

# 实践出真知： 总会计师交流制度与国有企业市值稳定

褚剑，梁庆林

（南京大学商学院，江苏南京 210093）

**摘要：**领导人员交流制度在加强经济建设和国家治理中发挥着重要作用，“干中学”在理论上被认为是其中的重要影响机制，但实证上对此缺乏系统一致的证据。围绕近年来国资委大力推动的总会计师交流制度，从微观层面考察总会计师交流任职对国有企业市值稳定的治理作用及其影响机制。研究发现，总会计师交流任职能够降低国有企业的股价崩盘风险，并且这一治理作用在国有企业信息不对称和委托代理问题严重时更显著。机制检验表明，总会计师交流任职并非通过提升其履职独立性而是通过促进其“干中学”的机制对国有企业发挥治理作用。总会计师交流经历次数和时间越多，上述治理作用越强；总会计师上任前新任企业相比原任企业的信息不对称和委托代理问题越严重，总会计师交流任职对新任企业的信息环境和代理成本以及股价崩盘风险的治理作用都越强。进一步检验还发现，交流任职引致的激励变化的替代性解释并不成立，并且资本市场的市场化机制对上述治理作用具有替代性影响。综上表明，总会计师交流制度有助于培育总会计师的人力资本，从而加强国有企业治理，维护国有企业市值稳定。

**关键词：**总会计师交流；“干中学”；国有企业市值稳定；国有企业治理

**中图分类号：**F233      **文献标识码：**A      **文章编号：**

## 一、引言

领导人员交流制度在加强经济建设和国家治理中发挥着重要作用（张军和高远，2007；徐现祥等，2007；Xu，2011；陈刚和李树，2012）。推进领导人员交流制度，主要目的在于培养锻炼领导人员的素质和能力，防止不正之风和腐败现象。一方面，刘本义（1998）指出，领导人员交流制度有助于领导人员通过实践探索学习更新工作思维和方法，将经济社会发展的经验从发达地区推广到欠发达地区，但是关于这一观点的实证研究并未形成一致结论，既有支持性的初步证据（Qian 和 Stiglitz，1996；徐现祥等，2007；王贤彬和徐现祥，2017），也有发现交流到欠发达地区的领导人员对地方经济增长反而产生了负面效应（杨海生等，2010）。另一方面，陈绪群和赵立群（1996）认为，领导人员交流制度能够破除因“地缘”形成的“人情网”

也有与预期相悖/不及预期/意料之外/出乎意料的发现  
（也有反对行性的初步证据），即交流到欠发达地区的  
领导人员也存在阻碍地方经济增长的可能性。

收稿日期：2023--

基金项目：国家自然科学基金项目（72372069；71902085）

作者简介：褚剑（通讯作者），南京大学商学院副教授，chujian@nju.edu.cn；梁庆林，南京大学商学院硕士研究生，liangqinglin2001@163.com。

和“关系网”，减少合谋和腐败现象的发生，这一观点得到了大量经验证据的支持（陈刚和李树，2012，2013；范子英和田彬彬，2016；田彬彬和范子英，2016），但是上述文献大多直接给定交流制度减少合谋、提升独立性的观点开展研究，未对交流制度也可以促进“干中学”的机制给予充分关注和有效区分。

实际上，“干中学”一直被认为是培育人力资本、提高劳动效率和产出的关键机制（Arrow，1962；Foster 和 Rosenzweig，1995；Chang 等，2002）。在国资系统中，国资委历来重视国有企业领导人员的培养锻炼，其中交流任职是典型方式。近年来，国资委大力推动总会计师交流制度，根据本文的初步统计，中央企业总会计师交流任职的比例大幅增加，2020 年甚至一度超过了 50%。本文关注总会计师交流制度对总会计师能力培养，进而对国有企业的治理作用<sup>①</sup>。之所以采用这一研究情境，主要存在如下的重要考量：第一，总会计师等国有企业领导人员由上级组织部门和国资监管部门按照管理权限、工作职责和有关规定进行推荐、考察和任免，具有相应的行政级别，参照同等级别的公务员管理，享受同等级别的公务员待遇，具有明显的“准官员”特征（杨瑞龙等，2013），因此总会计师符合上文讨论的领导人员范畴。

第二，不同于私营经济中企业高管完全通过市场化方式进行选聘和锻炼（Mian，2001；Geiger 和 North，2006；Li 等，2010），国有经济中的总会计师等领导人员随着行政级别的逐步提高，其外部经理人市场逐渐缩小并呈现封闭的金字塔结构（Chen 等，2018），使得总会计师交流制度成为培养其能力的重要方式<sup>②</sup>。第三，尽管 2006 年国资委发布的《中央企业总会计师工作职责管理暂行办法》赋予了总会计师接近西方资本市场中企业 CFO 的主要职责和权限，但在国有企业领导人员中，总会计师的行政级别明显低于董事长和总经理，在众多副总经理中的排位也相对靠后（丁友刚和文佑云，2012），使得总会计师交流制度通过提升其履职独立性的机制来缓解国有企业内部人控制问题并改善国有企业治理的可行性被极大地削弱。第四，基于微观层面的总会计师交流研究还能够缓解宏观层面的领导人员交流研究在机制识别和检验方面的困难，并为宏观层面的研究提供微观的经验基础。

鉴于近年来国资委愈加重视国有上市公司的市场表现和市值管理考核，本文实证检验中央企业总会计师交流任职对中央企业控股上市公司市值稳定的治理作用及影响机制。研究发现，总会计师交流任职能够降低国有企业的股价崩盘风险，这一结果在一系列内生性和稳健性检验后依然成立。末端机制检验发现，总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用在国有企业信息不对称和委托代理问题严重

① 相较于“一把手”全面管理国有企业的各方面，总会计师的专业特性有利于更好识别个体效应和影响机制。

② 国资委财务监管与运行评价局局长 2019 年在接受《中国管理会计》的采访中，围绕中央企业总会计师队伍建设提到总会计师“能力”的次数高达 51 次。另外，在 2018 年 7 月国资委对 9 名交流任职的中央企业总会计师进行任前集体谈话时，总会计师们都认为，“推动总会计师交流任职，是国资委贯彻中央有关要求，建设高素质专业化干部队伍的重要举措，有利于开阔视野、丰富经历，提高综合素质能力”。

但是上述文献大多仅仅只关注了交流制度与合谋减少、独立性减少的关系，而忽视了其中“干中学”的重要作用机制。

鉴于此，本文关注总会计师交流制度是否能够通过加强对总会计师能力的培养，而发挥国有企业的治理作用。

不同于完全通过市场化方式进行选聘和锻炼的私营经济企业高管，国有经济总会计师等领导人员则面临封闭的金字塔结构的竞争（“格局，亦即随着相关人员的行政级别不断提高，其面临的外部经理人市场会逐渐缩小，正因为此，总会计师交流制度成为

在接长国资委任前...

的国有企业中  
重时更显著。更关键的前端机制检验发现，一方面，总会计师交流任职并非通过提升其履职独立性而对国有企业股价崩盘风险发挥治理作用，具体表现为上述治理作用不受总会计师在管理层或者党委兼任、内部董事会建设、外部审计监督的影响；

相反，另一方面，总会计师交流任职通过促进其“干中学”而对国有企业股价崩盘风险发挥治理作用，具体表现为总会计师交流经历次数和时间越多，上述治理作用越强，并且其上任前中央企业<sup>会计</sup>与同期原任职的国有企业<sup>会计人员</sup>相比信息不对称和委托代理问题越严重<sup>随着任期</sup>，总会计师交流任职分别对当前国有企业的信息环境和代理成本以及股价崩盘风险的治理作用都越强。进一步检验发现，总会计师交流任职引致的政治激励、经济激励和声誉激励的替代性解释并不成立，并且资本市场的投资者参与、分析师跟踪、卖空约束放松等市场化机制对总会计师交流任职的上述治理作用具有替代性影响。

并且当与同期原任职的国有企业相比，新上任的中央企业信息不对称和委托代理问题越严重，总会计师交流任职对中央企业的信息环境和代理成本以及股价崩盘发现的治理作用就越强。

本文的研究可能存在以下几个方面的创新和贡献：第一，本文提供了领导人员交流制度通过“干中学”机制推广治理经验的微观层面证据。宏观层面的领导人员交流制度文献提供了“干中学”机制存在的一些案例性证据（Qian 和 Stiglitz, 1996；步丹璐和狄灵瑜，2018），但关于这一机制的大样本研究的结论并不统一（徐现祥等，2007；杨海生等，2010；徐磊和王伟龙，2016；王贤彬和徐现祥，2017），即使是支持性发现的证据也相对粗略。不同于上述文献，本文转而考察微观层面的国有企业领导人员交流制度，并区分不同的影响机制，为“干中学”机制提供支持性的重要证据。

第二，本文揭示了国有企业领导人员交流制度及其经济涵义。国有企业高管的研究一方面从任期、董事会试点、审计监督、业绩考核等角度考察了如何约束高管及其效果（罗知等，2015；褚剑和方军雄，2016；余明桂等，2016；李文贵等，2017），另一方面关注高管的经济激励和政治激励的替代关系，突出政治晋升在激励高管中的重要作用（杨瑞龙等，2013；王曾等，2014；Cao 等，2019）。本文关注在国资系统中同样重要但尚未引起研究者注意的高管交流制度，研究发现表明，总会计师交流任职对国有企业的治理作用既非在于促成高管约束，亦非在于强化高管激励，而是在于历练高管，提升高管的人力资本。

第三，本文丰富了企业经营管理决策如何从一家企业推广到其他企业的影响渠道。现有研究发现，同一高管在不同企业兼任形成的连锁网络有利于相关决策信息在不同企业间传播，导致企业决策趋于一致（Davis, 1991；陈仕华和马超，2011；Chiu 等，2013），另外，当两家企业的不同高管具有紧密的社会关系，它们在决策上也更加相似（Shue, 2013；Fracassi, 2017）。本文的研究表明，企业间的高管交流任职是企业经营管理经验实现传播扩散的“同群效应”的另外一个重要渠道，并且这一渠道相较于高管兼任、社会关系具有更为清晰的前后传递顺序。

