFO 地位的意义有更为直观认识。

(1) 股票市场反应。在这一检验中,被解释变量为上市公司年度报告发布期间投资者市场反应。借鉴已有文献的普遍做法,采用 [-1,1] (年报披露前一天到年报披露后一天) 和 [-2,2] (年报披露前两天到年报披露后两天) 窗口期累计超额收益(CAR) 绝对值进行衡量。其中,超额收益通过市场调整模型计算得到。在模型(3) 的基础上,本文构建模型(4) 和模型(5),采用中介路径进行验证:

$$|CAR| = \beta_0 + \beta_1 Status + \beta_2 Controls + \sum year + \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

$$|CAR| = \beta_0 + \beta_1 Status + \beta_2 AbSim + \beta_3 Controls + \sum year + \sum Industry + \varepsilon \quad (5)$$

其中,控制变量与主回归模型(3) 保持一致。本文进行两方面检验:首先,本文直接考察 CFO 地位对 |CAR| 的影响。其次,本文以 CFO 地位作为主要解释变量,以三个异常相似度指标作为控制变量,进行回归。表 9 分别列示了以 |CAR[-1,1]| 和 |CAR[-2,2]| 作为被解释变量的股票市场反应检验结果。以 |CAR[-1,1]| 为例,第(1) 列结果显示,CFO 地位对 |CAR[-1,1]| 的回归系

数显著为正,说明 CFO 地位提升加剧了年报披露的市场反应;当将 CFO 地位与管理层文本异常相似度同时对 $|CAR|$ 进行回归时,如第(2)~(4)列所示,CFO 地位的 T 统计量虽有所降低但依然正显著,并且文本异常相似度的回归系数负向显著。这些结果说明,CFO 地位通过降低文本异常相似度,提高信息含量从而提升了市场对年报披露的反应程度。

表 9 经济后果检验:以 $|CAR|$ 为被解释变量

变量	$ CAR $				$ CAR $			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Status	0.002 ** (1.99)	0.002 * (1.89)	0.002 * (1.89)	0.002 * (1.90)	0.003 ** (1.97)	0.003 * (1.91)	0.003 * (1.86)	0.003 * (1.89)
AbSim_Cosine		-0.006 ** (-2.53)				-0.009 *** (-2.60)		
AbSim_Jaccard			-0.007 ** (-2.46)				-0.010 ** (-2.47)	
AbSim_Edit				-0.005 ** (-2.12)				-0.006 * (-1.95)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	15609	15609	15609	15609	15609	15609	15609	15609
调整 R ²	0.059	0.059	0.059	0.059	0.066	0.066	0.066	0.066

资料来源:作者整理

(2) 股价崩盘风险。本文使用的异常文本相似度指标度量的是管理层对于 MD&A 文本自愿性披露程度。文本相似度异常程度越高,意味着管理层通过自愿性披露有意降低了 MD&A 文本的信息含量。这种行为可能代表了管理层有意通过提高信息不对称程度达到隐瞒坏消息的目的,而信息不对称程度上升将提高公司未来股价崩盘的可能性(Hutton 等,2009)^[24]。基于此,本文检验 CFO 地位如何通过影响 MD&A 文本异常相似度对公司未来股价崩盘风险产生影响。具体而言,本文根据以往研究(Kim 等,2019)^[25],分别使用周特质收益负偏度 NCSKEW 和股价上升与下降阶段波动性比值 DUVOL 衡量个股股价崩盘风险 Crash_risk,采用如下模型检验 CFO 地位通过降低文本相似度是否以及如何对股价崩盘产生影响:

$$Crash_risk_{i+1} = \beta_0 + \beta_1 Status_{i,t} + \beta Controls + \sum year + \sum Industry + \varepsilon \quad (6)$$

$$Crash_risk_{i+1} = \beta_0 + \beta_1 Status_{i,t} + \beta_2 AbSim_{i,t} + \beta Controls + \sum year + \sum Industry + \varepsilon \quad (7)$$

其中,除主回归模型(3)中的控制变量外,还加入了股价崩盘风险研究中需要控制的周特质收益平均值 WRET、周特质收益方差 SIGMA 以及 NCSKEW 和 DUVOL 的滞后项等必要控制变量。

