

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响研究

研究生姓名: 金波

指导教师姓名、职称: 李希富 教授

学科、专业名称: 会计学

研究方向: 财务会计理论与方法

提交日期: 2023.06.19

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 金波 签字日期： 2023.6.11

导师签名： 李军 签字日期： 2023.6.13

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 金波 签字日期： 2023.6.11

导师签名： 李军 签字日期： 2023.6.13

Research on the influence of CFO's multi-career background on enterprise investment efficiency

Candidate: Jin Bo

Supervisor: Li Xifu

摘 要

投资是企业实现利润增长、竞争力提升、市场份额扩大的一个重要方式，但是投资效率却有高有低，甚至是有正有负。投资效率不仅影响着一个企业的生死存亡，更关乎到整个社会经济的运转效率。影响投资效率的原因是错综复杂的，所以很多学者致力于研究其影响因素以便提高企业投资效率。目前，市场对人才的需求往往偏向具有复合型 and 综合型背景的人才。因此，本文以 CFO 的多职业背景为研究切入点，探讨其对投资效率的影响。虽然对高管背景特征的研究已经相当多，但关于 CFO 背景特征与企业投资效率关系的研究相对较少。因此，对于 CFO 背景特征可能影响企业投资效率的具体情况，仍然没有充分考虑。根据本文的分析，CFO 多职业背景可能会对公司的投资效率产生影响。

本文以 2010—2019 年中国 A 股上市公司数据为研究样本，实证分析了 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响。除此之外还分别研究了 CFO 多职业背景在影响投资不足和过度投资方面可能存在的中介作用。最终研究结果如下：（1）CFO 多职业背景显著提高了公司的投资效率；（2）CFO 多职业背景通过缓解公司的融资约束来降低投资不足的程度；（3）CFO 多职业背景通过降低自身过度自信程度来抑制过度投资的行为。本文的研究结果证实了具有多职业背景的 CFO 在企业投资决策中发挥的独特作用，这对于企业提高投资效率、完善 CFO 制度、制定合理的人才选拔和人才聘任标准具有一定的参考价值。

关键词：CFO 多职业背景 投资效率 融资约束 过度自信

Abstract

Investment is an important way for companies to achieve profit growth, competitiveness and market share expansion, but investment efficiency can vary from high to low, and even from positive to negative. As such, investment efficiency represents a paramount factor in determining the survival and flourishing of not just a singular company, but rather the entire social economy itself. It's a multifaceted issue, to say the least, so innumerable scholars have dedicated themselves to comprehensively examining the plethora of factors that may influence it, all in the hopes of ultimately improving corporate investment efficiency. In the current climate, the demand for personnel tends to lean towards those who possess a complex and multifarious array of talents and skillsets. Thus, this article takes as its focal point the heterogeneous and all-encompassing backgrounds of CFOs, in order to delve deeper into the potential influence they may have on the overall efficiency of investment. There has been copious research conducted on the characteristics of executives, yet relatively little attention has been devoted to the correlation between CFO background characteristics and corporate investment efficiency. As a result, the distinct contexts in which CFO background characteristics might impact investment efficiency are still somewhat lacking in full consideration.

Through empirical analysis utilizing data gleaned from Chinese A-share listed companies spanning the period of 2010-2019, this article examines the impact of CFO multi-career background on corporate investment efficiency. Furthermore, it also investigates the potential mediating role of

CFO multi-career background in influencing underinvestment and overinvestment, respectively. Ultimately, the findings of this study reveal several key takeaways: firstly, CFO multi-career backgrounds substantially increase investment efficiency; secondly, CFO multi-career backgrounds mitigate underinvestment by alleviating financing constraints; finally, CFO multi-career backgrounds discourage overinvestment by reducing the CFO's own levels of overconfidence. As such, the conclusions of this study corroborate the unique and influential role that CFOs with multi-career backgrounds can play in shaping and guiding corporate investment decisions. These findings possess significant value for enterprises looking to improve their investment efficiency, better develop their CFO system, and establish more reasonable criteria for the selection and appointment of talent.

Keywords : CFO's multi-career background; Investment efficiency; Financing constraints; Overconfidence

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	1
1.2 研究内容与研究框架	2
1.2.1 研究内容	2
1.2.2 研究框架	3
1.3 研究方法	4
1.4 本文创新点	5
2 文献综述	6
2.1 CFO 特征的相关研究	6
2.1.1 CFO 特征的经济后果相关研究	6
2.1.2 CFO 与企业投资效率的相关研究	8
2.2 企业投资效率影响因素相关研究	8
2.2.1 基于不同视角企业投资效率的影响因素研究	8
2.2.2 基于高管特征的企业投资效率影响因素研究	13
2.3 文献述评	15
3 理论基础与研究假设	17
3.1 理论基础	17
3.1.1 高阶梯队理论	17
3.1.2 烙印理论	18
3.1.3 委托代理理论	18
3.2 研究假设	19
3.2.1 CFO 多职业背景与企业投资效率	20

3.2.2 融资约束的中介效应.....	21
3.2.3 过度自信的中介效应.....	22
4 研究设计.....	24
4.1 样本选择和数据来源.....	24
4.2 变量的定义及测量.....	24
4.2.1 被解释变量.....	24
4.2.2 解释变量.....	24
4.2.3 中介变量.....	25
4.2.4 控制变量.....	25
4.3 模型设定.....	26
4.3.1 CFO 多职业背景与企业投资效率.....	26
4.3.2 融资约束的中介作用.....	27
4.3.3 过度自信的中介作用.....	27
5 实证检验与结果分析.....	28
5.1 描述性统计分析.....	28
5.2 变量相关性分析.....	29
5.3 多元回归分析.....	29
5.3.1 CFO 多职业背景与企业投资效率.....	29
5.3.2 融资约束的中介作用.....	30
5.3.3 过度自信的中介作用.....	32
5.4 稳健性检验.....	33
5.4.1 改变被解释变量的测量方法.....	33
5.4.2 滞后一期.....	35
5.4.3 倾向得分匹配法.....	37
6 研究结论与政策建议.....	40
6.1 研究结论.....	40

6.2 政策建议	41
6.2.1 推动企业 CFO 制度建设以及提高 CFO 地位.....	41
6.2.2 完善企业 CFO 选拔制度.....	41
6.2.3 提升企业投资效率的对策建议.....	42
参考文献	43
后记	52

1 绪论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

投资效率是衡量企业资源配置有效性的重要指标，它直接关系到企业的利润创造和竞争力的提升。在全球化的大背景下企业所处的经济环境变得日益复杂，企业遭遇的竞争压力以及生存压力也變得越来越大，所以合理利用企业现有资源进行更高效的投资是企业实现可持续发展的关键所在。因此，对投资效率的研究具有重要的理论意义与实践意义。

两权分离使得企业的高层管理者有权利分配企业所拥有的资源，同时管理者能力水平的高低决定着资源分配效率的高低，所以企业高层管理者如何影响企业行为是学者们一直重点关注的话题。Hambrick 和 Mason 在 1984 年首次提出高阶梯队理论，这一理论的诞生促进了高管特征与企业行为相关研究领域的发展。该理论认为，高管背景的错综复杂对公司的决策、战略方向和发展理念产生了深刻的影响。深入研究，可以发现高层领导的这些基本特征会产生不同的观点和价值体系，最后渗透到企业战略决策的选择中。因此，要解析一个公司内部运作的纷繁复杂机制，就必须深入洞察其管理团队的高层。大量学者从高管背景特征的各个要素出发探讨其对企业行为的不同影响。

在现有的研究中，学者们已经关注到了企业高层管理团队的多样性对企业绩效的影响，然而，对于 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响研究却相对较少。本文从 CFO 多职业背景这一视角切入，研究其对企业投资效率的影响，并探究其中的传导机制，为企业选拔和培养具备多元化背景 CFO 提供理论依据和实践建议。

1.1.2 研究意义

本文研究了 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响，在此基础上分析了融资约束是 CFO 多职业背景影响投资不足的中介作用，以及过度自信是 CFO 多职业背景影响投资过度的中介作用。关于 CFO 职业经历多元化相关话题的研究目前还较少，本

研究填补了职业经历多元化的 CFO 如何影响企业投资效率这一空白领域，为之后的研究奠定了基础，在理论与现实两个方面具有一定的意义。具体如下：

（1）理论意义

第一，拓展研究视角：本研究从 CFO 多职业背景出发，将研究焦点聚焦于企业核心决策层，拓展了高层管理团队多样性研究的领域。这有助于更深入地理解多职业背景在企业投资决策中的作用，丰富现有研究成果。

第二，丰富理论体系：本研究深入剖析了 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响机制，并分两条路径分别研究 CFO 多职业背景对投资不足以及投资过度的不同影响机制，为相关领域理论的发展提供了新的思路和启示。

第三，揭示作用差异：本研究分别从 CFO 多职业背景对投资不足的影响和 CFO 多职业背景对投资过度的影响这两条路径进行了探究，有助于揭示 CFO 多职业背景在不同情景下的作用机制，为后续的研究提供了丰富的研究视角。

（2）现实意义

第一，选拔与培养指导：本研究揭示了 CFO 多职业背景与企业投资效率的关系，有助于企业认识到 CFO 多元化背景的重要性。企业可以根据研究结果，在选拔和培养 CFO 方面做出更明智的决策，提高企业投资效率。

第二，投资决策优化：本研究为企业投资决策提供了有益启示。企业可借鉴研究成果，优化投资决策流程，注意企业面临的融资约束状况以及重视高层管理人员的心理素质，从而提升投资效率，实现可持续发展。

第三，人才战略参考：本研究为企业制定人才发展战略提供了有价值的参考。企业可根据研究发现，加强对 CFO 多职业背景的重视，制定相应的培训和发展计划，提升 CFO 的综合素质，从而为企业的投资决策提供有力支持。

1.2 研究内容与研究框架

1.2.1 研究内容

本文基于高阶梯队理论、烙印理论和委托代理理论，探讨了 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响，并分析了融资约束与过度自信在影响过程中起到的中介作用。

经过梳理已有的相关文献并结合理论分析提出本文的研究假设，为确保得到结果的稳健性进行了检验。研究表明：CFO 多职业背景能明显降低企业的非效率投资行为，并且在进一步的研究中发现 CFO 多职业背景可以降低企业的融资约束程度，然后缓解投资不足，而且 CFO 多职业背景可以降低 CFO 过度自信的程度，进而可以抑制企业的投资过度。换言之，融资约束与过度自信在 CFO 多职业背景与投资效率之间起传导作用。研究结论丰富了 CFO 个人特征与企业投资效率的相关研究内容，提供了一个新的研究视角。

1.2.2 研究框架

首先在绪论部分介绍了研究背景，提出本文研究的问题，并指出本文研究的意义所在和可能存在的创新之处。其次，在文献梳理与总结的基础上发现现有研究存在的空白之处以及再次确定本文要研究的话题和意义所在。然后依据现有理论，通过理论分析提出本文的假设。之后，通过多元回归结果分析检验本文的假设，即 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响，以及融资约束和过度自信在二者之间的中介效应。同时，对实证结果进行稳健性检验。最后根据研究结论给出相应的政策建议。图 1.1 为本文研究框架图。

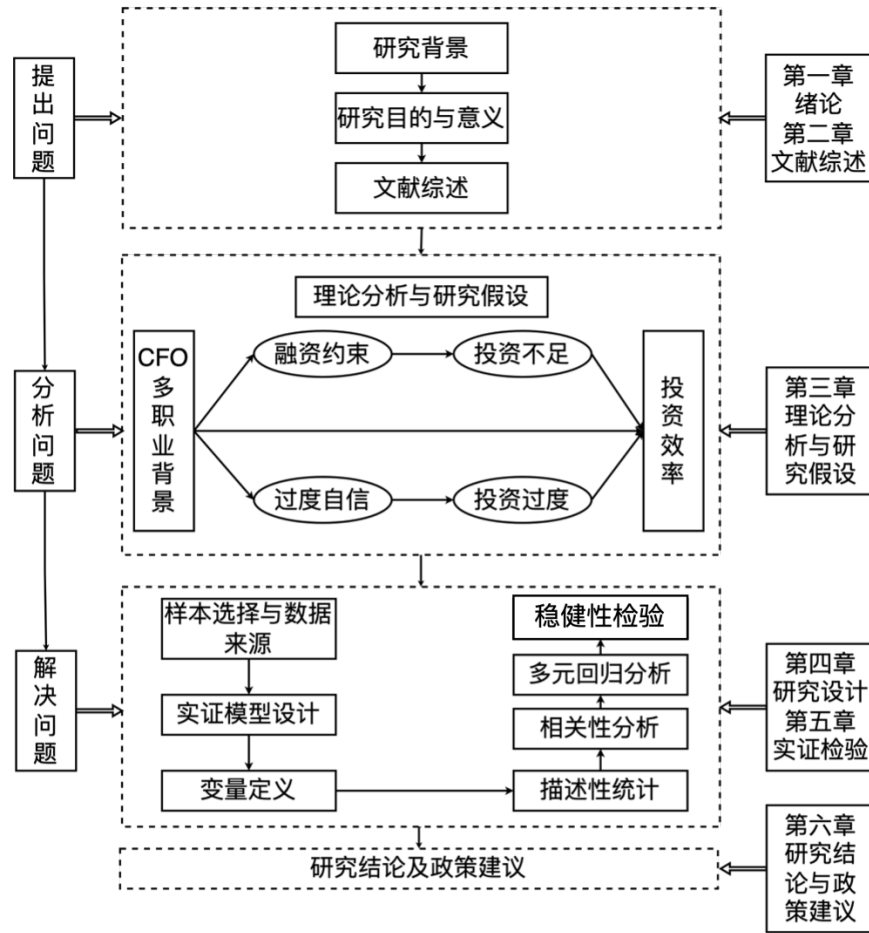


图 1.1 研究框架

1.3 研究方法

本文使用的研究方法包括文献分析法和实证研究法。具体如下：

(1) 文献分析法。立足于本文要研究的问题，查阅了与 CFO 多职业背景和投资效率相关的文献资料，并对文献进行梳理和总结归纳，在这个基础上发现可能存在的研究空白。然后依据高阶梯队理论、烙印理论以及委托代理理论进行分析。基于以上分析提出 CFO 多职业背景会提高企业投资效率的研究假设。