第四，本文展示了财务负责人在国资系统中的成长轨迹对其职业表现的影响。

基于成熟的经理人市场，现有文献主要关注的是什么因素会影响财务负责人的选聘和更换（Mian, 2001; Li 等, 2010; Leone 和 Liu 2010），给定更换，何种来源的财务负责人具有更好的职业表现（Geiger 和 North, 2006; Li 等, 2010）。但是在相对封闭的国有企业经理人市场（Chen 等, 2018），更加长期导向地培养和锻炼财务负责人成为国资监管部门的重要人事安排。本文借助总会计师交流制度作为切入点研究财务负责人的历练对国有企业的治理效果，还细致区分了交流经历的次数、时间、过往治理成效等异质性因素的影响。

## 二、制度背景、文献回顾与理论分析

### （一）制度背景

总会计师制度起源于计划经济时期，当时我国借鉴苏联经验，开始在一些大、中型国有企业中设置总会计师岗位。例如，1962 年鞍山钢铁公司（鞍钢集团的前身）在总部一级设置了总会计师岗位，随后，冶金、机械、化工、交通等众多行业的国有企业也相继建立了总会计师制度。到了 1982 年国营工业企业进行全面整顿时，各部门开始将总会计师明确为企业的厂级干部，列入企业的领导人员序列。1985 年颁布施行的《会计法》首次以法律形式明确了设置总会计师的要求，提出“大、中型企业事业单位和业务主管部门可以设置总会计师”。进一步地，1990 年底国务院发布的《总会计师条例》明确了总会计师的职权和地位，并规定“全民所有制大、中型企业设置总会计师”，1999 年修订的《会计法》中也对设置总会计师的范围做出了新的规定：“国有的和国有资产占控股地位或者主导地位的大、中型企业必须设置总会计师”。为了完善总会计师制度，2006 年国资委出台了《中央企业总会计师工作职责管理暂行办法》，明确要求中央企业“应当按照规定设置总会计师职位，配备符合条件的总会计师有效履行工作职责”，并规定“总会计师的主要职责包括：企业会计基础管理、财务管理与监督、财会内控机制建设和重大财务事项监管等”（为行文方便，以下简称为“财务管理和监督”），中央企业“应当赋予总会计师有效履行职责的相应工作权限，具体包括：对企业重大事项的参与权、重大决策和规章制度执行情况的监督权、财会人员配备的人事建议权，以及企业大额资金支出联签权”。由此可见，作为国有企业领导班子的核心成员，总会计师不仅直接负责国有企业的财务管理和监督工作，还深入参与到国有企业经营管理的各个重要方面。

领导人员交流制度最早可以追溯到汉朝时期的官员任职回避制度。新中国成立后，1962 年中共中央做出了《关于有计划有步骤地交流各级党政主要领导干部的决定》。改革开放以后，领导人员交流制度得到了进一步推广，1990 年中共中央做出了《关于实行党和国家机关领导干部交流制度的决定》，随后，中共中央办公厅先后在 1999 年和 2006 年又印发了《党政领导干部交流工作暂行规定》和《党政领导干部交流工作规定》。根据上述文件精神，推行领导人员交流制度主要是为了“优化领

导班子结构，提高领导干部的素质和能力，加强党风廉政建设，促进经济社会发展”。尽管上述文件并非直接针对国有企业领导人员，但是国有企业领导人员的“准官员”特征（杨瑞龙等，2013）在一定程度上促成了总会计师交流制度。2006年国资委发布的《中央企业总会计师工作职责管理暂行办法》明确了总会计师的来源包括交流任职。2009年中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《中央企业领导人员管理暂行规定》提出，“完善中央企业领导人员交流制度。对需要重点培养和因工作需要、按照规定需要回避以及其他原因需要交流的，应当予以交流”。2018年中共中央办公厅、国务院办公厅进一步印发了《中央企业领导人员管理规定》，指出“推进干部交流，是我们党干部工作的一个老传统、好传统，也是中央企业领导人员管理的成功实践，需要继续坚持和完善”，特别地，“总会计师一般应当交流任职”。由此可见，总会计师交流任职在国有企业，尤其是中央企业中逐渐制度化、规范化和常态化。根据本文对历年中央企业总会计师来源背景的统计，如图1所示，可以发现中央企业总会计师交流任职的比例在2017年以前维持在20%左右，自2018年开始显著提高。

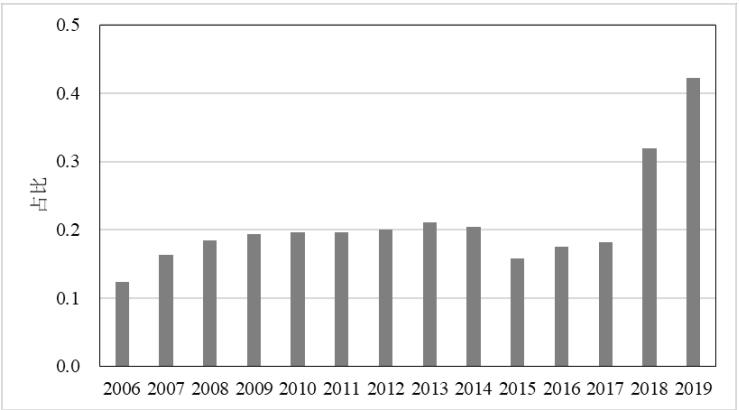


图1 中央企业总会计师交流任职的年度变化趋势

（二）文献回顾

领导人员交流制度对经济发展和国家治理的影响受到了研究者的大量关注。早期的实证研究主要揭示了地区党政领导干部交流现象并分析了其对经济增长的影响。张军和高远（2007）、徐现祥等（2007）都研究了地区党政领导干部的异地交流现象，发现省委书记和省长的异地交流对地区经济增长具有显著的正面作用。杨海生等（2010）还研究了地区党政领导干部的垂直交流现象，发现省委书记和省长来自中央的垂直交流反而对地区经济增长不利。后续的实证研究考察并验证了地区党政领导干部交流对地区反腐败（陈刚和李树，2012）、经济一体化（踪家峰和岳耀民，2013）、外商投资（王贤彬和徐现祥，2017）、招商引资（步丹璐和狄灵瑜，2018）等的重要影响。此外，除了地区党政领导干部，现有文献还研究了法院院长、税务局长、纪委书记等地区专职领导干部交流现象。陈刚（2012）考察了法院院长异地交流对司法效率的影响，发现高院院长异地交流显著提高了地区结案率。范子英和

田彬彬（2016）研究了税务局长异地交流对企业逃税的影响，发现国税局长异地交流显著降低了当地企业避税程度。田彬彬和范子英（2016）则探究了纪委书记异地交流对反腐败的影响，发现省纪委书记异地交流显著提升了地区腐败案件立案数。

尽管早期的理论和实证研究都对领导人员交流制度的影响机制进行了一定的讨论（陈绪群和赵立群，1996；刘本义，1998；张军和高远，2007；徐现祥等，2007；Xu，2011；陈刚，2012），但是实证研究中对这些影响机制大多未进行有效的区分或控制。近期的研究主要围绕交流制度减少合谋、提升独立性的机制展开，例如，高院院长异地交流带来的司法独立性提升（陈刚和李树，2013）、国税局长异地交流带来的税收征管独立性提升（范子英和田彬彬，2016）、纪委书记异地交流带来的纪委独立性提升（田彬彬和范子英，2016）。而关于交流制度培养锻炼能力、促进“干中学”的机制，现有文献提供的证据缺乏系统性和一致性（Qian 和 Stiglitz，1996；徐现祥等，2007；杨海生等，2010；王贤彬和徐现祥，2017），尚有待深入研究。

而关于国有企业高管的研究，主要围绕高管约束和激励两方面展开。在高管约束方面，罗知等（2015）将任职时间限制视为对国有企业高管的约束，研究发现，董事长任期越短，国有企业长期投资越少。褚剑和方军雄（2016）考察审计署对中央企业审计监督的影响，发现外部审计监督能够抑制国有企业高管超额在职消费。余明桂等（2016）研究中央企业负责人业绩考核制度的影响，发现当业绩考核中引入经济增加值指标后，国有企业的创新水平得到提高。李文贵等（2017）探究中央企业建设规范董事会试点的影响，发现董事会试点能够降低国有企业的代理成本，并改善国有企业绩效。在高管激励方面，陈冬华等（2005）认为，薪酬管制的存在使得在职消费成为激励国有企业高管的替代方式。王曾等（2014）研究指出，政治晋升激励促使国有企业高管减少在职消费。Cao 等（2019）进一步发现，具有更高晋升概率的国有企业高管的薪酬水平、薪酬-业绩敏感性都更低。杨瑞龙等（2013）的研究表明，在中央企业领导人员晋升中，经济绩效和政治关系都具有显著的正向影响。Chen 等（2018）考察国有企业高管的行政级别的影响，发现随着国有企业高管晋升到更高的级别，政治激励促使其决策更加谨慎，导致国有企业股价崩盘风险明显降低。

在上述研究中，现有文献特别关注到国有企业高管的政治晋升（杨瑞龙等，2013；王曾等，2014；Cao 等，2019），但忽略了在国资系统中同样重要且普遍的国有企业高管交流任职现象。同时，部分文献将领导人员交流制度视为对领导人员任期的限制（张军和高远，2007），以及将国有企业高管任期较短视为对高管的约束（罗知等，2015），那么，国有企业高管交流是在于约束高管抑或其他机制也有待深入研究。

