

管理层权力、内部控制与过度投资

——基于国有上市公司的证据

干胜道¹, 胡明霞^{1,2}

(1. 四川大学 商学院, 四川 成都 610021; 2. 西南政法大学 内部审计创新研究中心, 重庆 401120)

[摘要] 管理层权力结构是公司内部治理机制的核心要素之一, 合理配置管理层权力有利于提高公司内部控制的有效性, 进而抑制过度投资。研究发现: (1) 内部控制有效性越高, 过度投资水平越低; (2) 对于国有上市公司而言, 内部控制对过度投资的抑制作用受制于管理层权力。在管理层权力集中的情况下, 内部控制对过度投资的抑制作用并不显著。

[关键词] 管理层权力; 内部控制; 过度投资; 公司治理; 财务风险; 剩余控制权; 内部人控制

[中图分类号] F239.43 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2014)05-0040-08

一、引言

近年来, 国内外一系列关于内部控制的政策表明, 内部控制已日益成为世界各国提高公司治理水平和保护投资者利益的工具。《企业内部控制基本规范》将内部控制目标确定为提高企业经营活动效率效果, 进而促进企业实现发展战略。有效的投资决策是影响企业经营活动效率、效果及发展战略的重要因素, 因此内部控制在投资决策中的作用成为值得关注的话题。但由于国有上市公司的实际控制人具有较强的行政化特征, 代理问题比较严重, 加上预算软约束为国有企业提供了资金支持, 管理层存在通过过度投资谋取个人私利的倾向, 这就使得国有上市公司的非效率投资意愿表现为过度投资。同时, 近年来我国上市公司粗放式的增长理念衍生出了严重的过度投资问题, 极大地损害了股东利益^[1-2]。

内部控制是保护投资者利益的重要手段。在资本市场缺乏效率和治理结构不完善的条件下, 如何抑制过度投资、提高投资效率是迫切需要解决的关键问题。本文以国有上市公司作为研究对象, 讨论内部控制与过度投资的关系。根据“高层梯队理论”, 组织在很大程度上是高层管理者个人特征的反映^[3], 管理层权力的配置会影响公司内部控制制度的执行效率。一方面, 管理层权力较大且集中的公司可以更有效地调配公司的各种资源, 及时、快捷地完善内部控制制度。此时, 管理层权力的集中使公司内部控制制度的执行更有效率, 进而有助于抑制过度投资。另一方面, 由于转轨经济背景下公司治理机制中的外部约束机制(例如: 职业经理人市场、劳动力市场及公司控制权市场)不健全和资本市场缺乏效率, 若公司管理层权力过于集中, 那么管理层为了攫取控制权私利, 会凌驾于内部控制制度之上, 使得内部控制制度的装饰性功能更强^[4], 此时内部控制在抑制过度投资方面的作用更弱, 从而过度投资更严重。因此, 本文拟进一步研究国有上市公司管理层权力如何影响内部控制与过度投资之间的关系。本文的理论和经验证据对内部控制后续建设乃至国有上市公司治理结构的改进都具有重要启示。

[收稿日期] 2013-11-13

[基金项目] 国家社会科学基金项目(13BJY015); 重庆市教委科学技术研究项目(KJ120107)

[作者简介] 干胜道(1967—), 男, 安徽天长人, 四川大学会计与财务研究所所长, 四川大学会计商学院教授, 博士生导师, 从事公司治理与公司财务理论研究; 胡明霞(1980—), 女, 湖北武汉人, 四川大学商学院博士研究生, 西南政法大学内部审计创新研究中心副主任, 从事审计与内部控制研究。

二、文献综述

有关过度投资方面的研究,前人已取得的代表性成果主要如下。Scott 提出,过度投资在较高水平自由现金流的公司较显著^[5]。Albuquerque 等研究表明,投资者保护较弱的国家中,公司有更大动力进行过度投资,且具有较低的托宾 Q 值、较高的风险溢价及较高的利率,因此可以通过完善投资者保护制度来降低过度投资水平^[6]。Julien 等则发现,过度投资与经理人员风险偏好类型相关,风险厌恶型经理更倾向于进行过度投资^[7]。Ranjan 等研究发现,过度投资与权益价值负相关^[8]。Dow 等采用实证研究方法得出自由现金流与过度投资显著正相关的结论^[9]。