(2) 实证研究法。搜集本文研究相关的数据，利用 Excel 软件对数据进行筛选与整理，然后使用 stata15.0 软件对处理后的数据进行描述性统计与相关性分析，并依据理论模型做了多元回归分析、稳健性检验。

1.4 本文创新点

(1) 研究内容的创新。本文探讨了 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响，强调了 CFO 个人特质在公司治理中所发挥的作用，证实了具有多职业背景的 CFO 提高了企业的投资效率，并且融资约束与过度自信在 CFO 多职业背景对投资不足与投资过度的影响中起到了传导作用。

(2) 研究视角的创新。本文以 CFO 多职业背景这一个人特质为切入点，探讨了 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响，并在此基础上分析证实了二者之间存在的传导机制。在丰富了相关研究的基础上也为今后的研究提供了新的视角。

2 文献综述

2.1 CFO 特征的相关研究

2.1.1 CFO 特征的经济后果相关研究

CFO 特征指 CFO 的性别、年龄、薪酬、学历等，已有研究表明，CFO 特征的不同会致使企业财务表现与决策选择有所差异，这一领域的研究也备受相关学者的青睐。性别的对立一直以来是一个研究的热点，所以很多学者从这一角度出发做了大量的相关研究。Finkelstein 等（1992）研究发现 CFO 性别不同会对公司财务报告决策产生不同的影响，研究表明女性 CFO 在公司业绩的报告上会比男性 CFO 更加保守，且能对风险进行更好的规避。Barua 等（2010）研究了 CFO 性别对公司应计项目的不同影响，发现 CFO 是女性的公司比 CFO 是男性的公司具有更低的应计估计误差。Huang 和 Kisgen（2013）分析了男性 CFO 与女性 CFO 对企业债务以及投资决策的不同影响。研究发现与男性 CFO 相比，当企业 CFO 为女性时会进行更少的收购活动，并且会减少企业债务融资的数量与频率；而男性 CFO 会更高的估计企业的收益并推迟股票期权的行使。Liao 等（2019）研究了 CFO 性别与会计舞弊的关系，结果显示 CFO 为女性的企业进行会计舞弊的可能性显著降低。在企业财务决策中，女性 CFO 表现的更为保守、谨慎，而男性 CFO 则更加激进与大胆，所以相较于男性 CFO，女性 CFO 可以更好地规避企业的财务风险。

除此之外，还有不少学者从 CFO 自恋和 CFO 薪酬等角度进行了分析探讨。Broussard 等（2004）探讨了 CFO 的薪酬差距对企业现金流敏感性和投资效率的影响，结果表明当 CFO 的薪酬差距越大时 CFO 道德风险发生的可能性越低，从而正向影响企业的投资效率。Aier 等（2005）探讨了高管的职业经历与企业会计差错的关系，研究结果表明当 CFO 有过财务工作经历、审计工作经历或者拥有工商管理专业的学习经历后，其所在公司的会计差错会显著降低。Indiejikian 和 Mateika（2009）实证检验了 CFO 的薪酬差距对企业盈余管理的影响，结果表明在 CFO 能制定薪酬激励方案的情况下，CFO 会为了提高自己的薪酬而操纵财务报告。Zang 和 Liu（2010）研究了 CFO 特征变量与会计信息质量之间的关系，结果表明 CFO 性别、

会计师职称、CPA 资格、学历、股权持有量都会正向影响会计信息质量，而 CFO 年龄和是否担任董事与会计信息质量负相关。Ham 等（2017）探讨了 CFO 自恋程度对企业盈余管理与会计差错的影响，研究结果显示自恋程度高的 CFO 会更少的进行盈余管理，并且可以减少企业会计差错，但是会降低企业对亏损确认的及时性和企业内部控制。Mobbs（2018）探讨了 CFO 在董事会中的职权与企业治理之间的关系，研究显示当 CFO 成为董事会成员后，企业的现金持有量会趋于最佳持有量，并且会优化企业的资本结构。Florackis 和 Sainani（2018）探讨了 CFO 话语权对企业现金持有水平的影响，研究表明当 CFO 拥有更高话语权时会降低企业现金持有水平。

CFO 特征的经济后果相关研究同样也是我国研究学者重点关注的话题。高管薪酬差距一直以来都是一个备受争议的话题，杜胜利和周琪（2009）用净资产收益率 ROE 表示企业业绩，探讨了 CFO 税前薪酬对企业业绩的影响，研究结果表明 CFO 税前薪酬与企业会计业绩指标成正相关关系。毛洪涛和沈鹏（2009）探讨了 CFO 薪酬与盈余质量的相关性，研究发现 CFO 薪酬与盈余呈显著正相关，盈余中的非经常性损益与经常性损益可以被 CFO 薪酬激励契约显著区分。苏文兵等（2010）实证研究了 CFO 变更对盈余管理的影响，CFO 变更后一年企业的盈余管理程度明显高于 CFO 变更当年；进一步研究发现 CEO 变更前一年企业的盈余管理程度高于 CFO 与 CEO 都未变更前一年的盈余管理程度。王霞等（2011）以财务重述公司为样本，研究了当 CFO 是注册会计师时对企业会计信息质量的影响，研究表明当 CFO 拥有注册会计师证书时会提高企业会计信息质量，并且当 CFO 为女性时提高的程度越高。CFO 性别不同也会影响到企业股价崩盘的分险，有研究发现相比于女性 CFO，男性 CFO 更容易造成企业股价崩盘，且不利于资本市场的稳定（李小荣和刘行，2012）。企业业绩预告披露的精确度不仅在一定能力上可以反应 CFO 的能力，还可以透露出潜在的动机想法。当 CFO 年纪越大、学历越高时企业业绩预告披露的精确度越高，但是当 CFO 会计职称越高或者有过财务工作经历后反而会降低企业业绩预告披露的精确度（任汝娟和卢呈，2014）。高管的薪酬激励会影响到企业盈余操作的行为，尤谊等（2016）探讨了 CEO 股权激励与 CFO 股权激励对盈余操作的不同影响，发现高管的股权激励越高越会导致高管进行盈余操作，并且当 CEO 与 CFO 股权激励的差距越大时，盈余操作也会变得越严重。女性 CFO 由于其风险规避的偏好会对企业的融资

行为选择更为谨慎的态度，相比于外源融资女性 CFO 更偏向于风险较小的内源融资，并且通过减少短期借款来提高企业抵抗财务风险的能力（张爱民等，2016）。彭情和郑宇新（2018）研究了 CFO 兼任董秘是否会对股价崩盘风险产生影响，研究表明 CFO 兼任董秘会降低股价崩盘的风险，并且 CFO 任职董秘年限的长度与性别为男性会正向调节这一效应。

2.1. 2CFO 与企业投资效率的相关研究

目前已有 CFO 个人异质性对企业投资效率影响的相关研究，主要是从 CFO 权利、CFO 财务执行力等相关角度进行分析，而关于 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响相关研究则寥寥无几。Jian 和 Lee（2011）分析了 CFO 为董事会成员对投资效率的影响，研究发现 CFO 成为董事会成员会提高企业的投资效率，特别是在过度投资方面起到显著的抑制作用。CFO 进入董事会可以提高其财务执行能力，当 CFO 财务执行能力提高后可以有效减少企业过度投资的行为，除此之外还会降低上市公司过度投资—债务期限错位之间的敏感性（向锐，2015）。此外，CFO 的财务执行能力可以对投资效率与企业市场价值二者的关系起到调节作用，企业的投资效率越高，其市场价值便会水涨船高，而 CFO 的财务执行能力可以正向调节二者的关系（申瑞芳，2017）。上市企业财务总监的地位会影响到其股价崩盘的风险，研究发现财务总监地位与股价崩盘风险负相关，即财务总监地位越高，企业股价崩盘的风险也就越低，而当财务总监的地位下降时会增加企业股价崩盘的风险，并且这种情况只会在民营企业中存在，进一步研究发现，投资效率与研发投入强度在这二者之间起到中介作用（将德权等，2018）。

2.2 企业投资效率影响因素相关研究

2.2.1 基于不同视角企业投资效率的影响因素研究

投资效率的高低影响到企业发展的好坏，甚至影响到整个社会经济健康的健康发展与否。国外学者一直在探究影响企业投资效率的因素。起初学者们对于影响企业投资效率的影响因素主要集中在公司层面，但是通过相关研究后发现影响企业投资的

因素不仅仅只是来自于其自身，还有企业外部的因素也会干扰企业的投资效率。当企业外部的投资环境适宜且有较好的投资机会时企业才会考虑投资，否则企业并不会进行投资（Tobin, 1969）。然而即使企业外部环境与企业内部情况都适合投资，且有较好的投资机会，企业的投资效率也不一定就会达到理想的状态，而是会出现投资不足或者投资过度的情况（Myers 和 Mailuf, 1984; Jensen, 1986）。Stulz（1990）分析了影响企业投资效率达不到最优水平的原因，发现委托代理问题和信息不对称是造成企业投资效率达不到最优水平的重要原因之一。

当前，许多学者从信息不对称和代理角度出发，对企业投资效率的影响因素进行了深入的研究。企业财务报告的质量会影响到企业的投资效率，财务报告质量越低，企业非效率投资的行为就会越多（Biddle 和 Hilary, 2006; Biddle, 2009）。其中，非效率投资中的过度投资会受到盈余操作的影响，盈余操作越严重企业过度投资也越严重（Mcnichols 和 Stubben, 2008）。而且企业财务报告的质量与企业股价中包含的企业特质信息量成正相关（Wurgler, 2000; Durven, 2004）。因此，企业在提高财务报告质量的同时，应加强对股价信息的披露，以提高投资效率，避免过度投资。

此外，现有文献还着眼于从公司高管特征和企业融资的角度对其进行探究。最近的研究发现，高管人员的性别会在企业投资决策中产生重要影响，特别是在考虑现金流时，女性高管相较于男性高管，反应要小得多，这与他们的性别特征密切相关（Peng 和 Wei, 2006）。此外，企业的投资效率也会受到资本市场发展的影响，与内源性融资相比，外源性融资的边际成本更高，外源性融资较多的企业其投资决策对投资机会的反应敏感性会变低，从而进一步降低投资效率（Hennessy 等，2007）。

针对影响投资效率的因素，我国学者一直致力于深入研究。据已有研究显示，不同的治理结构、政府干预、法制建设、金融发展水平等因素均会对企业的投资效率产生重要影响。其中监督制度的完善与否与运行效果会影响到企业投资效率的高低，独立董事的治理作用越好，企业的投资效率就会越高（陈运森和谢德仁，2011）；提高独立董事的比例会提升独立董事的治理作用，在民营控股的上市企业中，企业的投资效率与独立董事的比例成正相关，但是这种关系在国有控制的上市

企业中不明显（程柯等，2012）。进一步分析发现，上市企业独立董事的女性占比越高、年龄越大时会明显抑制企业过度投资的行为，相应地投资效率也会提高，与之相反的是独立董事中有过财务专业背景的比例越高，企业投资不足的程度会明显下降，企业投资效率也会变高（郑立东等，2013）。但是异地独立董事则会出现“监督无效”的情况，反而会因为起不到监督的作用而导致企业过度投资加重。董事会治理与独立董事治理有相似之处。一般而言，董事会规模即董事会成员人数越大，董事会的治理效果也会越好，董事的薪酬也会增加其治理的积极性，这些都会对企业的投资效率造成积极的影响，比如会减少企业过度投资的行为（杨继伟和庞瑞博，2016）。此外，李翻翻和张长海（2016）的研究则表明，D&O 保险能够显著改善企业的投资不足问题，尤其在国有企业中更为明显。

大量文献已经深入探讨了来自外部环境的影响，如机构投资者、分析师关注、异质型机构投资者和投资者情绪等。非效率投资中的投资不足情况最容易受到融资约束的影响，而机构投资者则恰恰可以缓解企业融资约束的情况。当企业的投资有来自于机构投资者投资的部分，企业内部的两种代理成本都会有所下降，企业的融资约束也会随之得到一定程度的缓解，同时也会减少企业非效率投资行为，不管是投资不足还是投资过度都会有所改善（陈明利和伍旭川，2017）。机构投资者按面对压力时的表现可以分为压力抵制型和压力敏感型，其中压力抵制型机构投资者对提高企业投资效率有较好的表现，而压力敏感型则没有明显的改善效果（汪佩霞和贾敬全，2019）。相应的，机构投资者按其独立型可以分为独立性机构投资者和非独立性机构投资者，两种类型的机构投资者对政府补助对投资效率的影响关系中表现出不同的调节作用。具体而言，独立性机构投资者会正向提高政府补助对投资效率的提升作用，而非独立性机构投资者则会表现出相反的调节作用（刘进等，2019）。能影响企业投资效率最直接的因素便是管理层，企业管理层权力越大越会制约企业的投资效率，但是分析师关注会缓解这一困境（戴书松和秦裕玮，2019）。

有部分学者从产权性质和内部控制的角度出发探讨企业投资效率的影响因素。企业家自身能力如战略眼光、技术经验、社会资源等是影响企业投资效率的直接因素，但是并不是企业家能力越高企业的投资效率就会越高。研究发现企业家能力越强越偏向于过度投资，但这种现象只在国有控股企业中存在而民营控股企业中则不