### （三）理论分析

本文关注总会计师交流制度对国有企业市值稳定的影响。在资本市场中，股价的变化能够从投资者的第三方角度客观反映企业经济实质的状况。当企业经营管理



不善且管理层借机隐藏这些坏消息，一旦坏消息累积到临界点而集中释放时，股价崩盘随即发生（Jin 和 Myers, 2006; Hutton 等, 2009; Kim 等, 2011）。大量研究表明，企业信息披露质量差和委托代理问题严重是股价崩盘风险加剧的重要原因（Hutton 等, 2009; Kim 等, 2011; Xu 等, 2014; 叶康涛等, 2015）。在国有企业中，由于内部人控制、预算软约束等原因，不仅信息透明度较低，而且委托代理问题更严重，导致股价崩盘风险高企（Xu 等, 2014）。这一问题引起了监管部门的高度重视，早在 2005 年 9 月国务院国资委在《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》中就曾提出“对上市公司国有控股股东进行业绩考核时，要考虑设置其控股的上市公司市值指标”，近年来随着国有企业整体上市的加速，国有上市公司市值管理考核正在全面推开<sup>①</sup>，因而如何化解国有企业股价崩盘风险、维护国有企业市值稳定值得深入研究。

根据《中央企业总会计师工作职责管理暂行办法》，总会计师不仅直接负责国有企业的财务管理和监督工作，还深入参与到国有企业经营管理的各个重要方面，因而总会计师交流制度既会影响国有企业的信息环境，也会影响国有企业的代理成本，进而影响国有企业的股价崩盘风险。具体地，本文认为，总会计师交流制度可以通过如下的理论机制影响国有企业治理：

首先，总会计师交流制度可以通过促进“干中学”而促进国有企业市值稳定。不管是政府部门还是国有企业，领导人员交流的出发点之一正是培养和锻炼领导人员的业务能力。国资委财务监管与运行评价局局长 2019 年在接受《中国管理会计》采访时提到，要“加大总会计师交流任职力度”，“进一步促进总会计师队伍能力的提升”。通过“干中学”的方式，总会计师交流任职不仅能够强化国有企业财务管理和监督的一般性知识、经验和技能，还能够通过在不同行业、地区、发展阶段、经营模式等的国有企业中任职而接触不同情形下的财务管理和监督工作，从而学习并掌握应对复杂和特殊情况下的财务工作知识、经验和技能，甚至对企业经营管理的综合素质也会有较大的提升。那么，当新任职的国有企业信息不对称和委托代理问题较为严重时，交流任职的总会计师可以灵活运用过往交流经历积累的知识、经验和技能，将国有企业治理的成功案例从原任职的国有企业推广到新任职的国有企业，缓解国有企业的信息不对称和委托代理问题，从而促进国有企业市值稳定。

其次，总会计师交流制度可以通过提升独立性而促进国有企业市值稳定。在国有企业领导人员的业绩考核中，利润总额、经济增加值等财务信息的生成和报告最终由总会计师负责，受到总会计师的控制和影响，同时，基于这些财务信息产生的国有企业领导人员业绩考核结果会影响总会计师和其他高管的货币薪酬和职位晋升

---

<sup>①</sup> 根据《经济参考报》、《上海证券报》先后在 2021 年 3 月和 4 月的报道，上海、广州等地国资委明确提出要将控股上市公司的市值管理纳入国有企业考核的具体目标。另外，根据中国新闻网 2024 年 2 月的报道，国务院国资委将全面推开中央企业控股上市公司的市值管理考核。

（杨瑞龙等，2013；Cao 等，2019）。因此，总会计师和其他高管具有明显的共同利益，随着总会计师的长期任职，这种共同利益的加深容易形成“人情网”、“关系网”，造成内部人合谋的发生。一旦出现这种情况，内部人控制会加剧委托代理问题，造成在职消费泛滥、项目未经严格论证匆忙上马等，并且总会计师等高管也可以通过盈余管理等方式恶化国有企业的信息环境以掩盖机会主义行为。总会计师交流任职可以破除因长期任职形成的内部人利益团体，缓解国有企业的信息不对称和委托代理问题，从而促进国有企业市值稳定。

但是，总会计师交流制度对总会计师履职独立性的正面影响受到其地位因素的制约。国有企业领导人员具有相应的行政级别，董事长和总经理的级别明显高于总会计师，即使在副总经理的排位中，总会计师也往往排在靠后的位置（丁友刚和文佑云，2012），这导致总会计师在履职过程中容易受到其他高管，尤其是董事长和总经理的干预和影响。根据《国企》杂志 2014 年的报道，曾经有一项面向总会计师的调查，提问当“一把手”授意总会计师做“技术处理”时，总会计师是否能够保持独立性？结果显示，八成以上的调查者认为应按照“一把手”的意愿进行“技术处理”。所以，国有企业内较低的地位造成总会计师的独立性先天较弱，这无疑会削弱交流任职对独立性的提升作用。

另外，总会计师交流制度也会通过降低履职稳定性而不利于国有企业市值稳定。尽管长期任职对履职独立性会有负面影响，但也存在企业硬软信息了然于胸、高管团队有效分工配合等好处。一旦进行总会计师交流任职，考虑到新任职和原任职的国有企业在历史背景、发展现状、人员组成等方面的明显差异，总会计师需要花费大量的精力和资源去了解 and 掌握当前国有企业的财务管理和监督工作中存在的各种问题及成因，还需要在新的管理团队中磨合适应。这些会破坏总会计师的职业稳定性和专业化分工，增加履职难度，进而造成国有企业信息环境的恶化和代理成本的增加，最终不利于国有企业市值稳定。

综上所述，总会计师交流制度通过上述机制既可能促进也可能损害国有企业市值稳定。因此，本文不对其提出具体的研究假设，而是作为有待实证检验的研究问题。

### 三、研究设计

#### （一）数据来源和样本选取

为了实证考察总会计师交流制度对国有企业市值稳定的影响，首先，本文以中央企业总会计师交流任职为实证切入点，理由是中央企业是国有企业中最具代表性的，规模也普遍是大、中型的，完全符合《会计法》、《总会计师条例》、《中央企业总会计师工作职责管理暂行办法》等法律法规所针对的适用对象标准。其次，本文以中央企业控股上市公司为实证对象，理由如下：一是中央企业总会计师能够直接



控制和影响控股上市公司的财务管理和监督活动，控股上市公司的上述信息环境和代理成本的重大变化在股价上反映为崩盘风险的上升或下降（Chen 等，2018；蒋德权等，2018），二是出于股价等研究数据可得性和完整性以及研究设计可行性的考虑，三是这与现有文献（余明桂等，2016；褚剑和方军雄，2016；李文贵等，2017）的普遍做法也是一致的。

本文的总会计师背景特征数据从国资委网站的企业领导人员任免公告、中央企业网站的领导人员名录以及百度百科等进行手工收集和整理，中央企业控股上市公司的股价数据、财务数据、公司治理数据等来自 CSMAR 数据库。

考虑到总会计师交流制度的政策规定以及疫情对企业经营管理的影响，本文选取 2006 至 2019 年的中央企业控股上市公司作为初始样本，从中剔除金融类上市公司样本、纯 B 股公司样本以及主要变量缺失样本，最终得到 3651 个公司-年份的样本观测。

## （二）模型设定和变量定义

本文采用如下的回归模型（1）实证检验总会计师交流任职对国有企业市值稳定的影响：

$$CRASH_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 \times ROTATE_{g(i)t} + \beta_k \times Controls_{it} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，下标  $i$  代表中央企业控股上市公司， $g$  代表上市公司所属的中央企业， $t$  代表年份。模型（1）中同时控制了公司固定效应  $\lambda_i$  和年份固定效应  $\mu_t$ 。

对于被解释变量  $CRASH$ ，本文参考现有文献（Hutton 等，2009；Kim 等，2011；Xu 等，2014）的做法，采用股价崩盘风险指标  $NCSKEW$  和  $DUVOL$  反向衡量公司层面的市值稳定性。具体地，首先，根据如下的回归模型（2）计算经市场调整的股票收益率：

$$r_{is} = \beta_0 + \beta_1 \times r_{ms-2} + \beta_2 \times r_{ms-1} + \beta_3 \times r_{ms} + \beta_4 \times r_{ms+1} + \beta_5 \times r_{ms+2} + \varepsilon_{is} \quad (2)$$

其中， $r_{is}$  为公司  $i$  第  $s$  周的股票收益率， $r_{ms}$  为市场第  $s$  周经流通市值加权的股票平均收益率。本文在回归模型（2）中加入  $r_{ms}$  的滞后项和超前项以调整股票非同步性交易的影响。公司  $i$  第  $s$  周经市场调整的股票收益率  $W_{is}$  为回归模型（2）中的残差  $\varepsilon_{is}$  加 1 的自然对数。然后，在此基础上，本文构建股价崩盘风险的衡量指标。第一个衡量股价崩盘风险的指标  $NCSKEW$  为经市场调整的周收益率的负偏度，其计算公式如下：

$$NCSKEW_{it} = -[n \times (n-1)^{3/2} \times \sum W_{is}^3] / [(n-1) \times (n-2) \times (\sum W_{is}^2)^{3/2}] \quad (3)$$

其中， $n$  为公司  $i$  的股票年交易周数。第二个衡量股价崩盘风险的指标  $DUVOL$  为股价上升和下降阶段波动性的差异，其计算公式如下：

$$DUVOL_{it} = \ln \{ [(n_{up}-1) \times \sum_{down} W_{is}^2] / [(n_{down}-1) \times \sum_{up} W_{is}^2] \} \quad (4)$$

其中， $n_{up}$  为公司  $i$  经市场调整的周收益率  $W_{is}$  大于年平均收益率  $W_i$  的周数， $n_{down}$  为公司  $i$  经市场调整的周收益率  $W_{is}$  小于年平均收益率  $W_i$  的周数，所以该指标是根

据  $W_{is}$  是否大于  $W_i$  将样本分为股价上升和下降阶段两个子样本计算股票收益率的标准差然后相除并取自然对数。因此， $NCSKEW$  和  $DUVOL$  的数值越大，表明公司的股价崩盘风险越大、市值越不稳定。