结合我国特殊的制度背景及市场环境,国内学者对过度投资的研究主要集中于从经理薪酬、现金股利水平、债务及治理机制、自由现金流水平、信息披露及信息中介等角度展开^[10-13]。近期虽有少量文献研究了内部控制对投资行为的影响,但研究结论尚存在明显分歧。于忠泊、田高良发现,内部控制不能有效抑制公司的过度投资,从而无法提高公司的资源配置效率^[14]。而李万福等从内部控制信息披露角度考察其与过度投资及财务风险之间的内在联系,发现提高内部控制信息披露水平有利于降低企业信息不对称程度、减少因信息不对称而产生的代理问题,从而抑制过度投资,进而降低企业陷入财务危机的可能性^[15]。李万福等进一步研究还发现,非效率投资更可能发生在内部控制较差的公司,加强内部控制长效建设是提高公司投资效率的重要途径^[16]。

由于我国特殊体制性的因素,国有上市公司存在严重的“内部人控制”及“所有者缺位”现象,作为内部控制实施主体的管理层,其权力将对内部控制与过度投资之间的关系产生重要影响,而现有文献缺乏对这一问题的研究。因此,有必要研究内部控制与过度投资的关系,并进一步分析管理层权力对内部控制与过度投资关系调节作用的方向和大小。

三、理论分析与研究假说

(一) 内部控制与过度投资

在新古典经济学理论框架中,投资项目的边际价值是决定企业投资的唯一因素。然而,由于市场摩擦的存在,使得公司投资往往背离这一原则,进行非效率投资。国内外学者的研究表明,过度投资主要是由于管理者与股东之间的第一类代理冲突和大股东与小股东之间的第二类代理冲突引起的。由于外部投资者和企业管理者之间信息不对称而产生的道德风险和逆向选择会影响市场的有效性,进而导致企业投资偏离最优水平。道德风险会引发两类代理问题的产生。Jensen 认为,当企业存在大量自由现金流量时,管理者倾向于扩大企业规模以达到最大化私人收益的目的,进而在公司投资决策中将企业规模扩张作为重要的工作目标^[17]。由于管理者薪酬往往与公司规模正相关,管理者偏好通过扩张企业规模来增加个人薪酬和在职消费、削弱来自权益资本的控制,从而增强自身权力、降低企业被敌意接管的可能性,达到增强管理者工作保障的目的。为了满足管理者扩张企业规模的需求,他们往往通过种种机制来构建“经理帝国”,而不是为了追求股东财富或企业价值最大化。构建“经理帝国”的一种重要方式是投资于净现值为负的项目,扩大企业规模,从而导致过度投资。这是管理者与股东之间的第一类代理冲突引发的过度投资。在转型经济背景下,我国上市公司存在典型的集中型所有权结构、投资者法律保护薄弱、大多数国有上市公司呈现“一股独大”局面、控制权与现金流权偏离度较高,加之管理层与大股东关系密切,造成大股东在我国国有上市公司中具有超强控制权,从而助长了其“掏空(Tunneling)”行为。当现金流权与控制权偏离度较高时,大股东只需支付较低的成本便能独享较高的控制权私有收益,此时大股东“掏空”行为更严重。“掏空”行为在公司投资决策中通常表现为大股东投资于净现值为负的项目,扩大企业的控制性资源,构建“企业帝国”,侵害小股东利益。Johnson 等认为,公司倾向于以高于市场的价格购买大股东的资产,或投资于能使大股东享受协同效应的投资项目,从而导致过度投

