

内部控制能提升企业多元化价值吗?

——来自我国非国有上市公司的经验证据

杨道广¹,王金妹¹,陈丽蓉²

(1. 对外经济贸易大学 国际商学院,北京 100029;2. 西南政法大学 中国法治企业研究院,重庆 401120)

[摘要]党的十九大报告明确指出,我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。对企业而言,就必须从“求全、求大”向“增值、增效”转变。多元化是我国企业实现扩张和跨越式发展的主要途径之一,但在很多情况下也是“粗放型发展”的缩影。作为一种有效的内部监督与风险管理机制,内部控制能否提升企业多元化价值呢?以2007—2015年我国A股非国有上市公司为样本,对此进行实证检验。研究发现:内部控制质量越高,企业多元化价值越大,证实了内部控制对多元化战略选择和执行的优化作用;进一步,内部控制对多元化价值的提升效应集中体现在内部环境、控制活动和信息与沟通这三大要素中;在控制内生性问题以及进行其他一系列稳健性检验后,主要结论依然稳健;此外,补充性检验的结果证实,内部控制对国有企业的多元化价值不存在显著影响。

[关键词] 内部控制;多元化战略;企业价值;会计信息质量;公司治理;盈余管理

[中图分类号] F275 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2019)04-0033-11

一、引言

党的十九大报告明确指出,我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。在这样一个新的历史阶段,企业如何提升自身能力、实现自身高质量发展是一个具有重要现实和理论意义的课题。多元化是中国企业实现扩张和跨越式发展的主要途径之一,但在很多情况下也是“粗放型发展”的缩影。多元化战略能否为企业创造价值是财务学研究中的“未解之谜”。自1974年Rumelt发现多元化折价以来,便得到了大量来自欧美国家经验证据的有力支持^[1-4],但也有不少研究提供了相反的证据^[5-8],即企业多元化战略存在溢价。我国关于该领域的研究起步较晚,大量文献集中出现于21世纪初。虽然他们绝大部分的研究结果均倾向于支持多元化折价假说^[9-11],但也不乏有一些学者发现了多元化提高企业价值或无明显影响的证据^[12-14]。总之,国内外有关该问题的研究尚无定论,虽然学者们从各自的视角做出了“辩解”,但仍缺乏一个逻辑一致、能有效调和现有分歧的理论解释。

在对已有文献深入剖析的基础上,本文认为:多元化能否创造企业价值取决于两个条件——多元化战略选择的合理性和多元化战略执行的效率性^[15]。前者指所选择的多元化战略(是否多元化以及多元化行业的选择)与企业的经济现实、发展战略及价值目标是否匹配;后者指多元化战略确定后的经营与整合效率。“合理保证企业经营的效率与效果”是内部控制的主要目标之一,“实现企业发展战略”更是其终极目标,因此内部控制理应对多元化价值产生重要影响。但这一影响可能仅存在于非国有企业。在国有企业中,多元化战略选择并非都是企业自主决策的结果,很多情况带有行政干预色彩^[16];在地方国有企业中,多元化通常是企业承担更多政治使命和社会责任的一种表现,地方政府可能让上市公司承担政策性负担以缓解地方预算的硬约束,使企业被动接受多元化经营,同时也可能形成政府干预下的内部人控制,从而在很大程度上偏离了企业价值目标;在中央国有企业中,除上述特征外,其涉及的是控制国家经济命脉的重要行业或国家大力扶持与培育的战略新兴产业,政府对这些行业资源具有垄断权,此时企业的价值更多地依赖行业资源的垄断性,而非自身的经营管理能力,与内部控

[收稿日期] 2018-10-08

[基金项目] 国家自然科学基金青年基金项目(71702030);国家自然科学基金重点项目(71332008);国家自然科学基金重大项目(71790604)

[作者简介] 杨道广(1987—),男,湖北大冶人,对外经济贸易大学国际商学院讲师,博士,从事内部控制与公司财务、审计与公司治理、资本市场会计问题研究;王金妹(1991—),女,河北唐山人,对外经济贸易大学国际商学院博士研究生,从事审计与公司治理研究;陈丽蓉(1975—),通讯作者,女,重庆人,西南政法大学中国法治企业研究院教授,博士,从事审计理论与实务、内部控制与风险管理研究,E-mail:chensi929@126.com。

制的关联性不大。

基于此,本文以2007—2015年我国A股非国有上市公司为样本,实证检验内部控制对企业多元化价值的影响。研究结果表明:内部控制质量越高,企业多元化价值越大,证实了内部控制对多元化战略选择和执行的优化作用;进一步地,内部控制对多元化价值的提升效应集中体现在内部环境、控制活动、信息与沟通这三大要素中,这在一定程度上支持了本文对多元化价值效应的分析范式——良好的内部环境、信息与沟通有利于所有者及管理者选择符合现实情况和未来价值的多元化战略,有效的控制活动、信息与沟通能够提高多元化战略实施中的执行效率,从而增加企业多元化价值;在控制多元化与企业价值、内部控制与企业价值的内生性问题以及替换企业价值、多元化程度及内部控制质量的不同衡量方式后,结果依然稳健。此外,补充性检验的结果证实内部控制对企业多元化价值的影响在国有企业中不存在。

本文的创新与贡献体现在以下方面:第一,突破以会计信息为基础的美国实证内部控制研究范式,提供了内部控制在企业战略发展中发挥作用的证据,丰富和扩展了有关内部控制经济后果的研究。国内外文献对内部控制合理保证财务报告可靠性和遵守适用法律与法规的实证检验较多^[17-20],少量研究也涉及内部控制在企业具体经营活动中的作用^[21-24]。但尚未有研究验证内部控制在促进企业实现发展战略中的实际效果,本研究则提供了该方面的经验证据。第二,为多元化与企业价值之间的关系提供了一个有用的分析范式——多元化能否为企业创造价值取决于多元化战略选择的合理性和多元化战略执行的效率性。现有关于多元化价值的研究要么关注选择的合理性,要么关注执行的效率性,缺乏有效整合,导致目前任何单一方面的研究均无法有效解释现有研究分歧。本文创新性地将内部控制目标与多元化价值实现条件整合,提供了内部控制作用于企业多元化价值的证据。

