

高管权力、内部控制与公司价值

张正勇, 谢 金

(南京财经大学 会计学院, 江苏 南京 210046)

[摘 要]从内部控制角度出发,以我国 2008—2013 年度沪深两市 A 股上市公司为研究样本,在研究内部控制与公司价值之间关系的基础上考察公司高管权力配置结构对两者之间关系的影响,并进一步分析不同产权性质下内部控制与公司价值之间的关系以及高管权力对两者关系的影响,结果表明:完善的内部控制有助于提升公司价值,高管权力过于集中会削弱内部控制的有效性并抑制内部控制对公司价值的提升作用;与国有上市公司相比,非国有上市公司的内部控制对公司价值存在显著的提升作用,但在高集权的情况下,无论是国有上市公司还是非国有上市公司,内部控制均不能对公司价值起到显著的提升作用。

[关键词]高管权力配置;内部控制;TobinQ;ROA;内部治理机制;会计信息披露;公司价值;公司权力配置

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2016)02-0021-10

一、引言

近年来,我国相关部门颁布了一系列加强上市公司内部控制建设的政策和法规,上交所和深交所分别于 2006 年和 2007 年颁布了内部控制指引规范,随后国家五部委于 2008 年颁布了《企业内部控制基本规范》,并相继颁布了相关配套指引和解释公告,2012 年财政部和证监会联合下发了《关于 2012 年主板上市公司分类分批实施企业内部控制规范体系的通知》。由此可见,相关部门已经将内部控制的建设和完善作为战略性目标。我国内部控制体系的建设具有独特的制度背景,作为解决公司不同层级间委托代理问题的一项制度安排,内部控制是公司治理的重要手段,是有效解决道德风险和逆向选择的有效途径之一。相关规定指出,我国内部控制的基本目标包括保证公司信息真实完整、提高公司经营效率和效果等,由此可见建设内部控制的最终目标包括追求公司价值最大化。

现代委托代理理论指出,经营权和所有权的分离使得股东和管理者之间存在信息不对称,进而导致股东和管理者之间存在代理成本。Jensen 和 Meckling 认为,当管理者未持有公司全部股份时,管理者在制定决策时会更多地考虑个人利益,而不再以股东利益最大化为经营目标^[1]。根据高层梯队理论,高管的认知能力、感知能力和价值观等特质会影响高管的战略选择,公司内外环境的复杂性和不确定性导致高管不可能对公司内外环境有一个全面的认识,公司的权力配置结构可能会对内部治理效果产生显著影响。对于处于经济转型和崇尚权力至上的我国上市公司来说,内部控制的实施效果可能会受到高管权力配置结构的影响。

作为一项完善内部治理机制的措施,内部控制的辐射范围涉及公司的各个职能部门和层面。作为由高层推动建立实施的一套制度体系,如果恰当的内部控制措施能够得到有效实施,那么内部控制应能够达到建立的最终目的,即保障公司内外部相关者的利益和提升公司价值。然而,现代委托代理

[收稿日期]2015-10-25

[基金项目]国家自然科学基金青年项目(71402068)

[作者简介]张正勇(1983—),男,安徽合肥人,南京财经大学会计学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为会计信息披露、公司治理;谢金(1991—),女,江苏苏州人,南京财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为公司治理。

理论认为,经营权和所有权的分离导致的道德风险和逆向选择等问题使得高管在制定相关政策和制度时可能会更多地考虑自身利益,而忽略公司的长期价值,而且高管可能会利用其权力凌驾于内部控制之上,降低内部控制的执行效率,从而损害公司价值。

二、文献回顾

(一) 内部控制与公司价值

公司作为市场经济活动的主体,其价值会受到外部制度环境的影响,如 La Porta 等研究发现,对投资者法律保护的程度越低,管理层越容易侵害中小股东的利益,进而损害公司价值^[2]。肖华基于中国市场的研究也得出类似的结论^[3]。

同样,公司内部治理机制也会对公司价值产生影响,作为公司内部治理机制的重要组成部分,内部控制的辐射范围涉及公司的各个层面,现有关于内部控制的研究主要集中在对资本成本、盈余管理、投资效率、企业并购的影响等方面。Skaife 等研究发现,内部控制越完善,公司的应计盈余管理的噪音越小^[4]。Beneish 等研究发现,公司披露内部控制缺陷会引起公司股价的负面反应^[5]。Kim 等认为当内部控制存在缺陷时,公司会面临更高的外部融资成本^[6]。李万福等指出,上市公司的内部控制质量越高,其投资效率越高^[7]。

作为一项辐射公司上下的制度体系,内部控制也会对公司价值产生直接影响,尽管直接关注内部控制对公司价值影响的现有文献并不多。自林钟高等直接研究内部控制与公司价值之间的关系后^[8],两者之间的关系得到了越来越广泛的研究,如迟国华和杨金利用 2011 年沪市 A 股上市公司的数据研究发现,高质量的内部控制能够改善公司价值创造的效果^[9],这一结论得到了一些学者的支持^[10-11]。

