

DOI: 10.13504/j.cnki.issn1008-2700.2023.04.005

董事会战略介入如何影响企业内部资本市场活跃度?

周建^{1a,1b,2}, 潘玲玲^{1a,1b}, 王鑫^{1a,1b}

(1. 南开大学 a. 中国公司治理研究院; b. 商学院, 天津 300071;
2. 南开大学滨海学院, 天津 300270)

摘要: 内部资本市场的活跃程度是判断企业资源配置能力的显著标志, 而包括董事会和首席执行官(CEO)在内的战略负责人是企业资源配置的直接决策者。基于2015—2019年沪深A股上市公司样本数据, 以企业内部的资本配置作为切入点, 探讨董事会的战略介入如何影响企业内部资本市场的活跃度并检验CEO权力在其中的调节作用。研究结果显示, 董事会战略介入程度与企业内部资本市场活跃度呈倒U型曲线关系。进一步研究显示, CEO权力平滑了上述倒U型关系, 即CEO权力可以部分替代董事会战略介入的作用。企业内部资本市场活跃度与企业绩效之间并未表现出显著的倒U型关系。研究结论不仅有助于规范企业内部资本市场运作, 而且也为公司治理结构的优化和动态能力的提升提供了参考。

关键词: 董事会战略介入; CEO权力; 内部资本市场活跃度; 企业绩效

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1008-2700(2023)04-0069-13

一、问题提出

从实践角度来看, 为企业设定战略方向并确保其长期生存是董事会的主要职责。然而, 从某企业的财务造假事件, 再到某企业集团因为大规模兼并收购导致现金流断裂而被迫破产重组, 当外部利益相关者每次试图打开董事会运作的黑箱, 并发现其运作过程中疏忽的时候, 整个社会都为董事会可能因“橡皮图章管理”或“内部人角色”而未能适度地介入有关企业资源配置的战略决策感到担忧, 而介入不足或介入过度均是董事会未能适度介入的表现形式。

事实上, 资源配置是一个永恒的话题, 遍及从宏观到微观的各种经济管理活动。宏观研究关注市场和价格机制如何配置资源, 微观研究则更关注企业和企业战略负责人如何将资源导向新的和更好的机会。可以说, 资源配置是战略管理的基础^[1]。从理论角度来看, 资本是企业资源配置的核心要素之一, 既包括从外部资本市场和信贷市场等融得的社会资本, 也包括企业内部流动的资本, 即企业内部资本市场。金融领域的研究已经为内部资本市场研究提供见解, 而负责制定和执行企业层面战略的董事会和首席执行官(CEO)目前尚未作为核心主体被纳入相关研究之中^[2]。本文认为, 董事会战略介入资本配置能够

收稿日期: 2022-11-18; 修回日期: 2023-06-01

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“差异化组织治理、董事会战略决策权配置与企业战略决策有效性研究”(71672088); 教育部学位中心“2019年优秀案例教师工作计划”项目(JS2019004); 天津市2020年度哲学社会科学规划重点委托课题“中美经贸摩擦背景下天津市持续改善营商环境研究”(TJZDWT202001-13)

作者简介: 周建(1964—), 男, 南开大学中国公司治理研究院/商学院教授、博士生导师, 南开大学滨海学院教授; 潘玲玲(1995—), 女, 南开大学中国公司治理研究院/商学院博士研究生, 通信作者; 王鑫(1997—), 男, 南开大学中国公司治理研究院/商学院硕士研究生。

为分析企业动态竞争能力提供一个新的视角, 因为其可以反映出战略负责人如何调整企业资源以匹配企业战略发展需求的能力。因此, 从企业内部的资源配置决策主体层面分析董事会战略介入程度对企业内部资本市场运作的影响, 不仅有助于企业治理结构的进一步优化, 而且对于企业动态竞争能力的提高也具有重要的指导意义。基于此, 本文关注的问题是资本配置视角下董事会在企业资源配置过程中的实际作用, 具体包括以下三个方面: (1) 作为战略决策的制定者, 董事会通过战略介入如何影响企业内部资本市场上的资本配置活跃程度? (2) 作为高管执行团队的核心人物, CEO 在董事会战略介入内部资本市场的过程中发挥何种作用? (3) 内部资本市场的活跃度如何贡献于企业绩效的提升? 为回答上述问题, 本文基于 2015—2019 年沪深 A 股上市公司样本数据, 实证检验董事会战略介入对企业内部资本市场的影响, 并分析 CEO 权力对二者关系的调节作用。

与已有研究相比, 本文的研究贡献主要体现在以下两个方面: 一方面, 通过展示董事会战略介入与企业内部资本市场活跃度之间的相关性, 试图增进对企业动态竞争能力和内部资源配置的理解; 另一方面, 展示 CEO 权力对董事会战略介入影响企业内部资本市场活跃度的调节作用, 丰富了董事会-CEO 动态关系的研究视角。

二、文献综述

(一) 董事会战略介入研究

董事会战略介入在战略制定和执行过程中的角色定位无疑是企业面临的重大治理挑战。公司治理的革新促使董事会更多关注公司战略, 以便提高组织承诺, 而研究公司治理对于战略管理的影响, 关键在于董事会的战略介入问题^[3]。董事会战略介入是指董事会成员在可能对组织的长期绩效产生影响的资源配置等非日常性经营决策活动上的介入程度^[4]。已有关于董事会战略介入的研究主要集中在董事会战略介入的前因和经济后果两个方面。

董事会战略介入的前因覆盖宏观环境、组织、董事会和董事四个层次。宏观环境层面, 制度环境中的外部知识结构与董事会拥有的内部知识相互作用, 从而影响企业内部的战略决策^[5]。组织层次的前因往往被用作控制变量, 并与董事会层次的因素紧密联系在一起。有研究发现, 当企业绩效低于行业平均水平时, 董事会成员经常会陷入群体性的功能失调, 即多元无知效应, 这有助于解释危机期间董事会的不活动状态^[6]。董事会构成在一定程度上能够控制整个董事会的战略介入程度。例如, 威瑟斯等 (Withers et al., 2012) 认为研究董事选拔和继任离任过程有助于观察董事会战略介入的变化^[7]。与之对应, 董事会战略介入的经济后果也体现在多个方面。董事会战略介入可以对整个行业的人力资源实践和成果产生重大影响^[8], 也可以直接影响董事会的实际决策结果^[9]。此外, 已有研究指出, 董事会战略介入的不足可能导致董事声誉受损和战略人力资本的流失^[10]。