表 10 列示了通过 OLS 方法得到的回归结果。以 NCSKEW 作为被解释变量时为例:第(1)列结果显示:CFO 地位对股价崩盘风险 NCSKEW 的回归系数显著为负,说明 CFO 地位对股价崩盘风险具有直接抑制作用,与蒋德权等(2018)^[11]的发现在一定程度上一致。当将 CFO 地位与管理层文本异常相似度同时对 NCSKEW 进行回归时,如第(2)~(4)列所示,CFO 地位的 T 统计量绝对值有所降低但依然负向显著,而文本异常相似度的系数正向显著。这些结果说明,CFO 地位通过降低文本的异常相似度、提高信息含量从而减少了公司未来股价的崩盘风险。

表 10 经济后果检验: 以股价崩盘风险为因变量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	NCSKEW	NCSKEW	NCSKEW	NCSKEW	DUVOL	DUVOL	DUVOL	DUVOL
Status	-0.043 ** (-2.04)	-0.043 ** (-2.03)	-0.041 * (-1.93)	-0.041 * (-1.94)	-0.031 ** (-2.36)	-0.031 ** (-2.34)	-0.030 ** (-2.27)	-0.030 ** (-2.30)
AbSim_Cosine		0.082 * (1.65)				0.060 * (1.93)		
AbSim_Jaccard			0.185 *** (3.11)				0.091 ** (2.44)	
AbSim_Edit				0.141 *** (2.96)				0.053 * (1.77)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	14885	14885	14885	14885	14885	14885	14885	14885
调整 R ²	0.0679	0.0680	0.0685	0.0684	0.124	0.124	0.124	0.124

注: Controls 除了包括模型(3) 所引入的一系列控制变量外,也包括股价崩盘风险研究中需要控制的常见变量: 周特质收益平均值 WRET、周特质收益方差 SIGMA 以及 NCSKEW 或 DUVOL 的滞后项

资料来源: 作者整理

六、结论与讨论

本文立足于我国强调差序格局、注重尊卑有伦的儒家文化背景,从 CFO 在上市公司地位高低的角度探讨了 CFO 如何影响公司管理层报告样本化程度。研究发现:(1) 当 CFO 在公司中地位越高时,越有能力减少管理层报告中 MD&A 披露的样板化倾向,提高文本信息披露的增量水平,使得公司 MD&A 文本的异常相似度明显下降。(2) 相对于非家族企业或非儒家文化中心地区,当 CFO 所任职上市公司为家族企业或位于儒家文化中心地区时,CFO 在公司所处地位越高,管理层报告的样板化倾向越小。(3) 经济后果检验证明了当管理层报告样板化随着 CFO 地位提高而降低时,这不仅使得年报披露时的市场反应会更强烈,而且还降低了公司未来股价的崩盘风险。

结合本文的研究发现,本文提出以下建议:(1) 监管部门应当进一步加强 CFO 制度的建设,通过充分授权和明确职责保障提升 CFO 在公司中的决策地位,确保其职权独立性和履职积极性,从而促使 CFO 充分履行对年报中定量与定性信息的受托与监督责任。(2) 监管部门需要进一步完善对上市公司信息披露的要求,不仅需要加强对定性信息的监督核查,还应当注重引导和规范上市公司在定性信息上的披露行为。(3) 上市公司应当充分发挥 CFO 对 MD&A 中文本信息披露的监督作用,这在促使外部利益相关者更加了解公司经营状况的同时,也会积极推动公司更好地得到市场参与者的认可,从而获得因信息不对称程度减少所带来的各种潜在收益。

需要指出的是,本文也存在一定的局限与不足。本文发现,CFO 地位提高将有助于降低管理层报告样板化程度,但在我国情境下,仍有一些值得深入探讨的问题:(1) MD&A 包括管理层对过去经营状况的评价、对年度财务数据的解读、对未来行业发展趋势的前瞻性判断等信息,CFO 能够对哪些信息产生影响? 对这些问题的回答将深化理论界和实务界对 CFO 角色的理解。(2) CFO 具

有看门人和战略伙伴双重属性，其地位的强化对其他高级管理人员行为特征和策略将产生什么影响？而这些影响又会产生怎样的经济后果？回答这些问题将有助于推动中国企业管理实践，以更好契合时代背景对公司高管能力和专长的新要求。