存在（张会丽等 2014）。蒋德权等（2016）研究了高官连锁网络与企业投资效率之间的关系，结果表明高管网络规模与企业投资效率正相关，并且产权性质与政治联系在其中起到调节作用。林丽（2015）分析了不同产权性质下分析师跟踪对企业投资效率的影响，研究发现分析师跟踪会加剧国有控股企业投资过度的程度，而对于民营控股企业则会加剧投资不足的程度。宏观环境是影响企业投资效率的一个重要外部因素，宏观环境包括经济环境、货币政策与信贷政策等，由于宏观环境的波动性，所以我国企业普遍存在非效率投资的情况，而且投资不足与投资过度兼有，其中投资不足的企业数量多于投资过度的企业数量。研究发现投资过度主要存在于国有控股企业，而投资不足则主要存在于民营控股企业。研究还发现宏观环境对企业投资效率有正向促进作用（佟爱琴和马星洁，2013）。翟胜宝等（2015）基于产权性质的视角分析了环境不确定性对投资效率的影响，发现环境不确定性与投资效率存在显著的负相关关系，环境不确定情况下国有企业投资过度行为较投资不足行为更为严重，而在非国有企业中则更多的表现为投资不足行为。内部控制是企业进行自我管理的一种方式，良好的内部控制有利于企业的良性成长。当企业内部控制的质量较高时可以降低企业的现金流量从而提高企业的投资效率，进一步研究发现相较于国有企业和中央企业，非国有企业和地方国有企业高质量内部控制更有利于提高企业投资效率（王治等，2015）。内部控制主要通过抑制管理层过度投资的行为来提高企业投资效率，而且制度环境会正向促进上述二者的相关性（陈红等，2018）。

除此之外，影响企业投资效率的因素还有很多，学者们从不同视角对企业投资效率的影响因素进行了分析和研究。国有控股企业与民营控股企业因企业产权控制最终控制方的性质有所差异，所以两者在获取信息的渠道以及信息的质量等方面也有所不同，而且受到的制度约束也有所出入。国有控股企业因股东的虚化导致实际代理人更容易发生道德分险问题，代理人可能会为了私利而进行盲目投资造成投资过度的现象，而民营控股企业更多的会因为没有政府关系而面临融资难、融资贵的困境，所以会因为资金不充裕而投资不足（肖珉等，2014）。会计稳健性要求企业不能高估收入同时不能低估成本和费用，在企业的投资决策会造成抑制投资过度但是会加剧投资不足的现象，进一步发现这种关系在国有企业中更为显著，而在非国

有企业中则不显著（李瑛和杨蕾（2014））。政府补助是资源再分配的一种方式，企业获得政府补助会有更多的机会去选择投资，但是这并不一定会提高企业的投资效率。在市场化程度高的地区，政策、法律与监督体系也较为完善，企业不会迫于政府目标的压力而进行非效率投资，政府补助更容易发挥它最初的作用，帮助那些因资金短缺而放弃投资机会的企业；在市场化程度低的地区，政府补助容易偏离其最初的意图，企业因政府补助反而会出现投资过度的情况（李刚等，2017）。企业进行投资的先决条件是现金持有量，研究发现当企业存在投资不足时，增加现金持有量会在一定程度上缓解投资不足的程度，但是当现金持有量超过一定界限时会加剧企业过度投资的行为。在考虑到产权性质的情况下，上述现象相较于国有企业更容易出现于非国有企业（张超林和杨竹清，2018）。资产减值准备计提会影响到企业会计稳健性，研究发现资产减值准备的计提会减少企业过度投资的行为，但是会加剧企业投资不足的行为，并且研究发现资产减值准备计提对企业投资效率的影响在非国有企业中更加显著（周映红，2017）。任曙明（2019）选择海外并购这一角度分析其是否会对企业投资效率产生影响，结果发现海外并购会造成企业非效率投资加剧，主要表现在会造成更多的过度投资行为。从短期来看海外并购会对非国有企业的投资效率产生负面影响，但是从长期来看，海外并购却有利于非国有企业的投资效率。而对于国有企业来说，不管是从短期来看还是从长期来看，海外并购对国有企业的投资效率都会造成负面影响。修国义等（2019）分析了企业投资效率是否会受到信息披露质量的影响，结果表明当不区分企业生命周期时，高质量的信息披露会显著提高企业的投资效率，而在考虑区分企业生命周期的情况下，当企业处于成长期和成熟期时高质量的信息披露依然会提高企业的投资效率，但当企业处于衰退期时高质量的信息披露只会缓解企业投资不足的程度，而投资过度并不会受到高质量信息披露的影响。企业非控股股东的积极参与可以在一定程度上提高企业的治理水平，而企业治理水平的提高有利于投资效率的提升（张银灵，2019）。理想状态下影响企业投资效率的因素应该只是投资机会，但是现实条件下代理问题会影响到企业投资效率，表现为第一类代理成本越高，企业的非效率投资程度也会越高，而且环境越不稳定，前者对后者的影响越大（彭若弘和于文超，2019）。

2.2.2 基于高管特征的企业投资效率影响因素研究

很多学者基于高阶梯队理论探讨高管特征这一重要因素对企业投资效率的影响。高管政治关联可以使企业获得更多的投资机会以及充足的投资资本，但是在不同产权性质下，高管政治关联对投资效率会产生不同的影响，在国有控股企业中，高管政治关联会加剧企业过度投资，会降低投资效率；而在民营控股企业中，高管政治关联会缓解企业投资不足提高投资效率（黄连琴和主富峰，2015）。企业在整个生命周期内，不同阶段的投资效率会表现出不通，总体来说投资过度的变化是先下降后上升，而投资不足则是一直下降。在企业的成长阶段总经理两职兼任、总经理持股会加剧企业过度投资；而在企业的成熟阶段，总经理的任职时间会缓解企业过度投资，但同时总经理两职兼任、总经理持股会加重投资不足（谢佩洪和汪春霞，2017）。董事高管责任保险与薪酬激励一样，可以对董事与高管起到激励作用，减轻他们风险规避的偏好，研究发现董事高管责任保险可利用其合同条款起到激励作用和监督作用，通过缓解代理冲突对企业投资效率产生正向促进作用（彭韶兵等，2018）。声誉是高管职业生涯发展的基础，较高的外部薪酬差距是高管职业生涯声誉的外在表现，高管不管是为了获取高额的薪酬还是维护自身职业生涯的声誉，都会小心谨慎的对待投资决策，研究发现高管外部薪酬差距越大越有可能减少过度投资行为，进一步研究发现高管社会网络嵌入水平对二者关系有正向调节作用（韦畅，2017）。适度的高管权力有利于企业投资效率的提高，过度的高管权力会致使更多的非效率投资，而当高管权力过低时，则不会对企业投资效率产生影响（袁蓉，2017）。陈菡（2018）探讨了不同货币政策下管理者分险偏好差异对企业投资效率产生的不同影响。结果表明高分险偏好的管理会降低企业的投资效率。现金股利的发放会影响到管理层权力对投资效率的影响，较大的管理层权力可以控制现金股利的利息以及是否发放，现金股利的方法会减少过度投资行为，但是会加剧投资不足的问题（王茂林等，2014）。刘美玉和姜磊（2019）从高管激励的视角出发研究了高管内部薪酬差距和股权激励这两种方式对企业投资效率造成的不同影响，结果显示高管内部薪酬差距可以提高企业的投资效率，同时发现股权激励同样可以提高企业的投资效率；进一步研究发现股权激励对高管内部薪酬对投资效率的提升效果具

有抑制作用。池国华等（2017）从产权性质和高管政治背景出发研究分析了高管腐败对企业投资效率的影响，结果表明高管腐败会降低企业的投资效率；在此基础上研究发现，国有控股企业比民营控股企业高管腐败行为对企业投资效率的影响更为显著；当高管具有政治背景时，高管腐败行为对企业投资效率的影响也更为显著。

此外还有大量学者基于高管背景特征、高管行为和高管心理维度等不同视角探究其对企业投资效率的影响。高管的海外经历（学习和工作）、年龄、任期时长等不同，会使其在企业投资决策方面有不同的表现。企业的投资效率会受到高管海外背景的影响，研究发现具有海外背景的高管可以正向提高企业的投资效率；并且发现高管海外背景对投资效率的提高表现在抑制企业过度投资行为，但是对投资不足并没有明显改善；在考虑到企业产权性质之后，发现具有海外背景的高管在中央国有企业要比在地方国有企业和民营企业对投资效率的提升作用更为显著（代昀昊和孔东民，2017）。高管团队的平均年龄越大，拥有的工作经验也会越丰富，所以高管团队平均年龄越大企业投资过度与投资不足的情况也会越少（卢馨等，2017）。胡国柳和周遂（2012）探讨分析了政治关联、过度自信和非效率投资三者之间的关系，研究发现当管理者在政府部门有过工作经历时比起担任人大代表和政协委员更能产生过度自信的心理，并且当管理者因政治关联引起的过度自信更可能造成过度投资行为，同时也会缓解企业的投资不足。苑泽明等（2018）研究分析了管理者过度自信、分析师跟踪和非效率投资三者之间的关系，研究发现管理者过度自信与企业非效率投资正相关，管理者过度自信会加重企业投资不足和投资过度的程度；进一步发现，分析师跟踪可以缓解管理者过度自信对非效率投资的影响效果，并且当企业 CEO 为男性时分析师跟踪对二者关系的负向调节效果更为显著。

两权分离剥离了股东的管理权，这样虽然对企业的投资决策不会产生直接的干预，但是影响还是依然存在。拥有 EMBA 背景的董事长会拓展其社会网络、丰富其社会资源，有研究表明拥有 EMBA 背景的董事长可以通过其社会网络资源明显缓解企业的投资不足，但是同时企业过度投资的行为会有所增加；进一步发现当企业董事长拥有“名校”EMBA 背景时，对企业的投资不足和投资过度都有抑制作用（余威等，2014）。企业公司章程中包含自治型条款可以有效限制董事会的权力，有研究发现董事会对外投资限制的设置在一定范围内有作用，具体而言就是当降低董事

会对外投资权限时会抑制企业过度投资的行为（柳建华等，2015）。徐明亮和袁天荣（2018）研究分析了交错董事会条款、制度环境与投资效率三者之间的关系，结果表明董事会交错条款可以显著提高企业的投资效率，并且良好的外部制度环境对董事会交错条款提升企业投资效率的效果具有显著的正向调节作用。

2.3 文献述评

在企业投资效率的研究领域中，虽然已有大量关于影响因素的研究，但仍存在一些不足。本文旨在突破现有文献局限，重点关注 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响。以下是本文的主要创新点和研究价值：

第一，通过梳理文献发现，影响企业投资效率的因素主要包括会计信息质量、企业现金流水平、内部控制、公司治理以及管理层异质性等，其中管理层因素方面主要涉及到能力、年龄、性别、学历背景等。CFO 作为企业重要的管理人员之一，其在性别、年龄、财务专业能力等方面的异质性会影响到企业的投资效率，本文立足于已有研究的基础上，以 CFO 多职业背景为切入点，探讨 CFO 多职业背景对企业效率投资的影响。

第二，此前文献将 CFO 特征纳入影响企业投资效率的因素时，国内外学者有关 CFO 对企业投资效率影响的研究主要集中于 CFO 特质和行为的影响，如 CFO 性别、年龄、财务执行能力以及与 CEO 薪酬或权力差距等对企业投资效率的影响。而且因为我国企业 CFO 制度不够完善，所以目前我国 CFO 并没有如想象中那样可以完全发挥自身定位该有的作用，关于高层领导的研究更多的集中在 CEO 之上，CFO 并没有得到相应的关注度。而对于 CFO 的相关研究不仅可以丰富相关领域的理论基础，在一定程度上还可以推动我国企业对 CFO 的重视以及 CFO 制度的完善。目前鲜有文献从 CFO 职业背景的角度探究其对企业投资效率的影响。基于此，本文探究 CFO 多职业背景对企业效率投资的影响。

第三，现阶段学者们关于高管特征对企业行为等方面的影响研究都建立在高阶梯队理论的基础上，高管特征的范围也逐渐变得宽泛，但主旨思路还是用可观察测量的人口统计学特征替代无法具体量化的心理维度。本文在这个思路的基础上，通过文献梳理发现，现有研究关于 CFO 多职业背景的经济后果的探讨依然较少。职业

经历对企业 CFO 来说意义非凡，因为这会影响到 CFO 对企业经营决策的制定。因此，从 CFO 职业背景视角探讨投资效率是有必要的。基于此，本文探究 CFO 多职业背景对企业效率投资的影响，以期补充和完善现有文献。

综上所述，本文无论是在理论意义上还是实践意义上都有一定的研究价值。一方面可以丰富 CFO 相关研究领域和企业投资效率相关研究领域的文献，另一方面可以提高企业重视 CFO 的意识以及推动 CFO 制度完善。本文在高阶梯队理论、烙印理论和委托代理理论基础上，探究 CFO 多职业背景对企业效率投资的影响，并从融资约束和过度自信的角度出发，探究 CFO 多职业背景影响企业效率投资的路径。以期对这一领域的深入探究有所启示。

3 理论基础与研究假设

3.1 理论基础

3.1.1 高阶梯队理论

高阶梯队理论最早于 1984 年被 Hambrick 和 Mason 提出，两位学者认为人是有限理性的，而非完全理性，即使是企业的高层管理人员也不例外。管理者因个人精力以及能力的有限性，在面对环境的复杂性以及各行各业的独特性时，无法全部接受无限的信息，只能对接受到的信息进行有偏好的筛选，然后再依据个人能力进行加工处理消化，这也决定了管理者是非完全理性的。造成企业高层管理人员只能专注于自己的相关领域，而不可能对每一个行业每一个领域都做到了如指掌，这也造成了企业高层管理人员的视角并不是全局性的，而是有限制的。所以在需要企业高层管理人员作出决策时，企业高层管理人员会依据自己掌握到的信息按照个人偏好作出高度个性化的决策。换句话说，管理者的认知结构和思维方式会在潜意识里受到管理者之前的学习经历、职业经历和生活经历的影响，从而影响其对企业的战略选择和经营绩效上。而关于个人的行为偏好、价值观、思维方式等无法通过量化而进行测量研究，但是个人特征如年龄、性别以及职业经历等可以被直接统计观察，所以可以选择可测量的个人特征来研究管理者在决策过程中可能受到的影响因素。