资^[18]。这是由大股东和小股东之间的第二类代理冲突而引发的过度投资。

有效的内部控制可以降低两类代理问题,从而抑制由此引发的公司过度投资行为。首先,内部控制是由企业董事会、监事会、经理层和全体员工共同实施的,其传递的信息贯穿于企业决策、执行和监督的全过程,该信息是众多“私人”信息中对投资者、债权人及监管者最重要的信息之一^[19]。有效的内部控制能够提高信息沟通过程中的效率和质量,减轻因信息不对称而产生的代理冲突,从而使组织中相关部门和人员能更全面地了解企业投资项目的成本与效益及公司实际经营状况,从而更合理地选择投资项目,抑制可能存在的过度投资问题。其次,内部环境作为企业实施内部控制的基础,良好的内部环境有利于规范公司治理结构和议事规则、明确决策执行及监督等方面的职责权限并形成科学有效的职责分工和制衡制度,这在一定程度上可以减轻企业的代理冲突,从而抑制由此引发的过度投资。例如,若公司股东大会、董事会、监事会及经理层的权利和责任安排不合理,经理层同时拥有授权审批和执行的权力时,企业文化将高度集权,缺乏良好的制衡机制,此时管理层很容易绕过内部控制,谋取个人私利,构建“经理帝国”,投资于净现值小于零的项目,进行过度投资。内部控制作为一种有效的制度安排,通过设置一系列具体规则和职责权限来控制 and 预防企业做出不恰当的投资决策,从而抑制过度投资。大股东的“掏空”行为,在投资决策中主要表现为高价收购大股东的资产(一般采用关联交易的方式),即投资于净现值为负的项目。有效的内部控制有助于事前防范、事中控制和事后发现不合理的关联交易,从而抑制由此引发的过度投资。最后,我国企业内部控制《应用指引第6号——资金活动》中规定,企业在进行投资活动时,应根据投资目标和规划,科学确定投资项目,重点关注投资项目的收益和风险,加强对投资方案的可行性分析,按照规定的权限和程序对投资项目进行决策审批,同时,对于重大投资项目,应按规定权限和程序实行集体决策和联签制度。上述规定从技术层面设置了一系列具体规则(如授权审批、不相容职务分离等)来预防和牵制管理层及参与方的行为,并通过对公司投资决策和实施行为进行控制来提高投资的效率和效果,进而抑制过度投资。

假设1:内部控制有效性越高,越能抑制过度投资,从而过度投资水平越低。

(二) 管理层权力、内部控制有效性及过度投资

管理层权力是在公司内部治理出现缺陷且外部缺乏相应监督约束机制的情况下,管理层所表现出的对公司权力体系(包括决策权、监督权和执行权)的影响能力,具体体现为剩余控制权的扩张^[20]。内部控制与过度投资之间的关系会受到管理层权力的影响。我国《企业内部控制基本规范》中明确规定:董事会负责企业内部控制制度的建立健全和有效实施;监事会对董事会建立与实施内部控制进行监督;经理层负责组织、领导企业内部控制的日常运行,并督促企业按照健全的公司治理结构要求,在董事会下设的审计委员会中,对内部控制的有效实施和自我评价进行定期或不定期的监督与检查。该规定说明,内部控制制度的执行主体和责任主体分别为经理层和董事会,其中董事长应当成为内部控制制度建设的总责任人。管理层(尤其CEO等掌握公司实际经营决策权的行政负责人)在企业内部控制制度建立和执行过程中扮演着“中心角色”。

自20世纪80年代国有企业实施放权让利改革以来,我国企业的改革历程实质上是管理层权力不断形成和提升的过程。在我国特有的政治因素和制度背景下成立的上市公司存在国有股“一股独大”和“所有者缺位”的问题,这使得公司的控制权不可避免地转移到管理层手中,加之我国目前处于经济转型过程中,公司治理机制的外部约束机制(例如:经理市场、劳动力市场及公司控制权市场)不健全,且资本市场缺乏效率,造成严重的“内部人控制”问题,此时内部人控制主要表现为管理层与股东之间的代理冲突和利益侵占。但当公司大股东与管理层关系密切(甚至兼任)、大股东控制权与现金流权偏离度较高时,大股东对小股东利益侵占效应会更显著。管理层的利益侵占还更多地体现大股东的意志,从而造成管理层权力的进一步放大,此时股东监督就会变成自我监督或不受监督。特别当国有股的代表控制董事会并成为董事长同时兼任CEO时,董事长既控制了董事会,同时自身又担