参考文献

- [1] 赵宇亮. 年报净语调对企业债权融资的影响研究 [J]. 北京: 经济管理 2020 (7) : 176 – 191.
- [2] Loughran ,T. and B. McDonald. Textual Analysis in Accounting and Finance: A Survey [J]. Journal of Accounting Research 2016 , 54 (4) : 1187 – 1230.
- [3] 李春涛 张计宝 张璇. 年报可读性与企业创新 [J]. 北京: 经济管理 2020 (10) : 156 – 173.
- [4] Li M. ,H. Wu ,M. Xiao and J. You. Beyond Cheap Talk: Management's Informative Tone in Corporate Disclosures [J]. Accounting and Finance 2019 ,59 (5) : 2905 – 2959.
- [5] Huang X. ,S. H. Teoh and Y. Zhang. Tone Management [J]. The Accounting Review 2014 ,89 (3) : 1083 – 1113.
- [6] Ge ,W. ,D. Matsumoto ,and J. L. Zhang. Do CFOs Have Style? An Empirical Investigation of the Effect of Individual CFOs on Accounting Practices [J]. Contemporary Accounting Research 2011 ,28 (4) : 1141 – 1179.
- [7] Geiger M. A. ,and D. S. North. Does Hiring a New CFO Change Things? An Investigation of Changes in Discretionary Accruals [J]. The Accounting Review 2006 ,81 (4) : 781 – 809.
- [8] Jiang J. X. ,K. R. Petroni ,and I. Y. Wang. CFOs and CEOs: Who Have the Most Influence on Earnings Management? [J]. Journal of Financial Economics 2010 ,96 (3) : 513 – 526.
- [9] 姜付秀 朱冰 唐凝. CEO 和 CFO 任期交错是否可以降低盈余管理？[J]. 北京: 管理世界 2013 (1) : 158 – 167.
- [10] Kim J. B. ,Y. Li ,and L. Zhang. CFOs versus CEOs: Equity Incentives and Crashes [J]. Journal of Financial Economics 2011 ,101 (3) : 713 – 730.
- [11] 蒋德权 姚振晔 陈冬华. 财务总监地位与企业股价崩盘风险 [J]. 北京: 管理世界 2018 (3) : 153 – 166.
- [12] Ham ,C. ,M. Lang ,N. Seybert ,and S. Wang. CFO Narcissism and Financial Reporting Quality [J]. Journal of Accounting Research 2017 ,55 (5) : 1089 – 1135.
- [13] 田茂永. 2010 中国 CFO 生存状况调查 [J]. 北京: 首席财务官 2010 (7) : 38 – 49 ,10.
- [14] Brown S. V. ,and J. W. Tucker. Large-sample Evidence on Firms' Year-over-year MD&A Modifications [J]. Journal of Accounting Research 2011 ,49 (2) : 309 – 346.
- [15] 王福胜 程富. 管理防御视角下的 CFO 背景特征与会计政策选择——来自资产减值计提的经验证据 [J]. 北京: 会计研究 2014 (12) : 32 – 38 ,95.
- [16] 赵子夜 杨庆 杨楠. 言多必失？管理层报告的样板化及其经济后果 [J]. 天津: 管理科学学报 2019 (3) : 53 – 70.
- [17] Cohen ,L. ,C. Malloy ,and Q. Nguyen. Lazy Prices [J]. The Journal of Finance 2020 ,75 (3) : 1371 – 1415.
- [18] Dichev J. D. ,J. R. Graham ,C. R. Harvey ,and S. Rajgopal. Earnings Quality: Evidence from the Field [J]. Journal of Accounting and Economics 2013 ,56 (2 – 3) : 1 – 33.
- [19] Zhu J. ,K. Ye ,J. W. Tucker ,and K. C. Chan. Board Hierarchy ,Independent Directors ,and Firm Value: Evidence from China [J]. Journal of Corporate Finance 2016 ,41) : 262 – 279.
- [20] 武永亮 赵书良 李长镜 魏娜娣 王子晏. 基于 TF – IDF 和余弦相似度的文本分类方法 [J]. 北京: 中文信息学报 2017 , (5) : 138 – 145.
- [21] 李新春. 家族化企业的“管理革命” [J]. 广州: 学术研究 2001 (5) : 7 – 9.
- [22] 贺小刚 连燕玲. 家族权威与企业价值: 基于家族上市公司的实证研究 [J]. 北京: 经济研究 2009 (4) : 90 – 102.
- [23] Du ,X. Does Confucianism Reduce Board Gender Diversity? Firm-Level Evidence from China [J]. Journal of Business Ethics ,2016 ,136 (2) : 399 – 436.
- [24] Hutton ,A. P. ,A. J. Marcus ,and H. Tehrani. Opaque Financial Reports ,R2 ,and Crash Risk [J]. Journal of Financial Economics 2009 ,94 (1) : 67 – 86.
- [25] Kim ,C. ,K. Wang ,and L. Zhang. Readability of 10 – K Reports and Stock Price Crash Risk [J]. Contemporary Accounting Research 2019 ,36 (2) : 1184 – 1216.