最初的高阶梯队理论并不完善，有一定的缺陷和局限性。所以之后的学者在此基础上不断对其进行修改和完善。最初的高阶梯队理论局限于个人，研究个人对企业行为的影响。然而随着企业组织的发展以及研究的深入，发现影响企业行为的往往是整个管理团队，所以在加入企业内部与外部的影响因素之后，综合分析管理团队异质性对企业行为等影响的差异性（Carpenter 和 Geletkanycz, 2004）。

本文认为，CFO 作为企业高层管理人员之一，尤其是企业投融资决策的主要负责人，在作出商业和投资决定时，同样会受到局限性观点的束缚。因此，在决策过程中，不能全面评估与这些决策相关的所有方面。尽管如此，CFO 的多职业背景，作为一种独特的经验，体现了一系列的特质，影响了他们对企业内部和外部环境的审视和评估。因此，这些特质会影响他们的投资决策。因此，本文在高阶梯队理论

的概念框架下，探讨 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响。

3.1.2 烙印理论

烙印理论是一个心理学和生物学概念，最早由奥地利动物行为学家康拉德·洛伦兹（Konrad Lorenz）提出，烙印理论主要描述了某些动物在出生或孵化后的敏感期，通过对特定刺激物的观察和学习，形成一种特定的行为模式。这种行为模式一旦形成，在动物的一生中会影响它与其他个体的互动和行为选择。尽管烙印理论最早是在动物学中提出的，但它对人类心理学的发展也产生了影响。然而，与动物的烙印相比，人类的行为和认知过程更为复杂，受多种因素影响。Stinchcombe 将此概念引入到社会群体中，通过研究得出，个人幼时经历的环境会对其整个人生产生影响，即使在成长之后所处的环境已经发生改变。

经过整理总结发现，烙印的形成需要满足三个关键要素：（1）烙印的形成需要个体处在一个敏感期，在这个敏感期内，个体容易被外界影响且可塑性强，这是形成烙印的基础；（2）个体在这个敏感期内，接受到外部的刺激并且影响到自己的心理、认知和思维方式等，从而与其他个体表现出异质性；（3）印记形成之后是持久性的，虽然印记的形成是因为前期特定的外部环境因素导致的，但是即使后期环境已经改变印记对个人的影响还是持续存在（Marquis 和 Tilcsik, 2013）。总结而言就是个体需要在一个特定的敏感期内接受到外界因素的刺激，这个外界因素的刺激会持续的对个体产生影响，并且烙印是一个重复多次的过程，多个烙印地叠加造成了个体的异质性，而且这种变化和影响不会随着时间和环境的变化而消失（Marquis 和 Ticsik, 2013; Judge 等, 2015; 戴维奇等, 2016）。

根据烙印理论，外部环境的刺激会影响 CFO 特质的形成，拥有多职业背景的 CFO 在其之前多元化的工作经历过程中，会受到不同组织的刺激，如企业文化、管理风格、价值观等，这些影响会形成 CFO 的烙印，进而影响其个人的行为。借助烙印理论，我们可以更加深入地挖掘 CFO 特质如何影响企业行为的核心机制。故本文以此为理论基础展开 CFO 多职业背景对企业投资效率影响的理论分析。

3.1.3 委托代理理论

上个世纪三十年代伯利和米恩斯首先提出委托代理理论，他们指出企业所有者在自己经营企业时会有很多缺陷，因为所有者不一定具备丰富的知识、充足的精力和能力去同时行使所有权和经营权。此外，由于企业组织的发展与生产的精细化涌现出大量具有专业知识和能力的人才来代替企业所有者进行经营企业的代理人。在这种情况下促使企业将所有权与经营权分开，所有者拥有企业的剩余索取权而将经营权委托给代理人。然后这种做法并不是十全十美的，随之而来形成了新的问题，即委托代理问题。委托代理问题形成的原因是委托人与代理人的利益目标不一致，委托人是为了追求自己的资产增值，实现自身财富最大化，所以委托人会要求代理人按照自己的目标去经营企业。本来代理人受托于委托人应该按委托人的意愿来经营企业，但是出于私心的原因，代理人会追求自身的福利和过度消费甚至掏空企业，这便造成了委托代理问题。

代理理论的基本假设包括委托代理问题、代理人以自我为中心与代理人风险厌恶，基于这些假设，代理人会做出利己的行为，导致委托人承受代理成本等损失。为了减少代理成本，股东面临三大挑战：（1）管理缺失，难以建立良好架构，监督高层难以深入；（2）分散股东与高层决策者之间信息不对称；（3）公司资源由执行层掌控，可以追求与股东不一致的利益目标。为解决委托代理关系带来的代理问题，代理理论提出两种解决方案：（1）使代理人的利益与公司产出关联；（2）设立专门机制监督代理人的决策与行为。第一种方案即设立最佳激励合同，将公司风险部分转嫁给代理人。

委托代理理论认为，董事会的监督可以减少管理者与股东的利益冲突，从而降低代理成本。但是，董事会的权力可能受到信息不对称和高管操控的影响。高管掌控着企业的经营权和信息，因其专业知识和长期任职，在决策过程中对董事会有重要影响。这给予了高管实现个人利益的机会，削弱了董事会的作用。此外，若内部董事比例过高并受高管操控，董事会的权力将受到削弱，监管管理层的效果也将受到影响。

3.2 研究假设

3.2. 1CFO 多职业背景与企业投资效率

根据烙印理论，在个体成长的敏感阶段，成长、学习与工作经历都会对其心理产生持久影响，并以认知和能力两个方面影响其职业生涯（Mathias 等，2015）。这种持续性影响导致公司高管在面临不同情况时做出高度个性化的决策。依据高阶梯队理论，高管心理层面的特质会受到人口统计学特征的影响，如年龄、性别、学历、职业背景等，会导致高管在认知方式、思维模式、风险选择和决策等方面存在较大差异。而高管的职业背景是影响其心理层面特质的重要原因之一。研究表明，不同的职业经历会对高管的心理维度产生不同的影响。例如：当高管从事过企业研发工作时，这些经历会为其带来与创新相关的思维模式以及专业知识经验，而且会使高管更具有冒险精神，这些创新意识会使高管更加热衷于企业研发，促进企业对研发创新的投入（张琴，2018）。而有过生产经验的高管会对企业的生产过程更加了解，可能会更加专注于生产相关的技术改进与创新，而且以往的生产经验可以帮助高管选择企业以何种生产规模与生产方式来实现企业利润最大化，以及技术资本的积累。有过销售经验的高管可以更好的与顾客产生共情，可以通过顾客的角度对市场进行分析，对市场的变化更加敏感更加直接，更有利于企业对新产品的开发。有过财务经历的高管会对企业的财务状况更加关注，对企业的投资决策和融资方式会产生更深远的影响（姜付秀等，2018），而且财务经历会使高管的决策更加谨慎，对企业内部与企业外部的风险都更加敏感，而且高管的财务经历可以提高他们对风险的预测和防范能力（周兰等，2021）。因此，作为企业中仅次于首席执行官的权力和地位的财务总监，他们的多职业经历也会对企业生产经营决策产生不同的影响。

高层管理者的专业背景会影响他们的知识基础、工作技能和价值观，进而影响到公司的战略决策过程（Hambrick 和 Mason，1984；Zhu 和 Chen，2015；尚航标和李卫宁，2015；戴维奇等，2016）。高管们倾向于做出与他们的专业领域和擅长领域相一致的决策，而回避那些他们不熟悉的领域（Vincent 等，2002）。拥有不同专业背景和经验的 manager 更有能力在其专业领域内做出合理有效的决策（姜付秀和黄继承，2013）。在特定领域工作所获得的知识和经验可以使管理者更适应这个行

业，使他们能够根据长期的专业知识做出明智的判断（Hitt 和 Tyler，2010）。其他研究发现，具有不同职业经历和职能背景的高管拥有更开放的思维，能够快速适应市场变化，从而做出更合适的决策（Custódio 和 Metzger，2013）。当高层管理者在投资方面拥有重要的决策权时，他们对公司的持续发展起到了关键作用（Coase，1937）。基于资源依赖理论，管理者可以利用他们现有的知识、经验和网络资源来影响公司的投资决策，这可能会影响这些投资的效率。所以本文认为 CFO 多职业背景会对企业的投资效率产生一定的影响，CFO 自身的专业知识与技能是提高企业投资效率的基础，而多职业背景会向其提供不同的视角来进行分析与决策，所以会避免一定的非效率投资。

综上所述，提出本文假设 1：

H1：CFO 多职业背景会提高企业的投资效率。

3.2.2 融资约束的中介效应

企业的投资决策会受到多重因素的影响，致使真实的投资效率偏离理想的投资水平，这便会形成非效率投资，其中投资过度是企业投资大于最优投资方案，而投资不足是企业投资小于最优投资方案。Jensen（1984）指出当企业放弃投资净现值大于零的项目时便会形成投资不足，相反的，当企业选择投资净现值小于零的项目便会形成投资过度。究其原因造成企业投资不足或者投资过度的原因可以归结为两权分离导致的委托代理问题和信息不对称形成的逆向选择与道德风险问题。

融资约束是造成企业投资不足众多因素中的其中之一。当企业面临严重的融资约束的状况时，企业的流动资金储存量便会减少（郭丽虹等，2019），企业的资金只能用来维持日常的经营活动，而没有多余的资金去投资那些净现值流量为正的项目，这便会形成非效率投资行为，即投资不足。而造成企业融资约束的因素也有很多，主要是因为企业较难得到融资机会，即使有融资机会也会面临融资成本高的困境。按照有效市场假说，在“完美的资本市场”获得融资的成本为零，但现实中因为信息不对称和代理冲突等因素往往造成企业融资时要付出很高的成本。企业内部与外部所处的立场不同所以可以获得信息的内容与质量等也有所差异，相对而言企业内部获得信息的全面性、真实性与及时性都要优于企业内部，所以造成投资者

在对企业进行投资时会要求更高的风险溢价，致使企业进行外部融资的成本增加，进一步影响到企业对外投资的效率。因为代理人与委托人二者利益目标不一致，所以企业管理者在披露报告时会有所选择，而投资者为了确保自身利益不会受到侵害就会增加对企业管理者的监督强度，造成第一类代理成本变高，同时企业外部融资成本增加，这同样会增加企业投资不足的行为。而 CFO 多样化的职业经历可以在一定程度上缓解信息不对称和代理冲突等问题。从社会网络关系的视角来看，具有多种职业经历的 CFO 无疑比那些局限于单一职业轨道的人拥有更大的成功潜力。他们职业的多样性使他们能够驾驭一系列不同的组织职能和实体，为成长和扩张提供了充足的机会。高管的经济行为不可避免地与他们的社会网络关系交织在一起，最终产生了一种宝贵的社会资源。多样化的职业经历不仅使 CFO 建立起广泛的人脉关系，培养起广阔的社会网络，而且也增强了市场对其个人能力的信心。他们的不同背景使他们具有更高的视角和丰富的多方面的关系网，提供了大量的可部署的资源。这反过来又可以减轻公司的融资限制，减少投资不足的程度。根据这些见解，很明显，多元化的职业经验不仅能提高 CFO 的个人成功机会，也能使他们的组织获得整体利益。通过建立多样化的关系网络和积累丰富的资源，CFO 可以缓解企业的融资约束，然后降低投资不足的程度。

综上所述，提出本文假设 2：

H2：CFO 多职业背景通过缓解融资约束降低企业投资不足。

3.2.3 过度自信的中介效应

管理者过度自信是造成企业投资过度的一个重要因素。由于公司扩张可以增加管理者可控制的资源，甚至出于掏空公司的不良动机，管理者会为了满足自身利益的需求而进行过度投资（Narayanan, 1985；Hart 和 Moore, 1995）。以往对于企业投资效率的研究都是建立在管理者是理性人的基础上，但事实上管理者在实际管理企业时并不是完全理性的，部分管理者存在乐观主义甚至是过度自信（Roll, 1986）。理论上，企业在进行投资时要选择净现值为正的项目，然后按照净现值大小依次进行投资。然而由于净现值是一个考虑到时间价值的估计值，所以不同自信程度的管理者可能对同一个项目的净现值估算的也有所不同。尤其，当管理者过度

自信时，会乐观的估计项目的发展前景同时低估项目可能存在的风险，然后就会高估项目未来的现金流量以及企业控制风险能力，进而造成项目的净现值被高估，可能造成项目的净现值原本为负而高估成为正，致使企业投资了净现值原本为负的项目，导致企业出现投资过度的行为（谢众和孔令翔，2018；刘艳霞和祁怀锦，2019；范宝学和刘昭，2022）。而 CFO 的多职业经历会降低其过度自信的程度。已有研究表明，造成个人职业变动的原因有很多（如个人因素、晋升机会、工作困境等），正因为这些原因的存在造成了个人职业经历的多样性。职业经历多元化的管理者职业经历没有变化的管理者存在较大的人格差异（Crossland 等，2014）。从认知角度而言，CFO 凭借其多元的职业经验，在社会认知方面具有优势。这种优势使他们能够更清楚地了解自己、周围的环境和自己行动的结果。此外，它使他们有能力有效地调节这三个要素之间的相互作用，并减少自己的认知偏见。CFO 多职业背景赋予了他们对众多观点、框架和情景的广泛视角。无论 CFO 追求新的职业道路的动机是什么，这些经验都会塑造他们的认知框架，尽管可能无法获得完整的信息，但相对减少了他们的认知偏见和非理性思维。因此，拥有多职业背景的 CFO 不容易高估自己的能力，也不容易低估企业运营中固有的内部和外部风险。值得注意的是，高管们并不总是因为有利的原因而转换职业。他们可能是被过去的管理失误或对失败的担忧所驱使（Morgan 和 Sisak，2016）。这些失败的经历会在高管的认知上留下持续的印记，进而影响高管之后的职业生涯，在他们需要抉择时会更加小心谨慎，使他们不会过度自信自己的能力。即使是那些出于积极原因而转行的高管也不能避免对商业失败的恐惧。为了维护他们的职业声誉，保证他们的工作，具有不同职业经历的高管必须关注潜在的负面后果和风险因素。这有助于他们通过减少认知偏差来克服过度自信。另一方面，具有单一职业经历的高管是“天真”的，不一定偏爱风险行为，而是没有意识到风险或低估了风险（Lee 等，2017）。所以 CFO 多职业经历会降低其过度自信的程度，从而会减少企业过度投资的行为。