(二) 企业内部资本市场研究

企业将融得的外部社会资本配置到实际的内部组织或者项目的过程中形成了内部资本市场^[11]。内部资本市场是企业资本配置的媒介, 反映企业的资源配置能力^[12]。董事会和以 CEO 为首的高管团队是企业资源配置的直接责任人, 能够决定如何在企业各部门之间分配稀缺的资本。一个完整的资本配置过程可以被抽象地描述为以下两个环节: 第一个环节, 社会资本通过证券市场和信贷市场将资本配置给不同组织形态的企业; 第二个环节, 不同组织形态的企业将资本配置到各个分部或者子公司的投资项目。前者以外部资本市场作为研究对象, 而后者以内部资本市场为考察标准。要想社会资本能够被有效率地配置, 必须在以上两个环节中都是有效率的, 忽视任何一个环节都会降低社会资本的配置效率。

威廉姆森 (Williamson, 1975) 认为, 相较于外部资本市场在获取企业内部信息时存在障碍或成本过高问题, 内部资本市场在信息的真实性、及时性和准确性等方面均占有优势^[13]。此外, 在内部资本市场中, 企业能够通过削减对某些业务的资本配置, 更加迅速地转移和配置资源, 并将资源重新分配到更有前途的业务中。回顾已有文献, 关于内部资本市场的影响因素研究集中于代理问题和多元化因素两方面。

以往研究指出,代理问题会导致内部资本市场运作的活跃度降低^[14],而多元化能够在一定程度上会提高内部资本市场的运作效率^[15-16]。

综上所述,董事会战略介入是本文的研究主体,企业资本配置是本文的研究客体,内部资本市场是连接主体和客体之间的作用媒介,通过内部资本市场开展资本配置是企业战略负责人的一项重要任务^[12]。本文尝试将企业战略负责人的角色整合到一个框架中,该框架试图探讨董事会和CEO在企业资本配置战略决策和执行中发挥的重要作用,即基于CEO权力的调节作用,探究董事会战略介入影响内部资本市场的机制。

三、理论分析和研究假设

(一) 董事会战略介入与企业内部资本市场活跃度

董事会的战略介入涉及董事会在塑造企业使命,制定、实施和控制企业战略方面的职能定位^[17]。董事会是企业战略决策制定和执行的关键机构,负责审查审批企业的财务目标、主要战略以及发展规划等。董事会通过审计委员会加强对企业财务战略的全面审计和内部控制,并通过战略委员会讨论企业未来发展的经营战略规划^[18]。因此,董事会的战略介入程度直接影响企业层面的资本配置情况,而内部资本市场活跃度是衡量企业内部资本配置情况的关键指标。

董事会战略介入对企业内部资本市场活跃度具有促进和抑制两方面的作用。其中,董事会战略介入对企业内部资本市场活跃度的促进作用体现在两个方面:一是战略计划和执行阶段的资源提供与监督建议职能的发挥;二是包括资本配置在内的关于企业内部资源配置的战略共识和战略承诺。一方面,在战略计划和执行阶段,外部董事或连锁董事被视为重要的信息来源方,能够传递从企业外部活动中获取的资源和经验^[19],为企业内部资源配置提供建议,进而提高企业内部资本市场的活跃度。此外,董事会往往被视为战略实施过程中的主要监督者,能够对以CEO为核心的高管团队行为进行监督,并强化高管人员在执行资本配置相关的战略决策时的积极性^[20]。另一方面,战略介入过程中,战略共识的形成与战略承诺的投入加快了企业内部资本配置效率。伴随着董事会战略介入程度的提升,企业的战略负责人与业务层管理者对战略目标及优先事项的共同理解和一致性感知加深^[21],战略共识程度提升能够促进企业资本配置的落实。与此同时,董事会战略介入的深化也表明企业战略决策者在战略承诺层面的投入。战略承诺具有锚定效应,并不是一个时间点上进行的某项行为,而是在一个较长时间序列上一系列持续行动进而形成的一个过程^[22],因而战略承诺的提高也有助于高管团队战略方案的实施。

董事会战略介入对企业内部资本市场活跃度的抑制作用也体现在两个方面:一是董事会专业技能和时间精力的局限性;二是董事会认知结构驱动的行为惯性。首先,董事会面临时间和专业领域的限制。伴随着董事会战略介入程度的深入,对董事会时间和专业知识能力的投入提出更高的要求,内部资本市场可能会由于决策不力而导致效率低下^[23],给企业的经营造成重大干扰,由此对企业内部的资本配置效率产生不利影响。其次,董事会认知结构的影响。巴德勒特等(Bardolet et al., 2011)发现企业的资本配置战略负责人倾向于将投资平均分配到企业的各个业务部门^[24],这表明他们可能对部门之间的差异相对不敏感。当董事会更关注将资本配置作为一种常规工具来引导企业组织运作时,董事会战略介入可能并不会按照业绩前景等因素适当地推动企业内部资本市场的进一步发展^[25]。

基于上述分析,董事会战略介入对企业内部资本市场活跃度的影响取决于董事会战略介入的程度,随着介入程度的增加,这一关系最初是积极的,但逐渐变为消极的。由此,本文提出:

假设1:当其他因素保持不变时,董事会战略介入与内部资本市场活跃度之间呈现倒U型曲线关系。

(二) 董事会战略介入、CEO权力关系与企业内部资本市场活跃度

企业内部资本配置是管理者的一项重要任务,尤其是在规模庞大和多元化的组织中,高层管理者需要掌握困难和复杂的信息,以敏锐地消除不平衡和不稳定的因素。因此,除战略决策主体董事会之外,作为战略执行团队核心人物的CEO在企业组织结构中的作用也显得尤为重要^[23],故董事会战略介入对内

部资本市场活跃度的影响还受到 CEO 权力的影响。当 CEO 对董事会具有影响力时, 以 CEO 为核心的高管团队对涉及企业内部资本配置的战略变革的偏好占主导地位^[26], 此时董事会就不太可能对企业内部的资源配置产生更多实质性的影响。换言之, 企业内部资本市场的活跃度变动幅度相对较低。此外, 当面临企业资本配置相关的战略决策时, 与董事会相比, 以 CEO 为核心的高管团队可能更倾向于维持现状, 即使在形式上需要遵循董事会制定的战略规划, 但在战略实施的过程中, CEO 有可能会削弱董事会对企业内部资本市场上的资本配置的影响。