(二) 高管权力、内部控制与公司价值

内部控制对公司价值的提升作用可能会受限于公司的权力配置结构。高管作为公司制度的主要制定者和决策者,其影响范围涉及公司的各个方面,如 Feng 等研究发现,CFO 可能无法抵制 CEO 的压力而被迫参与公司的盈余管理^[12]。高管权力也会影响内部控制的执行有效性,如 Molz 指出,董事长和总经理两职合一会导致高管权力提升,从而不利于内部控制的有效实施^[13]。Lisic 等研究发现,CEO 的权力和内部控制缺陷发生率呈负相关关系^[14]。

基于中国市场有关高管权力与内部控制的研究发现,权力配置结构可能会提升内部控制的执行有效性,也有可能降低内部控制的执行有效性。干胜道和胡明霞认为合理配置的高管权力能够提升公司内部控制的执行有效性,从而抑制过度投资^[15]。但树友林认为由于存在激励不相容和信息不对称等问题,权力过大的高管会削弱董事会的监控功能,架空内部控制^[16]。刘焱和姚海星发现高管权力会影响审计委员会专业性作用的发挥,随着高管权力的增加,审计委员会专业性对内部控制的监控作用将被削弱^[17]。

上述研究主要集中于高管权力对内部控制的影响,但内部控制对公司价值的提升作用是否会受到公司权力配置结构的影响还尚未涉及。鉴于此,我们拟以 2008—2013 年中国沪深两市 A 股上市公司为研究样本,实证检验内部控制对公司价值的影响,在此基础上考察公司高管权力配置对内部控制与公司价值之间关系的影响,并进一步分析不同产权性质下高管权力、内部控制与公司价值三者之间的关系。我们的研究不仅有助于公司内外部相关人员能够更好地了解内部控制建设体系,还可以为我国完善内部控制体系和公司权力配置结构的建设提供一定的借鉴。

本文力图在以下方面有所贡献:(1)本文从公司内部权力配置结构出发,研究内部控制与公司价值之间的关系,并考虑不同产权性质下两者之间的关系,可以深化现有关于内部控制治理的研究。(2)本文的研究不仅考虑了内部控制的经济后果,还考虑了内部控制的影响因素,可以丰富和补充现

有关于内部控制的研究。(3)本文从公司价值的角度分析内部权力配置结构是否会通过影响内部控制的实施效果而影响公司价值,可以拓宽有关公司治理结构方面的研究。

三、理论分析与研究假设

内部控制的建设目标包括保证公司经营的效率和效果、财务报告及管理信息的真实完整、资产的安全完整、遵循国家法律法规和有关监管要求等,那么作为我国相关部门强力推荐的重要举措,内部控制是否达到了它的建设目的呢?是否有效缓解了股东和高管之间的代理问题呢?是否提升了公司价值呢?

我们认为,内部控制作为一项特殊的公司治理活动,是公司治理中一项独立的制度体系和安排,相关措施实施的内在目的主要是保障各部门协调有序工作,提升公司经营的有效性和持续性,保证资产的安全性,保障财务报告和非财务报告的可靠性,外在目的主要是维护公司形象,保护投资者和债权人等利益相关者的利益。但无论是内在目的还是外在目的,内部控制建设的最终结果都是提升公司价值。具体来说,经营的效率和效果、信息的真实完整、资产的安全完整等内在目的的直接结果是提升公司价值,维护公司形象、保护相关者利益等外在目的的前提是保证公司价值的提升。由此可见,公司价值是公司经营与利益相关者之间的主要联系纽带之一,而内部控制通过一系列的制度安排和措施改善了公司的治理结构,提升了公司价值。作为由高层推动、全员参与的一套制度体系,如果内部控制制度设计合理且得到有效实施,那么内部控制应该能够实现其建设目标,而且这些建设目标的直接或间接目的是为了公司的持续经营,获得经济效益,最终实现公司价值的最大化,保护相关者的利益。基于以上分析,我们提出研究假设1。

H_1 :内部控制质量越高,公司价值越大。

然而,内部控制与公司价值之间的关系可能会受制于公司内部的权力配置结构。尽管内部控制部门是企业设立的一个独立机构,但高管是制定内部控制制度的主要负责人,在公司集权的情况下,权力配置机构可能会削弱内部控制的有效性。也就是说,如果公司高管的权力过于集中,高管容易架空内部控制框架,造成大权独揽的情形,高管可能会利用集权的特质谋取私利而损害公司价值。高层梯队理论指出,高管的特质决定着他们的战略决策,并进一步影响公司的经营行为。由于高管是制定公司战略和决策的主要负责人,不同高管的价值观和认知观不同,因此即使公司制定了较为完善的内部控制措施,但在高管权力过于集中的情况下,这些内部控制措施会受制于高管,相关内部控制措施并未得到有效实施,内部控制部门的建立主要是为了应付相关上级部门的检查。

现代委托代理理论认为,经营权和所有权的分离导致代理问题的存在,高管在公司相关制度和政策的制定和实施过程中存在机会主义行为,在公司经营管理过程中不可避免地会考虑自身利益,忽略公司的长期价值,因此高管可能会利用自己的权力特质影响内部控制的实施效果,高管集权可能会限制内部控制对公司价值的提升作用。另外,高管权力过于集中在一定程度上会抑制公司其他相关部门(如董事会、审计委员会)的监督能力,从而影响内部控制的独立性,最终影响内部控制的实施效果。从这个角度来说,高管可能会利用集权的特质使得内部控制并未得到有效实施和执行,也就是说,高管集权会减弱内部控制对公司价值的提升作用。基于以上分析,我们提出研究假设2。