综上所述，提出本文假设 3：

H3：CFO 多职业背景通过降低其过度自信程度抑制企业投资过度。

4 研究设计

4.1 样本选择和数据来源

本文选取 2010—2019 年 A 股上市公司作为研究样本，所有数据均来自于国泰安数据库。在选取过程中，经过以下步骤对数据进行处理：（1）剔除 ST、ST*、PT 的公司；（2）剔除金融、保险业公司；（3）剔除主要数据缺失的上市公司；（4）对样本中所有连续变量进行 1% 缩尾处理。最终得到期间财务数据完整的样本 18405 个。其中，投资不足样本有 10944 个，投资过度的样本有 7461 个

4.2 变量的定义及测量

4.2.1 被解释变量

本文的被解释变量为投资效率。本文参考 Richardson（2006）、李文文等（2020）的方法建立如下模型来衡量企业的投资效率：

$$Inv_t = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \alpha_2 Lev_{t-1} + \alpha_3 Cash_{t-1} + \alpha_4 Age_{t-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 Ret_{t-1} + \alpha_7 Inv_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

其中： Inv_t ：表示第 t 年企业的实际新增投资支出； $Growth_{t-1}$ ：用托宾 Q 表示第 $t-1$ 年企业的成长机会； Lev_{t-1} ：用资产负债率表示第 $t-1$ 年企业的财务杠杆； $Cash_{t-1}$ ：表示第 $t-1$ 年企业的现金流量状况； Age_{t-1} ：用企业上市年限表示第 $t-1$ 年的公司年龄； $Size_{t-1}$ ：用总资产的自然对数表示第 $t-1$ 年公司的企业规模； Ret_{t-1} ：表示第 $t-1$ 年公司的股票收益率； Inv_{t-1} ：表示第 $t-1$ 年企业新增投资支出； $\sum Industry$ ：表示行业虚拟变量； $\sum Year$ ：表示年份虚拟变量； ε ：模型估计的残差。对模型（1）分年度进行多元回归，模型残差代表投资效率，残差绝对值越大，投资效率越低。残差为正属于过度投资，残差为负属于投资不足。为了下文回归结果便于观察差异，将残差的绝对值放大一百倍。投资不足与投资过度的残差值同样按上述方法处理。

4.2.2 解释变量

本文的解释变量为 CFO 多职业背景。本文参考汤倩等（2021）处理 CEO 多职业背景的方法，将 CFO 多职业背景定义为哑变量，如果 CFO 职业经历总和大于 1 时，取值为 1；当 CFO 职业经历只有一个时，取值为 0。

4.2.3 中介变量

本文的中介变量包括融资约束和 CFO 过度自信程度。

（1）融资约束

本文借鉴 Whited 和 Wu（2006）构造的 WW 指数来衡量企业的融资约束程度。WW 指数构造模型如下：

$$WW = -0.091 \times CF - 0.062 \times DivPos + 0.021 \times Lev - 0.044 \times Size + 0.102 \times ISG - 0.035 \times SG \quad (2)$$

其中，CF=现金流/总资产；DivPos 为现金股利支付哑变量；Lev=长期负债/资产；Size 为总资产的自然对数；ISG 为行业平均销售增长率；SG 为销售收入增长率。WW 指数越大，表明企业面临的融资约束程度越高。

（2）CFO 过度自信程度

本文借鉴魏哲海（2018）用 CFO 过度自信综合得分作为 CFO 过度自信程度的代理变量，按照 CFO 的性别、年龄、学历及职业经历构造过度自信综合得分，得分越高表示过度自信程度越高。

4.2.4 控制变量

本文参考刘艳霞和祁怀锦（2019）、赵华等（2021）选取以下变量作为本文的控制变量：资产负债率（Lev）、自由现金流（Cfc）、企业成长性（Growth）、经营现金流水平（Cfo）、股权制衡度（Share）、董事会规模（Board）、独立董事比例（Indep）、是否董事会成员（Dire）、行业虚拟变量（IND）、年份虚拟变量（Year）。各变量的符号、名称及定义见下表。

表 4.1 变量定义表

符号	指标名称	变量说明
Inv	投资效率	模型 (1) 残差项的绝对值并放大一百倍
Underinv	投资不足	模型 (1) 残差项小于零的项的绝对值
Overinv	投资过度	模型 (1) 残差项大于零的项
Mult	CFO 多职业背景	CFO 具有两种或两种以上职业背景时为 1, 否则为 0
WW	融资约束	通过模型 (2) 计算可得
OC	CFO 过度自信程度	CFO 过度自信综合得分
Lev	资产负债率	负债总额/资产总额
Cfc	自由现金流	(经营活动现金净流量-维持性投资-新增投资)/总资产
Growth	企业成长性	营业收入增长率
Cfo	经营现金流水平	经营活动净现金流/总资产
Share	股权制衡度	第 2-5 大股东持股比例/第一大股东持股比例
Board	董事会规模	董事会成员人数取自然对数
Indep	独立董事比例	独立董事人数/全部董事人数
Dire	是否董事会成员	CFO 是董事会成员取值为 1, 否则为 0
IND	行业虚拟变量	行业哑变量
Year	年份虚拟变量	年份哑变量

4.3 模型设定

4.3.1 CFO 多职业背景与企业投资效率

为了检验 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响, 本文设立了模型 (3), 如下:

$$Inv = \beta_0 + \beta_1 Mult + \beta_2 Lev + \beta_3 Cfc + \beta_4 Growth + \beta_5 Cfo + \beta_6 Share + \beta_7 Board + \beta_8 Indep + \beta_9 Dire + \beta_{10} \sum IND + \beta_{11} \sum Year + \varepsilon_0 \quad (3)$$

模型 (3) 用以检验假设 1 “CFO 多职业背景会提高企业的投资效率” 是否成立。其中, Inv 为被解释变量即企业投资效率。Mult 为解释变量, 为 CFO 多职业背景,

其余为控制变量，具体变量定义见表 4.1。

4.3.2 融资约束的中介作用

为了检验融资约束在 CFO 多职业背景对企业投资不足影响中发挥的中介作用，本文对此进行了检验。为此构建（4）-（6）模型进行检验：

$$Underinv = \beta_0 + \beta_1 Mult + \beta_2 Lev + \beta_3 Cfc + \beta_4 Growth + \beta_5 Cfo + \beta_6 Share + \beta_7 Board + \beta_8 Indep + \beta_9 Dire + \beta_{10} \sum IND + \beta_{11} \sum Year + \varepsilon_1 \quad (4)$$

$$WW = \beta_0 + \beta_1 Mult + \beta_2 Lev + \beta_3 Cfc + \beta_4 Growth + \beta_5 Cfo + \beta_6 Share + \beta_7 Board + \beta_8 Indep + \beta_9 Dire + \beta_{10} \sum IND + \beta_{11} \sum Year + \varepsilon_2 \quad (5)$$

$$Underinv = \beta_0 + \beta_1 Mult + \beta_2 WW + \beta_3 Lev + \beta_4 Cfc + \beta_5 Growth + \beta_6 Cfo + \beta_7 Share + \beta_8 Board + \beta_9 indep + \beta_{10} Dire + \beta_{11} \sum IND + \beta_{12} \sum Year + \varepsilon_3 \quad (6)$$

4.3.3 过度自信的中介作用

为了检验 CFO 过度自信在 CFO 多职业背景对企业投资过度影响中发挥的中介作用，本文对此进行了检验。为此构建（7）-（9）模型进行检验：

$$Overinv = \beta_0 + \beta_1 Mult + \beta_2 Lev + \beta_3 Cfc + \beta_4 Growth + \beta_5 Cfo + \beta_6 Share + \beta_7 Board + \beta_8 Indep + \beta_9 Dire + \beta_{10} \sum IND + \beta_{11} \sum Year + \varepsilon_4 \quad (7)$$

$$OC = \beta_0 + \beta_1 Mult + \beta_2 Lev + \beta_3 Cfc + \beta_4 Growth + \beta_5 Cfo + \beta_6 Share + \beta_7 Board + \beta_8 Indep + \beta_9 Dire + \beta_{10} \sum IND + \beta_{11} \sum Year + \varepsilon_5 \quad (8)$$

$$Underinv = \beta_0 + \beta_1 Mult + \beta_2 OC + \beta_3 Lev + \beta_4 Cfc + \beta_5 Growth + \beta_6 Cfo + \beta_7 Share + \beta_8 Board + \beta_9 indep + \beta_{10} Dire + \beta_{11} \sum IND + \beta_{12} \sum Year + \varepsilon_6 \quad (9)$$

5 实证检验与结果分析

5.1 描述性统计分析

从表 5.1 中可知, Inv 的最大值和最小值分别为 33.106 与 0.046, 这表明不同上市企业之间投资效率存在较大的差距。非效率投资中, Underinv 的样本数为 10944, Overinv 的样本数为 7461, 表明上市企业非效率投资行为更多的为投资不足。Mult 的平均值为 0.645, 这说明我国上市企业中有超过一半的 CFO 拥有多职业背景, 这也符合目前市场对复合型人才的需求。控制变量中, Lev 的最大值与最小值分别为 0.907 与 0.060, 这表明不同企业的资产负债率存在较大差异, 个别企业的资产负债率过高, 这可能会影响到企业日常的生产经营。Cfo 与 Cfc 的平均数与中位数接近, 说明上市企业的经营现金流水平与自由现金流呈对称分布。Growth 的最大值、最小值与标准差分别为 7.919、-0.710 与 1.094, 这表明不同企业的成长性差别较大, 且离散程度较高。Dire 的均值为 0.243, 即上市企业中 CFO 兼任董事的比例为 24.3%, 说明上市公司中, CFO 为董事会成员的公司较少。其余变量的数值也均在正常范围内, 无异常情况。

表 5.1 主要变量的描述性统计

变量	N	mean	sd	min	p50	max
Inv	18405	4.422	5.329	0.046	2.802	33.106
Underinv	10944	3.998	4.422	0.046	2.828	33.106
Overinv	7461	5.055	6.382	0.046	2.764	33.106
Mult	18405	0.645	0.395	0	1	1
Lev	18405	0.440	0.206	0.060	0.435	0.907
Cfc	18405	-0.003	0.062	-0.103	-0.001	0.094
Growth	18405	0.410	1.108	-0.710	0.136	7.919
Cfo	18405	0.046	0.068	-0.153	0.045	0.240
Share	18405	0.691	0.607	0.005	0.515	4
Board	18405	2.141	0.200	1.099	2.197	2.890
Indep	18405	0.374	0.056	0.182	0.333	0.800
Dire	18405	0.241	0.428	0	0	1

5.2 变量相关性分析

本文采用 person 相关系数检验法得到变量的相关系数结果如表 5.2 所示。经过检验，变量的选取是合理的。由表 5.2 可知，CFO 多职业背景 (Mult) 与企业投资效率 (Inv) 的相关系数为-0.031，且通过了 1%水平下的显著性检验，说明 CFO 多职业背景与企业投资效率显著正相关，即 CFO 多职业背景可以提高企业的投资效率，假设 1 得到初步验证。

表 5.2 变量 person 相关性分析表

变量	Inv	Mult	Lev	Cfc	Cfo	Growth	Share	Board	Indep	Dire
Inv	1									
Mult	-0.031***	1								
Lev	-0.070***	-0.001	1							
Cfc	-0.229***	0.056***	-0.102***	1						
Cfo	0.020***	0.026***	-0.176***	0.720***	1					
Growth	0.024***	-0.011	0.089***	-0.035***	-0.104***	1				
Share	0.063***	0.035***	-0.129***	-0.038***	-0.005	-0.001	1			
Board	-0.045***	-0.040***	0.164***	0.026***	0.046***	-0.030***	0.012	1		
Indep	0.014*	0.044***	-0.013*	-0.009	-0.017**	0.026***	-0.027***	-0.512***	1	
Dire	0.005	0.098***	-0.028***	-0.004	0.01	-0.017**	-0.009	0.078***	-0.094***	1

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著。

5.3 多元回归分析

5.3.1 CFO 多职业背景与企业投资效率

为了验证 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响，本研究根据模型 (3) 对该影响关系进行了检验，并且将样本公司按照投资不足和投资过度分为两组分别进行回归分析，回归结果见表 5.3。其中，列 (1) 表示 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响；列 (2) 表示 CFO 多职业背景对投资不足的影响；列 (3) 表示 CFO 多职业背景对投资过度的影响。如表 5.3 列 (1) 所示，CFO 多职业背景 (Mult) 的回归系数为-0.322，且在 1%的统计水平上显著，说明 CFO 多职业背景可以提高企业的投资效率，假设 1 再次得到验证。表 5.3 列 (2)、(3) 所示，CFO 多职业背景 (Mult) 的回归系数分别为-0.238、-0.308，且分别在 5%、10%的统计水平上显著，说明 CFO 多职业背景可以缓解企业投资不足，同时可以抑制企业投资过度。分组回归再