基于此, 本文认为 CEO 权力对董事会战略介入与企业内部资本市场活跃度之间的关系具有负向调节作用, 即 CEO 权力可以部分替代董事会战略介入。由此, 本文提出:

假设 2: 当其他因素保持不变时, CEO 权力平滑了董事会战略介入与内部资本市场活跃度之间的倒 U 型曲线关系。

(三) 企业内部资本市场活跃度与企业绩效

企业资本配置能力可以通过内部资本市场活跃度来反映^[12], 而内部资本市场活跃度的变化也会导致企业绩效的波动。关于内部资本市场对企业绩效的影响, 已有研究存在两种相反的观点: 一方面, 内部资本配置能够降低由信息不对称产生的融资成本, 使企业能够以较低的成本充分利用有利的投资时机来创造额外价值, 进而对企业绩效产生积极影响^[27]; 另一方面, 随意或过度的资本配置可能会对绩效产生负面影响, 因为过度的资本配置意味着对企业的经营活动造成实质性的干扰, 从而可能会危及企业战略的成功, 最终影响企业绩效。因此, 高水平的内部资本市场活跃度虽然可能会增强企业活力并提高企业竞争力^[28], 但也可能意味着对企业现状的破坏, 提高企业的整体风险程度, 将组织生存置于危险之中。

综上所述, 以内部资本市场为媒介的企业资本配置的积极效应与消极效应并存, 即随着内部资本市场活跃度的提升, 这一关系最初是积极的, 但逐渐会变为消极的。由此, 本文提出:

假设 3: 当其他因素保持不变时, 内部资本市场活跃度与企业绩效之间呈现倒 U 型曲线关系。

四、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

董事会战略介入指标测度中用到的时间序列平滑法需要以提前三年的样本数据作为基准, 因而考虑到测度数据的完整性和可获得性, 以及缓解 2008 年金融危机和 2011 年前后政府宏观调控等外部事件对企业资本配置战略决策带来的影响, 本文选取 2015—2019 年深圳证券交易所和上海证券交易所上市的所有 A 股公司作为初始研究样本, 并依据以下原则筛选: (1) 剔除金融类公司; (2) 剔除退市、ST、*ST 和 PT 类公司; (3) 由于本文内部资本市场活跃度通过特定关联交易类型的数据测算得到, 因此剔除当年未发生特定关联交易类型的样本; (4) 剔除财务数据、公司治理相关数据和 CEO 权力数据等存在严重缺失的样本。经过筛选, 最终得到来自 832 家样本公司的 1 902 个观测值。

本文的内部资本市场活跃度数据、董事会战略介入的测度数据和企业绩效数据整理自万得 (Wind) 股票交易数据库、国泰安中国经济金融研究 (CSMAR) 数据库和巨潮资讯网披露的公司年报; CEO 权力数据、企业财务数据、公司治理相关数据主要来自 CSMAR 数据库; 宏观环境数据来自《中国金融年鉴》统计。对于数据存在出入的地方, 本文进行交叉比较, 以巨潮资讯网披露公司年报的内容为准。为了避免极端异常值带来的影响, 本文对涉及的所有连续型变量进行了 1% 和 99% 的双缩尾 (winsorize) 处理。

(二) 变量定义

内部资本市场活跃度 (ICM)。内部资本市场的活跃程度用于描述企业利用内部资本市场信息透明、传递及时等优势, 推动资本配置战略决策执行的现象, 是衡量资本配置效率的指标之一。由于关联交易可能是一种低成本、有效的资源内部转移方式^[16], 故本文参考潘俊等 (2015)^[29] 的研究, 采用向关联方采购与销售商品、提供与接受劳务的总和占主营业务成本的比例来考察企业内部资本市场的活跃程度。

为便于数据回归分析, 本文对该指标进行了对数化处理。

企业绩效 (*Performance*)。为使结果更加可靠, 本文选取三个类型的指标来衡量企业绩效, 分别是资产回报率 (*ROA*)、权益报酬率 (*ROE*) 和投入资本回报率 (*ROIC*), 上述指标均是衡量公司价值增加的变量。本文参照已有研究^[30] 的做法, 按年份对三个指标进行标准化, 取平均值以创建一个衡量企业绩效的综合指标, 该值越大表明企业绩效越好。此外, 本文参考洛瓦洛等 (Lovallo et al., 2020)^[2] 的方法, 选取经调整的托宾 *q* 值 (Tobin's *q*) 作为绩效的补充测度, 用于比较企业的市场价值是否大于给企业带来现金流量的资本成本。

董事会战略介入 (*BSI*)。参考海恩斯和希尔曼 (Haynes & Hillman, 2010)^[31] 的方法, 选取公司的战略偏离程度作为董事会战略介入程度的初始度量。首先, 战略偏离程度是目前衡量董事会实际行为和战略介入最准确的指标。战略偏离程度客观地反映了董事会参与制定、发展或改变组织目标的程度^[32]。其次, 在战略决策和实施的情境下, 董事会的嵌入性使其对主要业务和相应的资本配置能够产生主导影响。最后, 该测度方法符合通过黑箱方法来推断董事会实际行为的基本原则。具体地, 本文选择企业战略偏离行业常规的程度来度量董事会战略介入程度。参考叶康涛等 (2014)^[33] 的测度方法, 首先, 计算企业在广告密度 (销售费用/营业收入)、研发密度 (无形资产净值/营业收入)、资本密集度 (固定资产/员工人数)、管理费用投入 (管理费用/营业收入)、固定资产更新程度 (固定资产净值/固定资产原值) 和公司财务杠杆 ((短期借款+长期借款+应付债券)/权益账面价值) 六个战略维度的资源分配情况。其次, 用企业这六个维度指标分别减去同行业当年该指标的平均值 θ , 再除以该指标的标准差 γ 予以标准化, 并取绝对值, 进而求得各企业在每一个战略维度上偏离行业平均水平的程度。最后, 对每个企业标准化后的六个指标取平均值, 得到战略偏离程度指标, 该指标从整体上反映了董事会在企业战略中的介入程度, 该指标值越大, 表明董事会战略介入程度越高。对于个别缺失值, 本文使用时间序列平滑法补齐数据。