H_2 :高管权力集中会削弱内部控制与公司价值之间的关系。

众所周知,国有上市公司作为由政府参与投资的一类公司,公司在规模和绩效等方面都具有独特的特点,而且政府对上市公司的控制可能会对公司价值产生负面影响,主要原因是在政府控制的上市公司中,控制人侵害中小股东利益的能力更强。我国内部控制体系建设有着特殊的制度环境,上市公司中存在着独大的现象,对于处于经济转型时期和崇尚权力至上的中国上市公司来说,国有上市公司和非国有上市公司在实施内部控制方面存在着明显的差异,高管谋取私利的动机和手段也存在差异。

在国有上市公司中,由于国有上市公司存在着特殊的制度环境和经营环境,高管通过架空内部控制的实施效果谋取私利的可能性较低,相反高管更有可能通过在职消费等较为隐蔽的手段来达到个人利益最大化的目的。而与国有上市公司相比,非国有上市公司的高管谋求私利的动机更强,手段也不同。由于国有上市公司的管理制度体系更为完善,权力制衡作用更加明显,因此国有上市公司的高管凌驾于内部控制制度之上的可能性更小,而非国有上市公司的管理体系在一定程度上存在缺陷,且公司高管在制定相关制度和政策时拥有较大的决策力,在制定和实施内部控制时对相关部门和人员有较大的影响力。对于崇尚权力至上的我国上市公司来说,权力观念在非上市公司的影响可能更大,因此非国有上市公司的高管更有可能会凌驾于内部控制制度之上为获取私利而伤害公司价值。基于以上分析,我们提出本文的研究假设3。

H₃:与非国有上市公司相比,在国有上市公司中内部控制和公司价值之间的关系更弱,且高管权力与内部控制、公司价值之间的关系也更弱。

四、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

我们选取2008—2013年我国沪深两市A股上市公司为研究样本,并按照一定的标准对相关数据进行了筛选和剔除:(1)剔除金融类行业;(2)剔除年度行业观察值少于10个的样本;(3)剔除在研究期间退市的观察值;(4)剔除数据缺失的样本。经筛选,最终共得到8394个样本观察值,其中2008年946个,2009年1097个,2010年1144个,2011年1213个,2012年1582个,2013年1680个。为避免受到极端值的影响,我们对主要连续变量在1%的分位数水平上进行了Winsorizing处理。

本文分析所使用的数据主要来源于CSMAR数据库和RESSETDB数据库,部分高管权力数据通过年报手工搜集得到。

(二) 变量选择

1. 高管权力的衡量

本文界定的高管主要有公司的CEO、总裁或总经理。借鉴刘焱和姚海鑫、权小锋和吴世农的做法^[17-18],我们选取的衡量高管权力(Power)的指标主要有8个:(1)两职兼任。当高管兼任公司董事长或副董事长时取值为1,否则取值为0。如果高管兼任董事长,则其对企业的控制权会提高,那么高管的集权程度会提高。(2)董事会规模。当董事会规模超过行业均值时取值为1,否则取值为0。当董事会规模较大的时候,各个董事之间有时会难以形成统一意见,那么此时高管的提议就会具有较大的影响力。(3)第一大股东持股比例。当第一大股东持股比例低于行业均值时取值为1,否则取值为0。第一大股东的持股比例越高,对公司的决策就越有话语权,此时高管发挥的权力相对较小。(4)创始人身份。高管在公司IPO时为管理者取值为1,否则取值为0。如果当公司上市时高管就是公司的管理人员,那么其在公司会有较高的威信,并且对公司业务流程较为熟悉,其权力就会较高。(5)高管在其他公司兼职情况。当高管在其他公司兼职时取值为1,否则取值为0。如果高管在其他公司兼职,那么该高管往往会具有更多的社会资本,因此其在公司的威望就会提高,其隐形控制权就会提高。(6)高管持股情况。当高管持有公司股份时取值为1,否则取值为0。当高管拥有公司的股票时,高管的决策作用就会提高。(7)高管职称。当高管具有高级职称时取值为1,否则取值为0。高级职称主要指教授、副教授、研究员、副研究员和两院院士、高级工程师、高级建筑师、高级会计师、高级经济师、高级国际商务师、注册会计师、注册资产评估师、律师等。如果高管具有高级职称,那么说明其声誉和能力比较强,其在公司的影响力就会提高,对公司的隐形控制力也会提高。(8)高管学历。当高管具有高学历时取值为1,否则取值为0(高学历是指硕士研究生及以上)。如果高管具有较高学历,则表明其能力比较强,其在公司的影响力就会提高,对公司的隐形控制力也会得到提升。衡

量高管权力的维度定义如表 1 所示。

以上 8 个维度从不同角度衡量了公司高管的权力,我们将对上述 8 个维度进行主成分分析以得到综合得分,并以此来衡量高管权力的高低,得到的 Power 得分越高,则说明高管权力越大。