次验证了假设 1 是成立的。

表 5.3 CFO 多职业背景与企业投资效率的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	Inv	Underinv	Overinv
Mult	-0.322*** (-3.32)	-0.238** (-2.39)	-0.308* (-1.95)
Lev	-0.794*** (-3.68)	-1.603*** (-7.06)	1.844*** (5.48)
Cfc	-33.459*** (-20.09)	36.805*** (16.30)	-95.146*** (-51.28)
Cfo	21.333*** (15.11)	-28.562*** (-15.18)	62.887*** (38.80)
Growth	0.182*** (3.69)	0.020 (0.38)	0.423*** (5.51)
Share	0.346*** (5.30)	0.342*** (5.04)	0.313*** (2.95)
Board	-1.529*** (-7.04)	-1.483*** (-6.50)	-0.809** (-2.43)
Indep	-0.413 (-0.56)	-0.398 (-0.52)	-0.058 (-0.05)
Dire	0.110 (1.27)	0.184** (2.00)	0.003 (0.02)
_cons	6.678*** (9.27)	8.960*** (11.58)	-1.764 (-1.64)
N	18405	10944	7461
R ²	0.129	0.174	0.413
Year	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制

注:小括号内为 t 值, *、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著, 下同

5.3.2 融资约束的中介作用

企业非效率投资分为投资不足和投资过度两种情况。由前文分析中可知, 融资约束在 CFO 多职业背景对投资不足的影响中起中介作用。因此, 本文借鉴温忠麟等

(2006) 中介效应检验方法, 利用 (4) - (6) 模型, 对投资不足的样本公司进行回归分析。具体步骤如下: 第一步用投资不足对 CFO 多职业背景进行回归分析, 第二步用融资约束对 CFO 多职业背景进行回归分析, 第三步用投资不足对 CFO 多职业背景和融资约束进行回归分析。回归结果如表 5.4 所示。

如表 5.4 列 (1) 所示, 列 (1) 为模型 (4) 的回归结果, CFO 多职业背景 (Mult) 的回归系数为-0.238, 在 5% 的水平上显著, 表明 CFO 多职业背景有效降低了企业投资不足的程度。列 (2) 为模型 (5) 的回归结果, CFO 多职业背景 (Mult) 的回归系数为-0.008, 且在 1% 的水平上显著, 表明 CFO 多职业背景可以有效缓解企业融资约束程度。列 (3) 为模型 (6) 的回归结果, 模型 (6) 是在模型 (5) 的基础上加入中介变量融资约束 (WW), 融资约束 (WW) 对投资不足 (Underinv) 的回归系数为 9.570, 且在 1% 的水平上显著, 说明融资约束可以显著加剧企业投资不足的程度; CFO 多职业背景 (Mult) 对投资不足的回归系数为-0.200, 绝对值小于 0.238, 且显著性较模型 (4) 也有所下降, 说明融资约束在 CFO 多职业背景对企业投资不足的影响中起到部分中介作用。假设 2 得到验证。

表 5.4 融资约束中介作用的回归分析

变量	(1) Underinv	(2) WW	(3) Underinv
Mult	-0.238** (-2.39)	-0.008*** (-5.05)	-0.200* (-1.94)
WW			9.570*** (10.72)
Lev	-1.603*** (-7.06)	-0.078*** (-20.64)	-1.044*** (-3.90)
Cfc	36.805*** (16.30)	0.158*** (7.48)	33.078*** (14.52)
Cfo	-28.562*** (-15.18)	-0.361*** (-19.43)	-23.471*** (-12.34)
Growth	0.020 (0.38)	-0.003** (-2.56)	0.044 (0.84)
Share	0.342***	0.003***	0.343***

续表 5.4

	(5.04)	(3.13)	(4.41)
Board	-1.483***	-0.084***	-0.770***
	(-6.50)	(-21.42)	(-2.99)
Indep	-0.398	-0.161***	0.831
	(-0.52)	(-11.04)	(0.98)
Dire	0.184**	0.007***	0.124
	(2.00)	(5.04)	(1.22)
_cons	8.960***	-0.628***	15.310***
	(11.58)	(-48.28)	(15.40)
N	10944	10944	10944
R ²	0.174	0.306	0.190
Year	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制

5.3.3 过度自信的中介作用

企业非效率投资的另一种情况是投资过度。比照前文的方法对 CFO 过度自信在 CFO 多职业背景对投资过度影响中的中介效应进行检验, 结果见表 5.5。由表 5.5 列 (1) 可以, CFO 多职业背景 (Mult) 对企业投资过度 (Overinv) 的相关系数为 -0.308, 且在 10% 的水平上显著, 说明 CFO 多职业背景降低了企业投资过度的程度。表 5.5 列 (2) 中, CFO 多职业背景 (Mult) 对过度自信 (OC) 的相关系数为 -0.196, 且在 1% 的水平上显著, 说明 CFO 多职业背景可以显著降低其过度自信的程度。表 5.5 列 (3) 中, 过度自信 (OC) 对投资过度 (Overinv) 的回归系数为 1.016, 且在 5% 的水平上显著, 说明 CFO 过度自信会导致企业投资过度; CFO 多职业背景 (Mult) 对投资过度的系数为 -0.109, 但不显著, 说明过度自信在 CFO 多职业背景对企业投资过度的影响中起到完全中介作用。假设 3 得到验证。

表 5.5 过度自信中介作用的回归分析

变量	(1) Overinv	(2) OC	(3) Overinv
Mult	-0.308*	-0.196***	-0.109

续表 5.5

	(-1.95)	(-40.36)	(-0.61)
OC			1.016** (2.31)
Lev	1.844*** (5.48)	0.041*** (4.50)	1.803*** (5.33)
Cfc	-95.146*** (-51.28)	0.056 (1.45)	-95.205*** (-51.34)
Cfo	62.887*** (38.80)	0.005 (0.13)	62.880*** (38.82)
Growth	0.423*** (5.51)	-0.001 (-0.53)	0.424*** (5.52)
Share	0.313*** (2.95)	0.005* (1.73)	0.308*** (2.91)
Board	-0.809** (-2.43)	0.018** (2.04)	-0.828** (-2.48)
Indep	-0.058 (-0.05)	0.036 (1.17)	-0.090 (-0.08)
Dire	0.003 (0.02)	-0.014*** (-3.74)	0.017 (0.13)
_cons	-1.764 (-1.64)	0.673*** (22.43)	-2.449** (-2.19)
N	7461	7461	7461
R ²	0.413	0.274	0.413
Year	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制

5.4 稳健性检验

本文做了三种稳健性检验：第一是改变被解释变量的测量方法；第二是解释变量滞后一期；第三是倾向得分匹配法。

5.4.1 改变被解释变量的测量方法

在上文中对被解释变量投资效率的测量方法借鉴的是理查德森的模型，但是因

为模型本身存在一定的局限性，所以可能会对本文的结果产生一定影响。因此，可以通过改变被解释变量投资效率的测量方法来增强本文回归结果的稳健性。在这里借鉴拜都等（2009）对投资效率的测量方法，他们认为企业资金投入水平与企业成长能力有着线性的相关关系，所以本文通过模型（10）对相关变量进行了回归分析，模型中残差的含义与上文模型（1）的含义相同，具体模型如下：

$$Inv_t = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (10)$$

模型（10）中 Inv 和 $Growth$ 与上文中模型（3）中的变量定义一致。采取与上文一样的处理方式，将绝对值放大一百倍。

如表 5.6 所示，列（1）中 $Mult$ 的系数为-0.300，且在 1%的水平上显著；列（2）中 $Underinv$ 的系数为-0.208，且在 1%的水平上显著；列（3）中 $Overinv$ 的系数为-0.317，且在 10%的水平上显著。说明 CFO 多职业背景会提高企业的投资效率，具体表现在 CFO 多职业背景会缓解企业投资不足同时会抑制企业投资过度，假设 1 得到再次验证。表 5.6 列（4）中所示， $Mult$ 的系数为-0.195，且在 1%的水平上显著； WW 的系数为 3.420，且在 1%的水平上显著，说明融资约束在 CFO 多职业背景对投资不足的影响中起到部分中介作用，假设 2 得到再次验证。表 5.6 列（5）中所示， $Mult$ 的系数为-0.037，但是不显著； OC 的系数为 1.429，且在 1%的水平上显著，说明过度自信在 CFO 多职业背景对投资过度的影响中起到完全中介作用，假设 3 得到再次验证。上述结论说明本文的研究具有稳健性。

表 5.6 改变投资效率测量方法的回归结果

变量	(1) Inv	(2) Underinv	(3) Overinv	(4) Underinv	(5) Overinv
$Mult$	-0.300*** (-3.45)	-0.208*** (-3.08)	-0.317* (-1.79)	-0.195*** (-2.82)	-0.037 (-0.18)
WW				3.420*** (6.88)	
OC					1.429*** (2.98)
Lev	-0.583*** (-3.24)	-1.688*** (-12.47)	2.518*** (6.35)	-1.549*** (-10.26)	2.465*** (6.22)

续表 5.6

Cfc	-36.867*** (-27.69)	32.238*** (26.90)	-103.886*** (-51.69)	31.797*** (25.24)	-104.001*** (-51.79)
Cfo	25.049*** (22.67)	-24.187*** (-24.57)	69.865*** (38.57)	-23.084*** (-22.09)	69.923*** (38.63)
Growth	0.256*** (5.45)	-0.014 (-0.48)	0.802*** (7.52)	0.005 (0.17)	0.801*** (7.52)
Share	0.331*** (5.84)	0.280*** (6.34)	0.397*** (3.26)	0.275*** (5.51)	0.393*** (3.23)
Board	-1.222*** (-6.43)	-0.955*** (-6.37)	-0.796** (-2.13)	-0.666*** (-3.99)	-0.835** (-2.23)
Indep	-0.434 (-0.65)	-0.055 (-0.11)	-0.491 (-0.38)	0.339 (0.61)	-0.561 (-0.44)
Dire	0.074 (1.00)	0.144** (2.42)	0.019 (0.13)	0.122* (1.88)	0.042 (0.27)
_cons	5.702*** (8.99)	7.462*** (14.71)	-3.082*** (-2.59)	9.609*** (15.97)	-4.032*** (-3.31)
N	18405	11397	7008	11397	7008
R ²	0.154	0.169	0.406	0.178	0.406
Year	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制

5.4.2 滞后一期

在本部分，采用将解释变量滞后一期的方法来缓解可能存在的内生性问题。如表 5.7 列（1）所示，Inv 的系数为-0.167，且在 10%的水平上显著，说明 CFO 多职业背景会提高企业的投资效率，这与前文的研究结果一致。表 5.7 列（2）、列（3）中显示，分组回归中 Underinv 与 Overinv 的回归系数分别为-0.150 与-0.446，且分别在 5%与 10%的水平上显著，说明 CFO 多职业背景可以缓解企业投资不足，而且可以减少企业过度投资的行文，这一结果再次说明上述假设 1 的结论是稳健的。表 5.7 列（4）显示 Mult 的系数为-0.138，并在 10%的水平上显著，同时 WW 的系数为 3.998，且在 1%的水平上显著，再次说明融资约束在 CFO 多职业背景影响投资不足中起到中介作用这一结论是稳健的。表 5.7 列（5）显示 Mult 的系数为 0.172，但

并不显著，而 OC 的系数为 1.355，同时在 5%的水平上显著，说明过度自信在 CFO 多职业背景影响投资过度中起到中介作用这一结论是稳健的。

表 5.7 解释变量滞后一期的回归结果

变量	(1) Inv	(2) Underinv	(3) Overinv	(4) Underinv	(5) Overinv
Mult	-0.167* (-1.82)	-0.150** (-2.16)	-0.446* (-1.74)	-0.138* (-1.93)	-0.172 (-0.59)
WW				3.998*** (7.22)	
OC					1.355** (2.01)
Lev	-0.830*** (-4.13)	-1.620*** (-10.72)	0.122 (0.22)	-1.419*** (-8.40)	0.071 (0.13)
Cfc	-35.662*** (-22.84)	34.516*** (24.76)	-35.766*** (-13.98)	33.780*** (23.23)	-35.889*** (-14.03)
Cfo	24.498*** (18.99)	-25.546*** (-22.39)	20.855*** (8.85)	-23.930*** (-19.92)	20.935*** (8.90)
Growth	0.249*** (4.76)	-0.027 (-0.81)	-0.087 (-0.97)	-0.004 (-0.10)	-0.089 (-0.99)
Share	0.356*** (5.76)	0.258*** (5.23)	0.902*** (5.36)	0.267*** (4.77)	0.899*** (5.35)
Board	-1.070*** (-5.07)	-0.897*** (-5.47)	-1.291** (-2.37)	-0.627*** (-3.42)	-1.346** (-2.47)
Indep	-0.019 (-0.03)	0.108 (0.20)	1.101 (0.58)	0.442 (0.75)	0.973 (0.52)
Dire	0.090 (1.10)	0.149** (2.29)	0.208 (0.97)	0.134* (1.90)	0.225 (1.06)
_cons	5.135*** (7.27)	7.580*** (13.99)	5.738*** (3.26)	10.335*** (15.71)	4.888*** (2.70)
N	14527	9023	5504	9023	5505
R ²	0.151	0.189	0.099	0.200	0.100
Year	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制

5.4.3 倾向得分匹配法

为了削弱本研究中可能存在的内生性问题，增强研究结果的稳健性，本文采用倾向得分匹配法进行测试。本文的解释变量原本就为 0-1 变量，在此基础上再按照自由现金流（Cfc）、经营现金流水平（Cfo）、企业成长性（Growth）、企业规模（Size）、股权制衡度（Share）、董事会规模（Board）、独立董事比例（Indep）、是否董事会成员（Dire）进行 1:1 配对，并且采取了有放回抽样的方法。最后利用模型（3）-（9）进行回归，回归结果如表 5.9 和表 5.10 所示。可知假设 1、假设 2、假设 3 的结果依旧稳健。