此外,本研究结论还具有一定的现实启示意义:一方面,通过建立并执行有效的内部控制制度有助于促进企业实现高质量发展,实现从依靠“资源红利”向依靠“制度红利”转变;另一方面,政府应减少对企业的非市场化干预、积极探索产权改革,以释放企业发展的内生动力,这为当前的国有企业混合所有制改革提供了一定的经验证据支撑。

二、文献综述与研究假设

(一)多元化研究

多元化与企业价值之间的关系一直以来备受争论。1974年Rumelt最早发现了多元化折价现象,之后便得到众多学者的响应。如Lang和Stulz、Servaes、Maksimovic和Phillips、Morck等、Berger和Ofek及Desai和Jain分别采用不同的企业价值、多元化衡量方式均发现了多元化折价的证据^[1-2,4,25-27]。但Matsusaka、Hubbard和Palia、Kaplan和Weisbaeh分别发现美国20世纪60年代、70年代中期和80年代的多元化并购都存在溢价^[28-29,5]。随后,Campa和Kedia控制了多元化与企业业绩间的内生性问题^[30]、Villalonga重新检验了Berger和Ofek的研究以及Hann等和Franco等基于债权人视角,均发现企业多元化溢价的证据^[7-8,31]。当然,也有研究认为多元化虽增加了债权人价值但降低了股东价值,因而对企业价值无影响^[32]。

我国在该领域的研究起步较晚,他们中的绝大部分认为多元化减损了企业价值^[9-10,33-34],且在政府干预越严重的地区和地方国有企业中越为明显^[11,16,35-36]。但姜付秀等、苏冬蔚、魏锋、王福胜和宋海旭、杨兴全和曾春华等也从不同的角度证实了多元化溢价的存在^[12-14,37-38],而金晓斌等则主张企业多元化经营是中性的,并不存在必然的折价或溢价^[39]。

面对众说纷纭的局面,学者们分别从各自的角度提供了解释。总体而言,可分为两类:第一,从多元化的潜在收益和成本来解释多元化的溢折价。其中收益包括降低经营风险、增强企业借债能力、形成有效资本市场、获取规模经济、提高市场竞争力等^[30];成本则表现在代理问题导致的过度投资^[3,35,40-41]、跨行业间的过度补贴^[6,42-43]、组织形式复杂化^[44]、经济外部性溢出等方面^[34]。第二,从多元化的动机中寻找价值根源。Montgomery直接从动机中提炼出了三大理论,即代理理论、资源基础理论和市场力量理论^[45];曾亚敏和张俊生则归纳了多元化的八种动机,即提高生产效率、利用剩余资源、寻求成长机会、增强市场竞争力、减少交易成本、缓解融资约束、提高偿债能力和追求管理者私利^[46]。但这仍无法解释现有的研究分歧。原因在于:其一,多元化存在潜在的收益与成本并不意味着企业一定因此选择或不选择多元化。该逻辑关系的成立需建立在假设的基础上,即企

业能全面分析多元化的收益与成本并以此为决策依据。其二,服务于企业价值或满足内部人私利的动机也并不一定必然导致所预期的结果,因为从动机到结果还有赖于执行效率。

综上,本文认为从战略选择和战略执行的视角来解释更为合理,即多元化是否能创造价值取决于多元化战略选择的合理性以及多元化战略执行的效率性,简言之,“既要选得对、又要做得到”。

(二)内部控制经济后果研究

美国实证内部控制的研究兴起于2002年《萨班斯—奥克斯利法案》案颁布以后。由于该法案重点关注财务报告内部控制,因此美国的实证研究均遵循“财务报告内部控制——会计信息及相关信息——信息衍生效应”的范式。首先,最直接的效应在于对会计信息质量的影响^[17,47-48]。其次,内部控制通过改善会计信息质量、缓解信息不对称而产生正向的衍生效应,如提高管理层盈余预告的准确性^[49],提高分析师预测精准度、降低预测分歧度^[50],降低企业的债务和权益资本成本^[18-51],降低审计时长^[52-54]。

2008年,我国财政部等五部委联合颁布了《企业内部控制基本规范》。与美国不同,我国的企业内部控制并不局限于“财务报告内部控制”。具体表现在以下方面:第一,我国的内部控制目标中明确包括了战略目标,而非仅限于财务报告目标;第二,要求企业对整体内部控制而非仅财务报告内部控制的有效性进行自评;第三,要求审计师在财务报告内部控制审计的过程中应同样关注非财务报告内部控制的重大缺陷。究其原因在于我国《企业内部控制基本规范》出台的背景是企业(特别是国有大型企业)海外投资经营的失败,而非大范围严重的财务舞弊。但是,国内学者在实证研究中却忽略了这一差异,进而沿袭美国实证内部控制研究的范式。大量经验证据证实了在美国所发现的内部控制与盈余质量、分析师预测、股权资本成本、债权资本成本、审计收费、代理成本及公司治理之间的关系^[19,55-66]。少数几篇研究虽也检验了内部控制在企业具体经营活动中的作用^[23],但仍是基于会计信息的衍生效应视角。

这种仅局限于“财务报告目标”的内部控制与企业的现实需求及COSO的初衷并不一致。其实,美国会计研究领域的学者已经察觉了这一内部控制视角和研究范式的弊端,并正在积极寻求改变——实证检验具体某一类型的经营活动内部控制对该经营活动绩效的影响,如内部控制对存货管理、税收筹划的影响^[21,67]。与之一致,孙芳城等、毛新述和孟杰、杨道广等、刘浩等、王永海和石青梅分别实证研究了内部控制在企业反倾销应对、诉讼风险管理、企业并购整合、预算管理、风险承担等方面的作用^[24,68-71]。但是,目前国内外尚无文献实证检验内部控制在企业战略发展中的作用。