任被监督企业的 CEO,在这种情况下,监事会的作用很难正常发挥。因此对于董事长兼任 CEO 的高管而言,其权力处于核心地位,从而使得管理层失去来自股东大会、董事会、监事会等各方面的监督和制约。管理层将企业决策权、执行权和监督权集于一身,使其走向绝对权力。在这种情况下,随着管理层权力的日益膨胀,信息不对称程度的增加,股东对管理层的监督和约束逐渐减弱,就会出现管理层权力的滥用,同时也可能为管理层实施利益侵占提供便利条件。

企业在建立和实施内部控制制度的过程中应当严格遵循制衡性原则,有效的内部控制在治理结构、机构设置及权责分配和业务流程等方面能够起到相互制衡和相互监督的作用,从而对管理层的行为进行约束,促使其做出符合股东利益的行为。然而,随着管理层权力的增加,管理层可能凌驾于内部控制制度之上,并借此为自己攫取控制权私利,或者联合绕过内部控制制度,使内部控制制度的设计和实施沦为形式甚至成为代理问题的一部分,此时,内部控制制度更多的是发挥“装饰性功能”,从而弱化了其抑制过度投资的作用。同时,由于现阶段我国上市公司内部控制建设主要以满足监管要求为主,因此,公司为了应付政府部门的检查而设计了较好的内部控制制度,但实施效果却不尽如人意。并且由于激励不相容和信息不对称等原因,即使公司设计了良好的内部控制制度,权力过大的管理层也会削弱董事会和监事会的监督功能,架空内部控制制度,为自身谋取私利,这仍然会造成内部控制对过度投资的抑制作用减弱。

假设 2:对于国有上市公司而言,管理层权力会减弱内部控制有效性对过度投资的抑制作用。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

《企业内部控制基本规范》自 2009 年 7 月 1 日起在上市公司范围内全面实行,该规范要求上市公司对本公司内部控制的有效性进行自我评价,披露年度自我评价报告,并聘请有证券期货业务资格的会计师事务所对公司内部控制有效性进行审计。本文选取 2009—2011 年度在上海和深圳证券交易所上市的 A 股国有上市公司为样本,剔除金融类和财务数据及内部控制指数缺失的样本,最终得到 880 个样本观察值。本文中的上市公司财务数据、公司治理数据来源于 CSMAR 数据库,其中总经理任职时间及内部董事比例都是通过手工计算获取。反映内部控制有效性的数据来源于厦门大学内控指数课题组发布的《中国上市公司内部控制指数(2009—2011 年)》。本文数据处理使用的是 SPSS16.0 分析软件。

(二) 变量选择

1. 过度投资的计量

本文采用 Richardson 模型估计预期企业投资水平,用该回归模型估计出正的残差度量过度投资,模型如下:

$$INV_{i,t} = b_0 + b_1Leverage_{i,t-1} + b_2Growth_{i,t-1} + b_3Age_{i,t-1} + b_4Cash_{i,t-1} + b_5StockReturn_{i,t-1} + b_6Size_{i,t-1} + b_7INV_{i,t-1} + \Sigma Industry + \Sigma Year + \varepsilon \quad (1)$$

本文选取的变量定义及说明如下页表 1 所示。

其中, $INV_{i,t}$ 为预期第 t 年投资总额,即固定资产净额、长期股权投资净额和无形资产年度增加额除以期初固定资产净额; $Growth_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的成长机会(本文使用托宾 Q 值衡量公司成长机会); $Leverage_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的资产负债率; $Cash_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的现金持有量除以期初固定资产净额; $Age_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的上市年数; $Size_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的公司规模,即总资产的自然对数; $StockReturn_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的净资产收益率,即净利润/期末股东权益; $INV_{i,t-1}$ 为第 $t-1$ 年的投资总额。此外,模型还加入了年度和行业变量作为控制变量。 $Industry$ 和 $Year$ 分别为行业 and 年度控制变量,其中,行业按中国证监会 2001 年颁布的行业分类指引进行分类。本文对模型(1) 回归得到 i 企业第 t 年期望投资水平(Exp_Inv_t),然后用实际投资水平减去期望投资水平,若该值大于 0 则为过度投资,用 $Over_investment$ 表示;若该值小于 0 则为投资不足,用 $Under_INVinvestment$ 表示。

