

# CFO 人口特征、产权性质与集团内部资金配置

谭文浩

(同济大学 经济与管理学院,上海 201804)

**[摘要]** 基于 2007—2012 年间企业集团内部资本市场运行的数据,考察 CFO 特征对内部资本市场构建的影响。研究发现,CFO 绩效薪酬显著影响内部资本市场的构建及其运行规模,且民营企业更为显著。进一步地,CFO 担任董事会成员、具有金融任职背景显著影响内部资本市场运行规模,并且这一效果在民营企业中更为明显。

**[关键词]** 首席财务官;CFO;金融背景;内部资本市场;产权性质;管理层激励;内部资本配置效率

**[中图分类号]** F235.99 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2016)04-0071-09

## 一、引言

对内部资本市场效率的讨论,较多的研究认为内部资本配置的无效归因于总部 CEO 与部门经理之间的激励冲突。Stein 认为分部经理从预期收益中获得了私有收益,预期收益越高则分部经理获得的私有收益越大,因此激励分部经理推进更多的项目实施,争取更多的资金支持<sup>[1]</sup>。Rajan 等的研究则发现,分部经理的寻租行为加剧了集团内部资金配置的扭曲,内部资金配置存在“平均主义”的交叉补贴行为<sup>[2]</sup>。

既有文献对管理层激励在内部资本配置效率方面的研究,相对较为缺乏。Scharfstein 和 Stein 研究发现,缺乏投资机会的部门具有更低的成本来进行游说,降低分部经理游说动机的最佳方式是给予分部经理较大份额的预算而非现金<sup>[3]</sup>。然而,多元化运营存在的风险以及多元化投资所带来的过度投资行为并没有受到董事会的约束。因此,为了扭转管理层在资金配置上的自利行为所带来的资金配置扭曲,董事会应当提高管理层薪酬以降低管理层多元化经营的动机。要能够真正减少分部经理的寻租行为以及总部 CEO 的个人私利行为,需要顶层管理者在部门内部改变报告结构或者增加额外的工作量。因此,提高内部资本配置效率的关键在于,如何有效约束高管的权力以及如何有效对高管进行激励。然而现有文献对高管影响内部资本市场运行的讨论,主要集中在 CEO 层面,较少有涉及 CFO 的作用讨论。

基于手工收集的集团内部资金往来数据,本文考察了 CFO 特征对内部资本市场运行的影响。研究发现,CFO 薪酬和权力显著影响内部资本市场运行规模,并且在不同所有制企业中呈现不同的作用机制。进一步地,具有金融背景的 CFO 更可能实施内部资本市场战略,其运行规模亦更大,并且这一效果在民营企业中更为明显。

## 二、文献回顾

对集团内部资本市场的讨论,始于 Alchain 对 GE 集团内部资金配置的考察<sup>[4]</sup>。后续又进一步被 Williamson 从组织结构理论与资源配置两个层面进行拓展<sup>[5]</sup>。早期对内部资本市场的分析认为,在外部

**[收稿日期]** 2016-02-19

**[基金项目]** 国家千人计划、教育部新世纪优秀人才支撑计划和同济大学“中央高校基本科研业务费专项资金”资助项目;国家自然科学基金项目(71472138,71402123);同济大学“中央高校基本科研业务费专项资金”资助项目(1200219243)

**[作者简介]** 谭文浩(1983—),男,江苏盐城人,同济大学经济与管理学院讲师,从事公司财务研究。

\* 作者感谢同济大学白云霞教授、李伟教授、钟宁桦教授和长江商学院 James A. Ohlson 教授的建议。当然,文责自负。

制度环境不完善的背景下,企业利用内部资本市场能够有效缓解外部市场不完美所导致的负面影响。通过对现有内部资本市场文献的梳理,就我们所知,有关内部资本市场构建动机的文献相对较为稀缺。更进一步地,从高管特征及其激励的角度考察内部资本市场构建动机则相对更为少见。

在有关内部资本市场运行效率方面,既有研究认为内部资本配置的无效率归因于总部 CEO 与部门经理之间的利益冲突。总部 CEO 与分部经理之间对项目的预期收益、风险等信息的理解存在偏差,因此,分部经理对项目信息的不真实描述,使得集团内部资金配置产生扭曲。Rajan 等的研究发现,分部经理的寻租行为加剧了集团内部资金配置的扭曲,内部资金配置呈现“平均分配主义”的交叉补贴行为<sup>[2]</sup>。

在解决委托代理冲突的问题中,既有研究认为设计良好的经理人薪酬机制能够实现股东与管理层目标兼容。Datta 等的研究发现,对 CEO 实施有效补偿机制能够有效提升内部资本市场运行效率<sup>[6]</sup>。在现实中,应用最为广泛的则是采用基于业绩的绩效薪酬制度体系<sup>[7]</sup>。采用业绩型的薪酬制度能够使得经理薪酬增长与股东财富增长保持同步,从而能够有效降低股东与经理层之间的委托代理成本。