(三)研究假设

“合理保证企业经营的效率效果,实现企业发展战略”是企业内部控制的重要目标。《企业内部控制应用指引》(以下简称《指引》)中也指出,内部控制组织架构的建立是为了促进企业实现发展战略,优化治理结构、管理体制和运行机制,具体包括组织架构的合理设计和有效运行。而内部控制这两个具体方面也分别对应了多元化战略选择的合理性和多元化战略执行的效率性,因而内部控制理应作用于多元化价值,具体分析如下。

首先,有效的内部控制能优化多元化战略选择。《指引》中指出,为增强企业的核心竞争力和可持续发展能力,企业应在对现实状况和未来趋势进行综合分析 with 科学预测的基础上,制定并实施合适的发展目标与战略规划。已有文献也证实,高质量的内部控制通过提高决策科学性,有效地提高了企业的并购绩效^[24,72-73]。这一发现可能也同样适用于企业的多元化战略决策,即内部控制水平越高,多元化战略选择会更合理、更具价值创造潜力。具体而言,有效的内部控制可从两个方面影响多元化战略选择的合理性:第一,企业内部控制是一个权责明确的制衡体系,任何重大的业务和事项均需集体决策审批或联签制度。因此,有效的内部控制能降低经理人出于自利动机(如“构建帝国”)而选择有损企业价值的多元化战略的可能性^[2,74]。即有效的内部控制能抑制故意的非合理选择^[17]。第二,在高质量内部控制环境中,治理层与管理层、管理层之间以及管理层与员工之间能进行有效的沟通,因此管理层能更全面、准确与及时地掌握企业内部的信息^[49]。此外,有效的内部控制还强调与政府、供应商、客户等利益相关者的互动与交流,企业可从中了解更多有关国家政策、行业状况和市场需求等方面的信息^[75]。因此,有效的内部控制可改善多元化战略决策时所依据的内外部信息基础,从而提高了决策质量,即有效的内部控制更能减少无意的决策失准。

其次,有效的内部控制能提高多元化战略执行的效率。在多元化战略执行中最重要的是经营效率以及不同

分部或层级间的管理与协调问题^[6]。《指引》中要求企业完善战略管理,将发展战略及其分解落实情况传递到各管理层级和全体员工,定期收集和分析相关信息实施监控。具体而言,有效的内部控制体系可从以下方面缓解多元化战略执行问题:其一,有效的企业内部控制制度对内部机构设置、岗位职责业务流程等均有明确的安排,并对员工进行相关培训,企业中的每一员工“各司其位、各负其责”。因而不会因企业战略调整而陷入混乱,而是依然保持高效率。其二,多元化企业的组织形式复杂,高层管理者与分部管理者之间的信息不对称程度加剧^[44]。这一方面会增加代理成本、影响管理效率;另一方面可能导致各分部经理人为各自利益争相通过寻租手段向总部“讨资源”^[76],从而导致非效率的交叉补贴行为^[42]。有效的内部控制通过高质量的财务信息披露和内部间频繁的沟通与交流,能及时、全面地掌握企业各分部的经营状况,进而提高企业运营效率^[77];此外,在高质量内部控制下,信息不对称程度下降,分部管理者采取机会主义行为的风险降低^[18],总部资源在各分部之间的分配各也更趋透明和理性,因而能有效促进内部资本的合理配置^[22]。

综上,有效的内部控制能发挥优化多元化战略选择的功能,同时随着内部控制水平的提高,战略执行的效率也得以提升。据此,本文提出假设。

H:在非国有上市公司中,内部控制质量越高,企业多元化价值越大。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以2007—2015年我国A股非金融类非国有企业为样本,在剔除了ST公司样本、多元化程度和其他相关变量数据缺失的观测值后,最终得到5727个企业年度观测值。本研究涉及以下四类数据:多元化数据根据上市公司年报中披露的分部报告信息和控股子公司的行业信息,同时以证监会2012年发布的《上市公司行业分类指引》为标准来确定所涉及的行业(其中制造业细分到第3位,即C13-C43)并汇总得出总的行业数;内部控制质量数据采用Chen等构建的“中国上市公司内部控制指数”^[78]^①,市场化程度和政府干预数据分别取自樊纲等编制的中国各地区(包括31个省、自治区和直辖市)市场化进程总得分和政府与市场关系数据;其他财务数据均来自CSMAR数据库。为了避免极端值的影响,本文对主要连续变量进行了首尾1%的Winsor处理。

(二)模型设定

与已有文献一致^[1,7,10,16,30,35,79-81],本文的待检验模型如下:

$$Q_i = \alpha_0 + \alpha_1 Div_i + \alpha_2 Div_i \times ICQ_i + \alpha_3 ICQ_i + Control + \varepsilon_i \quad (1)$$

Q 为企业价值,以Tobin Q 值衡量,在稳健性检验中将以经行业年度中值调整的 Q 值衡量^[16]; Div 是主要检验变量,表示企业所经营的行业数目; ICQ 表示内部控制质量,若企业当年的内部控制总得分高于行业中位数则赋值为1,否则为0。根据已有研究,模型还控制了企业规模($Size$)、财务杠杆(Lev)、成长性($Grow$)、上市年限(Age)的影响;此外,为了区分大股东的“壕沟效应”和“一致效应”^[82],还加入了大股东持股比例($Block$)及其平方项($Block^2$)(详细定义见表1)。其中, α_1 表示在内部控制质量较低时企业多元化的价值; α_2 检验高质量内部控制对企业多元化价值的提升效应。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2是描述性统计的结果。不同企业间的 Q 值、经调整的 Q 值、多元化程度(Div)均存在较大差异,说明样本有一定区分度;整体而言,其他变量的均值和中位数均较接近,说明不存在明显的偏态分布。