CEO 权力 (*CEO_{power}*)。CEO 权力可能有多种来源, 包括组织权力、专家权力、所有制权力和声望权力等。本文参考权小锋和吴世农 (2010)^[34] 的做法, 从以上四个维度中各选取两个变量来度量 CEO 权力的大小, 然后对变量进行标准化和汇总, 以创建综合的 CEO 权力指数。具体指标衡量标准如表 1 所示。本文对以下四个维度中的八个指标进行主成分分析, 采用第一主成分作为 CEO 权力的综合指标, 该指标值越大, 表明 CEO 权力越大。

表 1 CEO 权力类型

变量	变量定义
组织权力	CEO 是否兼任董事长, 是赋值为 2; 否赋值为 1 CEO 是否为内部董事, 是赋值为 2; 否赋值为 1
专家权力	CEO 任职期限 (月) 是否超过行业平均水平, 是赋值为 2; 否赋值为 1 CEO 是否具有高级职称, 是赋值为 2; 否赋值为 1
所有制权力	CEO 持股比例是否超过行业平均水平, 是赋值为 2; 否赋值为 1 机构投资者持股比例是否低于行业中位数, 是赋值为 2; 否赋值为 1
声望权力	CEO 兼任上市公司董事数量 CEO 学历, 大学本科学历以下赋值为 1; 大学本科学历赋值为 2; 硕士研究生学历, 包括 MBA 和 EMBA, 赋值为 3; 博士研究生学历赋值为 4

本文选取其他可能影响企业内部资本市场活跃度和企业绩效的控制变量: 企业层面, 包括产权性质 (*SOE*)、企业规模 (*Firm_{size}*)、成长性 (*Growth*)、现金持有量 (*Cash*)、现金流量 (*CF*)、资本支出 (*Capex*)、资产负债率 (*Lev*)、股权集中度 (*FSH*) 和净营运资本变化 (*CNWC*); 董事会层面, 包括董事会规模 (*Board_{size}*) 和董事会成员平均任职时间 (*Board_{tenure}*); 宏观层面, 包括环境动态性 (*Dynamism*)

和金融生态环境 (AFRE), 以及行业和年份固定效应。具体的变量定义如表 2 所示。

表 2 变量定义

变量名称	符号	变量定义
内部资本市场活跃度	ICM	上市公司向关联方采购与销售商品、提供与接受劳务的总和占主营业务成本比例
企业绩效	Performance	Performance1 为基于 ROA、ROE、ROIC 构建的综合指标; Performance2 为托宾值
董事会战略介入	BSI	根据战略偏离度构建综合指标
CEO 权力	CEO _{power}	CEO 权力综合指数
产权性质	SOE	控股股东为国有取 1, 其余取 0
企业规模	Firm _{size}	期末总资产取自然对数
成长性	Growth	主营业务收入增长率
现金持有量	Cash	现金及现金等价物/期末总资产
现金流量	CF	净利润与折旧摊销之和/期末总资产
资本支出	Capex	购买固定资产、无形资产与其他长期资产支付的现金/期末总资产
资产负债率	Lev	期末总负债/期末总资产
股权集中度	FSH	第一大股东持股比例
净营运资本变化	CNWC	(本期净营运资本-上期净营运资本)/期末总资产
董事会规模	Board _{size}	董事会人数
董事会平均任期	Board _{tenure}	董事会成员的平均任期 (月)
环境动态性	Dynamism	企业年度销售收入变异系数
金融生态环境	AFRE	企业所在地区社会融资规模年度增量
年份	Year	年份固定效应
行业	Ind	行业固定效应

(三) 模型设计

为了检验董事会战略介入与内部资本市场活跃度之间的倒 U 型曲线关系, 本文借鉴汉斯等 (Haans et al., 2016)^[35] 的研究, 设定模型 (1) 以检验假设 1:

$$ICM = \alpha_0 + \alpha_1 BSI + \alpha_2 BSI^2 + \alpha_3 Control + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验 CEO 权力对董事会战略介入与内部资本市场活跃度之间的倒 U 型曲线关系的调节作用, 本文设定模型 (2):

$$ICM = \alpha_0 + \alpha_1 BSI + \alpha_2 BSI \times CEO_{power} + \alpha_3 BSI^2 \times CEO_{power} + \alpha_4 Control + \varepsilon \quad (2)$$

为了检验内部资本市场活跃度与企业绩效之间的倒 U 型曲线关系, 本文设定模型 (3):

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 ICM + \beta_2 ICM^2 + \beta_3 Control + \sum Industry + \sum Year + \delta \quad (3)$$

五、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表 3 列示了主要变量的描述性统计结果。其中, 内部资本市场活跃度的平均值为 12.470, 最小值为 8.170, 最大值为 19.470, 表明样本企业内部资本市场活跃度差异相对较大。由三重指标拟合的企业绩效综合指数的平均值为 0.080, 最小值为 -3.190, 最大值为 1.816, 表明样本公司绩效差异显著, 同时大部分公司绩效良好。董事会战略介入程度的平均值为 0.549, 最小值为 0.146, 最大值为 1.540, 表明跨企业跨年度的董事会战略介入程度存在较大差异, 且大部分企业董事会战略介入程度相对较低, 可能存在僵化风险。CEO 权力的平均值为 1.188, 最小值为 0.816, 最大值为 1.638, 数据分布较为均匀。

表 3 主要变量的描述性统计

变量名称	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>ICM</i>	1 902	12.470	2.438	8.170	19.470
<i>Performance</i>	1 902	0.080	0.619	-3.190	1.816
<i>BSI</i>	1 902	0.549	0.264	0.146	1.540
<i>CEO_{power}</i>	1 902	1.188	0.187	0.816	1.638
<i>SOE</i>	1 902	0.503	0.500	0.000	1.000
<i>Firm_{size}</i>	1 902	22.860	1.282	20.440	26.430
<i>Growth</i>	1 902	0.190	0.393	-0.445	2.624
<i>Cash</i>	1 902	0.142	0.103	0.0132	0.513
<i>CF</i>	1 902	0.061	0.049	-0.132	0.217
<i>Capex</i>	1 902	0.044	0.041	0.001	0.199
<i>Lev</i>	1 902	0.460	0.194	0.085	0.884
<i>FSH</i>	1 902	0.369	0.145	0.091	0.742
<i>CNWC</i>	1 902	0.017	0.091	-0.251	0.334
<i>Board_{size}</i>	1 902	8.777	1.746	5.000	15.000
<i>Board_{tenure}</i>	1 902	44.990	18.760	9.625	100.500
<i>Dynamism</i>	1 902	20.430	1.528	16.990	24.200
<i>AFRE</i>	1 902	11 515	7 278	659	29 190