2. 管理层权力的计量

管理层权力泛指管理层对公司治理体系(包括决策权、监督权及执行权)的影响能力。Finkelstein 将企业高管的权力划分为结构权力、所有权权力、专家权力及声誉权力^[21]。Hu 和 Kumar 以 CEO 的任期和服务年限、董事会独立性、CEO 是否兼任董事长、CEO 是否在两年内退休及是否存在大股东等指标综合反映管理层权力的大小^[22]。综观已有文献中对管理层权力的变量指标,主要选取的指标包括:CEO 在董事会任职情况、董事会规模、内部董事比例、金字塔控制链条长度、CEO 任职年限、管理层持股比例、管理层兼职、股权分散度等。本文主要借鉴权小锋等的做法^[23],考虑到我国特殊的国情,即外部董事或独立董事能否对管理层权力产生监督作用,目前尚缺乏相关证据支撑,同时,我国国有上市公司主要是典型的集中型所有权结构,采用金字塔结构分离现金流权与控制权方式的较多,股权分散度较高,导致我们无法有效观测管理层权力。因此,本文选择以下四个变量来衡量管理层权力:(1)CEO 在董事会任职情况。CEO 在董事会的职位越高,董事会对 CEO 的监督能力越弱,管理层权力越大。一般情况下,若 CEO 兼任董事长,则意味着管理层权力较大。(2)金字塔控制链条长度。由于国有企业金字塔结构是政府放权让利改革的产物,企业控制权由金字塔结构向下转移至管理层,且控制权越往下转移,管理层决策的自由度就越高,因此控制链条越长,管理层权力越大。(3)CEO 任职时间。该变量可反映 CEO 个人能力权力,CEO 任职时间长短能够体现其在公司的渗透力,反映其对公司和董事会的影响力及控制力,CEO 任职时间越长,其影响董事会决策的能力越强,权力也越大。(4)管理层持股比例。管理层的持股比例越高,权力越大。在以上四个指标基础上,本文构建一个综合反映管理层权力的积分变量 Power,该指标值越大,表明管理层权力越大。变量定义及说明见表 1。

表 1 变量定义及说明

变量类型	变量符号	变量含义	变量说明
模型(1)的被解释变量	INV	投资规模	为固定资产净额、长期股权投资净额和无形资产年度增加额,除以期初固定资产净额
	Growth	增长机会	托宾 Q 衡量
	Leverage	资产负债率	年末负债总额除以资产总额
	Cash	现金持有量	现金持有量除以期初固定资产净额
模型(1)的解释变量	Age	公司年龄	上市年数
	Size	公司规模	为总资产的自然对数
	StockReturn	股票收益	净利润/期末股东权益
	Industry	行业虚拟变量	按证监会分类标准共有 20 个行业虚拟变量
	Year	年度虚拟变量	涉及 3 年 2 个变量
Power 的构成变量	Dual	两职兼任	CEO 不兼任董事职位时,取值为 1;CEO 兼任董事时,取值为 2;CEO 兼任董事长时取为 3
	Depth	金字塔控制链条深度	取值为金字塔控制链条的最长层级
	Tenure	任职年限	取值为 CEO 在该职位上的任职年限
	Mgshder	管理层持股	取值为 CEO 的持股比例
模型(2)、模型(3)被解释变量	Over_investment	过度投资	等于模型(1)中大于 0 的回归残差
模型(2)、模型(3)解释变量	lnICEI	内部控制有效性	内部控制有效性指数取自然对数
模型(3)的解释变量	Power	管理层权力积分变量	Dual + Depth + Tenure + Mgshder
模型(2)、模型(3)的控制变量	FCF	自由现金流	(税后净营业利润 + 折旧及摊销) - (资本支出 + 营运资本增加)
	Cr_5index	股权集中度	前五大股东持股比例之和
	Pay	管理者薪酬	排名前三的管理者薪酬总额取对数
	Inde	独立董事比	独立董事人数除以董事会总人数