对于解释变量  $ROTATE$ ，本文设置为哑变量，当在任的中央企业总会计师来源是其他国有企业的财务领导人员时取 1，否则取 0。类似于现有文献（范子英和田彬彬，2016），这种基于总会计师更替形成的多时点进入和退出冲击的研究设计较一般形式的双重差分模型更为严格和外生，有利于更好地识别效应。根据上文的理论分析，如果回归模型（1）中  $ROTATE$  的系数  $\beta_l$  显著为负，表明总会计师交流任职降低了国有企业的股价崩盘风险，促进了国有企业市值稳定；如果  $\beta_l$  显著为正，表明总会计师交流任职提高了国有企业的股价崩盘风险，损害了国有企业市值稳定。

本文在模型（1）中还控制了如下的控制变量，包括总会计师的任期  $TENURE$ ，为其担任当前职位的年数；年龄  $AGE$ ，为其周岁；性别  $GENDER$ ，当其是女性取 1，男性取 0；受教育程度  $EDUCATION$ ，当其学历是大专及以下取 1、本科取 2、硕士取 3、博士取 4；以及上一年的  $NCSKEW$  或  $DUVOL$ ；去趋势的股票换手率  $DTURN$ ，为本年的月均股票换手率与上年的月均股票换手率的差值；股票收益率  $RET$ ，为年度股票收益率；股票波动性  $SIGMA$ ，为月度股票收益率的标准差；公司规模  $SIZE$ ，为年末总资产的自然对数；杠杆率  $LEV$ ，为年末总负债除以年末总资产；盈利能力  $ROA$ ，为本年净利润除以年初年末总资产平均额；成长性  $MTB$ ，为年末权益的市值账面比；非透明度  $ABSDA$ ，为基于修正的琼斯模型计算的操纵性应计利润的绝对值。

### （三）描述性统计

表 1 列示了主要变量的描述性统计结果。可以发现，股价崩盘风险的衡量指标  $NCSKEW$  和  $DUVOL$  的均值分别为 -0.360 和 -0.247，标准差分别为 0.680 和 0.475，与现有文献基本一致（Xu 等，2014）； $ROTATE$  的均值为 0.215，表明样本中平均约有 21% 的中央企业总会计师是来源于交流任职的； $TENURE$  的均值为 5.548、 $AGE$  的均值为 50.496、 $GENDER$  的均值为 0.102、 $EDUCATION$  的均值为 3.065，表明样本中总会计师的平均任期约为 5 年、平均年龄约为 50 岁、平均受教育程度约为硕士、约有 10% 是女性；其他市场和财务特征与已有的国有企业研究是基本一致的。

表 1 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
$NCSKEW_{t+1}$	3651	-0.360	0.680	-2.306	-0.720	-0.315	0.056	1.493
$DUVOL_{t+1}$	3651	-0.247	0.475	-1.405	-0.551	-0.249	0.062	1.029
$ROTATE$	3651	0.215	0.411	0	0	0	0	1
$TENURE$	3651	5.548	3.658	1	2	5	8	17
$AGE$	3651	50.496	4.938	35	47	51	54	61

<i>GENDER</i>	3651	0.102	0.303	0	0	0	0	1
<i>EDUCATION</i>	3651	3.065	0.620	1	3	3	3	4
<i>NCSKEW</i>	3651	-0.330	0.662	-2.277	-0.678	-0.290	0.076	1.388
<i>DUVOL</i>	3651	-0.227	0.470	-1.392	-0.530	-0.226	0.076	1.018
<i>DTURN</i>	3651	-0.206	3.788	-11.724	-2.033	-0.195	1.513	11.456
<i>RET</i>	3651	0.267	0.802	-0.733	-0.271	0.008	0.565	3.436
<i>SIGMA</i>	3651	0.134	0.056	0.046	0.094	0.122	0.163	0.323
<i>SIZE</i>	3651	22.619	1.559	19.898	21.461	22.375	23.619	25.912
<i>LEV</i>	3651	0.528	0.207	0.072	0.382	0.539	0.684	0.996
<i>ROA</i>	3651	0.028	0.058	-0.216	0.009	0.028	0.052	0.187
<i>MTB</i>	3651	3.297	3.009	0.350	1.458	2.385	4.057	19.691
<i>ABSDA</i>	3651	0.056	0.059	0.001	0.017	0.039	0.074	0.316

#### 四、实证结果与分析

##### （一）基本实证结果与分析

表 2 列示了总会计师交流任职与国有企业市值稳定的回归结果。第 1 列和第 2 列为未控制回归模型（1）中相关控制变量时的回归结果，可以发现，*ROTATE* 的系数显著为负。第 3 列和第 4 列为控制了回归模型（1）中相关控制变量后的回归结果，可以发现，*ROTATE* 的系数依然显著为负，并且统计显著性和经济显著性都十分稳定<sup>①</sup>。上述结果表明，总会计师在不同国有企业间的交流任职能够降低国有企业的股价崩盘风险。并且在经济显著性方面，当总会计师的来源由非交流任职变更为交流任职时，国有企业的股价崩盘风险降低了约 0.139 到 0.154 个标准差，可见上述效应在经济意义上也是较为显著的。

结合上文的理论分析，总会计师交流任职并未因破坏工作稳定性而提高国有企业的股价崩盘风险，而是通过提高履职独立性或者促进“干中学”而降低国有企业的股价崩盘风险，从而促进国有企业市值稳定。

表 2 总会计师交流任职与国有企业市值稳定

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>ROTATE</i>	-0.115*** (-2.628)	-0.068*** (-3.005)	-0.105** (-2.317)	-0.066** (-2.480)
<i>TENURE</i>			0.003	-0.000

① 之所以 *NCSKEW* 和 *DUVOL* 的系数显著为负，是因为回归模型（1）中采用了公司固定效应。如果放松为行业固定效应，*ROTATE* 的系数依然显著为负，*NCSKEW* 和 *DUVOL* 的系数显著为正。

			(0.721)	(-0.026)
<i>AGE</i>			-0.002	-0.000
			(-0.394)	(-0.085)
<i>GENDER</i>			-0.074	-0.042
			(-1.166)	(-0.896)
<i>EDUCATION</i>			-0.054*	-0.011
			(-1.674)	(-0.471)
<i>NCSKEW</i>			-0.072***	
			(-4.523)	
<i>DUVOL</i>				-0.089***
				(-5.113)
<i>DTURN</i>			-0.003	-0.004
			(-0.780)	(-1.530)
<i>RET</i>			0.010	0.001
			(0.409)	(0.061)
<i>SIGMA</i>			0.491	0.230
			(1.607)	(1.033)
<i>SIZE</i>			0.089***	0.052**
			(2.793)	(2.209)
<i>LEV</i>			-0.176	-0.128
			(-1.503)	(-1.340)
<i>ROA</i>			-0.011	0.014
			(-0.034)	(0.062)
<i>MTB</i>			0.024***	0.017***
			(3.604)	(3.690)
<i>ABSDA</i>			0.308*	0.254*
			(1.772)	(1.858)
Firm FE	控制	控制	控制	控制
Year FE	控制	控制	控制	控制
调整的R <sup>2</sup>	0.081	0.080	0.092	0.092
样本数	3651	3651	3651	3651

注：括号中的 t 值经过异方差稳健和中央企业层面聚类处理。\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

## （二）内生性和稳健性检验

为了保证上文实证结果的外生和稳健,本文进行如下的检验:

1. 平行趋势检验。本文以交流任职的总会计师上任前一年为基期,分别定义其上任第一年哑变量  $ROTATE\_1Y$ 、上任第二至四年哑变量  $ROTATE\_2\sim 4Y$ 、上任第五年至离任年份哑变量  $ROTATE\_ \geq 5Y$ 、上任前第二年哑变量  $ROTATE\_2YBefore$ 、上任前第三年哑变量  $ROTATE\_3YBefore$ 、上任前第四年至更早年份哑变量  $ROTATE\_ \geq 4YBefore$ 、离任后一年哑变量  $ROTATE\_1YAfter$ 、离任后第二年哑变量  $ROTATE\_2YAfter$ 、离任后第三年至更晚年份哑变量  $ROTATE\_ \geq 3YAfter$  进行平行趋势检验<sup>①</sup>,结果如表3第1列和第2列所示,可以发现,  $ROTATE\_1Y$  和  $ROTATE\_ \geq 5Y$  的系数显著为负,  $ROTATE\_ \geq 4YBefore$ 、 $ROTATE\_3YBefore$ 、 $ROTATE\_2YBefore$ 、 $ROTATE\_2\sim 4Y$ 、 $ROTATE\_1YAfter$ 、 $ROTATE\_2YAfter$ 、 $ROTATE\_ \geq 3YAfter$  的系数不显著,表明交流的总会计师在任时,尤其是在任职初期和后期,国有企业的股价崩盘风险显著更低<sup>②</sup>,而其上任前或离任后国有企业的股价崩盘风险没有显著变化。也就是说,并非是交流的总会计师选择性地在股价崩盘风险更低的国有企业任职。

2. 采用 PSM 样本。为了控制交流任职组和非交流任职组的国有企业的特征差异的影响,本文采用倾向评分匹配方法,第一阶段将  $ROTATE$  对回归模型(1)中的控制变量分年度进行逻辑回归并算出倾向评分,通过1对1最近匹配得到PSM样本,然后基于该样本根据回归模型(1)进行第二阶段回归,结果如表3第3列和第4列所示,与上文研究结论一致。