(二)多元回归分析

表3为模型(1)的检验结果。第一栏为企业价值与多元化程度的回归结果。 Div 的系数显著为负($t=-1.95$),表

^① 该内部控制指数以《企业内部控制基本规范》及其配套指引为主要依据,并综合考虑《上海证券交易所上市公司内部控制制度指引》、《深圳证券交易所上市公司内部控制指引》等国内法律法规及相关文献,同时借鉴国外已有内部控制评价研究,确定了内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通和内部监督5个一级指标,并进一步细化为24个二级指标、43个三级指标和144个四级指标,指标数据主要通过手工收集公开资料获得,包括定期公告和临时公告以及公司相关制度等。再通过层次分析法以及变异系数法对指标赋权,最终加权得到内部控制指数。

表1 变量定义

变量名	定义
<i>Q</i>	企业价值,以Tobin <i>Q</i> 衡量,等于(流通股市值+非流通股股数×每股净资产面值+负债面值)/总资产面值
<i>Q_{adj}</i>	经调整的 <i>Q</i> 指,等于企业当年的 <i>Q</i> 指减去企业所处行业当年 <i>Q</i> 值的中位数
<i>ICQ</i>	内部控制质量,若企业当年的内部控制指数总得分高于行业当年的中位数则为1,否则为0
<i>Div</i>	多元化程度,以企业所经营的行业数目衡量
<i>Size</i>	规模,等于总资产的自然对数
<i>PreSize</i>	历史规模,等于前一年总资产的自然对数
<i>Lev</i>	财务杠杆,等于总负债/总资产
<i>PreLev</i>	历史财务杠杆,等于前一年的总负债/前一年的总资产
<i>Grow</i>	成长性,等于销售收入增长率
<i>Age</i>	上市年龄,等于上市年限+1的自然对数
<i>Block</i>	“壕沟效应”,以大股东的持股比例表示
<i>Block²</i>	“一致效应”,以大股东持股比例的平方项表示
<i>Trans</i>	资产的可转移性,等于前一年的固定资产净值/前一年的总资产
<i>Big4</i>	审计师,企业是否由“四大”审计,是为1,否则为0
<i>Market</i>	市场化程度,若企业所处省区的市场化进程得分位于全国15强则为1,否则为0
<i>Interven</i>	政府干预程度,若企业所处省区的政府与市场关系得分位于全国15强则为1,否则为0

表2 描述性统计

变量	名样本量	均值	标准差	1/4分位数	中位数	3/4分位数
<i>Q</i>	5727	2.830	1.862	1.618	2.245	3.359
<i>Q_{adj}</i>	5727	0.522	1.562	-0.336	0.0827	0.897
<i>Div</i>	5727	2.361	1.574	1.000	2.000	3.000
<i>ICQ</i>	5727	0.469	0.499	0.000	0.000	1.000
<i>Size</i>	5727	21.55	0.980	20.85	21.45	22.14
<i>Lev</i>	5727	0.394	0.205	0.228	0.383	0.544
<i>Grow</i>	5727	0.204	0.502	-0.0220	0.125	0.295
<i>Age</i>	5727	2.239	0.587	1.792	2.197	2.773
<i>Block</i>	5727	0.334	0.145	0.223	0.312	0.425
<i>Block²</i>	5727	0.133	0.112	0.0498	0.0974	0.181

表3 内部控制与多元化价值

变量名	(1)	(2)
<i>Div</i>	-0.026* (-1.95)	-0.053* (-2.95)
<i>Div</i> × <i>ICQ</i>		0.057** (2.53)
<i>ICQ</i>	0.012 (0.33)	-0.123* (-1.82)
<i>Size</i>	-0.793*** (-23.52)	-0.792*** (-23.52)
<i>Lev</i>	-0.685*** (-4.70)	-0.686*** (-4.72)
<i>Grow</i>	0.288*** (5.82)	0.288*** (5.81)
<i>Age</i>	0.364*** (7.36)	0.366*** (7.40)
<i>Block</i>	-1.123*** (-2.01)	-1.094** (-1.96)
<i>Block²</i>	2.794*** (3.98)	2.751*** (3.92)
常数项	19.938*** (30.17)	19.994*** (30.30)
行业与年度 N	控制 5727	控制 5727
Adjusted R ²	0.442	0.443

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。为控制异方差的影响,采用Robust标准误,括号内为双尾检验的*t*值。下同。

明多元化对企业价值产生折价效应。控制变量方面:*Size*和*Lev*的系数显著为负,说明企业的规模扩张和债务压力会在一定程度上抑制企业价值的增长;*Grow*、*Age*的系数显著为正,说明成长性较高、上市年限长的企业有更多的投资机会和经营经验来促进企业价值的上升;*Block*的系数显著为负、*Block²*的系数显著为正,说明大股东控股与企业价值呈“倒U型”关系。第二栏为内部控制与企业多元化价值检验的回归结果:*Div*和*Div*×*ICQ*的系数均显著为负(*t*值分别为-2.95和2.52)。这说明,在内部控制质量较低时,多元化降低了企业价值,但较高质量的内部控制能够提升企业多元化的价值。因此,本文的假设得到经验证据支持。