在进行主成分分析之前,我们首先通过 KMO 度量和 Bartlett 球形检验方法来确保高管权力的可靠性。如表 2 所示,KMO 检验的值为 0.552,该值大于 0.5,且 Bartlett 检验的显著性水平为 0.000,检验结果显著,说明变量之间存在共线性问题,因此有必要进行主成分分析。接下来,我们对选取的指标运用 SPSS 统计软件进行主成分分析,因子得分如表 3 所示。

依据主成分的提取标准(特征值大于 1),我们提取了 4 个主成分,将提取的 4 个主成分根据表 3 的因子得分表示为各个变量的线性组合:

$$F_1 = 0.494X_1 + 0.029X_2 + 0.099X_3 + 0.581X_4 + 0.478X_5 + 0.413X_6 + 0.071X_7 - 0.054X_8$$
$$F_2 = -0.311X_1 + 0.540X_2 - 0.363X_3 + 0.086X_4 + 0.140X_5 + 0.081X_6 + 0.587X_7 + 0.321X_8$$

$$F_3 = -0.193X_1 + 0.274X_2 + 0.650X_3 - 0.018X_4 - 0.401X_5 + 0.493X_6 + 0.173X_7 - 0.175X_8$$

$$F_4 = 0.078X_1 + 0.091X_2 + 0.247X_3 - 0.214X_4 + 0.123X_5 + 0.173X_6 - 0.370X_7 + 0.834X_8$$

高管权力综合得分由各个因子按照其方差贡献率占总方差贡献率的比重所确定的权重计算得到,最终高管权力的得分表达式为 $Power = 0.049X_1 + 0.223X_2 + 0.148X_3 + 0.152X_4 + 0.115X_5 + 0.300X_6 + 0.126X_7 + 0.197X_8$,我们依据此公式来计算得到高管权力综合得分,Power 得分值越高表明权力越大。本文以高管权力综合得分的 85 分位值(0.995)为标准,将样本公司分为高集权公司样本组和低集权公司样本组,其中高集权公司样本组由高管权力综合得分大于 85 分位值(0.995)的上市公司组成,低集权公司样本组由高管权力综合得分低于 85 分位值(0.995)的上市公司组成。

2. 内部控制有效性的衡量

借鉴陈汉文和张宜霞、郭泽光等的研究^[19-20],结合中国的制度背景,我们从内部控制的经营目标、战略目标、合规性目标、资产保全目标、财务报告目标等方面出发,按照以下计算方法得到内部控制指数(ICindex),并以内部控制指数的高低来衡量内部控制的有效性。内部控制指数为以下内部控制各目标得分之和:(1)公司经营目标得分=净利润÷总资产。(2)公司战略目标得分=(公司营业总收入-行业均值)÷行业营业总收入的标准差。(3)公司合法合规性目标得分为有违法违规的取值为 0,否则为-1。(4)公司资产保全目标得分=1-资产减值损失÷(资产减值损失+期末总资产

表 1 高管权力的维度定义

权力维度	定义解释
两职兼任(X ₁)	高管兼任公司董事长取值为 1,否则取值为 0
董事会规模(X ₂)	董事会人数高于行业平均值取值为 1,否则取值为 0
第一大股东持股比例(X ₃)	第一大股东持股比例小于行业平均值取值为 1,否则取值为 0
创始人身份(X ₄)	高管在公司上市时就为公司的管理者取值为 1,否则取值为 0
在其他公司兼职情况(X ₅)	高管在其他公司任职取值为 1,否则取值为 0
高管持股(X ₆)	高管持有公司股份取值为 1,否则取值为 0
高管职称(X ₇)	高管具备相关高级职称取值为 1,否则取值为 0
高管学历(X ₈)	高管具有硕士研究生及以上学历取值为 1,否则取值为 0

表 2 KMO 度量和 Bartlett 的球形度检验

检验方法	检验结果
取样足够度的 Kaiser-Meyer-Olkin 度量	0.552
近似卡方	1949.142
Bartlett 的球形度检验	Df 28
	Sig. 0.000

表 3 因子得分表

高管权力测量指标	主成分			
	1	2	3	4
两职兼任(X ₁)	0.407	-0.290	-0.184	0.077
董事会规模(X ₂)	0.024	0.503	0.260	0.091
第一大股东持股比例(X ₃)	0.082	-0.337	0.616	0.246
创始人身份(X ₄)	0.479	0.080	-0.017	-0.213
在其他企业兼职情况(X ₅)	0.393	0.131	-0.380	0.123
高管持股(X ₆)	0.340	0.076	0.467	0.172
高管职称(X ₇)	0.058	0.547	0.163	-0.368
高管学历(X ₈)	-0.045	0.299	-0.166	0.830

产)。(5)公司财务报告目标得分=审计意见得分+财务报告重大缺陷披露得分+重大会计差错更正披露得分,其中审计意见得分为当审计意见为标准意见时取值为0,否则取值为-1;财务报告重大缺陷披露得分为当存在有财务报告重大缺陷时取值为-1,否则取值为0;重大会计差错更正披露得分为当存在计重大会计差错更正时取值为-1,否则取值为0。

上述各目标加和得到内部控制指数得分,计算得到的内部控制指数越高,说明公司的内部控制质量越高,内部控制目标实现得越好,即表明内部控制越有效。

3. 公司价值的衡量

本文采用 *TobinQ* 来衡量公司价值,该指标通常定义为公司市场价值与重置成本的比值,能够反映公司的预期利润,且考虑了公司的风险调整,得到了较多学者的认可和应用。此外,我们将以 *ROA*(资产净利率)对公司价值重新衡量做稳健性检验,以证实本文结论的可靠性。