表 5.8 PSM 样本匹配平衡性测试结果

变量	样本匹配	平均值		标准化偏差		T 检验	
		实验组	控制组	标准化偏差	偏差减少额	T	P> t
Cfc	U	-0.001	-0.010	13.8	99.7	7.51	0.000
	M	-0.002	-0.002	-0.0		-0.04	0.969
Cfo	U	0.047	0.042	6.3	86.3	3.42	0.001
	M	0.047	0.047	-0.9		-0.74	0.458
Growth	U	0.404	0.435	-2.7	-18.8	-1.48	0.140
	M	0.406	0.370	3.2		2.89	0.004
Size	U	22.336	22.951	31.3	96.3	16.25	0.000
	M	22.314	22.328	-1.1		-0.96	0.338
Share	U	0.701	0.648	8.8	98.3	4.71	0.000
	M	0.697	0.696	0.2		0.13	0.899
Board	U	2.137	2.158	-10.5	83.6	-5.56	0.000
	M	2.137	2.141	-1.7		-1.44	0.150
Indep	U	0.375	0.396	11.6	82.7	6.09	0.000
	M	0.375	0.374	2.0		1.70	0.090
Dire	U	0.262	0.156	26.2	99.7	13.29	0.000
	M	0.257	0.257	0.1		0.07	0.947

表 5.9 倾向得分匹配回归结果 (1)

变量	(1)	(2)	(3)
	Inv	Underinv	Overinv
Mult	-0.292** (-2.27)	-0.199** (-2.03)	-0.276* (-1.75)
Cfc	-40.289*** (-30.77)	31.200*** (21.16)	-109.607*** (-38.91)
Cfo	27.681*** (22.91)	-23.413*** (-19.16)	72.046*** (28.96)
Growth	0.195*** (3.61)	-0.019 (-0.44)	0.671*** (6.57)
Size	-0.304*** (-5.38)	-0.431*** (-9.99)	0.302*** (2.60)
Share	0.316*** (3.22)	0.171** (2.26)	0.561*** (2.89)
Board	-0.044 (-0.12)	-0.150 (-0.54)	-0.286 (-0.41)
Indep	1.528 (1.23)	0.636 (0.66)	1.359 (0.56)
Dire	0.041 (0.27)	0.008 (0.07)	0.426 (1.40)
_cons	8.231*** (5.63)	13.513*** (11.98)	-10.929*** (-3.69)
N	5977	3668	2309
R ²	0.173	0.194	0.434
Year	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制

表 5.10 倾向得分匹配回归结果 (2)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	WW	Underinv	OC	Overinv
Mult	-0.009*** (-4.48)	-0.113** (-2.06)	-0.197*** (-46.31)	0.012 (0.04)
WW		3.214** (2.30)		

续表 5.10

OC				1.433*
				(1.83)
Cfc	0.083***	32.414***	0.011	-109.640***
	(7.53)	(20.60)	(0.25)	(-38.94)
Cfo	-0.234***	-24.994***	0.005	72.081***
	(-22.81)	(-18.51)	(0.12)	(28.98)
Growth	-0.006***	0.000	-0.000	0.670***
	(-12.61)	(0.01)	(-0.24)	(6.56)
Size	-0.048***	-0.586***	0.010***	0.288**
	(-99.21)	(-7.17)	(5.56)	(2.47)
Share	-0.004***	0.185**	0.002	0.558***
	(-4.48)	(2.26)	(0.65)	(2.87)
Board	0.009***	-0.234	0.017	-0.327
	(3.09)	(-0.79)	(1.46)	(-0.47)
Indep	0.018*	0.381	0.001	1.334
	(1.69)	(0.37)	(0.02)	(0.55)
Dire	0.000	-0.068	-0.023***	0.446
	(0.09)	(-0.55)	(-4.65)	(1.47)
_cons	0.087***	14.014***	0.485***	-11.635***
	(7.05)	(11.70)	(10.02)	(-3.89)
N	3668	3668	2309	2309
R ²	0.334	0.202	0.355	0.435
Year	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制

6 研究结论与政策建议

6.1 研究结论

本文以 2010-2019 年中国 A 股上市公司为研究对象，依据高阶梯队理论、烙印理论与委托代理理论，以高管背景特征影响企业行为为出发点，研究了 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响，并在此基础上分别讨论了 CFO 多职业背景对投资不足与投资过度影响中可能存在的中介效应。得出的结论如下：

第一，CFO 多职业背景与企业投资效率之间呈显著正相关，即 CFO 多职业背景可以减少企业非效率投资，提高企业投资效率。这可以从下面两个方面进行解释，一方面，CFO 的多职业经历会对企业的生产经营决策产生一定的影响，CFO 拥有多职业背景时可以说明其学习与适应环境的能力越强，而且其知识储备也会趋于多元化，对于企业自身和市场环境的认识也会更加全面，所以可以更加做出理性与科学的决策，从而减少企业的非效率投资，提高企业投资效率；另一方面，当高管长期从事某项工作时，会积累相应的知识与经验，并对这项工作有更加深刻的认识，CFO 自身的专业知识与技能是提高企业投资效率的基础，而其多职业经历的背景会为其提供不同的资源与视角来进行分析和决策，所以会在一定程度上减少企业的非效率投资。

第二，CFO 多职业背景与企业融资约束之间呈显著负相关，即 CFO 多职业背景可以帮助企业进行更好的融资，然后缓解企业投资不足，证明融资约束在 CFO 多职业背景对投资不足的影响关系中起到中介作用。这是因为影响企业投资不足的一个重要原因就是融资约束，而根据社会网络关系，存在多职业经历的 CFO 会大概率拥有更丰富的社会网络关系与资源，其不同工作经历中积累的人脉关系与资源会使其更加容易的为企业进行融资，所以会降低企业融资约束的程度，最终缓解企业投资不足。

第三，CFO 多职业背景与过度自信之间呈显著负相关，即 CFO 多职业背景可以降低其过度自信的程度，进而减少其过度投资的行为，证明过度自信在 CFO 多职业背景对投资过度的影响关系中起到中介作用。这是因为造成企业投资过度的一个重

要人为因素是管理者过度自信，过度自信的管理者会低估风险而高估项目的净现值从而投资净现值为负的项目。从认知角度而言，丰富的职业经历给予 CFO 更多自我认知的机会，降低自身认知偏差和非理性行为；从动机而言，由于非积极的职业变动原因也会降低 CFO 的过度自信，这些因素都会减少 CFO 过度投资的行为。

6.2 政策建议

本文研究的是 CFO 多职业背景对企业投资效率的影响，通过前文文献综述、理论分析以及实证研究结论的分析，CFO 多职业背景可以提高企业投资效率，不管是投资不足方面还是投资过度方面都有正向提升作用。本文对推动 CFO 制度建设、完善 CFO 选拔制度和提高企业投资效率具有重要的启示作用。

6.2.1 推动企业 CFO 制度建设以及提高 CFO 地位

CFO 制度是公司治理结构的重要组成部分，建立和完善 CFO 制度有助于提高公司治理能力，发挥 CFO 在公司治理中的作用，提高企业经营业绩。目前我国企业 CFO 的话语权和决策权流于形式，在公司治理中并不能完全发挥其该有的作用，使得 CFO 这一职务形同虚设。除此之外，我国 CFO 进入董事会的比例也较低，按前文数据，我国 CFO 为董事会成员的比例仅为 24%，这也可能是 CFO 话语权低的原因之一。因此我国亟需建立完善的企业 CFO 制度，确保 CFO 在公司治理中的地位与权利。CFO 作为企业内权利与话语权仅次于 CEO 的管理者，对于 CFO “账房先生”的定义早已与时代脱钩，企业应该重视 CFO 的地位，使其能真正地发挥该有的作用。

6.2.2 完善企业 CFO 选拔制度

对于 CFO 制度的完善，CFO 个人能力与之相匹配才可以发挥真正的作用，否则只会南辕北辙。所以在 CFO 制度完善的基础上也要同时完善 CFO 选拔制度。为满足 CFO 作为 CEO 战略合作伙伴的要求，其简单的财务能力已无法满足现有的需求，更应该拥有综合全面的业务能力，既是“专才”又要是“通才”，这也符合目前市场对复合型人才的需要。在其能力评价之外也要重视其心理素质，已有研究表明过度自信的管理者会选择更激进的竞争战略以及更冒险的投资决策，所以企业在选拔与

聘任 CFO 的时候不仅要考察其业务能力也要重视其心理素质。

6.2.3 提升企业投资效率的对策建议

造成企业非效率投资的因素是多重复杂的，是内部因素与外部因素、客观因素与主观因素结合导致的。本文研究发现 CFO 多职业背景可以提高企业投资效率，并且融资约束与过度自信在其中起到中介作用。因此，企业在选拔聘任 CFO 等关键岗位责任人时，应将职业背景多样性作为重要衡量指标，并有意聘任具有职业经历多样化的人员为 CFO 等关键岗位的负责人。优化企业融资方式，避免因融资约束而造成过多的投资不足现象。综合考量企业关键负责人能力与心理素质，以防管理者因满足私欲或激进造成企业投资过度现象。

参考文献

- [1]Aier J, Comrix J, Gunlock M, et al. The financial expertise of cfos and accounting restatements[J]. *Accounting Horizons*, 2005, 19: 123-135.
- [2]Barker V L, Mueller G C. CEO characteristics and firm R&D spending[J]. *Management Science*, 2002, 48(6): 782-801.
- [3]Barua A, Davidson L, Rama D, et al. CFO gender and accruals quality[J]. *Accounting Horizons*, 2010, 24: 25-39.
- [4]Biddle G C, Hilary G. Accounting quality and firm-level capital investment[J]. *The Accounting Review*, 2006, 81(5): 963-982.
- [5]Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2): 112-131.
- [6]Broussard J P, Buchenroth S A, Pilotte E A. CEO incentives, cash flow, and investment[J]. *Financial Management*, 2004, 33(2): 51-70.
- [7]Carpenter M A, Geletkanycz M A, Sanders W G. Upper echelons research revisited: antecedents, elements, and consequences of top management team composition[J]. *Journal of Management*, 2004, 30(6): 749-778.
- [8]Crossland C, Zyung D, Hiller N, et al. CEO career variety: effects on firm-level strategic and social novelty[J]. *The Academy of Management Journal*, 2014, 57: 652-674.
- [9]Custódio C, Metzger D. How do CEOs matter? The effect of industry expertise on acquisition returns[J]. *The Review of Financial Studies*, 2013, 26(8): 2008-2047.
- [10]Durnev A, Morck R, Yeung B. Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation[J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(1): 65-105.
- [11]Finkelstein S, D'Aveni R A. CEO duality as a double-edged sword: how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command[J]. *The Academy of Management Journal*, 1994, 37(5): 1079-1108.
- [12]Florackis C, Sainani S. How do chief financial officers influence corporate cash policies?[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 52: 168-191.
- [13]Hambrick D C, Mason P A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers[J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9(2): 193-206.
- [14]Ham C, Lang M, Seybert N, et al. CFO narcissism and financial reporting quality[J].

- Journal of Accounting Research, 2017, 55(5): 1089-1135.
- [15]Hennessy C A, Levy A, Whited T M. Testing Q theory with financing frictions[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 83(3): 691-717.
- [16]Hitt M, Tyler B. Strategic decision models: integrating different perspectives[J]. Strategic Management Journal, 1991, 12: 327-351.
- [17]Huang J, Kisgen D J. Gender and corporate finance: are male executives overconfident relative to female executives?[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 108(3): 822-839.
- [18]Huang H, Jin G, Chen J. Investor sentiment, property nature and corporate investment efficiency: based on the mediation mechanism in credit financing[J]. China Finance Review International, 2016, 6(1): 56-76.
- [19]Indjejikian R, Matějka M. CFO fiduciary responsibilities and annual bonus incentives[J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47(4): 1061-1093.
- [20]Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.
- [21]Jian M, Lee K W. Does CEO reputation matter for capital investments?[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(4): 929-946.
- [22]Judge W, Hu H, Gabrielsson J, et al. Configurations of capacity for change in entrepreneurial threshold firms: imprinting and strategic choice perspectives[J]. Journal of Management Studies, 2015, 52: 506-530.
- [23]Kriauciunas A, Kale P. The impact of socialist imprinting and search on resource change: a study of firms in lithuania[J]. Strategic Management Journal, 2006, 27: 659-679.
- [24]Lee J M, Hwang B H, Chen H. Are founder ceos more overconfident than professional CEOs? Evidence from S&P 1500 companies[J]. Strategic Management Journal, 2017, 38(3): 751-769.
- [25]Liu Y, Wei Z, Xie F. CFO gender and earnings management: evidence from china[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2016, 46(4): 881-905.
- [26]Marquis C, Tilcsik A. Imprinting: toward a multilevel theory[J]. Academy of Management Annals, 2013, 7(1): 195-245.
- [27]Mathias B D, Williams D W, Smith A R. Entrepreneurial inception: the role of

- imprinting in entrepreneurial action[J]. *Journal of Business Venturing*, 2015, 30(1): 11-28.
- [28]McNichols M F, Stubben S R. Does earnings management affect firms' investment decisions?[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(6): 1571-1603.
- [29]Mobbs S. Firm CFO board membership and departures[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 51: 316-331.
- [30]Morgan J, Sisak D. Aspiring to succeed: a model of entrepreneurship and fear of failure[J]. *Journal of Business Venturing*, 2016, 31(1): 1-21.
- [31]Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(2): 187-221
- [32]Narayanan M P. Managerial incentives for short-term results[J]. *The Journal of Finance*, 1985, 40(5): 1469-1484.
- [33]Peng W, Wei K. Women executives and corporate investment: evidence from the S&P 1500[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2008.
- [34]Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeovers[J]. *The Journal of Business*, 1986, 59(2): 197-216.
- [35]Shinkle G, Kriauciunas A. The impact of current and founding institutions on strength of competitive aspirations in transition economies[J]. *Strategic Management Journal*, 2012, 33: 448-458.
- [36]Stulz R. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 26(1): 3-27.
- [37]Tobin J. A general equilibrium approach to monetary theory[J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1969, 1(1): 15-29.
- [38]Wurgler J. Financial markets and the allocation of capital[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1): 187-214.
- [39]Zang X, Liu W. Research on the relation between the CFO characteristic variables in chinese listed companies and the quality of accounting information[J]. *International Conference on Information Management, Innovation Management and Industrial Engineering*, 2010, 1: 477-482.
- [40]Zhu D, Chen G. CEO narcissism and the impact of prior board experience on corporate