鉴于管理层的激励影响公司治理效率以及内部资本市场运行,那么管理层的特征是否影响内部资本市场构建?从既有研究文献来看,我们并未获取此类研究的直接证据。考虑到管理层在企业集团财务决策行为中的影响,我们认为有必要从管理层特征角度来考察内部资本市场构建的动因。更进一步地,作为财务战略设计的主导者,考察 CFO 的个人特征对内部资本市场运行的影响亦具有重要的理论价值。

### 三、理论分析与假说发展

内部资本市场的产生源于外部资本市场的不完美,是对外部市场失灵的一种有效替代。Rousseau 和 Kim 的研究发现,内部资本市场能够有效缓解集团所面临的融资约束<sup>[8]</sup>。从这个角度而言,利用内部资本市场进行资源配置的动力在于集团整体面临较强的融资约束。基于 Allen 等的研究发现,在中国金融市场体系中,民营企业整体面临的融资约束更强<sup>[9]</sup>。有鉴于此,相比于国有企业,民营企业在外部融资面临约束的背景下,更可能利用内部资本市场来解决融资困难。

因此,集团总部是否具有强烈的动机来分配资源,一方面取决于集团整体所面临的融资约束程度,另一方面取决于公司治理效率尤其是管理层治理。有效的管理层治理与股东利益相互契合,在企业价值增长与自身利益之间形成联动机制。在业绩考核机制的约束下,管理层需要提高资源配置效率,以满足企业绩效提升。因此,就内部资源配置而言,管理层面临的考核机制越有效,其越可能利用内部资本市场进行资源配置。Datta 等的研究同样证实,设计一套对 CEO 的激励机制能够显著改善内部资本市场的运行效率<sup>[6]</sup>。资金运营作为企业经营战略中的核心组成部分,而 CFO 的薪酬与资金运营战略的实施效果又存在密切关联。因此,在管理层逐利和薪酬激励机制的作用下,绩效薪酬机制将会影响 CFO 利用内部资金配置方式推动企业战略的实施。

不过,不同所有制类型企业在 CFO 选聘机制上存在较大差异。国有企业的 CFO 是由国资主管部门采用行政任命的方式委派,因此这类 CFO 所关心的并非一定是企业的业绩。行政任命式的 CFO 任职机制下,国有企业的 CFO 没有较强的动力实施内部资本市场战略来优化资源配置。进一步地,国有企业面临的融资约束相对较弱,外部融资通道顺畅也决定了其利用内部资金来解决资金困难的动机较弱。然而,相比于国有企业,民营企业的 CFO 从市场中进行选聘,与企业之间具有明确的业绩考核合同约定。因此,在有效的薪酬激励制度下,民营企业的 CFO 为了能够获取更为可观的薪酬收入,更可能实施内部资本市场战略。有鉴于此,我们提出如下假说 H<sub>1</sub>。

H1:其他条件不变,CFO 绩效薪酬与内部资本市场建立及运作规模显著正相关,并且这一效果在民营企业中更为明显。

既有文献的研究发现,高管权力对企业财务行为也具有较大的影响。高管的权力,实际上是高管可支配资源的范围(例如,管理层压制不同意见、强制执行个人意愿的能力)。公司治理机制越薄弱,管理层的权力就越大<sup>[10]</sup>。进一步地,随着政府对企业放权让利改革以来,我国企业管理层权力逐渐

加强。同时,国有企业管理层由政府任命,并享有行政级别,这更加强了国有企业管理层的权力<sup>[11]</sup>。既有文献对管理层的讨论,不仅仅局限在投资效率方面的考察,在融资、经营决策方面也有一些研究。Finkelstein 和 Hambrick 的研究发现,在公司战略决策过程中,高层管理者(不含 CEO)担任董事会成员,则他比非董事会成员的高管对决策的影响力要大<sup>[12]</sup>。作为企业资本与财务运作的主导者 CFO 与 CEO 类似,CFO 权力越大,越有可能在集团内部进行资本整合<sup>[13]</sup>。进一步地,CFO 担任董事会成员,则会具有更好的职权和资源整合能力,协调各成员企业的资金配置,从而在集团内部实现资金配置的优化,达到资金配置的动态均衡。考虑到产权性质的差异,国有企业与民营企业的 CFO 选聘机制和权力程度均存在较大差异。国有企业中,CFO 的职责与 CEO 较为模糊,CFO 更可能成为 CEO 的财务“助手”,而非企业财务战略的实施者,并且在公司经营决策中的自主权相对更小,甚至不太容易进入核心决策团队。相比而言,民营企业面向市场的竞争压力更大,企业的所有者更期望具有专业实践背景的 CFO 来实施基于企业长期稳定发展的财务经营战略,因而更可能赋予其更大的职权,并让其进入决策核心团队。有鉴于此,我们进一步提出如下假说 H<sub>2</sub>。