五、进一步检验

(一)内部控制五要素的影响

表3的结果证实高质量内部控制对企业多元化价值具有显著的正面效应,那么内部控制五大要素在此过程中所发挥的作用是否存在差异?表4的第(1)栏—第(5)栏中分别检验了内部环境(*ICQ1*)、风险评估(*ICQ2*)、控制活动(*ICQ3*)、信息与沟通(*ICQ4*)、内部监督(*ICQ5*)五大要素的不同影响。结果显示:在要素单独检验中,控制活动(*ICQ3*)、信息与沟通(*ICQ4*)这两个要素对企业多元化价值有显著的提升效应(*Div*×*ICQ3*和*Div*×*ICQ4*的系数均显著为正),而内部环境(*ICQ1*)对企业多元化价值也存在正向效应(*Div*×*ICQ1*的系数边际显著),第(6)栏中的综合检验结果进一步证实了这一点。对内部控制五要素的检验结果在一定程度上支持了本文对多元化价值效应的分析范式。首先,良好的内部环境和信息与沟通有利于所有者及管理者选择符合企业目标和企业价值的多元化战略。原因在于良好的内部环境要求建立规范的公司治理机构,明确决策、执行、监督等方面的职权权限,形成科学有效的职责分工和制衡体系;而有效的信息与沟通能够使管理层更全面、准确、及时地掌握企业内外部信息,从而改善多元化战略决策环境与信息基础,提高决策质量。其次,有效的控制活动和信息与沟通能够提高多元化战略实施中的执行效率。原因在于有效的控制活动根据企业经营活动的风险要点,结合风险应对策略,通过一系列的控制方法与手段保证多元化战略实施的有序进行;而有效的信息与沟通降低多元化企业复

杂环境中的信息不对称,掌握各分部的经营状况、增加资源分配的透明度,从而改善多元化战略的执行环境、提高战略执行的效率与效果。

与前人的发现一致^[75,79,83-84],在五要素检验中并非所有要素均显著。但这并不意味着其他两个要素没有作用。首先,内部环境是整个内部控制制度的基调、控制活动是内部控制制度实施的主体内容、信息与沟通是贯穿整个内部控制始终的重要要素,因此内部控制的整体效用很可能集中反映在这三个因素上;其次,内部控制制度并非是一个完全独立的要素组合,各大要素之间相互作用、紧密联系,只有作为一个整体才能发挥其效用^[85-86],没有其他两个要素的支撑,内部环境、控制活动、信息与沟通这三个要素的作用也难以实现。

(二)国有企业的内部控制与多元化价值

前已述及,本文之所以未考虑国有企业是因为国有企业的多元化决策在很大程度上取决于政府,内部控制的作用甚微。但实际情况是否如此呢?表5的结果显示:在地方国企中,Div的系数显著为负($t=-1.66$),Div×ICQ的系数不显著,说明企业多元化战略降低了企业价值,而高质量的内部控制也没有增加多元化价值;在中央国有企业中,Div、Div×ICQ的系数均不显著,说明无论内部控制质量高低,多元化战略均不影响企业价值。

(三)内生性问题

1. 多元化与企业价值之间的内生性

现有文献指出,在检验多元化与企业价值之间的关系时必须控制内生性问题的影响^[10]。因为多元化很可能是企业基于价值(或业绩)现状而主动选择的结果^[7,30],即多元化与企业价值(或业绩)间存在互为因果关系。本文参考黄俊等的处理方法^[16]:首先,根据内部控制质量的高低分组回归得出模型(1)的残差;然后,将残差 e 分别代入对应的多元化战略的决定因素模型中。若 e 在统计上显著,则说明本文的研究结论是由多元化与企业价值之间的内生性导致的。与已有文献一致^[10,13,35],企业多元化战略的决定因素模型如表6所示。结果显示残差 e 的系数在内部控制高低两组中均不显著,这说明本文的检验结论并不是由多元化与企业价值间的内生性问题所导致的。

2. 内部控制与企业价值之间的内生性

与前人研究一致^[23,84],本文以Big4和Interven为主要工具变量,采用Heckman两阶段方法来控制内部控制与企业价值之间的内生性问题。表7的结果显示:在第一阶段Probit回归中,两个工具变量的结果非常显著(t 值分别为2.33和-1.98),与预期一致;在第二阶段回归中控制了逆Mills比率(MIR)后,Div的系数显著为负($t=-4.20$),而Div×ICQ的系数仍然显著为正($t=2.92$)。综上表明,本研究结果并非由内部控制与企业价值之间的内生性所导致的。

表4 内部控制五要素的作用

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Div	-0.045** (-2.42)	-0.032* (-1.80)	-0.051*** (-2.97)	-0.054*** (-2.89)	-0.035** (-2.08)	-0.085*** (-3.03)
Div×ICQ1	0.036 (1.61)					0.024 (1.08)
ICQ1	0.003 (0.05)					0.035 (0.52)
Div×ICQ2		0.012 (0.54)				-0.001 (-0.05)
ICQ2		-0.080 (-1.18)				-0.054 (-0.79)
Div×ICQ3			0.055** (2.42)			0.043* (1.91)
ICQ3			-0.147** (-2.18)			-0.130* (-1.90)
Div×ICQ4				0.054** (2.38)		0.046** (2.09)
ICQ4				-0.097 (-1.45)		-0.078 (-1.16)
Div×ICQ5					0.019 (0.83)	0.006 (0.27)
ICQ5					-0.057 (-0.82)	-0.024 (-0.34)
Size	-0.803*** (-23.84)	-0.789*** (-23.55)	-0.789*** (-23.51)	-0.793*** (-23.68)	-0.790*** (-23.49)	-0.800*** (-23.84)
Lev	-0.667*** (-4.58)	-0.686*** (-4.71)	-0.69*** (-4.79)	-0.682*** (-4.70)	-0.687*** (-4.72)	-0.673*** (-4.62)
Grow	0.290*** (5.86)	0.287*** (5.79)	0.287*** (5.81)	0.288*** (5.80)	0.287*** (5.80)	0.288*** ***
Age	0.368*** (7.44)	0.363*** (7.32)	0.365*** (7.35)	0.366*** (7.40)	0.364*** (7.35)	0.370*** (7.47)
Block	-1.138** (-2.04)	-1.125** (-2.02)	-1.128** (-2.02)	-1.117*** (-2.00)	-1.110** (-1.99)	-1.133** (-2.03)
Block ²	2.805*** (4.01)	2.803*** (4.00)	2.804*** (3.99)	2.800*** (3.99)	2.782*** (3.96)	2.818*** (4.00)
常数项	20.138*** (30.44)	19.923*** (30.23)	19.954*** (30.25)	20.005*** (30.32)	19.915*** (30.19)	20.210*** (30.57)
行业与年度控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	5727	5727	5727	5727	5727	5727
Adjusted R ²	0.443	0.442	0.443	0.443	0.442	0.444