3. 内部控制的计量

本文采用的内部控制指数主要依据《企业内部控制基本规范》及其《配套指引》,综合考虑《深圳证券交易所上市公司内部控制指引》、《上海证券交易所上市公司内部控制制度指引》、《上市公司治理准则》、《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及《上市公司章程指引》等法律法规及相应文件,通过对内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通和内部监督等5个一级评价指标、24个二级指标、43个三级指标、144个四级指标打分形成,最后按权重加权平均形成内部控制指数分值。该指数采用百分制,理论上满分是100分,最低分是0分。该分值越高,表示企业内部控制有效性越高。

(三) 模型设定

为了检验假设,本文构建了两个研究模型:

$$Over_investment = \beta_0 + \beta_1 LnICEI + \beta_2 FCF + \beta_3 Cr_5index + \beta_4 Pay + \beta_5 Inde + \varepsilon \quad (2)$$

$$Over_investment = \beta_0 + \beta_1 LnICEI + \beta_2 Power + \beta_3 Power \times LnICEI + \beta_4 FCF + \beta_5 Cr_5index + \beta_6 Pay + \beta_7 Inde + \varepsilon \quad (3)$$

模型(2)中因变量为过度投资(*Over_investment*),自变量为内部控制有效性指数取自然对数(*LnICEI*)。模型(3)为考虑管理层权力约束,交互项*Power* × *LnICEI*用来衡量管理层权力对内部控制与过度投资间关系的调节效应。模型(2)及模型(3)中*FCF*、*Cr_5index*、*Pay*及*Inde*为控制变量,变量说明及定义见上页表1。

五、实证检验与结果分析

(一) 描述性统计

本文首先对模型(1)进行回归分析,发现变量系数都通过了显著性检验,然后根据模型残差 ε 计量过度投资。表2为样本公司主要变量的描述性统计结果。

表2 主要变量的描述性统计

变量	最大值	最小值	中位数	标准差
Over_investment	981552	323.70	64227	117865
Size	28.28	14.55	22.26	1.429
Pay	605.4	11.36	1.051	1.63
Cr_5index	98.008	12.439	55.19	1.56
Power	23	5.04	10.6	3.14
Inde	0.57	0.02	0.3594	0.046
FCF	0.28	-17.3	-0.3296	1.05
LnICEI	6.86	5.89	6.53	0.1318

(二) 实证结果分析

1. 内部控制与过度投资

如表3所示,当过度投资为被解释变量时,*LnICEI*的系数为-0.095,显著为负,表明公司内部控制越有效,越有利于抑制过度投资,过度投资水平越低,从而验证了假设1。

在控制变量方面,*FCF*、*Size*及*Cr_5index*与过度投资显著正相关,*Pay*与过度投资显著负相关。但*Inde*并未通过显著性检验,这说明独立董事在抑制过度投资方面未发挥作用,进一步说明了我国经济转型时期独立董事的监督作用发挥不充分。

2. 管理层权力、内部控制与过度投资

本文以国有上市公司作为研究样本,进一步考察管理层权力对内部控制与过度投资关系的调节作用。本文引入管理层权力*Power*和交乘项*Power* × *LnICEI*,以检验管理层权力对内部控制与过度投资之间关系的调节效应。下页表4结果表明交乘项变量的回归系数显著为负,说明管理层权力会降低内部控制对过度投资的抑制作用,这为假设2提供了证据支持。从控制变量来看,*FCF*、*Size*及*Cr_5index*与过度投资显著正相关。*Pay*和过度投资之间显著负相关,这表明薪酬激励机制是企业过度投资的重要原因。但*Inde*仍未通过显著性检验。