H<sub>2</sub>: 相比于国有企业,民营企业 CFO 担任董事具有更强的动力建立内部资本市场,并显示出更大的运行规模。

高层梯队理论的研究表明,高管背景尤其是高管担任现职之前的任职背景对组织战略和组织绩效具有重要的影响。高管任职背景能给公司带来税收、融资、投资以及信用评级等方面的好处,从而有利于提高公司价值<sup>[14]</sup>。然而,既有研究对高管背景特征的研究主要集中在政治背景考察上,有关金融背景特征对企业经营行为影响的讨论相对稀缺,而且主要是针对董事长的金融任职背景讨论。比较典型的文献是 Hayes 和 Abernathy、Jesen 和 Zajac 的两篇文章。Hayes 和 Abernathy 研究发现具有金融背景的 CEO 认为企业是多个业务单元的组合,这样的企业更可能实施多元化战略<sup>[15]</sup>。Jesen 和 Zajac 针对财富 500 强企业 CEO 的调查发现,具有金融背景的 CEO 更倾向于多元化的投资战略<sup>[16]</sup>。

内部资金配置从业务性质上而言是属于资金筹集与配置的范畴,因此资金配置具体由 CFO 来实施,我们推测 CFO 的任职背景对企业实施内部资金配置行为具有重要的影响。具有金融任职背景 CFO 能够将金融业的财务战略移植到当前所在企业,基于企业整体战略和企业资金运营需求,实施符合企业战略目标的内部资金运营战略。

进一步地,在国有企业的财务决策过程中,CFO 的决策权力相对较弱。相比于国有企业,民营企业的 CFO 更可能是从外部市场选聘,具有金融背景的 CFO 则更可能是基于长期资本运营战略的实施者。有鉴于此,我们提出如下假说 H<sub>3</sub>。

H<sub>3</sub>: 其他条件不变,相比于国有企业,民营企业具有金融业任职背景 CFO 更可能建立内部资本市场,并显示出更大的内部资本市场运作规模。

## 四、研究设计

### (一) 数据来源

本文的数据来自手工收集的 2007—2012 年间上市公司披露的《控股股东及其他关联方占用上市公司资金的专项审核报告》(以下简称“专项审核报告”),其他财务数据来自 CSMAR 和 Wind 数据库,公司治理数据来自 CCER 和 RESSET 数据库<sup>①</sup>。参照通行做法,剔除金融类、ST 类、缺少审核报告以及财务数据缺失的样本,最终获得 10070 家公司-年度观察值。

### (二) 模型设计

在前述理论分析的基础上,我们构建如下模型来检验本文的假设:

<sup>①</sup>专项审核报告从 2005 年起要求披露,但格式上并不规范且数据不完整以及主要披露大股东占用上市公司的资金。2007 年新会计准则在上市公司执行后,详细披露了所有关联方与上市公司之间的交易信息数据。本文基于手工收集的数据,详细获得了上市公司对其子公司的资金借出、收回及净借出数据。

$$ICM_{i,t} = \alpha_0 + a_1 Cfochap_{i,t} + a_2 Private_{i,t} + a_3 Fd_{i,t} + \varphi_j Control_{i,t} + \varepsilon_i,$$

模型中  $ICM_{i,t}$  代表公司  $i$  在第  $t$  年的内部资本市场运作规模，具体从资金借出 ( $Acof$ )、资金收回 ( $Acrf$ ) 以及资金净借出 ( $Acnf$ ) 三个角度进行度量。 $Cfochap$  度量 CFO 的人口特征，具体从 CFO 薪酬 ( $Cfosala$ )、CFO 权力 ( $Cfodir$ ) 及金融背景 ( $Cfoback$ ) 三个维度展开。同时参照 Rajan 等的做法，在模型中我们同时加入了所有权性质 ( $Private$ )<sup>[2]</sup>。进一步地，Rajan 等研究认为内部资本市场的使用与外部金融市场发育程度存在密切关联<sup>[2]</sup>，因此，本文的模型中也控制了区域金融深化程度 ( $Fd$ )。 $Control_{i,t}$  为一组控制变量的结合。参照经验研究的做法，模型中控制了财务杠杆 ( $Lev$ )、股权再融资机会 ( $Seo$ )、独立董事占比 ( $Id$ )、大股东资金占用 ( $Csnf$ )、内部现金流创造能力 ( $Nros$ )、公司规模 ( $Size$ )、固定资产规模 ( $Fa$ )、投资机会 ( $Growth$ )<sup>[17-18]</sup>。此外，在模型中我们还控制了行业 ( $Ind$ ) 和年度 ( $Year$ ) 的影响。模型中各变量定义详见表 1。

表 1 变量定义

变量	变量定义及计量
$Cfosala$	薪酬的变化量除以当年净利润的变化量来度量
$Cfodir$	是否为董事会成员，若担任董事则取 1，否则取 0
$Cfoback$	是否具有金融任职背景，若有取 1，否则取 0
$Acof$	当期对子公司及附属企业借出资金/当期营业收入
$Acrf$	当期对子公司及附属企业收回资金/当期营业收入
$Acnf$	当期对子公司资金占用净借出资金/当期营业收入
$Private$	若实际控制人为民营， $Private$ 取 1，否则取 0
$Fd$	公司总部所在省份当年金融业产值占 GDP 比重
$Lev$	上期借款取得的现金/上期总资产
$Seo$	如果上年存在增发或配股， $Seo$ 取 1，否则取 0
$Nros$	上期净利润/上期销售收入
$Csnf$	(大股东报告期内借出 - 大股东报告期内偿还)/本期营业收入
$Id$	董事会中独立董事占比
$Size$	上期销售收入的自然对数
$Fa$	上期固定资产/上期总资产
$Growth$	(本期销售收入 - 上期销售收入)/上期销售收入