表5 国有企业的内部控制与多元化价值

变量名	地方国企	中央国企
<i>Div</i>	-0.021* (-1.66)	-0.036 (-1.08)
<i>Div</i> × <i>ICQ</i>	0.017 (1.04)	0.046 (1.31)
<i>ICQ</i>	-0.044 (-0.70)	-0.194* (-1.78)
<i>Size</i>	-0.396*** (-16.72)	-0.364*** (-14.85)
<i>Lev</i>	-0.907*** (-7.33)	-1.104*** (-6.24)
<i>Grow</i>	0.198*** (3.93)	0.165*** (2.59)
<i>Age</i>	0.168*** (3.60)	-0.368*** (-4.33)
<i>Block</i>	-1.490*** (-3.06)	0.117 (0.15)
<i>Block</i> ²	2.305*** (4.08)	-0.015 (-0.02)
常数项	11.813*** (24.25)	13.244*** (19.29)
行业与年度	控制	控制
N	3659	1797
Adjusted R ²	0.427	0.488

表6 多元化战略的决定因素检验

变量名	ICQ=1	ICQ=0
<i>Size</i>	0.151 (1.12)	0.365*** (3.28)
<i>PreSize</i>	0.071 (0.52)	-0.028 (-0.24)
<i>Grow</i>	0.101 (1.21)	0.011 (0.19)
<i>Age</i>	0.752*** (10.45)	0.583*** (9.77)
<i>Lev</i>	0.435 (1.20)	0.377 (1.38)
<i>PreLev</i>	0.129 (0.36)	-0.138 (-0.50)
<i>Trans</i>	-0.692*** (-3.02)	-0.558*** (-2.65)
<i>Market</i>	-0.019 (-0.13)	-0.224* (-1.94)
<i>Interven</i>	-0.103 (-0.75)	-0.081 (-0.74)
<i>e</i>	0.002 (0.07)	-0.009 (-0.50)
常数项	-2.786*** (-3.25)	-4.470*** (-5.94)
行业和年度	控制	控制
N	2574	2867
Adjusted R ²	0.245	0.259

表7 控制内部控制与企业价值之间的内生性问题

变量名	第一阶段	第二阶段
<i>Div</i>	-0.011 (-0.84)	-0.077*** (-4.20)
<i>Div</i> × <i>ICQ</i>		0.065*** (2.92)
<i>ICQ</i>		-0.119* (-1.80)
<i>Size</i>	0.317*** (13.36)	-0.163 (-1.36)
<i>Lev</i>	-0.328*** (-2.96)	-1.497*** (-8.85)
<i>Grow</i>	-0.030 (-0.83)	0.240*** (4.64)
<i>Age</i>	-0.228*** (-5.19)	0.082 (0.80)
<i>Block</i>	-0.195 (-0.36)	-0.792 (-1.46)
<i>Block</i> ²	0.486 (0.69)	2.698*** (3.88)
<i>Big4</i>	0.310** (2.33)	
<i>Interven</i>	-0.108** (-1.98)	
<i>IMR</i>		2.685*** (4.51)
常数项	-5.604*** (-11.04)	6.098** (2.32)
行业与年度	控制	控制
N	5441	5441
Adjusted R ²	0.427	0.427

表8 企业价值变量的替代性检验

变量名	(1)	(2)
<i>Div</i>	-0.034*** (-2.69)	-0.060*** (-3.46)
<i>Div</i> × <i>ICQ</i>		0.053** (2.46)
<i>ICQ</i>	-0.007 (-0.21)	-0.133** (-2.03)
<i>Size</i>	-0.789*** (-25.28)	-0.788*** (-25.30)
<i>Lev</i>	-0.450*** (-3.34)	-0.452*** (-3.35)
<i>Grow</i>	0.259*** (5.73)	0.259*** (5.72)
<i>Age</i>	0.416*** (8.67)	0.418*** (8.70)
<i>Block</i>	-0.993*** (-1.84)	-0.966*** (-1.79)
<i>Block</i> ²	2.732*** (4.03)	2.692*** (3.97)
常数项	16.374*** (26.51)	16.426*** (26.64)
行业与年度	控制	控制
N	5727	5727
Adjusted R ²	0.261	0.261

(四) 稳健性检验

1. 企业价值的重新定义

为了更好地反映多元化战略带来的超额价值,在表8中本文以经行业年度中位数调整的*Q*值为因变量重新进行检验。结果显示:*Div*的系数显著为负($t=-3.46$),说明在内部控制质量较低时,多元化降低了企业价值;而*Div*×*ICQ*的系数显著为正($t=2.46$),说明高质量内部控制提升了企业多元化的价值。

2. 多元化的重新定义

在表9中,本文以企业分部经营行业营业收入的*Herfinda*指数衡量多元化程度,该指标越大则企业多元化程度越低。结果显示:*Div*的系数显著为正($t=2.19$),说明在内部控制质量较低时多元化降低了企业价值;*Div*×*ICQ*的系数显著为负($t=-2.34$),说明高质量的内部控制提升了企业多元化的价值。