3. 改变回归模型的基准组。回归模型(1)检验的是交流任职的总会计师相较于非交流任职的总会计师对国有企业股价崩盘风险的影响,为了进一步比较从外部其他国有企业财务领导岗位交流至本企业的总会计师和从内部本企业财务岗位晋升的总会计师的治理效果差异,本文在回归模型(1)中增加控制总会计师来源于内部非财务岗位哑变量  $INTEROTH$  和外部非财务岗位哑变量  $EXTEROTH$ ,结果如表3第5列和第6列所示,可以发现,  $ROTATE$  的系数显著为负,  $INTEROTH$  和  $EXTEROTH$  的系数不显著,表明即使与内部财务岗位晋升的总会计师相比,交流任职的总会计师更能降低国有企业的股价崩盘风险,而其他来源的总会计师的治理效果则无明显差异。

4. 控制中央企业董事长或总经理交流任职。考虑到总会计师在中央企业履职会受到董事长和总经理的影响,本文在回归模型(1)中增加控制中央企业董事长或总

---

① 为避免变量定义重叠,交流任职的总会计师上任前或离任后的上述变量定义均限定为非交流任职的总会计师在任时。

② 系数差异检验发现,  $ROTATE\_1Y$  的系数与  $ROTATE\_2\sim 4Y$ 、 $ROTATE\_ \geq 5Y$  的系数均没有显著差异,而  $ROTATE\_ \geq 5Y$  的系数显著小于  $ROTATE\_2\sim 4Y$  的系数,这佐证了“干中学”相较于独立性更可能是本文的影响机制。另外,这一结果还排除了交流任职的总会计师为了避免前任遗留的企业财务风险而在任职初期释放财务风险信息,以短期的股价崩盘风险上升为代价换取长期的股价崩盘风险下降这一替代性解释。以操纵性应计利润为因变量检验财务“洗大澡”行为、以年报文本语调积极性为因变量检验年报语调操纵行为,也都没有发现结果。

经理交流任职哑变量  $ROTATE\_Boss$ ，结果如表 3 第 7 列和第 8 列所示，可以发现， $ROTATE$  的系数显著为负， $ROTATE\_Boss$  的系数不显著，表明中央企业董事长或总经理交流任职对国有企业股价崩盘风险没有明显影响，而在控制了这一因素后，总会计师交流任职依然能够降低国有企业的股价崩盘风险。

5. 解释变量改用狭义的中央企业间的交流。本文将解释变量的定义改为当在任的中央企业总会计师来源是其他中央企业的财务领导人员时取 1，否则取 0，结果如表 3 第 9 列和第 10 列所示，与上文研究结论一致。

6. 剔除股票市场发生崩盘的年份样本。本文剔除股票市场发生系统性崩盘的 2008 年和 2015 年样本，结果如表 3 第 11 列和第 12 列所示，与上文研究结论一致。

7. 剔除总会计师在控股上市公司兼任的样本。本文剔除总会计师在中央企业控股上市公司管理层兼任的样本，结果如表 3 第 13 列和第 14 列所示，与上文研究结论一致。

表 3 内生性和稳健性检验

变量	平行趋势	
	(1) $NCSKEW_{t+1}$	(2) $DUVOL_{t+1}$
$ROTATE\_ \geq 4YBefore$	-0.021 (-0.335)	-0.010 (-0.238)
$ROTATE\_3YBefore$	-0.067 (-0.843)	-0.042 (-0.781)
$ROTATE\_2YBefore$	-0.057 (-0.830)	-0.012 (-0.239)
$ROTATE\_1Y$	-0.167** (-2.440)	-0.103** (-2.132)
$ROTATE\_2\sim 4Y$	-0.089 (-1.388)	-0.058 (-1.344)
$ROTATE\_ \geq 5Y$	-0.233*** (-3.484)	-0.169*** (-3.989)
$ROTATE\_1YAfter$	0.022 (0.182)	-0.051 (-0.593)
$ROTATE\_2YAfter$	-0.103 (-0.917)	-0.067 (-0.983)
$ROTATE\_ \geq 3YAfter$	-0.099 (-1.064)	-0.074 (-1.211)



Controls	控制	控制
Firm FE	控制	控制
Year FE	控制	控制
调整的R <sup>2</sup>	0.092	0.093
样本数	3651	3651

（接上表）

	PSM样本		改变基准组		控制一把手交流	
	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
<i>ROTATE</i>	-0.111**	-0.089**	-0.116**	-0.070**	-0.104**	-0.066**
	(-1.998)	(-2.518)	(-2.556)	(-2.548)	(-2.277)	(-2.445)
<i>INTEROTH</i>			-0.063	-0.021		
			(-0.910)	(-0.414)		
<i>EXTEROTH</i>			-0.033	-0.012		
			(-0.593)	(-0.285)		
<i>ROTATE_Boss</i>					-0.036	-0.021
					(-1.087)	(-0.953)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Firm FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整的R <sup>2</sup>	0.080	0.100	0.092	0.091	0.092	0.092
样本数	1542	1542	3651	3651	3651	3651

（接上表）

	改用中央企业间交流		剔除股市崩盘样本		剔除在上市公司兼任样本	
	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
变量	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$	$NCSKEW_{t+1}$	$DUVOL_{t+1}$
<i>ROTATE</i>	-0.092*	-0.063**	-0.108**	-0.071**	-0.092*	-0.056**
	(-1.951)	(-2.104)	(-2.253)	(-2.430)	(-1.931)	(-2.027)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Firm FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整的R <sup>2</sup>	0.091	0.091	0.087	0.085	0.097	0.092
样本数	3651	3651	3147	3147	3420	3420

注：括号中的 t 值经过异方差稳健和中央企业层面聚类处理。\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

### （三）机制检验与分析

根据上文的理论分析，总会计师交流任职影响国有企业市值稳定的末端机制为信息不对称和委托代理问题，给定上文总会计师交流任职能够促进国有企业市值稳定的研究结论，可以预期，总会计师交流任职对国有企业市值稳定的治理作用应该在国有企业信息不对称和委托代理问题严重时更显著。一方面，会计信息质量是国有企业信息透明度的直观体现，也是总会计师履职能够直接控制和影响的重要方面。因此，本文参考 Dechow 等（1995）的方法基于修正的琼斯模型计算的操纵性应计利润的绝对值 *ABSDA* 衡量会计信息质量，*ABSDA* 的数值越大，会计信息质量越低。由此构建 *ROTATE* 和 *ABSDA* 的交乘项，结果如表 4 第 1 列和第 2 列所示，可以发现，*ROTATE* 和 *ABSDA* 的交乘项的系数显著为负，表明国有企业的会计信息质量越低，总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用越强。另一方面，在职消费严重、投资效率低下是国有企业内部人控制衍生的典型问题，也是总会计师履职能够直接控制和影响的重要方面。因此，本文参考权小锋等（2010）采用回归模型残差的方法衡量超额在职消费 *UNPERK*，*UNPERK* 的数值越大，超额在职消费越严重；参考 Richardson（2006）采用回归模型残差的方法衡量投资效率 *INVINEFF*，*INVINEFF* 的数值越大，投资效率越低。由此构建 *ROTATE* 和 *UNPERK* 的交乘项，结果如表 4 第 3 列和第 4 列所示，可以发现，*ROTATE* 和 *UNPERK* 的交乘项的系数显著为负，表明国有企业的超额在职消费越严重，总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用越强；构建 *ROTATE* 和 *INVINEFF* 的交乘项，结果如表 4 第 5 列和第 6 列所示，可以发现，*ROTATE* 和 *INVINEFF* 的交乘项的系数显著为负，表明国有企业的投资效率越低，总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用越强。

综上所述，信息不对称和委托代理问题确实是总会计师交流任职影响国有企业市值稳定的重要末端机制。

表 4 末端机制检验——信息不对称和委托代理问题

<i>M</i> =	<i>ABSDA</i>		<i>UNPERK</i>		<i>INVINEFF</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>ROTATE</i>	-0.039	-0.039	-0.107**	-0.069**	-0.069	-0.040
	(-0.798)	(-1.219)	(-2.322)	(-2.612)	(-1.404)	(-1.275)
<i>ROTATE</i> × <i>M</i>	-1.300**	-0.548*	-4.380***	-2.701***	-1.219*	-0.891*

	(-2.537)	(-1.874)	(-2.690)	(-2.734)	(-1.697)	(-1.738)
<i>M</i>	0.530***	0.348**	1.580**	0.842	0.947**	0.596**
	(2.722)	(2.313)	(2.064)	(1.594)	(2.188)	(2.026)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Firm FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整的R <sup>2</sup>	0.093	0.092	0.094	0.093	0.093	0.092
样本数	3651	3651	3633	3633	3651	3651

注：括号中的 t 值经过异方差稳健和中央企业层面聚类处理。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

在验证了末端机制基础上，本文考察更为关键的前端机制。根据上文的理论分析，总会计师交流任职促进国有企业市值稳定的前端机制包括了独立性和“干中学”这两种理论机制。

首先，本文检验独立性机制是否成立。现有研究表明，财务负责人能否独立地开展财务管理和监督活动受到其在公司中的地位和影响力的影响（向锐，2015；蒋德权等，2018），总会计师的地位越高、影响力越大，其独立性越强，履职效果越好。结合中央企业的管理实践，一方面，当总会计师在管理层中兼任董事等职位时，其在管理层中的地位明显提高，这能够保障其履职的独立性，另一方面，当总会计师在党委中兼任党委委员等职位时，“双向进入、交叉任职”、“党委前置研究讨论”等制度设计能够显著提高总会计师在重大财务管理和监督事项中的影响力，这也能够保障其履职的独立性。那么，如果独立性的影响机制成立，总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用应该在总会计师在管理层或党委中兼任时更强。因此，本文定义管理层兼任哑变量 *TMT Dual*，当总会计师兼任董事等管理层职位时取 1，否则取 0，定义党委兼任哑变量 *Party Dual*，当总会计师兼任党委委员等党委职位时取 1，否则取 0。由此构建 *ROTATE* 和 *TMT Dual*、*Party Dual* 的交乘项，结果如表 5 第 1 列至第 4 列所示，可以发现，*ROTATE* 和 *TMT Dual*、*Party Dual* 的交乘项的系数都不显著，表明总会计师在管理层和党委中的兼任不会影响总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用。