## 五、实证结果与分析

### (一) 基本统计描述

表 2 汇报了模型中主要变量的描述性统计结果。为了剔除极端值的影响，我们对所有连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

为了初步检验 CFO 特征对内部资本市场运行规模的影响，我们区分样本性质，分别就活跃样本与非活跃样本的主要变量进行描述性统计分析，以辨别这两组样本是否存在显著差异。活跃样本的定义如下，即资金借出金额或收回金额不为 0 定义为活跃样本，否则为非活跃样本。

从表 2 的描述性统计结果来看，全样本中 CFO 业绩薪酬 ( $Cfosala$ ) 的最大值与最小值的差为 0.327，表明样本企业中 CFO 的业绩薪酬存在较大的差异，这进一步证实既有高管薪酬的研究结论。CFO 权力 ( $Cfodir$ ) 均值为 0.342，即有约 1/3 的 CFO 担任董事会成员。CFO 具有金融业任职背景 ( $Cfoback$ ) 均值为 0.035，表明当前上市公司中 CFO 具有金融背景的占比较低。进一步观察活跃样本中的 CFO 特征，薪酬 ( $Cfodir$ )、权力 ( $Cfodir$ ) 和任职背景 ( $Cfoback$ ) 的均值分别为 0.019、0.473、0.066，均高于全样本组，由此可以推测 CFO 在有效的薪酬激励机制下，或担任董事会成员或具有金融任职背景则可能会通过自身具有决策的权力推动内部资本市场战略的实施，从而表现出更为活跃的运行规模。

在基本描述统计的基础上，我们进一步利用组间检验的方式比较了 CFO 特征差异对内部资本市场运行的影响。表 3 报告了从 CFO 薪酬敏感性、CFO 权力以及 CFO 任职背景三个层面对内部资本市

表 2 CFO 特征变量的描述性统计

	$N$	$Mean$	$Std.$	$Min$	$Q1$	$Med$	$Q3$	$Max$
Panel A: 全样本								
$Cfosala$	10070	0.007	0.030	-0.135	-0.001	0.000	0.004	0.192
$Cfodir$	10070	0.342	0.456	0.000	0.001	0.000	1.000	1.000
$Cfoback$	10070	0.035	0.197	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Panel B: 活跃样本								
$Cfosala$	5952	0.019	0.035	-0.119	-0.001	0.000	0.006	0.214
$Cfodir$	5952	0.473	0.473	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
$Cfoback$	5952	0.066	0.187	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

场运行影响的组间检验,并区分全样本和民营样本<sup>①</sup>。

首先,在 CFO 薪酬激励层面,绩效薪酬越高的组,则表现出更大的内部资金往来规模,并且在民营样本中表现得更为显著,在 1% 水平上通过显著性检验。从资金往来结构来看,CFO 薪酬制度差异在借出规模上显著高于收回及净借出规模层面,且在民营样本组中通过 1% 显著性检验。其次,在 CFO 权力层面,CFO 担任董事组别的内部资金往来规模更大,组间的差异通过均值显著性检验。与前述的 CFO 薪酬制度相似,民营样本和借出维度的 CFO 权力差异对内部资金往来规模的影响更为明显,且在 1% 水平上通过显著性检验。最后,从 CFO 任职背景方面考察发现,具有金融任职背景的样本组显示出更大规模的内部资金往来,并且在民营样本组中借出维度更为显著,在 1% 水平上通过显著性检验。由此,组间的均值检验表明,CFO 特征层面的差异,确实能够对内部资金往来产生显著的影响。

为了验证 H<sub>1</sub> 中所提及的内部资本市场构建动机,即民营企业的 CFO 实施内部资本市场战略更可能是由于其面临的业绩考核机制所驱使,我们进一步考察内部资本市场实施后对 CFO 个人利益的影响。表 4 报告了内部资本市场实施后的一年,CFO 的绩效薪酬变化以及职权变化。其中,职权变化以 CFO 进入董事会的比率变化量来度量。因董事会作为公司的最高管理层级,故对 CFO 而言进入董事会将有更大的职责权力。

表 4 显示,相比于国有企业,民营企业的 CFO 在内部资本市场实施后获得了薪酬和职权上的显著增长。无论是在资金借出还是收回方面,均至少在 5% 水平上显著。由此,表明内部资本市场的运行,确实能够给予 CFO 在薪酬和权力上的激励。

描述性统计结果显示,CFO 的人口特征的确能够影响内部资本市场的运作。CFO 在有效的薪酬激励制度引导下,可能会基于个人私利的考量,实施内部资本市场运作战略,以满足业绩考核的要求。不同产权性质下所反映出的不同的运作影响,表明了国有企业和民营企业的 CFO 薪酬制度存在较大的差异,对 CFO 在资金运作上产生不同的影响路径。与此同时,CFO 的权力以及任职背景对内部资本市场运行的影响,也进一步表明 CFO 的职权和知识结构能够促使其利用专业知识背景和权力在集团内部实施资金运营战略。CFO 担任董事使其在经营决策中具有更强的影响力和话语权,从而能够在集团内部通过行政权威机制来进行资金的归集与调拨。更进一步地,CFO 具有与资金运营相关的专业知识结构,将有助于其在集团资金运营中发挥理论指引作用。