(二) 基准回归结果

表 4 列示了模型 (1) 的回归结果。结果显示, 董事会战略介入 (*BSI*) 一次项系数为 1.756, 二次项系数为 -1.297, 且均在 5% 的水平上显著, 满足符号预期; *Utest* 检验结果显示, 曲线前半部分的斜率为 1.376, 在 1% 的水平上显著, 后半部分的斜率为 -2.239, 同样在 1% 的水平上显著, 倒 U 型关系的整体检验 *t* 值为 2.31, 在 1% 的水平上显著, 满足检验程序第二步在数据范围两端斜率足够陡的预期; 转折点在董事会战略介入为 0.676 时出现, 且样本数据区间为 0.146 至 1.540, 满足检验程序第三步转折点需要在数据范围内的预期。由此, 董事会战略介入与内部资本市场活跃度的倒 U 型关系得到验证。

表 4 董事会战略介入与内部资本市场活跃度回归结果

变量	<i>ICM</i>	变量	<i>ICM</i>
<i>BSI</i>	1.756** (2.43)	<i>Lev</i>	-0.205 (-0.30)
<i>BSI</i> ²	-1.297** (-2.75)	<i>FSH</i>	1.879** (2.29)
<i>CEO_{power}</i>	-0.000 (-0.00)	<i>CNWC</i>	-0.304 (-0.77)
<i>SOE</i>	0.706 (1.13)	<i>Board_{size}</i>	0.012 (0.19)
<i>Firm_{size}</i>	-0.257 (-1.17)	<i>Board_{tenure}</i>	0.007 (1.31)
<i>Growth</i>	0.398*** (3.46)	<i>Dynamism</i>	-0.033 (-0.42)
<i>Cash</i>	0.419 (0.63)	<i>AFRE</i>	-0.000** (-2.18)
<i>CF</i>	-3.009** (-2.22)	<i>Ind/Year</i>	控制
<i>Capex</i>	-0.484 (-0.31)	常数项	18.390*** (3.91)
		观测值	1 902

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著; 括号内为 *t* 值; 后表同。

表5列示了模型(2)的回归结果。结果显示,董事会战略介入一次项的系数为1.756,在5%的水平上显著,董事会战略介入一次项与CEO权力交乘项的系数为0.613,不显著,表明倒U型曲线的前半部分斜率下降,曲线更加平滑,满足检验程序的第一步条件;董事会战略介入二次项的初始系数为-1.297,在5%的水平上显著,董事会战略介入二次项与CEO权力交乘项的系数为-0.936,在5%的水平上显著,系数变化表明倒U型曲线的后半部分斜率变小,曲线同样变得更加平滑,满足检验程序的第二步条件。由此,CEO权力平滑董事会战略介入与内部资本市场活跃度倒U型关系的假设得到验证。

此外,董事会和CEO两职合一可能导致董事会战略介入与CEO权力的效应重合叠加,本文两职合一样本仅占总体样本的24%,且剔除该类样本数据后,董事会战略介入的主效应和CEO权力的调节效应仍然存在,表明两职合一问题并未对本文的假设检验产生实质影响。

表6列示了模型(3)的回归结果。为使结论更加稳健,企业绩效从综合指数(Performance1)和反映市场价值的托宾q值(Performance2)两个角度进行测度。对于内部资本市场活跃度(ICM)与企业绩效(Performance1)关系的假设检验,内部资本市场活跃度的一次项系数为0.192,二次项系数为-0.101,均未呈现出明显的显著性;对于内部资本市场活跃度(ICM)与企业绩效(Performance2)关系的假设检验,一次项系数为-0.488,二次项系数为0.144,也未呈现出明显的显著性。由此,假设3并未得到验证。

本文认为,曲线关系在此处不显著的原因主要有三方面:首先,虽然为了稳健性考虑,本文构建企业绩效等多项指标作为测度值,但是企业绩效是一个受多重因素影响的指标,如还会受到盈余管理等诸多因素的干扰;其次,内部资本市场活跃度与企业绩效之间的传导效应路径可能有多条,相关性检验显示,董事会战略介入与企业绩效之间存在显著关联,未来研究可以深入探讨董事会战略介入影响企业绩效的作用机制;最后,由于数据可获得性的问题,尽管本文采用了国内学者普遍的测度方法,但是由关联交易测度的内部资本市场活跃度指标仍可能需要完善。

表5 CEO权力的调节效应回归结果

变量	ICM	ICM
<i>BSI</i>	1.756** (2.43)	0.787 (0.99)
<i>BSI</i> ²	-1.297** (-2.75)	
<i>BSI</i> × <i>CEO</i> _{power}		0.613 (0.85)
<i>BSI</i> ² × <i>CEO</i> _{power}		-0.936** (-2.44)
<i>CEO</i> _{power}	-0.000 (-0.00)	
控制变量	控制	控制
<i>Ind/Year</i>	控制	控制
常数项	18.390*** (3.91)	18.690*** (3.97)
观测值	1902	1902

表6 内部资本市场活跃度与企业绩效回归结果

变量	Performance1	Performance2
<i>ICM</i>	0.192 (0.31)	-0.488 (-0.51)
<i>ICM</i> ²	-0.101 (-0.45)	0.144 (0.44)
<i>BSI</i>	-0.166 (-1.28)	0.118 (0.80)
<i>CEO</i> _{power}	-0.085 (-0.81)	-0.050 (-0.36)
控制变量	控制	控制
<i>Ind/Year</i>	控制	控制
常数项	-6.545*** (-3.49)	5.539* (1.68)
观测值	1902	1902