3. 内部控制质量的重新定义

在表10中,本文以连续的内部控制指数的自然对数替代内部控制虚拟

表9 多元化变量的替代性检验

变量名	(1)	(2)
<i>Div</i>	0.089 (0.98)	2.19 (2.19)
<i>Div</i> × <i>ICQ</i>		-0.386** (-2.34)
<i>ICQ</i>	0.014 (0.38)	0.330** (2.37)
<i>Size</i>	-0.79*** (-23.80)	-0.796*** (-23.78)
<i>Lev</i>	-0.693*** (-4.75)	-0.691*** (-4.75)
<i>Grow</i>	0.287*** (5.79)	0.287*** (5.79)
<i>Age</i>	0.356*** (7.21)	0.354*** (7.18)
<i>Block</i>	-1.090* (-1.96)	-1.061* (-1.91)
<i>Block</i> ²	2.762*** (3.94)	2.714*** (3.87)
常数项	19.917*** (29.85)	19.727*** (29.38)
行业与年度	控制	控制
N	5727	5727
Adjusted R ²	0.442	0.442

变量来衡量内部控制质量。结果显示: Div 的系数显著为负($t=-2.15$),说明在内部控制质量较低时多元化降低了企业价值;而 $Div \times ICQ$ 的系数显著为正($t=2.06$),说明高质量的内部控制提升了企业的多元化价值。

六、结论

在我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段的时代背景下,企业发展如何实现从“量”到“质”的转变是各方关注的焦点之一。多元化是中国企业实现扩张和跨越式发展的主要途径之一,但在很多情况下却是“粗放型发展”的缩影,其能否为企业创造价值在实证研究中并未获得一致结论。作为一种有效的内部监督与风险管理机制,内部控制能否提升企业多元化价值呢?已有研究鲜有涉及。基于此,本文以2007—2015年我国A股非国有上市公司为样本,对此进行实证检验。研究表明:内部控制质量越高,企业多元化价值越大,证实了内部控制对多元化战略选择和执行的优化作用;进一步地,内部控制对多元化价值的增量效应集中体现在内部环境、控制活动和信息与沟通这三大要素中;在控制多元化与企业价值、内部控制与企业价值的内生性问题以及替换企业价值、多元化程度及内部控制质量的不同衡量方式后,结果依然稳健;此外,补充性检验的结果证实内部控制对企业多元化价值的影响在国有企业中不存在。

除理论贡献外,本文的研究发现具有重要的现实启示意义:其一,在党中央强调“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”的新历史阶段,企业必须从“求全、求大”向“增值、增效”转变。那么,如何实现这种转变?建立与健全并有效执行企业内部控制制度体系是其中一种可行的方案。其二,企业在制定多元化发展战略时,要同时考虑目标选择是否合理以及现有经营治理制度是否足以支撑多元化战略的有效执行。其三,我国的《企业内部控制规范》及其配套指引在推出之时就已明显体现出与美国“财务报告内部控制”的不同,政策制定与监管当局应该基于中国情境,坚定步伐,在时机成熟的条件下考虑如何给予企业在内部控制设计与披露时更多的主动权和灵活性。

表10 内部控制质量的替代性检验

变量名	(1)	(2)
Div	-0.026** (-1.96)	-0.437** (-2.15)
$Div \times ICQ$		0.111** (2.06)
ICQ	-0.058 (-0.59)	-0.342** (-1.97)
$Size$	-0.788*** (-23.39)	-0.787*** (-23.36)
$Grow$	0.287*** (5.79)	0.286*** (5.77)
Age	0.361*** (7.31)	0.358*** (7.25)
Lev	-0.693*** (-4.75)	-0.696*** (-4.77)
$Block$	-1.115** (-2.00)	-1.092* (-1.96)
$Block^2$	2.789*** (3.97)	2.754*** (3.93)
常数项	20.043*** (28.37)	21.117*** (23.66)
行业与年度	控制	控制
N	5,727	5,727
Adjusted R ²	0.442	0.443

参考文献:

- [1] Lang L H P, Stulz R M. Tobin's q, corporate diversification, and firm performance[J]. Journal of political economy, 1994, 102 (6): 1248 - 1280.
- [2] Berger P G, Ofek E. Diversification's effect on firm value[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 37 (1): 39 - 65.
- [3] Lins K, Servaes H. International evidence on the value of corporate diversification[J]. The Journal of Finance, 1999, 54 (6): 2215 - 2239.
- [4] Maksimovic V, Phillips G. Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries? Theory and evidence[J]. The Journal of Finance, 2002, 57 (2): 721 - 767.
- [5] Kaplan S N, Weisbach M S. The success of acquisitions: Evidence from divestitures[J]. The Journal of Finance, 1992, 47(1): 107 - 138.
- [6] Rajan R, Servaes H, Zingales L. The cost of diversification: The diversification Discount and Inefficient Investment[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(1): 35 - 80.
- [7] Villalonga B. Diversification discount or premium? New evidence from the business information tracking series[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(2): 479 - 506.
- [8] Hann R N, Ogneva M, Ozbas O. Corporate diversification and the cost of capital[J]. The Journal of Finance, 2013, 68(5): 1961 - 1999.
- [9] 朱江. 我国上市公司的多元化战略和经营业绩[J]. 经济研究, 1999(11): 54 - 61.
- [10] 洪道麟, 熊德华. 中国上市公司多元化与企业绩效分析——基于内生性的考察[J]. 金融研究, 2006(11): 33 - 43.
- [11] 柳建华. 多元化投资, 代理问题与企业绩效[J]. 金融研究, 2009(9): 104 - 120.
- [12] 苏冬蔚. 多元化经营与企业价值: 我国上市公司多元化溢价的实证分析[J]. 经济学: 季刊, 2005, 4(S1): 139 - 162.
- [13] 姜付秀, 刘志彪, 陆正飞. 多元化经营, 企业价值与收益波动研究——以中国上市公司为例的实证研究[J]. 财经问题研究, 2006 (11): 27 - 35.