另外，中央企业的内外部治理机制也与总会计师能否独立履职密切相关。现有研究发现，中央企业建设规范董事会试点能够缓解国有企业的内部人控制问题，降低代理成本（李文贵等，2017），所以当中央企业开展董事会试点后，外部董事过半数的董事会能够保障向其述职的总会计师的独立性。那么，如果独立性的影响机制成立，总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用应该在中央企业进行董事会试点后更弱。因此，本文定义董事会试点哑变量 *Board Pilot*，当中央企业进

行建设规范董事会试点后取 1，否则取 0。由此构建 *ROTATE* 和 *Board Pilot* 的交乘项，结果如表 5 第 5 列和第 6 列所示，可以发现，*ROTATE* 和 *Board Pilot* 的交乘项的系数都不显著，表明中央企业进行董事会试点不会影响总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用。现有研究还发现，审计署对中央企业的审计监督能够缓解国有企业的内部人控制问题，抑制超额在职消费（褚剑和方军雄，2016），所以当中央企业受到政府审计后，外部监督的介入和持续跟踪促使总会计师独立履职。那么，如果独立性的影响机制成立，总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用应该在中央企业受到政府审计后更弱。因此，本文定义政府审计哑变量 *NAO Audit*，当中央企业被审计署审计后取 1，否则取 0。由此构建 *ROTATE* 和 *Board Pilot* 的交乘项，结果如表 5 第 7 列和第 8 列所示，可以发现，*ROTATE* 和 *NAO Audit* 的交乘项的系数都不显著，表明中央企业受到政府审计不会影响总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用。

综上所述，独立性并非是总会计师交流任职促进国有企业市值稳定的主要前端机制。

表 5 独立性机制检验

<i>M=</i>	<i>TMT Dual</i>		<i>Party Dual</i>		<i>Board Pilot</i>		<i>NAO Audit</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>ROTATE</i>	-0.110**	-0.062*	-0.194*	-0.108	-0.147**	-0.087*	-0.087	-0.047
	(-2.069)	(-1.948)	(-1.879)	(-1.464)	(-2.458)	(-1.861)	(-1.345)	(-1.062)
<i>ROTATE</i>	0.033	-0.034	0.111	0.051	0.060	0.030	-0.027	-0.031
$\times M$								
	(0.287)	(-0.335)	(0.991)	(0.612)	(0.756)	(0.525)	(-0.326)	(-0.528)
<i>M</i>	0.044	0.030	-0.040	-0.003	0.012	0.033	0.036	0.010
	(0.925)	(0.783)	(-0.978)	(-0.092)	(0.270)	(0.873)	(0.893)	(0.337)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Firm FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整的	0.092	0.091	0.092	0.091	0.092	0.092	0.091	0.091
$R^2$								
样本数	3651	3651	3651	3651	3651	3651	3651	3651

注：括号中的 t 值经过异方差稳健和中央企业层面聚类处理。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

接着, 本文进一步检验“干中学”机制是否成立。随着总会计师交流经历次数和时间的增加, 其通过“干中学”在积累财务管理和监督的一般性知识、经验和技能的同时能够丰富针对不同的特殊情形下具体财务管理和监督问题具体分析和处理的应对策略, 从而更加游刃有余地处理不同的中央企业的治理状况。如果“干中学”的影响机制成立, 总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用应该在总会计师有多次交流经历比只有单次交流经历时更强, 在总会计师交流经历时间较长比交流经历时间较短时更强。因此, 本文根据总会计师过往交流次数, 将 *ROTATE* 拆分为具有多次交流经历的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_HighNum* 和具有单次交流经历的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_LowNum*。结果如表 6 第 1 列和第 2 列所示, 可以发现, *ROTATE\_HighNum* 的系数显著为负, *ROTATE\_LowNum* 的系数不显著, 并且前者显著小于后者, 表明总会计师的交流经历次数越多, 总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用越强。同时, 本文根据总会计师过往交流年数, 将 *ROTATE* 拆分为交流经历时间较长的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_HighTime* 和交流经历时间较短的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_LowTime*。结果如表 6 第 3 列和第 4 列所示, 可以发现, *ROTATE\_HighTime* 的系数显著为负, *ROTATE\_LowTime* 的系数不显著, 并且前者显著小于后者, 表明总会计师的交流经历时间越长, 总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用越强。

进一步地, 为了更精细地验证总会计师交流任职的学习效应的存在, 本文比较交流的总会计师在上一家国有企业任职期间的治理状况和在当前中央企业任职之前的同时间段内的治理状况的差异, 如果当前中央企业在其任职前的治理状况差于其在上一家国有企业任职期间的治理状况, 那么其通过“干中学”能够将国有企业财务管理和监督的治理知识、经验和技能应用到新任职的中央企业, 改善新任企业的财务管理和监督状况, 进而降低股价崩盘风险。因此, 本文根据上文的末端机制变量, 具体比较上述同时间段的新旧两家国有企业的会计信息质量、超额在职消费、投资效率的差异。一是根据上述同时间段的新任中央企业与原任国有企业的 *ABSDA* 的差值是否为正, 将 *ROTATE* 拆分为上任前中央企业会计信息质量与同期原任职的国有企业相比较差的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_PosABSDA Diff* 和相比较好的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_NegABSDA Diff*。结果如表 7 第 1 列至第 3 列所示, 可以发现, *ROTATE\_PosABSDA Diff* 的系数显著为负, *ROTATE\_NegABSDA Diff* 的系数不显著, 并且前者显著小于后者, 表明上任前中央企业会计信息质量与同期原任职的国有企业相比越差, 总会计师交流任职对当前中央企业的会计信息质量和股价崩盘风险的治理作用越强。二是根据上述同时间段的新任中央企业与原任国有企业的 *UNPERK* 的差值是否为正, 将 *ROTATE* 拆分为上任前中央企业超额在职消费与同期原任职的国有企业相比较多的总会计师交流任职哑变量

*ROTATE\_PosUNPERK Diff* 和相比较少的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_NegUNPERK Diff*。结果如表 7 第 4 列至第 6 列所示，可以发现，*ROTATE\_PosUNPERK Diff* 的系数显著为负，*ROTATE\_NegUNPERK Diff* 的系数不显著，并且前者显著小于后者，表明上任前中央企业超额在职消费与同期原任职的国有企业相比越多，总会计师交流任职对当前中央企业的超额在职消费和股价崩盘风险的治理作用越强。三是根据上述同时时间段的新任中央企业与原任国有企业的 *INVINEFF* 的差值是否为正，将 *ROTATE* 拆分为上任前中央企业投资效率与同期原任职的国有企业相比较低的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_PosINVINEFF Diff* 和相比较高的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_NegINVINEFF Diff*。结果如表 7 第 7 列至第 9 列所示，可以发现，*ROTATE\_PosINVINEFF Diff* 的系数显著为负，*ROTATE\_NegINVINEFF Diff* 的系数不显著，并且前者基本上显著小于后者，表明上任前中央企业投资效率与同期原任职的国有企业相比越差，总会计师交流任职对当前中央企业的投资效率和股价崩盘风险的治理作用越强。

综上所述，“干中学”才是总会计师交流任职促进国有企业市值稳定的主要前端机制。

表 6 “干中学”机制检验——交流经历次数和时间

Group=	Num		Time	
	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>ROTATE_HighGroup</i>	-0.148*** (-2.971)	-0.093*** (-2.800)	-0.144*** (-2.924)	-0.103*** (-3.312)
<i>ROTATE_LowGroup</i>	0.001 (0.019)	-0.001 (-0.027)	-0.047 (-0.743)	-0.013 (-0.388)
Controls	控制	控制	控制	控制
Firm FE	控制	控制	控制	控制
Year FE	控制	控制	控制	控制
调整的R <sup>2</sup>	0.092	0.092	0.092	0.092
样本数	3651	3651	3651	3651
系数差异检验P值	0.018	0.044	0.083	0.013

注：括号中的 t 值经过异方差稳健和中央企业层面聚类处理。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

表 7 “干中学”机制检验——学习效应



<i>Group=</i>	<i>ABSDA Diff</i>			<i>UNPERK Diff</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	<i>ABSDA</i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>UNPERK</i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>ROTATE_PosGroup</i>	-0.029*** (-3.515)	-0.164*** (-3.537)	-0.095*** (-3.276)	-0.004*** (-3.020)	-0.172*** (-3.643)	-0.107*** (-3.075)
<i>ROTATE_NegGroup</i>	0.008 (1.042)	-0.025 (-0.433)	-0.028 (-0.823)	0.000 (0.256)	0.016 (0.171)	0.006 (0.117)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Firm FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整的R <sup>2</sup>	0.031	0.093	0.092	0.578	0.093	0.093
样本数	3617	3651	3651	3612	3651	3651
系数差异检验P值	0.000	0.011	0.034	0.016	0.038	0.057

（接上表）

<i>Group=</i>	<i>INVINEFF Diff</i>		
	(7)	(8)	(9)
变量	<i>INVINEFF</i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>ROTATE_PosGroup</i>	-0.005* (-1.774)	-0.165** (-2.117)	-0.110** (-2.491)
<i>ROTATE_NegGroup</i>	0.001 (0.340)	-0.075 (-1.462)	-0.045 (-1.372)
Controls	控制	控制	控制
Firm FE	控制	控制	控制
Year FE	控制	控制	控制
调整的R <sup>2</sup>	0.194	0.092	0.092
样本数	3617	3651	3651
系数差异检验P值	0.038	0.154	0.112

注：第1列、第4列、第7列的控制变量包括模型（1）中总会计师的其他个人特征、公司规模、杠杆率、盈利能力、现金流比例、市值账面比、大股东持股比例、董事会规模、独董比例、两职合一、管理层薪酬，其他列的控制变量同模型（1）。括号中的t值经过异方差稳健和中央企业层面聚类处理。\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