(二) 相关性分析

在描述性统计分析的基础上,我们进一步通过相关性分析来考察 CFO 特征对内部资本市场构建的影响。表 5 报告了主要变量的相关性分析结果。

表 3 内部资本运行规模的组间比较

	全样本			民营样本		
	高组 (1组)	低组 (0组)	均值检验 (T检验)	高组 (1组)	低组 (0组)	均值检验 (T检验)
Panel A: Cfosala						
Acof	0.32	0.17	2.01**	0.47	0.14	3.71***
Acrf	0.24	0.11	1.73*	0.29	0.08	2.64***
Ancf	0.06	0.04	0.04	0.12	0.04	2.12**
Panel B: Cfodir						
Acof	0.22	0.17	1.99**	0.37	0.19	4.49***
Acrf	0.19	0.12	1.66*	0.29	0.10	3.73***
Ancf	0.02	0.02	0.01	0.04	0.01	1.98**
Panel C: Cfoback						
Acof	0.57	0.39	2.96***	0.76	0.34	4.23***
Acrf	0.44	0.22	2.65***	0.48	0.28	4.05***
Ancf	0.12	0.04	1.89*	0.26	0.14	2.07**

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 显著性水平上显著,均为双尾检验。

表 4 内部资本市场运行对 CFO 薪酬及权力的影响

	国有样本			民营样本		
	高组 (1组)	低组 (0组)	均值检验 (T检验)	高组 (1组)	低组 (0组)	均值检验 (T检验)
Panel A: Cfosala						
Acof	0.12	0.07	1.47	0.19	0.02	2.67***
Acrf	0.10	0.04	1.54	0.17	0.01	2.54**
Ancf	0.01	0.03	0.07	0.02	0.01	1.99**
Panel B: Cfodir						
Acof	0.07	0.04	1.25	0.29	0.07	4.98***
Acrf	0.02	0.02	0.67	0.24	0.05	3.57***
Ancf	0.04	0.01	0.86	0.07	0.01	2.12***

<sup>①</sup>限于排版篇幅的限制,本文未汇报国有样本的组间比较结果。结果显示,国有样本的组间差异并不显著。

表 5 显示,无论是资金借出 (*Acof*) 还是资金收回 (*Acrf*) 都与 CFO 薪酬业绩敏感性显著正相关,这可能是由于 CFO 基于业绩的考量对内部资本市场战略实施的动力更强。

进一步考察 CFO 权力 (*Cfodir*) 与内部资本市场构建的相关性, *Cfodir* 与资金借出的相关系数为 0.03 (收回时为 0.06),且在 5% (收回为 10%) 水平上通过显著性检验,揭示 CFO 担任董事会成员时更可能推动内部资本市场战略的实施。

CFO 金融背景 (*Cfoback*) 与内部资金往来亦显著正相关, *Cfoback* 与资金借出 (或收回) 相关系数为 0.07,且在 1% 水平上通过显著性检验,表明具有金融任职背景的 CFO 更可能使用内部资本市场进行资金配置,提高资本配置效率。

(三) 多元回归分析

在描述统计和相关性分析的基础上,我们进一步以多元回归分析的方式考察高管特征对内部资本市场运作的影响。表 6 汇报了 CFO 特征对内部资本市场构建影响的回归结果。