CFO Status and Textual Similarity in Management Discussion and Analysis

YOU Jia-xing¹, LV Ke-fu¹, YU Ming-yang¹, ZHANG Zhe-yuan²

(1. School of Management Xiamen University Xiamen Fujian 361005 ,China;

2. Administration of Xiamen Area of China(Fujian) Pilot Free Trade Zone Xiamen Fujian 361006 ,China)

Abstract: How CFO affects digital information disclosure has been widely discussed in academia. It is worth noting that CFO is not only responsible for the authenticity of accounting figures in periodic reports ,but also for the fair presentation of text information. However ,as another important part of information disclosure of listed companies ,how text information disclosure behavior is affected by CFO has received little attention. In a standard financial report ,textual or narrative information occupies most of the space and is an important part. Its main function is to help information users better understand and judge the information transmitted by digital disclosure. Management Discussion and Analysis (MD&A) mainly covers the management's review and summary of the company's operation during the reporting period and the prospect of the future development trend. It is one of the most important parts of the textual information disclosed in the annual report and an important explanation and supplement to the disclosure of financial digital information. This paper selects the MD&A part of the financial reports of listed companies in China as the starting point to investigate the relationship between the status of CFO and MD&A textual similarity.

Empirical result shows that when CFO has a higher status in listed company ,he or she can better fulfills own responsibility and helps to curb the mere formality of MD&A. When the company where the CFO works for is a family business or is located in the center of Confucian culture ,the negative relationship between CFO status and MD&A textual similarity becomes more pronounced. Further research also finds that when the MD&A textual similarity decreases with the improvement of CFO status ,it can not only release more information content to the market ,but also reduce the company's stock price crash risk in the future. The findings of this paper have positive enlightenment for the reform and improvement of the CFO system under the background of our country and the improvement of the quality of accounting information disclosure of listed companies.

Combined with the research findings of this paper ,this paper puts forward the following suggestions: First ,the regulatory authorities should further strengthen the construction of CFO system ,improve the CFO's decision-making position in the company through full authorization and clear responsibility guarantee ,and ensure its authority independence and enthusiasm to perform its duties ,so as to promote the CFO to fully perform the responsibility of entrustment and supervision of quantitative and qualitative information in the annual report. Second ,the regulatory authorities need to further improve the requirements for information disclosure of listed companies. They not only need to strengthen the supervision and verification of qualitative information ,but also pay attention to guiding and standardizing the disclosure of qualitative information of listed companies. Third ,listed companies should give full play to CFO's supervisory role on MD&A textual information disclosure ,which will not only promote external stakeholders to better understand the company's operating conditions ,but also actively promote the company to be better recognized by market participants ,so as to obtain various potential benefits brought by the reduction of information asymmetry.

The contribution of this paper is mainly reflected in the following three aspects. First ,from the perspective of CFO status ,this paper expands the research on influencing factors of MD&A textual similarity ,and provides new research findings and literature supplement for influencing factors of MD&A textual similarity. Second ,based on the perspective of executives' characteristics ,this paper expands the literature on the role of CFO in a company and enriches the literature on Upper Echelons Theory. By exploring the influence of CFO status on MD&A textual similarity ,it provides a new perspective for the academic and practical circles to understand the role of CFO in information disclosure. Third ,based on the Confucian cultural background in China ,this paper enriches the study of traditional culture in the context of China's capital market by introducing two scenarios: whether the company where CFO works for is a family business and whether it is located in the center of Confucian culture.

Key Words: CFO; similarity; boilerplate; management discussion and analysis

JEL Classification: G32 ,H32 ,M12 ,M40

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.09.011

(责任编辑: 弘毅)