3. 稳健性检验

本文进行如下稳健性测试:(1)将内部控制自我评价报告中缺陷披露内容(即不存在缺陷、一般

表3 内部控制与过度投资分析

自变量	预期符号	全样本
名称		栏目1
LnICEI	-	-0.095** (-3.812)
Size	+	0.052* (2.784)
Pay	+	-0.018* (-3.207)
Cr_5index	?	0.008* (3.058)
Inde	?	-0.051 (-0.989)
FCF	?	0.006** (3.104)
Adj-R ²		0.21

注:***, **, *分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,下同。

缺陷及重大缺陷)作为内部控制指标的替代变量,进行分组回归,研究结果基本一致,这进一步验证了假设1。(2)借鉴刘启亮及Feng等的研究^[24-25],我们将管理层权力变量按类别划分,分为集权组和非集权组(若董事长与CEO兼任,取值为1,代表管理层权力集权组;否则取值为0,代表管理层权力非集权组),分组进行回归。表5表明在管理层权力集权组中,内部控制对过度投资的抑制作用不显著,而在非集权组,LnICEI的系数则显著为负,这表明在管理层权力集中的情况下,内部控制对过度投资的抑制作用不显著,而在管理层权力不集中的情况下,内部控制对过度投资有明显抑制作用。该结果表明,管理层权力越集中,内部控制的装饰性功能越明显,对抑制过度投资并无明显影响。而只有在管理层权力分散的情况下,才能为内部控制创造良好的实施环境,从而有助于内部控制抑制过度投资,发挥内部控制制度的价值创造功能,该结论进一步证明了假设2。

表4 管理层权力、内部控制与过度投资分析

自变量名称	预期符号	全样本 栏目1
LnICEI	?	-0.403** (-3.989)
Size	?	0.057* (2.695)
Pay	+	-0.018** (-3.415)
Cr_5index	+	0.004* (3.171)
Power	?	4.488** (8.987)
Inde	?	0.048 (0.874)
FCF	?	0.012** (3.527)
PowerLNI	?	-4.529** (-9.561)
Adj-R ²		0.19

六、研究结论

本文以国有上市公司作为研究样本,研究管理层权力、内部控制与过度投资之间的关系。研究结果表明:第一,内部控制有效性的提高有助于降低企业的信息不对称程度,减轻信息不对称产生的代理问题,从而更有效地抑制过度投资。该结果为监管机构和实务界内部控制建设与保护投资者利益提供了经验证据。第二,在我国特殊的制度背景下,管理层权力的膨胀导致内部控制有效性降低,从而减弱了内部控制对过度投资的抑制作用,因此国有上市公司需要进一步完善治理结构,加强董事会、股东大会及管理层之间的制衡,特别是董事长与总经理之间充分的职责分离,有效实现从行政型治理到经济型治理的成功转型。第三,公司治理的核心在于管理层,公司要合理配置管理层权力结构,激励和约束并重,对管理层权力形成有效的约束,防止管理层绕过内部控制这一治理工具进行过度投资、构建个人的“私人帝国”、损害投资者利益、导致国有资产流失。

本文的贡献主要体现在:(1)本文聚焦于内部控制和投资决策的执行主体——管理层及其内部权力配置,检验该权力配置对内部控制与过度投资关系的影响,丰富了代理理论的研究对象和研究范畴;(2)本文突破传统自由现金流思路,揭示内部控制与过度投资的关系及管理层权力这一调节变量对该关系的影响,丰富了投资领域的文献。

本文的贡献主要体现在:(1)本文聚焦于内部控制和投资决策的执行主体——管理层及其内部权力配置,检验该权力配置对内部控制与过度投资关系的影响,丰富了代理理论的研究对象和研究范畴;(2)本文突破传统自由现金流思路,揭示内部控制与过度投资的关系及管理层权力这一调节变量对该关系的影响,丰富了投资领域的文献。

参考文献:

- [1]魏明海,柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资[J]. 管理世界,2007(4):88-95.
- [2]姜秀付,伊志宏,苏飞,黄磊. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. 管理世界,2009(1):130-139.
- [3]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.
- [4]Hambrick D C. Upper echelon theory: an update[J]. Academy of Management Review,2007,32(2):334-343.
- [5]Scott A. Richardson. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies,2006,11(1):159-189.
- [6]Albuquerque R. Agency conflict, investment and asset pricing[J]. Journal of Finance,2008,63(1):1-40.
- [7]Julien H, Morellec E. Corporate control and real investment in incomplete markets[J]. Journal of Economic Dynamics&Control,2007,31