(三) 稳健性检验^①

1. 替换变量检验

董事会会议频率是衡量董事会战略介入程度的良好指标^[36]。一方面,经常出席董事会会议的董事可能会投入更多注意力为解决企业问题贡献人力和社会资本。戈尔登和扎杰克(Golden & Zajac, 2001)研究发现,对战略问题投入更多注意力的董事更倾向于参与企业内部的资源配置^[37]。另一方面,董事会会议能够增强董事会的凝聚力,从而提升董事会的战略贡献,促使董事们运用自身知识和技能分析拟议战略的收益和成本,并最终作出高质量的决策。同时,过高频率的董事会会议也会使董事的时间和精力不足、认知结构僵化,从而导致董事会战略介入的抑制效应。

董事会会议频率(*Meeting*)使用上市公司年度董事会会议次数的自然对数来衡量。替换变量后的回归结果与基准回归结果差异不大,说明本文的研究结论是稳健的。

2. 替换样本检验

本文接下来探讨回归结果在主要行业中的稳健性。本文参考洛瓦洛等(2020)^[2]的方法,将回归分析限制在样本中占比最大(超过60%)的制造业行业内。回归结果显示,替换样本后依然能够得出与基准回归结果一致的结论,即在主要行业中仍可观察到董事会战略介入与内部资本市场活跃度之间的曲线关系,以及CEO权力对二者倒U型关系的调节效应。

3. 替换研究模型检验

首先,本文绘制董事会战略介入-内部资本市场活跃度主效应以及CEO权力调节效应的变量关系图。如图1所示,该曲线符合假设预期的形状,并且转折点恰好位于数据范围内。

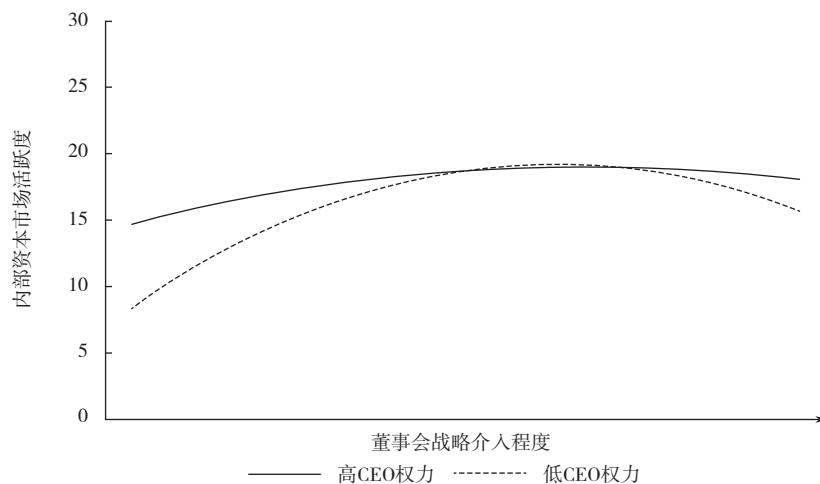


图1 董事会战略介入-内部资本市场活跃度主效应及CEO权力调节效应

其次,在模型中添加三次项能够测试变量间关系是否可能是S型而不是U型,本文加入三次项 BSI_Triple 检验后发现,模型拟合效果并没有大幅改变,董事会战略介入(BSI)的一次项系数为4.882,二次项系数为-5.978,均在5%的水平上显著。接着执行 $Utest$ 命令进行检验,转折点在董事会战略介入程度取值为0.408时获得,整个模型同样在5%的水平上显著,由此为倒U型曲线关系提供了更强的支持。

根据基准回归中确定的转折点董事会战略介入程度(BSI)取值为0.676,本文拆分样本数据,并检查分段的两个线性回归是否会给出与曲线的预测形状一致的斜率。分段回归模型如模型(4)所示,其中

^① 限于篇幅,稳健性检验的实证结果未列示,留存备索。

c 表示曲线的转折点:

$$ICM = \beta_0 + \beta_1 \min(c, BSI) + \beta_2 \max(BSI - c, 0) + \beta_3 Control_2 + \sum Industry + \sum Year + \delta \quad (4)$$

分段回归结果显示, 两个阶段中, 董事会战略介入系数分别为 0.684 和 -0.487, 均在 1% 的水平上显著。这表明, 在转折点之前, 董事会战略介入程度的加强显著促进了内部资本市场活跃度的提升; 在转折点之后, 董事会战略介入程度的继续加强对内部资本市场活跃度的抑制效应凸显。综上所述, 对倒 U 型关系的进一步检验, 与基准回归结果保持一致。

4. 内生性检验

(1) 固定效应

为了防止遗漏变量而造成的内生性问题, 本文控制年度和公司个体效应进行回归检验。回归结果显示, 一次项系数为 1.258, 二次项系数为 -1.029, 且均显著, 表明董事会战略介入与内部资本市场活跃度之间仍呈现倒 U 型的非线性关系, 模型不存在较严重的内生性问题。

(2) 滞后一期回归

董事会战略介入程度的高低可能会受到内部资本市场活跃度的影响, 为了消除反向因果产生的内生性问题, 本文将解释变量滞后一期 ($L.BSI$) 并代入模型 (2) 进行回归。回归结果显示, $L.BSI$ 的回归系数为 1.542, 在 5% 的水平上显著; $L.BSI^2$ 的回归系数为 -1.932, 在 1% 的水平上显著。以上再次验证了董事会战略介入与内部资本市场活跃度之间存在倒 U 型关系, 表明结果是稳健的。

六、研究结论、政策启示与研究展望

(一) 研究结论

本文围绕董事会如何影响企业资源配置这一主题, 聚焦企业内部的资本市场, 并基于 CEO 权力的调节作用, 探究了董事会战略介入如何影响企业内部资本市场的活跃度, 进而影响企业绩效。本文的研究结论主要有: (1) 董事会战略介入程度与企业内部资本市场活跃度之间呈倒 U 型关系, 即随着董事会战略介入程度的不断增加, 其对企业内部资本市场活跃度具有正向影响, 但一旦超过节点, 就会负向影响企业内部资本市场活跃度。该结果表明, 在董事会战略介入初期, 董事会通过战略计划和执行阶段资源提供与监督建议职能的发挥, 以及企业内部资本配置的战略共识和承诺, 实现对内部资本市场活跃度的促进作用。然而, 一旦董事会战略介入过度, 由于董事会专业技能和时间精力的局限性以及董事会认知结构驱动的行为惯性等因素的叠加, 董事会战略介入反而会对企业内部资本市场活跃度产生抑制作用。(2) CEO 权力能够平滑董事会战略介入程度与企业内部资本市场活跃度之间的倒 U 型关系, 在节点前, CEO 权力对董事会战略介入的正向影响形成制约; 在节点后, CEO 权力能够缓冲董事会战略介入过度的风险。这表明董事会战略介入效应的发挥会受到 CEO 权力的约束。(3) 企业内部资本市场活跃度与企业绩效之间并未表现出倒 U 型关系, 对此, 本文也作出了相应的解释。