- strategy[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2014, 60: 31-65.
- [41] 曹春方, 林雁. 异地独董、履职职能与公司过度投资[J]. *南开管理评论*, 2017, 20(01):16-29+131.
- [42] 陈红, 胡耀丹, 余怒涛, 等. 制度环境会影响内部控制对企业投资效率的促进作用吗?[J]. *云南财经大学学报*, 2018, 34(12):66-78.
- [43] 程柯, 陈志斌, 赵卫斌. 产权性质、独立董事机制与投资效率——来自中国 A 股非金融类上市公司的经验证据[J]. *技术经济*, 2012, 31(03):103-109.
- [44] 陈菡. 货币政策、管理者风险偏好异质性与企业投资效率[J]. *财会通讯*, 2018(06):96-101+129.
- [45] 陈明利, 伍旭川. 机构投资者参与提高公司投资效率了吗?[J]. *金融理论与实践*, 2017(12):5-11.
- [46] 陈运森, 谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率[J]. *管理世界*, 2011(07):113-127.
- [47] 池国华, 杨金, 邢昊. 高管腐败对企业投资效率的影响——基于产权性质和高管政治背景视角[J]. *财经问题研究*, 2017(11):85-91.
- [48] 代昀昊, 孔东民. 高管海外经历是否能提升企业投资效率[J]. *世界经济*, 2017, 40(01):168-192.
- [49] 戴书松, 秦裕玮. 管理层权力、分析师关注与投资效率[J]. *会计之友*, 2019(12):80-88.
- [50] 戴维奇, 刘洋, 廖明情. 烙印效应:民营企业谁在“不务正业”?[J]. *管理世界*, 2016(05):99-115+187-188.
- [51] 杜胜利, 周琪. 上市公司 CFO 制度特征业绩相关性实证研究[J]. *金融研究*, 2009(09):135-142.
- [52] 佟爱琴, 马星洁. 宏观环境、产权性质与企业非效率投资[J]. *管理评论*, 2013, 25(09):12-20.
- [53] 范宝学, 刘昭. 管理者过度自信、控股股东股权质押与投资效率[J]. *哈尔滨商业大学学报(社会科学版)*, 2022(02):85-96.
- [54] 郭丽虹, 刘婷. 强制分红政策、融资约束与投资效率[J]. *上海财经大学学报*,

- 2019, 21(01):95-106.
- [55]胡国柳, 周遂. 政治关联、过度自信与非效率投资[J]. 财经理论与实践, 2012, 33(06):37-42.
- [56]黄莲琴, 主富峰. 产权性质、高管政治网络与公司资本配置效率[J]. 华东经济管理, 2015, 29(02):89-96.
- [57]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]. 管理世界, 2018, 34(03):153-166.
- [58]蒋德权, 章贵桥, 俞俊利. 高管网络、产权性质与企业投资效率[J]. 山西财经大学学报, 2016, 38(10):75-88.
- [59]姜付秀, 黄继承, 李丰也, 等. 谁选择了财务经历的 CEO?[J]. 管理世界, 2012(02):96-104.
- [60]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]. 管理世界, 2013(01):158-167.
- [61]姜付秀, 张晓亮, 蔡文婧. CEO 的财务经历有利于缓解企业融资约束吗[J]. 经济理论与经济管理, 2018(07):74-87.
- [62]李翻翻, 张长海. 产权性质、董事高管责任保险与投资不足[J]. 财会月刊, 2016(12):77-83.
- [63]李刚, 侯青川, 张瑾. 政府补助与公司投资效率——基于中国制度背景的实证分析[J]. 审计与经济研究, 2017, 32(04):74-82.
- [64]李久鑫, 郑绍濂. 管理的社会网络嵌入性视角[J]. 外国经济与管理, 2002(06):2-6.
- [65]卢馨, 张乐乐, 李慧敏, 等. 高管团队背景特征与投资效率——基于高管激励的调节效应研究[J]. 审计与经济研究, 2017, 32(02):66-77.
- [66]李小荣, 刘行. CEOvsCFO: 性别与股价崩盘风险[J]. 世界经济, 2012, 35(12):102-129.
- [67]李延喜, 曾伟强, 马壮, 等. 外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率[J]. 南开管理评论, 2015, 18(01):25-36.
- [68]李瑛, 杨蕾. 不同产权性质下会计稳健性与非效率投资行为实证研究[J]. 预测,

- 2014, 33(05):36-41.
- [69] 林丽. 分析师跟踪、产权性质与非效率投资——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 财会通讯, 2015(30):31-35.
- [70] 刘刚, 于晓东. 高管类型与企业战略选择的匹配——基于行业生命周期与企业能力生命周期协同的视角[J]. 中国工业经济, 2015(10):115-130.
- [71] 柳建华, 卢锐, 孙亮. 公司章程中董事会对外投资权限的设置与企业投资效率——基于公司章程自治的视角[J]. 管理世界, 2015(07):130-142+157.
- [72] 刘进, 殷燕楠, 王雷. 政府补助、机构投资者与投资效率[J]. 财会月刊, 2019(07):28-37.
- [73] 刘美玉, 姜磊. 高管内部薪酬差距、股权激励与投资效率[J]. 经济问题, 2019(06):90-96.
- [74] 刘艳霞, 祁怀锦. 管理者自信会影响投资效率吗——兼论融资融券制度的公司外部治理效应[J]. 会计研究, 2019(04):43-49.
- [75] 马晓敏, 祁怀锦. CFO 锦标赛激励与税收激进行为研究[J]. 商业研究, 2017(02):126-132.
- [76] 毛洪涛, 沈鹏. 我国上市公司 CFO 薪酬与盈余质量的相关性研究[J]. 南开管理评论, 2009, 12(05):82-93.
- [77] 毛新述, 王斌, 林长泉, 等. 信息发布者与资本市场效率[J]. 经济研究, 2013, 48(10):69-81.
- [78] 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[J]. 山西财经大学学报, 2018, 40(04):49-61.
- [79] 彭若弘, 于文超. 环境不确定性、代理成本与投资效率[J]. 投资研究, 2018, 37(10):41-52.
- [80] 彭韶兵, 王玉, 唐嘉尉. 董事高管责任保险与投资效率——基于合同条款的实证检验[J]. 保险研究, 2018(03):76-90.
- [81] 任汝娟, 卢呈. CFO 背景特征与业绩预告披露的精确度研究——以深沪主板制造业为例[J]. 财会通讯, 2014(36):100-104.
- [82] 任曙明, 陈强, 王倩, 等. 海外并购为何降低了中国企业投资效率?[J]. 财经研

- 究, 2019, 45(06):128-140.
- [83] 申瑞芳. CFO 财务执行力、投资效率与企业市场价值 [J]. 财会通讯, 2017(21):45-48.
- [84] 孙菲, 张剑飞. 股权激励、股权制衡度与高管离职的实证研究 [J]. 会计之友, 2018(22):30-36.
- [85] 孙光国, 郭睿. CFO 内部董事有助于董事会履行监督职能吗? [J]. 会计研究, 2015(11):27-33+96.
- [86] 苏冬蔚, 林大庞. 股权激励、盈余管理与公司治理 [J]. 经济研究, 2010, 45(11):88-100.
- [87] 苏文兵, 施建军, 杨惠. CFO 变更与盈余管理——来自中国沪市 A 股公司的经验证据 [J]. 经济与管理研究, 2010(02):93-101.
- [88] 尚航标, 李卫宁. 战略决策团队认知偏好及其变化的社会学解释 [J]. 外国经济与管理, 2015, 37(10):3-17+96.
- [89] 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 [J]. 会计研究, 2015(07):56-62+97.
- [90] 汤倩, 罗福凯, 刘源, 等. CEO 多职业背景对企业技术资本积累的影响——基于沪深 A 股上市公司数据的研究 [J]. 会计研究, 2021(11):88-101.
- [91] 王琚珂, 方拥军. CFO 兼任董事能够提高信息披露质量吗——基于产权性质和投资者法律保护视角 [J]. 财会月刊, 2018(14):50-57.
- [92] 王茂林, 何玉润, 林慧婷. 管理层权力、现金股利与企业投资效率 [J]. 南开管理评论, 2014, 17(02):13-22.
- [93] 汪佩霞, 贾敬全. 异质型机构投资者对上市公司投资效率的影响研究——基于 A 股上市公司的经验数据 [J]. 会计之友, 2019(10):78-82.
- [94] 王霞, 薛跃, 于学强. CFO 的背景特征与会计信息质量——基于中国财务重述公司的经验证据 [J]. 财经研究, 2011, 37(09):123-133+144.
- [95] 王治, 张皎洁, 郑琦. 内部控制质量、产权性质与企业非效率投资——基于我国上市公司面板数据的实证研究 [J]. 管理评论, 2015, 27(09):95-107.
- [96] 魏哲海. 管理者过度自信、资本结构与公司绩效 [J]. 工业技术经

- 济, 2018, 37(06):3-12.
- [97] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰. 有中介的调节变量和有调节的中介变量[J]. 心理学报, 2006(03):448-452.
- [98] 韦畅. 高管外部薪酬差距、社会网络与过度投资行为研究——基于我国上市公司经理人市场的经验证据[J]. 财会通讯, 2017(09):84-88.
- [99] 谢佩洪, 汪春霞. 管理层权力、企业生命周期与投资效率——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017, 20(01):57-66.
- [100] 谢众, 孔令翔. 高管过度自信、内部控制与投资效率——基于中国 A 股上市公司数据的经验证据[J]. 工业技术经济, 2018, 37(07):59-66.
- [101] 肖珉, 任春艳, 张芬芳. 信息不对称、制度约束与投资效率——基于不同产权安排的实证研究[J]. 投资研究, 2014, 33(01):24-34.
- [102] 修国义, 于丽萍, 宋丽平. 信息披露质量对企业投资效率的影响研究[J]. 会计之友, 2019(01):127-131.
- [103] 徐明亮, 袁天荣. 交错董事会条款、制度环境与投资效率[J]. 经济管理, 2018, 40(05):21-36.
- [104] 薛爽, 都卫锋, 洪昀. CFO 影响力与企业税负水平——基于企业所有权视角的分析[J]. 财经研究, 2012, 38(10):57-67.
- [105] 杨继伟, 庞瑞博. 产权性质、董事会治理与过度投资[J]. 财会月刊, 2016(11):3-6.
- [106] 许为宾, 周建. 董事会资本影响企业投资效率的机制——监督效应还是资源效应?[J]. 经济管理, 2017, 39(05):69-84.
- [107] 袁建国, 范文林, 程晨, 等. CFO 兼任董事能促进公司提高投资效率吗?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理评论, 2017, 29(03):62-73.
- [108] 袁蓉. 高管控制权、产品市场竞争与投资效率——基于约束机制视角的实证分析[J]. 财会月刊, 2017(09):22-28.
- [109] 余威, 陈秋平, 李梦丹. EMBA 背景的董事长更擅长投资吗?——基于中国上市公司投资效率视角的检验[J]. 外国经济与管理, 2019, 41(02):99-111.
- [110] 尤谊, 刘阳. CFO 股权激励对盈余管理的影响分析[J]. 财会通讯,

- 2016(11):26-29.
- [111] 苑泽明, 宋雪梅, 孙钰鹏. 管理层过度自信、分析师跟踪与投资效率[J]. 财会月刊, 2018(20):31-40.
- [112] 翟胜宝, 马静静, 毛志忠. 环境不确定性、产权性质与上市公司投资效率[J]. 会计与经济研究, 2015, 29(05):11-23.
- [113] 赵耀, 王亚茹, 乔贵涛. CFO 对 CEO 的权力制衡与国企费用归类操纵[J]. 会计之友, 2018(05):66-70.
- [114] 郑立东, 程小可, 姚立杰. 独立董事背景特征与企业投资效率——“帮助之手”抑或“抑制之手”?[J]. 经济与管理研究, 2013(08):5-14.
- [115] 张爱民, 刘文月, 陈涛琴. 女性 CFO、终极产权与上市公司融资行为[J]. 财会通讯, 2016(36):104-108+129.
- [116] 张超林, 杨竹清. 股票流动性、代理效率与企业技术创新——基于泊松回归的实证研究[J]. 华东经济管理, 2018, 32(11):151-158.
- [117] 张会丽, 谭玥宁, 高明华. 企业家能力、产权性质与投资效率[J]. 黑龙江社会科学, 2014(01):54-57.
- [118] 张琴. 技术背景 CEO、技术创新与企业绩效——基于民营高科技企业的实证分析[J]. 经济问题, 2018(05):82-87.
- [119] 张银灵. 非控股股东参与、公司治理水平与非效率投资[J]. 财会通讯, 2019(18):43-47.
- [120] 周兰, 姚星齐, 刘泽华. CEO 财务经历与企业创新——基于风险认知和融资能力的双重视角[J]. 南方经济, 2021(08):66-85.
- [121] 周映红. 产权性质、会计稳健性与企业非效率投资[J]. 财会通讯, 2017(06):15-19.

后记

行文至此，思绪万千，校园生活即将结束，回首过往，心中无限感慨。

首先，感谢我的导师，在三年的研究生学习生活中以及毕业论文的撰写中给予我极大的帮助与支持。依稀记得三年前与导师第一次见面，导师就本人跨专业学习会计学的问题给出了自己的解读，分析了我的优势与劣势，帮助我在之后的研究生学习中少走了很多弯路。

其次，感谢我的家人以及朋友，二十多年的求学之路，其实并不平坦，是父母的无私奉献与默默支持我才得以完成学业，感谢一路走来身边朋友的陪伴与帮助。

最后，感谢自己的坚持，感谢在无数个失眠的夜晚中自己从没想过放弃，感谢自己不忘初心，即使失败也从不缺从头再来的勇气。