4. 控制变量

已有研究表明,规模不同公司的价值不同,公司的经营杠杆、现金流、盈利能力和营运状况都会影响公司价值,处于不同成长期的公司价值也存在区别。因此,我们选取了公司规模(*SIZE*)、经营杠杆(*LEV*)、成长性(*GROWTH*)、现金流(*CFO*)、盈利能力(*EPS*)、营运状况(*Turnover*)、年度(*YEAREffect*)、行业(*INDUSTRYeffect*)等作为控制变量。

具体的变量定义如表4所示。

表4 变量定义表

变量类型	变量代码	变量名称	变量定义
因变量	<i>TobinQ</i>	公司价值	公司市场价值/重置成本
自变量	<i>ICindex</i>	内部控制指数	内部控制得分
	<i>Power</i>	高管权力	高管权力综合指标得分
控制变量	<i>SIZE</i>	公司规模	总资产的自然对数
	<i>LEV</i>	经营杠杆	年末负债/年末资产
	<i>GROWTH</i>	成长性	(当年主营业务收入-上年主营业务收入)/上年主营业务收入
	<i>CFO</i>	现金流	经营活动净流量/流动负债
	<i>EPS</i>	盈利能力	净利润/股本总数
	<i>Turnover</i>	营运状况	营业收入/期末总资产
	<i>YEAREffect</i>	年度	哑变量
	<i>INDUSTRYeffect</i>	行业	哑变量

(三) 模型设定

借鉴已有相关文献,结合本文研究所需,我们设定如下回归模型:

$$TobinQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ICindex_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 Turnover_{i,t} + YEAREffect_{i,t} + INDUSTRYeffect_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表5报告了主要变量的描述性统计结果。从表5中的数据可以看出,*TobinQ*的均值为2.439,最大值为10.734,最小值为0.911,说明我国上市公司价值存在较大的差异;内部控制得分的均值为0.716,最大值为5.474,最小值为-1.910,说明我国上市公司内部控制的建设存在较大差异;我国上市公司的平均盈利能力为0.352,营运状况(*Turnover*)的均值为0.699,说明现阶段我国上市公司的营运状况较好。

(二) 回归检验

1. 内部控制与公司价值

表6报告了内部控制与公司价值的回归结果。当以 *TobinQ* 为因变量时, *ICindex* 的系数为 0.100, *T* 值为 4.337, 回归系数在 1% 的水平上显著为正, 内部控制与公司价值存在显著的正相关关系, 说明公司的内部控制质量越高, 内部控制对公司价值的提升作用越显著, 这支持了本文的假设 1。

在控制变量方面, 当以 *TobinQ* 来衡量公司价值时, *SIZE*、*Turnover* 与 *TobinQ* 负相关, 且结果显著, *LEV*、*GROWTH*、*CFO*、*EPS* 与公司价值正相关, 且结果显著, 这与已有研究结论类似。

2. 高管权力、内部控制与公司价值

表7为分组样本的描述性统计结果。如表7所示, 高集权公司样本组的 *TobinQ* 的均值和中位数均大于低集权公司样本组的 *TobinQ* 的均值和中位数, 高集权样本组的 *ICindex* 的均值和中位数均大于低集权样本组的 *ICindex* 的均值和中位数, 说明内部控制在高集权公司和低集权公司中存在明显的差异。此外, 高集权公司和低集权公司在 *SIZE*、*LEV*、*GROWTH*、*EPS* 的均值和中位数等方面也存在显著差异。

表8列示了高管权力、内部控制与公司价值的回归结果。从

表8中可以看出, 在高集权样本组中, *ICindex* 的回归系数在 10% 的水平上显著为负, 说明在公司高集权的情况下, 内部控制对公司价值并不存在提升作用, 甚至会损害公司价值。在低集权样本组中, *ICindex* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正, 说明内部控制对公司价值的提升作用并没有受到高管权力的影响, 即在公司低集权的情况下, 内部控制对公司价值存在显著的提升作用。这支持了本文提出的假设 2。

3. 产权性质、内部控制与公司价值

我们考察了不同产权性质下内部控制与公司价值的关系。如表9所示, 国有上市公司的 *TobinQ* 的均值和中位数均小于非国有上市公司的 *TobinQ* 的均值和中位数, 且均值检验和中位数检验结果均显著, 说明不同产权性质的公司价值存在显著差异。国有上市公司样本组的 *ICindex* 的均值和中位数均大于非国有上市公司样本组的 *ICindex* 的均值和中位数, 表明国有上市公司和非国有上市公司的内部控制存在明显差异。

表10列示了产权性质、内部控制与公司价值的回归结果。由表10可知, 在国有上市公司样本组中, *ICindex* 的回归系数为正, 但不显著, 而在非国有上市公司样本组中, *ICindex* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正, 表明与非国有上市公司相比, 国有上市公司的内部控制和公司价值之间的关系更