## 五、进一步讨论

### （一）总会计师激励的替代性解释

上文的研究表明，总会计师交流任职通过“干中学”的机制改善了国有企业的治理状况，维护了国有企业市值稳定。那么，与之相关的一个重要问题是，上文的研究结论是否能够被总会计师交流任职引致的高管激励所解释呢？第一种替代性解释是总会计师交流任职加强了总会计师的政治激励，进而实现其对国有企业股价崩盘风险的治理作用。为此，本文根据总会计师交流前后的岗位的行政级别变化，将 *ROTATE* 拆分为晋升的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_Promote* 和平调的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_Transfer*。结果如表 8 第 1 列和第 2 列所示，可以发现，*ROTATE\_Promote* 和 *ROTATE\_Transfer* 的系数基本上都显著为负，并且两者没有显著差异，表明因交流带来的政治晋升无法解释总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用。另外，考虑到地方国有企业的行政级别往往低于中央企业，本文根据总会计师交流前的国有企业层级，将 *ROTATE* 拆分为来自中央企业的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_From CSOE* 和来自地方国有企业的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_From LSOE*。结果如表 8 第 3 列和第 4 列所示，可以发现，*ROTATE\_From CSOE* 的系数显著为负、*ROTATE\_From LSOE* 的系数不显著，并且两者没有显著差异，表明因交流带来的任职国有企业层级上升无法解释总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用。第二种替代性解释是总会计师交流任职加强了总会计师的经济激励，进而实现其对国有企业股价崩盘风险的治理作用。由于国有企业中对管理层存在明确的薪酬管制，并且集团层面基本不存在管理层持股情况，所以经济激励并非是国有企业管理层的主要激励方式（杨瑞龙等，2013；Cao 等，2019）。为此，本文从国有企业，尤其是中央企业网站手工收集了公开披露的 2015 年至 2019 年总会计师的薪酬数据，通过换算为年度薪酬金额并前后比较发现，总会计师在交流前后从新任职的中央企业获取的基础薪酬（应付年薪）相较于从原任职的国有企业获取的基础薪酬平均降低了 0.227%，从新任职的中央企业获取的薪酬总额（包括应付年薪，社会保险、企业年金、补充医疗保险及住房公积金的单位缴存部分，其他货币性收入）相较于从原任职的国有企业获取的薪酬总额平均提高了 4.979%，考虑到总会计师在同一家中央企业中的基础薪酬和薪酬总额每年平均有 8.179% 和 6.748% 的正常上浮程度，那么，总会计师交流任职并未显著提高其获取的薪酬，表明因交流带来的薪酬变化无法解释总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用<sup>①</sup>。第三种替代性解释是总会计师交流任职加强了总会计师的声誉激励，进而实现其对国有企业股价崩盘风险的治理作用。为此，上文检验的从地方国有企业交流至中央企业相较于中央企业间的交流对总会计师而言也更具有声誉激励，但上文的结果表明这一解释并不成立。另外，本文根据总会计师交流前后的国有企业在世界 500 强企业中的排名变化，将 *ROTATE* 拆分为排名上升的总会计师交

---

① 由于样本区间内可获取的总会计师交流前后的薪酬数据不多，本文只能进行简单的统计分析。

流任职哑变量 *ROTATE\_Rank Up* 和排名不变或下降的总会计师交流任职哑变量 *ROTATE\_Rank Down*。结果如表 8 第 5 列和第 6 列所示,可以发现,*ROTATE\_Rank Up* 和 *ROTATE\_Rank Down* 的系数基本上都显著为负,并且两者没有显著差异,表明因交流带来的任职国有企业排名上升无法解释总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用。

综上所述,总会计师的政治激励、经济激励和声誉激励都无法解释总会计师交流任职对国有企业市值稳定的治理作用,也即本文揭示的“干中学”机制有别于现有文献讨论较多的上述激励机制。

表 8 总会计师激励的影响

<i>Group1=</i>	<i>Promote</i>		<i>From CSOE</i>		<i>Rank Up</i>	
<i>Group2=</i>	<i>Transfer</i>		<i>From LSOE</i>		<i>Rank Down</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>ROTATE_Group1</i>	-0.092 (-1.518)	-0.065* (-1.975)	-0.097** (-1.998)	-0.065** (-2.162)	-0.149* (-1.684)	-0.092 (-1.241)
<i>ROTATE_Group2</i>	-0.117** (-2.145)	-0.067* (-1.878)	-0.229 (-1.456)	-0.091 (-0.603)	-0.101** (-2.101)	-0.064** (-2.364)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Firm FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整的R <sup>2</sup>	0.092	0.091	0.092	0.091	0.092	0.091
样本数	3651	3651	3651	3651	3651	3651
系数差异检验P值	0.370	0.484	0.221	0.436	0.307	0.351

注:括号中的 t 值经过异方差稳健和中央企业层面聚类处理。\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

## (二) 市场化机制的调节作用

国有企业市值稳定不仅与国资监管制度有关,而且还受到资本市场中各类市场化机制的影响。本文进一步考察不同的市场化机制下总会计师交流任职对国有企业市值稳定的治理作用的差异。第一种市场化机制是投资者参与。国有企业是全民所有制性质,但多层委托代理关系使得国有企业存在“所有者虚位”问题,而当更多的投资者通过资本市场持股成为国有企业股东时,国有企业“所有者虚位”以及由此衍生的内部人控制问题得到缓解,所以当国有企业的投资者人数越多时,总会计

师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用越弱。为此，本文采用投资者人数加 1 的自然对数衡量投资者参与 *Investor Holding*，由此构建 *ROTATE* 和 *Investor Holding* 的交乘项，结果如表 9 第 1 列和第 2 列所示，可以发现，*ROTATE* 和 *Investor Holding* 的交乘项的系数显著为正，表明投资者参与会减弱总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用。第二种市场化机制是分析师跟踪。财务分析师通过跟踪国有企业发布分析师报告，向资本市场提供针对国有企业的盈余预测、荐股评级等投资信息，有助于缓解国有企业的信息不对称问题，所以当国有企业的分析师跟踪人数越多时，总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用越弱。为此，本文采用分析师跟踪人数加 1 的自然对数衡量分析师跟踪 *Analyst Following*，由此构建 *ROTATE* 和 *Analyst Following* 的交乘项，结果如表 9 第 3 列和第 4 列所示，可以发现，*ROTATE* 和 *Analyst Following* 的交乘项的系数显著为正，表明分析师跟踪会减弱总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用。第三种市场化机制是卖空约束放松。当资本市场不允许卖空国有企业股票时，国有企业的负面信息容易被内部人隐藏导致无法被及时释放，而当资本市场放松卖空约束后，卖空交易者的介入有助于国有企业的负面信息及时反映到股价中，所以当国有企业的股票可以被卖空后，总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用越弱。为此，本文采用允许卖空哑变量衡量卖空约束放松 *Short Selling*，由此构建 *ROTATE* 和 *Short Selling* 的交乘项，结果如表 9 第 5 列和第 6 列所示，可以发现，*ROTATE* 和 *Short Selling* 的交乘项的系数基本上显著为正，表明卖空约束放松会减弱总会计师交流任职对国有企业股价崩盘风险的治理作用。

综上所述，资本市场的投资者参与、分析师跟踪、卖空约束放松等市场化机制会减弱总会计师交流任职对国有企业市值稳定的治理作用，所以这些市场化机制与总会计师交流任职在促进国有企业市值稳定方面存在替代性关系。

表 9 市场化机制的影响

<i>M</i> =	<i>Investor Holding</i>		<i>Analyst Following</i>		<i>Short Selling</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>	<i>NCSKEW<sub>t+1</sub></i>	<i>DUVOL<sub>t+1</sub></i>
<i>ROTATE</i>	-0.804** (-2.326)	-0.684*** (-3.219)	-0.184*** (-3.479)	-0.118*** (-3.139)	-0.160*** (-2.885)	-0.111*** (-3.131)
<i>ROTATE</i> × <i>M</i>	0.065* (1.981)	0.057*** (2.927)	0.038* (1.670)	0.026* (1.683)	0.128 (1.515)	0.103* (1.929)
<i>M</i>	-0.166*** (-4.759)	-0.099*** (-3.620)	0.020 (0.969)	-0.001 (-0.088)	-0.058 (-1.088)	-0.063* (-1.813)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制

Firm FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整的R <sup>2</sup>	0.099	0.097	0.093	0.092	0.093	0.093
样本数	3651	3651	3651	3651	3651	3651

注：括号中的 t 值经过异方差稳健和中央企业层面聚类处理。\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平。

### 六、研究结论与政策启示

大量实践表明，领导人员交流制度在加强经济建设和国家治理中发挥着重要作用。根据领导人员交流制度的相关政策精神和理论探讨，“干中学”一直被认为是其中的重要影响机制，但实证上对此缺乏系统一致的证据。近年来，国资委在国有企业中大力推动总会计师交流制度，本文借此从微观层面实证考察中央企业总会计师交流任职对中央企业控股上市公司市值稳定的治理作用及其影响机制。研究发现，总会计师交流任职能够降低国有企业的股价崩盘风险，这一治理作用在国有企业信息不对称和委托代理问题严重时更显著。机制检验表明，总会计师交流任职并非通过提升其履职独立性而对国有企业股价崩盘风险发挥治理作用，具体表现为上述治理作用不受总会计师在管理层或者党委兼任、内部董事会建设、外部审计监督的影响；相反，总会计师交流任职通过促进其“干中学”而对国有企业股价崩盘风险发挥治理作用，具体表现为总会计师交流经历次数和时间越多，上述治理作用越强，并且其上任前中央企业与同期原任职的国有企业相比信息不对称和委托代理问题越严重，总会计师交流任职分别对当前国有企业的信息环境和代理成本以及股价崩盘风险的治理作用都越强。进一步检验还发现，总会计师交流任职引致的政治激励、经济激励和声誉激励的替代性解释并不成立，并且资本市场的投资者参与、分析师跟踪、卖空约束放松等市场化机制对总会计师交流任职的上述治理作用具有替代性影响。