表 6 CFO 特征对内部资本市场建立的影响

因变量	<i>Acof</i>			<i>Acrf</i>			<i>Acnf</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Cfosala</i>	0.09*			0.06			0.03		
	[1.67]			[1.45]			[0.41]		
<i>Private</i> × <i>Cfosala</i>	0.17***			0.16**			0.02**		
	[3.77]			[2.21]			[2.36]		
<i>Cfodir</i>		-0.01			-0.01			0.01	
		[-0.26]			[-0.17]			[0.26]	
<i>Private</i> × <i>Cfodir</i>		0.08***			0.10**			-0.01	
		[2.65]			[2.22]			[-0.01]	
<i>Cfoback</i>			-0.05			-0.03			-0.02
			[-0.64]			[-0.48]			[-0.81]
<i>Private</i> × <i>Cfoback</i>			0.65***			0.56***			0.09***
			[4.47]			[4.42]			[2.56]
<i>Private</i>	0.80***	0.08**	0.12***	0.79***	0.08***	0.11***	0.01**	0.01	0.01
	[3.15]	[2.61]	[4.89]	[3.65]	[2.91]	[5.46]	[2.30]	[0.48]	[0.25]
<i>Lev</i>	0.10	0.10	0.06	0.14***	0.13**	0.11**	-0.01	-0.01	-0.01
	[1.63]	[1.54]	[1.03]	[2.59]	[2.48]	[2.09]	[-0.92]	[-0.86]	[-0.91]
<i>Seo</i>	-0.05	-0.02	-0.04	-0.04	-0.02	-0.03	-0.01	0.01	0.01
	[-1.02]	[-0.48]	[-0.86]	[-0.97]	[-0.46]	[-0.82]	[-0.29]	[0.12]	[0.05]
<i>Id</i>	0.12	0.06	0.28	0.13	0.07	0.19	0.12**	0.12*	0.10**
	[0.58]	[0.27]	[1.30]	[0.55]	[0.34]	[1.13]	[2.19]	[1.78]	[1.98]
<i>Csnf</i>	0.23	0.17	0.10	0.14	0.16	0.07	-0.01	-0.01	-0.02
	[0.64]	[0.88]	[0.50]	[0.55]	[0.76]	[0.43]	[-0.29]	[-0.26]	[-0.32]
<i>Fd</i>	0.51	0.74*	0.73*	0.79**	0.88***	0.88***	-0.06	-0.02	-0.01
	[1.30]	[1.89]	[1.89]	[2.31]	[2.71]	[2.73]	[-0.60]	[-0.02]	[-0.03]
<i>Ros</i>	-0.02	-0.05	-0.06	0.01	-0.03	-0.03	-0.01	-0.01	-0.01
	[-0.45]	[-1.23]	[-1.51]	[0.12]	[-0.75]	[-0.92]	[-1.04]	[-1.34]	[-1.26]
<i>Size</i>	-0.05**	-0.06***	0.01	-0.03*	-0.04***	0.01	-0.01	-0.01	-0.01
	[-2.17]	[-2.82]	[0.24]	[-1.86]	[-2.60]	[-0.25]	[-0.07]	[-0.60]	[-0.86]
<i>Fa</i>	-0.08	-0.06	-0.05	-0.02	-0.02	-0.01	-0.02	0.02	0.01
	[-1.08]	[-0.81]	[-0.69]	[-0.51]	[-0.29]	[-0.22]	[-0.23]	[0.08]	[0.05]
<i>Growth</i>	-0.03	-0.04*	-0.02	-0.03	-0.04*	-0.02	0.01	0.01	0.01
	[-1.49]	[-1.87]	[-1.05]	[-1.44]	[-1.85]	[-1.14]	[0.76]	[0.62]	[0.72]
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Adj_R</i> <sup>2</sup>	0.17	0.19	0.18	0.12	0.09	0.07	0.02	0.01	0.01
<i>N</i>	10070	10070	10070	10070	10070	10070	10070	10070	10070

注:括号内为回归系数对应的 t 值;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平。

表6显示,民营企业的CFO薪酬与内部资本市场构建呈现正相关关系,所有制与CFO薪酬的交互项( $Private \times Cfosal$ )在1%的水平上通过显著性检验。在绩效薪酬的激励机制下,民营企业更可能利用内部资本市场进行资金配置,由此假说1得到支持。相比于民营企业,国有企业的薪酬激励机制对其内部资本市场战略的作用有限,回归系数仅在5%水平上显著。由此揭示,不同所有制的绩效薪酬激励机制对内部资本市场运行产生的效果存在差异。

进一步地,民营企业CFO担任董事会成员时,CFO更可能推动内部资本市场战略,在模型中表现为所有制与CFO权力( $Private \times Cfodir$ )回归系数显著为正,且至少在5%水平上通过显著性检验,由此 $H_2$ 得到支持。

最后,表6的回归结果显示,所有制和CFO金融背景的交互项( $Private \times Cfoback$ )在1%水平上通过显著性检验。表明CFO具有金融背景对内部资本市场的构建具有显著的影响,不过这种关系仅在民营企业中存在。

有别于国有企业的总会计师委派制度,民营企业的CFO主要从职业经理人市场选聘。在市场化运营机制和融资约束的背景下,具有金融任职背景的民营企业CFO,更可能借助内部资本市场,优化资金配置结构,提升内部资金配置效率。

CFO特征显著影响内部资本市场的构建,并且在不同所有制企业中呈现不同的影响机制。这可能与不同所有制企业面临的外部融资约束程度、内部公司治理机制存在较大的联系,这些都可能影响管理层实施内部资本市场战略。实证结果揭示,在内部资本市场运行中需要充分发挥CFO的资本运营主导作用。实施基于业绩考核的绩效薪酬制度,在经营决策中赋予其更多的职权,并优化其知识结构。更为重要的是,在不同产权性质的企业中,应当针对治理效率的差异,因地制宜设计符合产权治理特征的CFO制度体系。

#### (四) 进一步分析

鉴于CFO特征显著影响内部资本市场的构建,我们进一步考察CFO特征是否影响内部资本市场运行规模。表7汇报了这一影响的回归结果。

表7中显示,民营企业CFO业绩薪酬与内部资本市场运行规模呈正相关关系,且在1%水平(收回模型为5%水平)上通过显著性检验,表明民营企业中CFO基于自身利益最大化的考虑,更可能促进内部资本市场运作,以更好地实现管理层私有收益和控股股东利益需求。

然而,在国有企业中,这种关系并不明显,回归系数仅有借出维度在5%显著性水平上通过检验。这进一步表明,国有企业的CFO缺乏有效的薪酬激励机制,因而没有动力推动内部资本市场战略实施。尽管两类所有制企业的CFO薪酬对内部资本市场运作的影响程度不一致,但可以看出CFO薪酬确实影响内部资本市场运行,提高了业绩薪酬对经理层的约束强度,从而有利于集团内部资本配置效率的改进。