以上结论符合实证逻辑, 具有一定稳健性。本文以内部资本配置为例, 阐明中国情境下董事会战略介入影响企业资源配置的路径, 有助于规范企业内部资本市场运作, 同时为公司治理结构的优化和动态能力的提升提供了参考。

(二) 政策启示

本文的政策启示如下: (1) 对于大部分企业而言, 董事会战略介入程度需要适度提升。根据描述性统计和基准回归结果显示, 董事会战略介入程度指标的平均值为 0.549, 且大部分跨年度跨公司样本数据集中在董事会战略介入程度偏低的一侧; 而倒 U 型关系转折点在 0.676 的位置, 表明大部分公司董事会战略介入程度需要适度地提升, 避免僵化管理, 以释放内部资本市场的活力。(2) 在董事会战略介入的情境下, 赋予 CEO 更充分的自由裁量权。结合 CEO 权力的调节效应, 本文认为, 在实践层面上, 董事会和 CEO 之间存在着微妙的平衡。尤其是在中国情境下, 受到“金字塔”式的公司治理结构的影响, 董事

会的内部人身份更加突出,在资源配置决策的制定和实施环节,董事会必须信任更接近企业经营活动的高层管理人员,但董事会也应该通过适当的战略介入以确保这种信任是恰当的。同时,企业的战略负责人应当在企业内部共同创造一种开放和包容的文化,以确保董事会和CEO之间由于资源配置等引发的潜在争议不会损害战略决策参与者对企业的忠诚度。CEO也应当通过自由裁量权的灵活运用实现董事会战略介入提升企业竞争优势的最终目的。总的来说,作为企业的战略负责人,应该注意利用董事会与CEO间的动态关系合理分配内部资源,以匹配企业的战略发展需求。

(三) 研究展望

本文也存在一定的局限性,有待于进一步探讨:(1)根据贾奇和塔劳里卡(Judge & Talaulicar, 2017)^[38]的研究,目前董事会战略介入至少可以从四个角度展开讨论,分别为:董事会参与战略制定与实施情况、董事会战略介入的广度与深度、董事会的监督与建议职能发挥程度以及董事会战略介入不足和过度介入。本文基于数据可获得性及篇幅考虑,仅从董事会战略介入不足和过度介入角度考察了董事会战略介入程度对内部资本市场活跃度的影响,未对上述其他三个方面进行分析,未来研究可以从多个角度考察董事会战略介入的过程,进而探究董事会战略介入的不同方面对企业内部资本市场活跃度的影响。(2)企业内部资本市场活跃度与企业绩效之间并未表现出倒U型关系,一方面是因为企业绩效的影响因素是复杂多样的,另一方面可能是企业公开披露的业绩指标无法准确反映企业的真实绩效,故通过实证研究检验二者之间的关系存在一定的局限性,未来研究可以考虑通过案例分析法深入探究内部资本市场活跃度对企业绩效的影响,从而提高结论的说服力。

参考文献:

- [1] MARITAN C A, LEE G K. Resource allocation and strategy[J]. *Journal of Management*, 2017, 43(8): 2411-2420.
- [2] LOVALLO D, BROWN A L, TEECE D J, et al. Resource re-allocation capabilities in internal capital markets: the value of overcoming inertia[J]. *Strategic Management Journal*, 2020, 41(8): 1365-1380.
- [3] 王鹏飞, 周建. 董事会战略介入模式研究——基于董事会能力的分析[J]. *外国经济与管理*, 2011, 33(12): 33-41.
- [4] JUDGE W Q, ZEITHAML C P. Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process[J]. *Academy of Management Journal*, 1992, 35(4): 766-794.
- [5] JUDGE W Q, WITT M A, ZATTONI A, et al. Corporate governance and IPO underpricing in a cross-national sample: a multilevel knowledge-based view[J]. *Strategic Management Journal*, 2015, 36(8): 1174-1185.
- [6] WESTPHAL J D, BEDNAR M K. Pluralistic ignorance in corporate boards and firms' strategic persistence in response to low firm performance[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2005, 50(2): 262-298.
- [7] WITHERS M C, HILLMAN A J, CANNELLA A A. A multidisciplinary review of the director selection literature[J]. *Journal of Management*, 2012, 38(1): 243-277.
- [8] WOOD G, BREWSTER C. Corporate governance and human resource management[J]. *Annals of Corporate Governance*, 2016, 1(4): 249-319.
- [9] MACHOLD S, HUSE M, MINICHILLI A, et al. Board leadership and strategy involvement in small firms: a team production approach[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2011, 19(4): 368-383.
- [10] ARTHAUD-DAY M L, CERTO S T, DALTON C M, et al. A changing of the guard: executive and director turnover following corporate financial restatements[J]. *Academy of Management Journal*, 2006, 49(6): 1119-1136.
- [11] GERTNER R H, SCHARFSTEIN D S, STEIN J C. Internal versus external capital markets[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4): 1211-1230.
- [12] BUSENBARK J R, WISEMAN R M, ARRFELT M, et al. A review of the internal capital allocation literature: piecing together the capital allocation puzzle[J]. *Journal of Management*, 2017, 43(8): 2430-2455.
- [13] WILLIAMSON O E. *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*[M]. New York: Free Press, 1975.
- [14] 卢建新. 内部资本市场理论综述[J]. *中南财经政法大学学报*, 2006(2): 24-30.
- [15] 黄俊, 陈信元. 集团化经营与企业研发投入——基于知识溢出与内部资本市场视角的分析[J]. *经济研究*, 2011, 46(6): 80-92.
- [16] 刘静, 陈志斌. 战略差异度影响内部资本市场的活跃度和功能发挥吗?——来自A股上市公司的经验数据[J]. *管理评论*, 2020, 32

(8):269-280.

[17] ZAHRA S A, PEARCE J A. Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model[J]. *Journal of Management*, 1989, 15(2): 291-334.