本文的研究具有重要的政策启示。首先，实现“干中学”需要兼顾领导人员的交流频率和任职时间。一方面，领导人员在一个单位中需要较长任期的工作实践学习相关知识、经验和技能，这会制约其职业生涯中的交流次数，另一方面，领导人员又需要在不同单位间交流以推广成功实践并开始新一轮的实践学习，这会制约其在每个单位的任职时间。因此，在国资系统中推广总会计师交流制度需要兼顾好这两方面。

其次，提高总会计师的地位和影响力以强化交流制度带来的独立性。目前总会计师在国有企业高管序列中的地位较低、影响力较弱，这导致借助交流制度总会计师也无法获取充分的履职独立性。本文的研究甚至发现，即使总会计师兼任董事或者党委委员等职位，总会计师交流制度依然收效甚微。当前国资委正在试点总会计

师委派，至于其效果如何有待更长时间的观察。

最后，市场化的制度环境与国资委人事任命安排在改善国有企业治理方面形成替代关系。国资委借助国有企业领导人员晋升、交流等人事任命安排实现对国有资本的监督管理，在深化国有企业改革的背景下，国资委也在加速推动国有企业通过整体上市等方式引入市场化机制来完善国有企业治理。因此，做好市场化机制与总会计师交流制度的协调配合有助于国有企业市值稳定。

## 参考文献：

- 步丹璐，狄灵瑜. 2018. 官员交流与地方政府职能转变——以地区招商引资为例. 财经研究 (9): 137-152.
- 陈冬华，陈信元，万华林. 2005. 国有企业中的薪酬管制与在职消费. 经济研究 (2): 92-101.
- 陈刚. 2012. 法官异地交流与司法效率——来自高院院长的经验证据. 经济学(季刊) (4): 1171-1192.
- 陈刚，李树. 2012. 官员交流、任期与反腐败. 世界经济 (2): 120-142.
- 陈刚，李树. 2013. 司法独立与市场分割——以法官异地交流为实验的研究. 经济研究 (9): 30-42.
- 陈仕华，马超. 2011. 企业间高管联结与慈善行为一致性——基于汶川地震后中国上市公司捐款的实证研究. 管理世界 (12): 87-95.
- 陈绪群，赵立群. 1996. 试论实行领导干部交流制度的理论依据. 党建研究 (4): 31-33.
- 褚剑，方军雄. 2016. 政府审计能够抑制国有企业高管超额在职消费吗？会计研究 (9): 82-89.
- 丁友刚，文佑云. 2012. 我国总会计师制度建设若干问题研究——基于相关政策与法规之间冲突性与不完善性的思考. 会计研究 (8): 72-77.
- 范子英，田彬彬. 2016. 政企合谋与企业逃税：来自国税局长异地交流的证据. 经济学(季刊) (4): 1303-1328.
- 蒋德权，姚振晔，陈冬华. 2018. 财务总监地位与企业股价崩盘风险. 管理世界 (3): 153-166.
- 李文贵，余明桂，钟慧洁. 2017. 央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效. 管理世界 (8): 123-135.
- 刘本义. 1998. 党政领导干部交流的实践与探索. 组织人事学研究 (3): 8-10.
- 罗知，赵奇伟，严兵. 2015. 约束机制和激励机制对国有企业长期投资的影响. 中国工业经济 (10): 69-84.
- 权小锋，吴世农，文芳. 2010. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵. 经济研究 (11): 73-87.
- 田彬彬，范子英. 2016. 纪委独立性对反腐败力度的影响——来自省纪委书记异地交流的证据. 经济社会体制比较 (5): 101-115.
- 王贤彬，徐现祥. 2017. 官员交流驱动外商投资. 中国经济问题 (3): 88-100.



- 王曾, 符国群, 黄丹阳, 汪剑锋. 2014. 国有企业 CEO “政治晋升”与“在职消费”关系研究. 管理世界 (5): 157-171.
- 向锐. 2015. 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 (7): 56-62.
- 徐磊, 王伟龙. 2016. 省级“政坛 CEO”与地方经济增长: 商而优则仕? 管理世界 (1): 29-43.
- 徐现祥, 王贤彬, 舒元. 2007. 地方官员与经济增长——来自中国省长、省委书记交流的证据. 经济研究 (9): 18-31.
- 杨海生, 罗党论, 陈少凌. 2010. 资源禀赋、官员交流与经济增长. 管理世界 (5): 17-26.
- 杨瑞龙, 王元, 聂辉华. 2013. “准官员”的晋升机制: 来自中国央企的证据, 管理世界 (3): 23-33.
- 叶康涛, 曹丰, 王化成. 2015. 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗? 金融研究 (2): 192-206.
- 余明桂, 钟慧洁, 范蕊. 2016. 业绩考核制度可以促进央企创新吗? 经济研究 (12): 104-117.
- 张军, 高远. 2007. 官员任期、异地交流与经济增长——来自省级经验的证据. 经济研究 (11): 91-103.
- 踪家峰, 岳耀民. 2013. 官员交流、任期与经济一体化——来自省级经验的证据. 公共管理学报 (4): 57-67.
- Arrow, K. J. 1962. The economic implications of learning by doing, *Review of Economic Studies* 29(3): 155-173.
- Cao, X., M. Lemmon, X. Pan, M. Qian, and G. Tian. 2019. Political promotion, CEO incentives, and the relationship between pay and performance. *Management Science* 65(7): 2947-2965.
- Chang, Y., J. F. Gomes, and F. Schorfheide. 2002. Learning-by-doing as a propagation mechanism. *American Economic Review* 92(5): 1498-1520.
- Chen, D., J.-B. Kim, O. Z. Li, and S. Liang. 2018. China's closed pyramidal managerial labor market and the stock price crash risk. *The Accounting Review* 93(3): 105-131.
- Chiu, P. C., S. H. Teoh, and F. Tian. 2013. Board interlocks and earnings management contagion. *The Accounting Review* 88(3): 915-944.
- Davis, G. F. 1991. Agent without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative Science Quarterly* 36(4): 583-613.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70(2): 193-225.
- Foster, A. D., and M. R. Rosenzweig. 1995. Learning by doing and learning from others: Human capital and technical change in agriculture. *Journal of Political Economy* 103(6): 1176-1209.
- Fracassi, C. 2017. Corporate finance policies and social networks. *Management Science* 63(8): 2397-2771.
- Geiger, M. A., and D. S. North. 2006. Does hiring a new CFO change things? An investigation of

- changes in discretionary accruals. *The Accounting Review* 81(4): 781-809.
- Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian. 2009. Opaque financial reports,  $R^2$ , and crash risk. *Journal of Financial Economics* 94(1): 67-86.
- Jin, L., and S. Myers. 2006.  $R^2$  around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics* 79(2): 257-292.
- Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang. 2011. CEO versus CFO: Equity incentives and crashes. *Journal of Financial Economics* 101(3): 713-730.
- Leone, A. J., and M. Liu. 2010. Accounting irregularities and executive turnover in founder-managed firms. *The Accounting Review* 85(1): 287-314.
- Li, C., L. Sun, and M. Ettredge. 2010. Financial executive qualifications, financial executive turnover, and adverse SOX 404 opinions. *Journal of Accounting and Economics* 50(1): 93-110.
- Mian, S. 2001. On the choice and replacement of Chief Financial Officers. *Journal of Financial Economics* 60(1): 143-175.
- Qian, Y., and J. Stiglitz. 1996. Institutional innovations and the role of learning government in transition economies: The case of Guangdong Province of China. In McMillan, J., and B. Naughton. *Reforming Asian socialism: The growth of market institutions*. Ann Arbor, MI: University of Michigan Press.
- Richardson, S. 2006. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies* 11: 159-189.
- Shue, K. 2013. Executive networks and firm policies: Evidence from the random assignment of MBA peers. *Review of Financial Studies* 26(6): 1401-1442.
- Xu, C. 2011. The fundamental institutions of China's reforms and development. *Journal of Economic Literature* 49(4): 1076-1151.
- Xu, N., X. Li, Q. Yuan, and K. C. Chan. 2014. Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance* 25: 419-434.

## **Learning by Doing: Rotation of Chief Accountants and Market Value Stability of State-Owned Enterprises**

*Jian Chu, and Qinglin Liang*

(School of Business, Nanjing University, Nanjing Jiangsu 210093, China)

**Abstract:** The leadership rotation system plays an important role in promoting economic construction and state governance. Learning by doing has been considered as a main influence mechanism in theory, but there is no systematic and consistent evidence for this. Focusing on the rotation system of chief accountants promoted by the

SASAC in recent years, this paper examines the governance effect and influence mechanism of the rotation of chief accountants on the market value stability of SOEs from the micro level. It is found that the rotation of chief accountants can reduce stock price crash risk of SOEs, and this governance effect is more significant when the information asymmetry and principal-agent conflict in SOEs are more serious. The mechanism tests indicate that the rotation of chief accountants has a governance effect on SOEs not by improving their independence in performing duties but by promoting their learning by doing. The more frequencies and years of rotation experienced by chief accountants, the stronger the above governance effect. The more serious the information asymmetry and principal-agent problem of the new SOEs before chief accountants take office compared with their original SOEs, the stronger the above governance effect on information environment, agency cost, and stock price crash risk of new SOEs. Further analyses show that the alternative explanation of incentive change caused by the rotation is not established. The market mechanism of the capital market also has a substitution effect on the above governance effect. In conclusion, the rotation system of chief accountants helps to cultivate the human capital of chief accountants, strengthen the governance of SOEs, and maintain the market value stability of SOEs.

**Key words:** rotation of chief accountants; learning by doing; market value stability of SOEs; governance of SOEs

**JEL:** G14; G34; L32; M41