进一步考察CFO权力对内部资本市场运行规模的影响,表7显示,CFO权力确实影响内部资本市场运行规模,由此假说2得到支持。具体地,对于民营企业而言,当CFO担任董事时能够促进内部资本市场运作规模的扩大,在回归模型中显示为CFO权力与所有制的交互项( $Private \times Cfodir$ )在1%水平(借出模型中为5%水平)上通过显著性检验。然而,对于国有企业而言,并没有观察到此类特征,这可能是由于国有企业的决策机制与民营企业存在差异。由此表明,CFO在企业中的管理地位将显著影响实施财务战略的程度和方式。

在考察了薪酬、权力对内部资本市场运行规模的基础上,表7进一步汇报了CFO任职背景对内部资本市场运行规模的影响。表7回归结果显示,所有制与CFO任职背景的交互项( $Private \times Cfoback$ )在1%(结余模型在5%)水平上通过显著性检验,表明CFO金融背景对内部资本市场运行规模的影响这种关系仅在民营企业中成立。与前文分析一致,民营企业的CFO面临的考核压力更大,具有金融任职背景的CFO更可能使用积累的金融知识储备基础,充分利用内部资本市场来解决集团

表 7 CFO 特征对内部资本市场规模的影响

因变量 = JCM	Acof			Acrf			Acnf		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Cfosala</i>	0.17*			0.12			0.03		
	[1.83]			[1.30]			[0.24]		
<i>Private × Cfosala</i>	0.34***			0.25**			0.06**		
	[3.64]			[2.32]			[2.39]		
<i>Cfodir</i>		-0.02			-0.01			0.01	
		[-0.39]			[-0.24]			[0.14]	
<i>Private × Cfodir</i>		0.13***			0.15**			0.02	
		[2.69]			[2.36]			[0.21]	
<i>Cfoback</i>			-0.06			-0.01			-0.03
			[-0.44]			[-0.12]			[-0.74]
<i>Private × Cfoback</i>			0.83***			0.71***			0.12**
			[3.97]			[3.92]			[2.11]
<i>Private</i>	0.79***	0.09*	0.16***	0.76***	0.09**	0.16***	-0.30**	0.01	0.01
	[3.97]	[1.76]	[4.20]	[4.72]	[2.08]	[4.83]	[-2.34]	[0.11]	[0.07]
<i>Lev</i>	0.12	0.07	0.01	0.16*	0.14	0.09	-0.03	-0.03	-0.03
	[0.99]	[0.74]	[0.06]	[1.93]	[1.62]	[1.08]	[-1.15]	[-1.07]	[-1.17]
<i>Seo</i>	-0.06	-0.01	-0.04	-0.05	-0.01	-0.02	-0.01	0.01	0.01
	[-0.65]	[-0.14]	[-0.31]	[-0.67]	[-0.20]	[-0.32]	[-0.05]	[0.27]	[0.25]
<i>Id</i>	0.65	0.49	0.73**	0.48	0.42	0.56*	0.25**	0.23**	0.21**
	[1.63]	[1.28]	[2.12]	[1.48]	[1.28]	[1.83]	[2.52]	[2.34]	[2.29]
<i>Csnf</i>	-0.14	-0.25	-0.39	-0.01	-0.14	-0.23	-0.17	-0.15	-0.14
	[-0.31]	[-0.65]	[-0.92]	[-0.04]	[-0.38]	[-0.62]	[-1.37]	[-1.42]	[-1.44]
<i>Fd</i>	0.06	0.26	0.23	0.69	0.72	0.67	-0.22	-0.14	-0.13
	[0.13]	[0.42]	[0.33]	[1.36]	[1.37]	[1.34]	[-1.32]	[-0.72]	[-0.82]
<i>Ros</i>	0.02	-0.07	-0.13*	0.04	-0.02	-0.08	-0.02	-0.02	-0.03
	[-0.06]	[-0.91]	[-1.76]	[0.64]	[-0.41]	[-1.04]	[-1.25]	[-1.36]	[-1.51]
<i>Size</i>	-0.09***	-0.12***	0.01	-0.07**	-0.10***	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
	[-2.62]	[-3.58]	[0.08]	[-2.33]	[-3.36]	[-0.33]	[-0.29]	[-0.87]	[-0.97]
<i>Fa</i>	-0.02	-0.01	0.01	0.03	0.04	0.06	0.01	0.01	0.01
	[-0.16]	[-0.08]	[0.07]	[0.31]	[0.41]	[0.62]	[0.23]	[0.37]	[0.41]
<i>Growth</i>	-0.07*	-0.08**	-0.05	-0.06*	-0.07**	-0.05	0.01	0.01	0.01
	[-1.77]	[-2.33]	[-1.60]	[-1.74]	[-2.39]	[-1.62]	[0.58]	[0.41]	[0.66]
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Adj_R<sup>2</sup></i>	0.28	0.30	0.28	0.26	0.28	0.27	0.07	0.04	0.05
<i>N</i>	5952	5952	5952	5952	5952	5952	5952	5952	5952