表5 改变测度变量后稳健性检验结果

自变量名称	管理层权力集权组 栏目1	管理层权力非集权组 栏目2
LnICEI	-0.137 (-1.321)	-0.265** (-3.723)
Size	0.037* (3.76)	0.045* (3.97)
Pay	-0.02* (-3.19)	-0.016* (-3.05)
Cr_5index	0.004* (3.245)	0.002* (3.108)
Inde	0.041 (0.74)	0.034 (0.65)
FCF	0.048** (4.55)	0.029* (4.34)

- (5):1781-1800.
- [8]Ranjan D M, Miranda M. Long-term debt and overinvestment agency problem[J]. Journal of Banking & Finance,2010,34(2):324-335.
- [9]Dow J, Gorton G, Krishnamurthy A. Equilibrium investment and asset prices under imperfect corporate control[J]. American Economic Review,2005,95(3):659-681.
- [10]辛清泉,林斌,王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究,2007(2):110-121.
- [11]唐雪松,周晓苏,马如静. 上市公司过度投资及其制约机制的实证研究[J]. 会计研究,2007(7):44-52.
- [11]胡建平,干胜道. 钱多办“坏”事:自由现金流量与过度投资[J]. 当代财经,2007(11):107-122.
- [12]杨华军,胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资[J]. 管理世界,2007(9):99-106.
- [13]张纯,吕伟. 信息披露、信息中介与企业过度投资[J]. 会计研究,2009(1):60-65.
- [14]于忠泊,田高良. 上市公司内部控制报告信息有效性研究[J]. 统计与决策,2009(4):145-147.
- [15]李万福,林斌,杨德明,孙烨. 内控信息披露、企业过度投资与财务危机[J]. 中国会计与财务研究,2010(4):77-141.
- [16]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.
- [17]Jensen, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. American Economic Review, 1976, 76 (2):323-329.
- [18]Johnson S R, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer A. “Tunneling” [J]. American Economic Review,2000,90(2):22-27.
- [19]李馨弘,马庆国. 内部控制信息披露影响因素的实证研究[M]. 杭州:浙江大学,2007.
- [20]卢锐. 管理层权力、薪酬激励与绩效——基于中国证券市场的理论与实证研究[M]. 北京:经济科学出版社,2008.
- [21]Finkelsteins A S. Power in top management teams: dimensions, measurement, and validation [J]. Academy of Management Journal, 1992,35(3):505-538.
- [22]Hu A, Kumar P. Managerial entrenchment and payout policy[J]. Journal of Financial and quantitative analysis,2004,19(4):759-790.
- [23]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.
- [24]刘启亮,罗乐. 高管集权、内部控制与会计信息质量[J]. 南开管理评论,2013(1):15-23.
- [25]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(1/2):21-36.

[责任编辑:高婷]

Managerial Power, Internal Control Effectiveness and Overinvestment: Data from China's Listed SOEs

GAN Shengdao¹, HU Mingxia^{1,2}

(1. School of Business, Sichuan University, Chengdu 610041, China;

2. Center for Internal Audit Innovation, Southwest University of Political Science and Law, Chongqing 401120, China)

Abstract: The core of internal corporate governance is to properly configure the management power to facilitate a variety of institutions and policies to promote the company's operational efficiency. In this paper, we analyze the relationship of internal control effectiveness and overinvestment. Further, we discuss the effect of management power on the internal control effectiveness and overinvestment. We found that:1) the more effective the internal control is, the lower level overinvestment will be; 2) For China's listed SOEs, the management power will a weakening negative effect on internal control effectiveness on the level of overinvestment. On the condition that the management power is more centered, the effect of internal control over the overinvestment will not be apparent.

Key Words: management power; internal control; overinvestment; corporate governance; financial risk; residual control power; insider control