[18] CHARAN R, CAREY D, USEEM M. Boards that lead: when to take charge, when to partner, and when to stay out of the way[M]. Boston: Harvard Business Review Press, 2013.

[19] 周建,金媛媛,袁德利. 董事会人力资本、CEO 权力对企业研发投入的影响研究——基于中国沪深两市高科技上市公司的经验证据[J]. *科学学与科学技术管理*, 2013, 34(3): 170-180.

[20] VIIEGGER C, LARSON E C, ANDERSON P C. Top management team structure and resource reallocation within the multibusiness firm[J]. *Journal of Management*, 2017, 43(8): 2497-2525.

[21] PORCK J P, VAN KNIPPENBERG D, TARAKCI M, et al. Do group and organizational identification help or hurt intergroup strategic consensus? [J]. *Journal of Management*, 2020, 46(2): 234-260.

[22] DOOLEY R S, FRYXELL G E. Attaining decision quality and commitment from dissent: the moderating effects of loyalty and competence in strategic decision-making teams[J]. *Academy of Management Journal*, 1999, 42(4): 389-402.

[23] OZBAS O, SCHARFSTEIN D S. Evidence on the dark side of internal capital markets[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(2): 581-599.

[24] BARDOLET D, FOX C R, LOVALLO D. Corporate capital allocation: a behavioral perspective[J]. *Strategic Management Journal*, 2011, 32(13): 1465-1483.

[25] GLASER M, LOPEZ-DE-SILANES F, SAUTNER Z. Opening the black box: internal capital markets and managerial power[J]. *The Journal of Finance*, 2013, 68(4): 1577-1631.

[26] TRAN H, TURKIELA J. The powers that be: concentration of authority within the board of directors and variability in firm performance[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 60: 101537.

[27] KHANNA T, PALEPU K. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups? [J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(2): 1867-892.

[28] KOR Y Y, MAHONEY J T. How dynamics, management, and governance of resource deployments influence firm-level performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2005, 26(5): 489-496.

[29] 潘俊,王亮亮,吕雪晶. 金融生态环境、内部资本市场与公司现金策略[J]. *管理评论*, 2015, 27(5): 58-69.

[30] COMBS J G, KETCHEN D J, PERRYMAN A A, et al. The moderating effect of CEO power on the board composition-firm performance relationship[J]. *Journal of Management Studies*, 2007, 44(8): 1299-1323.

[31] HAYNES K T, HILLMAN A. The effect of board capital and CEO power on strategic change[J]. *Strategic Management Journal*, 2010, 31(11): 1145-1163.

[32] HILLMAN A J, DALZIEL T. Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives[J]. *Academy of Management Review*, 2003, 28(3): 383-396.

[33] 叶康涛,张姗姗,张艺馨. 企业战略差异与会计信息的价值相关性[J]. *会计研究*, 2014(5): 44-51.

[34] 权小锋,吴世农. CEO 权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究[J]. *南开管理评论*, 2010, 13(4): 142-153.

[35] HAANS R F J, PIETERS C, HE Z L. Thinking about U: theorizing and testing U- and inverted U-shaped relationships in strategy research[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(7): 1177-1195.

[36] ZHU H J, WANG P J, BART C. Board processes, board strategic involvement, and organizational performance in for-profit and non-profit organizations[J]. *Journal of Business Ethics*, 2016, 136(2): 311-328.

[37] GOLDEN B R, ZAJAC E J. When will boards influence strategy? Inclination×power = strategic change[J]. *Strategic Management Journal*, 2001, 22(12): 1087-1111.

[38] JUDGE W Q, TALAULICAR T. Board involvement in the strategic decision-making process: a comprehensive review[J]. *Annals of Corporate Governance*, 2017, 2(2): 51-169.

How does the Board's Strategic Involvement Affect the Vitality of Internal Capital Market?

ZHOU Jian^{1,2}, PAN Lingling¹, WANG Xin¹

(1. Nankai University, Tianjin 300071;

2. Nankai University Binhai College, Tianjin 300270)

Abstract: The vitality of internal capital market is a significant sign to judge the ability of company's resource allocation, and the strategic leaders, including the board of directors and the CEO, are the direct decision makers of company's resource allocation. This article attempts to research "How does the board of directors affect the company's resource allocation?" from the perspective of the company's internal capital allocation. The above research question can be specified from three aspects: First, how does the board of directors, as the leader of strategic decision-making, affect the vitality of the company's internal capital market through strategic involvement? Second, what role does the CEO, as the head of the executive team, play in the process of the board's strategic involvement in the company's internal capital market? Finally, how does the vitality of the internal capital market contribute to corporate performance?

This paper uses the sample data of Chinese A-share listed companies from 2015 to 2019 to conduct an empirical test. The empirical study shows that: The relationship between the degree of board's strategic involvement and the vitality of the internal capital market presents an inverted U-shaped curve. This indicates that in the early stage of board's strategic involvement, the board of directors can promote the vitality of the internal capital market through the function of resource provision, supervision, and suggestion. However, once the board's strategic involvement becomes excessive, due to the limitations of the board of directors' professional skills, time, and energy, the increase of the degree of board's strategic involvement will inhibit the vitality of the company's internal capital market. Further research shows that CEO power can smooth the inverted U-shaped relationship between the degree of board's strategic involvement and the vitality of company's internal capital market. This indicates that the effect of board's strategic involvement will be constrained by CEO power. Finally, it is found that there is no significant inverted U-shaped relationship between the vitality of internal capital market and corporate performance, which is explained in the text of this study. This paper also makes further analysis to exclude the substitution hypothesis and endogeneity problem, and the theoretical hypothesis is supported after the robustness analysis.

Compared with the existing researches, this paper mainly has the following two contributions: First, it updates the measuring method of board's strategic involvement and uses internal capital allocation as an example to clarify a path that the board's strategic involvement affects the company's resource allocation in the Chinese context. It helps to regulate the internal capital market, optimize the governance structure and improve the company's dynamic capabilities. Second, it provides a solution to the problem that the internal capital market is more rigid than the external capital market due to the constraints of the company's financial leverage. In the context of the board's strategic involvement, it is of great significance to give the CEO more discretion to activate the vitality of the company's internal capital market.

Keywords: board's strategic intervention; CEO power; the vitality of internal capital market; corporate performance

(责任编辑:李叶)