注：括号内为回归系数对应的t值；\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。

内部的资金配置不均衡，促进成员企业的协调发展<sup>①</sup>。

## 六、结论与政策建议

新兴经济体中的金融市场发育不健全，限制了企业的外部信贷资源获取。作为外部市场的替代，企业集团利用内部资本市场来缓解外部环境的负面影响。本文基于手工收集的2007—2012年间中国上市公司及其子公司内部资本市场运行数据，从CFO特征层面考察了内部资本市场构建的影响因素。实证分析结果表明，CFO人口特征显著影响内部资本市场运行。进一步而言，民营企业的CFO特征对内部资本市场运行的影响作用更大，而国有企业的影响作用相对较弱。

本文具有如下的政策含义：充分重视CFO在公司资本运营中的积极作用，赋予CFO在公司运营中更多的职权空间。在公司战略决策层面，提高CFO参与决策的层次和范围，使得CFO能够利用自身的专业知识结构在公司重大事项决策中发挥专业决策优势。同时，为充分发挥CFO的专业能力，应当尽可能选聘具有金融背景的高级管理人员担任CFO，并辅助以有效的薪酬激励制度。从而在有效的公司治理框架下，实施基于集团内部有效的协同财务战略体系，推动企业整体的健康、可持续发展。

<sup>①</sup>本文在实证分析中也考虑了模型内生性问题，利用工具变量以及考察内部资本市场构建后CFO特征是否显著变化，结果显示回归结果的内生性问题相对较小。此外，更换样本期间以及主要变量的稳健性检验均显示实证结果未发生变化。囿于篇幅，文中未汇报相应结果，作者留存备案。

参考文献:

- [1]Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(1): 111-133.
- [2]Rajan R, Servaes H, Zingales L. The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(1): 35-80.
- [3]Scharfstein D S, Stein J C. The dark side of internal capital markets; divisional rent-seeking and inefficient investment[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(6): 2537-2564.
- [4]Alchain A. Corporate management and property rights, economics policy and the regulation of corporate securities[M]. Washington, Dc: American Enterprise Institute, 1969.
- [5]Williamson O. Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications[M]. New York: Collier Macmillan Publishers, Inc, 1975.
- [6]Datta S, Dímello R, Iskandar-Datta M. Executive compensation and internal capital market efficiency[J]. Journal of Financial Intermediation, 2009, 18(2): 242-258.
- [7]Jensen M C. Performance pay and top-management incentives[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(2): 225-264.
- [8]Rousseau P L, Kim J H. A flight to firm investment and financing in Korea before and after the 1997 financial crisis[J]. Journal of Banking and Finance, 2008, 32(7): 1416-1429.
- [9]Allen, Franklin, Qian J, et al. Law, finance, and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 57-116.
- [10]权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究, 2010(11): 73-87.
- [11]吕长江,赵宇恒. 国有企业管理者激励效应研究——基于管理者权力的解释[J]. 管理世界, 2008(11): 99-109.
- [12]Finkelstein S, Hambrick D C. Chief executive compensation: A synthesis and reconciliation[J]. Strategic Management Journal, 1988, 9(6): 543-558.
- [13]Ge W, Matsumoto D, Zhang J L. Do CFOs have style? an empirical investigation of the effect of individual CFOs on accounting practices [J]. Contemporary Accounting Research, 2011, 28(4): 1141-1179.
- [14]Claessens S, Klingebiel D, Schmukler S L. Government bonds in domestic and foreign currency: the role of institutional and macroeconomic factors[J]. Review of International Economics, 2007, 15(2): 370-413.
- [15]Hayes R H, Abernathy W J. Managing our way to economic decline[J]. Harvard Business Review, 1980, 58(4): 67-77.
- [16]Jensen M, Zajac E J. Corporate elites and corporate strategy: how demographic preferences and structural position shape the scope of the firm[J]. Strategic Management Journal, 2004, 25(6): 507-524.
- [17]He J, Mao X, Rui O M, et al. Business groups in China[J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 22(4): 166-192.
- [18]Jackson S B, Lopez T J, Reitenga A L. Accounting fundamentals and CEO bonus compensation [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2008, 27(5): 374-393.

[责任编辑:高婷]

## Personality Character, Ownership Nature of CFO and Capital Allocation in Business Groups

TAN Wenhao

(School of Economics and Management, Tongji University, Shanghai 201804, China)

**Abstract:** In this paper, we use the data of internal capital market (ICM) to explore the effect of CFO character on the establishment of ICM. We have found that the salary of CFO affects the establishment and operation scale of ICM greatly. Specifically, the CFO salary is positively correlated with the ICM scale in the private enterprises (PEs) significantly. In addition to this, when we have explored the power of CFO on the establishment of ICM, we found that the two factors have a significant correlation. Specifically, when the CFO is a member of director board, then the ICM has a bigger scale in the PEs. Furthermore, when the CFO has a financial background, the firms are more likely to use ICM and have a larger operation scale, even more significantly in the PEs.

**Key Words:** CFO; financial background; internal capital market; property nature; management incentives; efficiency of internal capital allocation