表5 描述性统计结果

变量	中位数	均值	标准差	最大值	最小值	Q ₁	Q ₃
<i>TobinQ</i>	1.899	2.439	1.696	10.734	0.911	1.383	2.821
<i>ICindex</i>	0.732	0.716	0.905	5.474	-1.910	0.530	0.909
<i>SIZE</i>	21.734	21.841	1.167	25.672	19.114	21.019	22.559
<i>LEV</i>	0.499	0.492	0.209	1.108	0.068	0.334	0.645
<i>GROWTH</i>	0.118	0.213	0.598	4.502	-0.637	-0.025	0.283
<i>CFO</i>	0.117	0.186	0.363	1.951	-0.623	0.004	0.279
<i>EPS</i>	0.255	0.352	0.480	2.346	-0.898	0.078	0.526
<i>Turnover</i>	0.585	0.699	0.491	2.663	0.064	0.364	0.877

表6 内部控制与公司价值

变量	系数	T 值
<i>ICindex</i>	0.100 ***	4.337
<i>SIZE</i>	-0.829 ***	-43.518
<i>LEV</i>	0.388 ***	4.031
<i>GROWTH</i>	0.180 ***	6.521
<i>CFO</i>	0.719 ***	14.354
<i>EPS</i>	0.649 ***	16.978
<i>Turnover</i>	-0.235 ***	-6.544
<i>cons</i>	20.074 ***	51.598
年度	控制	
行业	控制	
Observations	7662	
Adjusted R ²	0.304	

注: ***、**、*、分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。下同。

表7 分组样本的描述性统计结果

变量	高集权样本组		低集权样本组		均值检验	中位数检验
	均值	中位数	均值	中位数		
<i>TobinQ</i>	2.466	1.922	2.434	1.890	-0.594	-1.517
<i>ICindex</i>	0.758	0.774	0.708	0.724	-1.716 *	-4.326 ***
<i>SIZE</i>	21.954	21.773	21.821	21.726	-3.561 ***	-3.296 ***
<i>LEV</i>	0.471	0.482	0.495	0.503	3.554 ***	2.958 ***
<i>GROWTH</i>	0.174	0.132	0.220	0.115	2.448 **	-2.629 ***
<i>CFO</i>	0.213	0.124	0.182	0.115	-2.671 ***	-1.406
<i>EPS</i>	0.387	0.300	0.345	0.245	-2.713 ***	-5.018 ***
<i>Turnover</i>	0.689	0.592	0.700	0.584	0.712	-1.508

弱。这一结论说明自 2007 年我国强调内部控制建设开始,相关内部控制措施在非国有上市公司中取得了较好的实施效果,本文的假设 3 得到支持。

表 8 高管权力、内部控制与公司价值的回归结果

变量	高集权样本组		低集权样本组	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>ICindex</i>	-0.111 *	-1.848	0.119 ***	4.817
<i>SIZE</i>	-0.441 ***	-7.839	-0.868 ***	-42.773
<i>LEV</i>	-1.054 ***	-3.675	0.519 ***	5.075
<i>GROWTH</i>	0.443 ***	3.475	0.171 ***	6.038
<i>CFO</i>	0.978 ***	8.302	0.662 ***	12.028
<i>EPS</i>	0.620 ***	6.294	0.626 ***	15.121
<i>Turnover</i>	0.006	0.057	-0.264 ***	-6.840
<i>cons</i>	12.651 ***	11.218	20.825 ***	50.076
年度	控制		控制	
行业	控制		控制	
Observations	1153		6509	
Adjusted R ²	0.346		0.307	

表 9 分组样本的描述性统计结果

变量	国有上市公司		非国有上市公司		均值检验	中位数检验
	均值	中位数	均值	中位数		
<i>TobinQ</i>	2.169	1.654	2.522	1.968	7.776 ***	10.135 ***
<i>ICindex</i>	0.805	0.738	0.688	0.731	-4.798 ***	-4.031 ***
<i>SIZE</i>	22.124	22.001	21.754	21.656	-11.903 ***	-11.367 ***
<i>LEV</i>	0.525	0.545	0.481	0.487	-7.740 ***	-8.188 ***
<i>GROWTH</i>	0.267	0.123	0.197	0.116	-4.400 ***	-1.902 *
<i>CFO</i>	0.193	0.125	0.184	0.114	-0.968	-1.991 **
<i>EPS</i>	0.345	0.254	0.354	0.255	0.681	0.432
<i>Turnover</i>	0.716	0.601	0.693	0.581	-1.709 *	-0.524

4. 不同产权性质下的高管权力、内部控制与公司价值

表 11 列示了不同产权性质下的高管权力、内部控制与公司价值的回归结果。由表 11 可知,当以 *TobinQ* 来衡量公司价值时,在国有高集权公司样本组和非国有高集权公司样本组中,*ICindex* 的回归系数均为负,说明在高集权的情况下,无论是国有上市公司还是非国有上市公司,内部控制均不能起到提升公司价值的作用,甚至会损害公司价值。在国有低集权公司样本组和非国有低集权公司样本组中,*ICindex* 的回归系数分别为 0.069 和 0.125,且分别在 10% 和 1% 的水平上显著,说明在国有上市公司和非国有上市公司中,高管权力不集中的情况均能使得内部控制对公司价值起到提升作用。

表 10 产权性质、内部控制与公司价值的回归结果

变量	国有上市公司		非国有上市公司	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>ICindex</i>	0.047	1.239	0.107 ***	3.875
<i>SIZE</i>	-0.616 ***	-18.411	-0.895 ***	-38.868
<i>LEV</i>	-0.069	-0.386	0.504 ***	4.502
<i>GROWTH</i>	0.089 **	2.139	0.215 ***	6.136
<i>CFO</i>	0.474 ***	5.089	0.788 ***	13.512
<i>EPS</i>	0.564 ***	8.682	0.677 ***	14.760
<i>Turnover</i>	-0.198 ***	-3.282	-0.237 ***	-5.486
<i>cons</i>	15.647 ***	22.740	21.553 ***	46.088
年度	控制		控制	
行业	控制		控制	
Observations	1805		5857	
Adjusted R ²	0.266		0.322	

(三) 稳健性检验

为了验证本文所得结论的稳健性,我们以 *ROA* 来衡量公司价值对模型重新进行检验,结果如表 12 所示。当以 *ROA* 来衡量公司价值时,在高集权样本组中,*ICindex* 的回归系数为正但不显著,说明在高集权的情况下,内部控制对公司价值并不能起到显著的提升作用。而在低集权样本组中,*ICindex* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,说明在低集权的情况下,内部控制对公司价值具有显著的提升作用,内部控制达到了应有的实施效果。这基本支持了本文的假设 2。

表 11 产权性质、高管权力、内部控制与公司价值的回归结果

变量	高集权样本组		低集权样本组	
	国有上市公司	非国有上市公司	国有上市公司	非国有上市公司
<i>ICindex</i>	-0.169 (-1.638)	-0.087 (-1.230)	0.069 * (1.692)	0.125 *** (4.170)
<i>SIZE</i>	-0.199 ** (-2.041)	-0.525 *** (-7.698)	-0.650 *** (-18.277)	-0.936 *** (-38.110)
<i>LEV</i>	-3.134 *** (-5.910)	-0.558 * (-1.696)	0.210 (1.117)	0.600 *** (5.017)
<i>GROWTH</i>	0.136 (0.606)	0.536 *** (3.613)	0.094 ** (2.226)	0.197 *** (5.455)
<i>CFO</i>	0.813 *** (2.865)	1.052 *** (8.124)	0.479 *** (4.894)	0.724 *** (11.111)
<i>EPS</i>	0.533 *** (3.456)	0.668 *** (5.528)	0.539 *** (7.617)	0.651 *** (13.131)
<i>Turnover</i>	-0.032 (-0.203)	0.046 (0.394)	-0.209 *** (-3.241)	-0.270 *** (-5.812)
<i>cons</i>	8.152 *** (4.093)	14.316 *** (10.580)	16.193 *** (22.106)	22.348 *** (44.682)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
Observations	230	923	1,575	4,934
Adjusted R ²	0.428	0.351	0.262	0.325

表 13 为以 *ROA* 作为公司价值衡量指标来检验不同产权性质下内部控制与公司价值之间关系的回归结果。在国有上市公司样本组中,*ICindex* 的回归系数为正但不显著,而在非国有上市公司样本组中,*ICindex* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,这与前文所得结果基本一致。

表 12 高管权力、内部控制与 *ROA* 的回归结果

变量	高集权样本组		低集权样本组	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>ICindex</i>	0.002	1.155	0.004***	5.707
<i>SIZE</i>	-0.003*	1.892	-0.002***	-4.860
<i>LEV</i>	-0.078***	-11.515	-0.061***	-23.875
<i>GROWTH</i>	0.017***	5.563	0.012***	16.284
<i>CFO</i>	0.028***	9.889	0.021***	15.410
<i>EPS</i>	0.068***	29.458	0.069***	66.502
<i>Turnover</i>	0.008***	3.702	-0.000	-0.457
<i>cons</i>	0.096***	3.595	0.088***	8.459
年度	控制		控制	
行业	控制		控制	
Observations	1153		6509	
Adjusted R ²	0.687		0.581	

表 13 产权性质、内部控制与 *ROA* 的回归结果

变量	国有上市公司		非国有上市公司	
	系数	T 值	系数	T 值
<i>ICindex</i>	0.002	1.571	0.004***	5.610
<i>SIZE</i>	0.002*	1.831	-0.003***	-6.221
<i>LEV</i>	-0.083***	-17.334	-0.058***	-21.313
<i>GROWTH</i>	0.010***	9.245	0.013***	14.842
<i>CFO</i>	0.022***	8.650	0.023***	15.997
<i>EPS</i>	0.063***	36.246	0.071***	63.160
<i>Turnover</i>	-0.001	-0.750	0.001	1.344
<i>cons</i>	0.009	0.506	0.111***	9.723
年度	控制		控制	
行业	控制		控制	
Observations	1805		5857	
Adjusted R ²	0.622		0.593	

六、研究结论与启示

权力配置结构是公司治理结构中一项重要的制度安排,它会对公司内部治理产生重要影响,是公司各项制度和政策得到有效实施的有效保证,因此,本文在研究内部控制与公司价值之间关系的基础上考察了公司高管权力配置结构对两者之间关系的影响,并进一步分析了不同产权性质下内部控制与公司价值之间的关系以及高管权力对两者关系的影响。结果表明:内部控制有助于提升公司价值,高管会通过其权力削弱内部控制的有效性,从而抑制内部控制对公司价值的提升作用。与国有上市公司相比,非国有上市公司的内部控制对公司价值存在显著的提升作用,而在高集权的情况下,无论是国有上市公司还是非国有上市公司,内部控制均不能对公司价值起到显著的提升作用。

本文的发现有助于拓展现有文献的研究成果,对相关人员和部门理解我国上市公司内部控制的建设效果以及公司权力配置结构对公司治理产生的影响具有一定的启示作用。为了强化公司权力配置结构的治理作用,加强我国内部控制的建设实施,提升公司价值,保护公司内外相关者的利益,我们在所得研究结论的基础上提出如下政策建议:首先,相关部门应加强相关法律法规和规章制度的制定和实施,加强企业内部控制的建设和权力配置结构的优化。其次,公司在追求经济效益的同时应注重提升公司价值,完善公司内部治理机制,选择和建立一个恰当的权力配置结构和内部控制体系,保证公司各项制度和政策的运行效果。最后,关注内部控制的建设目标还应关注内部控制建设的最终目的,以保障公司内外部相关者的利益,提升公司价值。

参考文献:

[1] JENSEN M, MECKLING W. The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3: 305 - 360.

[2] LA PORTA R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A, et al. Investor protection and corporate valuation[J]. Journal of Finance, 2002, 57: 1147 - 1170.

[3] 肖华. 中小投资者法律保护与公司价值——来自中国上市公司的经验研究[J]. 经济科学, 2010(2): 104 - 115.

[4] SKAIFE H A, COLLINS D, KINNEY W, et al. The effect of internal control deficiencies and their remediation on accrual quality[J]. The Accounting Review, 2008, 83: 217 - 250.

[5] BENEISH D, BILLINGS M, HODDER L. Internal control weaknesses and information uncertainty[J]. Accounting Re-

- view,2008,83:665-703.
- [6] KIM J B, SONG B Y, ZHANG L. Internal control weakness and bank loan contracting: evidence from SOX section 404 disclosures[J]. *Accounting Review*, 2011, 86: 1157-1188.
- [7] 李万福,林斌,宋璐. 内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制[J]. *管理世界*, 2011(2): 81-99.
- [8] 林钟高,郑军,王书珍. 内部控制与企业价值研究——来自沪深两市 A 股的经验分析[J]. *财经研究*, 2007(4): 132-143.
- [9] 池国华,杨金. 高质量内部控制能够改善公司价值创造效果吗? ——基于沪市 A 股上市公司的实证研究[J]. *财经问题研究*, 2013(8): 94-101.
- [10] 杨松令,解晖,张伟. 央企控股上市公司内部控制与公司价值研究[J]. *经济管理*, 2014(7): 90-99.
- [11] 姚瑶,阮磊,刘启亮,等. 内部控制有助于提升公司价值吗? [J]. *科学决策*, 2015(1): 26-44.
- [12] FENG M, GE W L, LUO S Q, et al. Why do CFOs become involved in material accounting manipulations? [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2011, 51: 21-36.
- [13] MOLZ R. Managerial domination of boards of directors and financial performance[J]. *Journal of Business Research*, 1988, 16: 235-249.
- [14] LISIC L L, NEAL T L, ZHANG I, et al. CEO Power, internal control, and audit committee effectiveness in substance vs. in form[R]. SSRN Working Paper, 2012.
- [15] 干胜道,胡明霞. 高管权力、内部控制与过度投资——基于国有上市公司的证据[J]. *审计与经济研究*, 2014(5): 40-47.
- [16] 树友林. 高管权力视角下上市公司内部控制失效问题研究[J]. *中国管理信息化*, 2011(23): 17-19.
- [17] 刘焱,姚海鑫. 高管权力、审计委员会专业性与内部控制缺陷[J]. *南开管理评论*, 2014(2): 4-12.
- [18] 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(4): 142-153.
- [19] 陈汉文,张宜霞. 企业内部控制的有效性及其评价方法[J]. *审计研究*, 2008(3): 48-54.
- [20] 郭泽光,敖小波,吴秋生. 内部治理、内部控制与债务契约治理——基于 A 股上市公司的经验证据[J]. *南开管理评论*, 2015(1): 45-51.

[责任编辑:王丽爱]

Management Power, Internal Control and Corporate Value

ZHANG Zhengyong, XIE Jin

(School of Accounting, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210046, China)

Abstract: From the perspective of internal control, with A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2008 to 2013 as samples, this paper makes an examination of the effect of management power allocation structure on the relationship between internal control and corporate value on the basis of the research of the above-mentioned relationships. What's more, this paper makes a further analysis on the relationship between the internal control and corporate value and the influence of the executive power on them. The results show that: the improvement of internal control helps to enhance the value of the company; the executive power is too concentrated to weaken the effectiveness of internal control, and the role of internal control to enhance the value of the company is suppressed. Further study finds that compared with the state-owned listed companies, the internal control quality of the non-state-owned listed companies has improved the value of the company markedly. When the power is highly centralized, internal control cannot promote the corporate value in state-owned and non-state-owned listed companies.

Key Words: management power allocation; internal control; TobinQ; ROA; internal governance system; accounting information disclosure; corporate value; corporate power allocation