- [14] 魏锋. 公司治理视角下的多元化经营与公司绩效[J]. 管理科学, 2007 (6): 2 - 10.
- [15] Hoskisson R E, Hitt M A. Antecedents and performance outcomes of diversification: A review and critique of theoretical perspectives[J]. Journal of management, 1990, 16 (2): 461 - 509.
- [16] 黄俊, 李增泉, 张汉荣. 多元化经营的价值效应——来自我国上市公司的经验证据[J]. 中国会计与财务研究, 2007 (3): 1 - 46.
- [17] Doyle J, Ge W, Mc Vay S. Accruals quality and internal control over financial reporting[J]. The Accounting Review, 2007, 82 (5): 1141 - 1170.
- [18] Ashbaugh-Skaife H, Collins D W, Lafond R. The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity[J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47 (1): 1 - 43.
- [19] 张龙平, 王军, 张军只. 内部控制鉴证对会计盈余质量的影响研究——基于沪市A股公司的经验证据[J]. 审计研究, 2010 (2): 83 - 91.
- [20] 杨道广, 陈汉文. 内部控制、法治环境与守法企业公民[J]. 审计研究, 2015(5): 76 - 83.
- [21] Feng M, Chan L, McVay S E, et al. Does ineffective internal control over financial reporting affect a firm's operations? Evidence from firms' inventory management[J]. The Accounting Review, 2015, 90 (2): 529 - 557.
- [22] D' Mello R, Gao X, Jia Y. Internal control and internal capital allocation: evidence from internal capital markets of multi-segment firms [J]. Review of Accounting Studies, 2017, 22(1): 251 - 287.
- [23] 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): 81-100.
- [24] 杨道广, 张传财, 陈汉文. 内部控制, 并购整合能力与并购业绩——来自我国上市公司的经验证据[J]. 审计研究, 2014 (3): 43 - 50.
- [25] Servaes H. The value of diversification during the conglomerate merger wave[J]. The Journal of Finance, 1996, 51 (4): 1201 - 1225.
- [26] Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Do managerial objectives drive bad acquisitions[J]. The Journal of Finance, 1990, 45 (1): 31 - 48.
- [27] Desai H, Jian P C. Firm performance and focus: Long-run stock market performance following spinoffs[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 54 (1): 75 - 101.
- [28] Matsusaka J G. Takeover motives during the conglomerate merger wave[J]. The RAND Journal of Economics, 1991, 24 (3): 357 - 379.
- [29] Hubbard R G, Palia D. A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s: An internal capital markets view[J]. The Journal of Finance, 1999, 54 (3): 1131 - 1152.
- [30] Campa J M, Kedia S. Explaining the diversification discount[J]. The Journal of Finance, 2002, 57 (4): 1731 - 1762.
- [31] Franco F, Urcan O, Vasvari F P. Corporate diversification and the cost of debt: The role of segment disclosures[J]. The Accounting Review, 2015, 91 (4): 1139 - 1165.
- [32] Mansis A, Reed D M. Corporate diversification: What gets discounted[J]. The Journal of Finance, 2002, 57 (5): 2167 - 2183.
- [33] 金天, 余鹏翼. 股权结构, 多元化经营与公司价值: 国内上市公司的证据检验[J]. 南开管理评论, 2005 (6): 80 - 84.
- [34] 陈姝, 简宇寅. 论产业多元化的折价效应——基于经济外部性的角度[J]. 管理世界, 2016 (4): 176 - 177.
- [35] 陈信元, 黄俊. 政府干预, 多元化经营与公司业绩[J]. 管理世界, 2007 (1): 92 - 97.
- [36] 张翼, 李习, 许德音. 代理问题, 股权结构与公司多元化[J]. 经济科学, 2005 (3): 90 - 99.
- [37] 王福胜, 宋海旭. 终极控制人, 多元化战略与现金持有水平[J]. 管理世界, 2012 (7): 124 - 136.
- [38] 杨全胜, 曾春华. 市场化进程, 多元化经营与公司现金持有[J]. 管理科学, 2012, 25(6): 43 - 54.
- [39] 金晓斌, 陈代云, 路颖, 等. 公司特质, 市场激励与上市公司多元化经营[J]. 经济研究, 2002 (9): 67 - 73.
- [40] Stulz R M. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26 (1): 3 - 27.
- [41] Claessens S, Djankov S, Lang H P. The separation of ownership and control in east Asian corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58 (1): 81 - 112.
- [42] 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.
- [43] 艾健明, 柯大纲. 多元化与企业价值的关系研究[J]. 经济管理, 2005 (14): 10 - 16.
- [44] Harris M, Kriebel C H, Raviv A. Asymmetric information, incentives and intrafirm resource allocation[J]. Management Science, 1982, 28 (6): 604 - 620.
- [45] Montgomery C A. Corporate diversification[J]. The Journal of Economic Perspectives, 1994, 8 (3): 163 - 178.
- [46] 曾亚敏, 张俊生. 中国上市公司股权收购动因研究——构建内部资本市场抑或滥用自由现金流[J]. 世界经济, 2005 (2): 60 - 68.
- [47] Ashbaugh-Skaife H, Collins D, Kinney W, et al. The effect of internal control deficiencies and their remediation on accrual quality[J]. The Accounting Review, 2008, 83 (1): 217 - 250.
- [48] Altamuro J, Beatty A. How does internal control regulation affect financial reporting?[J]. Journal of Accounting Economics, 2010, 49 (1-2): 58 - 74.
- [49] Feng M, Li C, McVay S. Internal control and management guidance[J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48 (2-3): 190 - 209.

- [50] Arping S, Sautner Z. Did SOX Section 404 make firms less opaque? Evidence from cross-listed firms[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30 (3): 1133 – 1165.
- [51] Kim J B, Song B Y, Zhang L. Internal control weakness and bank loan contracting: Evidence from SOX Section 404 disclosures[J]. *The Accounting Review*, 2011b, 86 (4): 1157 – 1188.
- [52] Ettredge M L, Li C, Sun L. The impact of SOX section 404 internal control quality assessment on audit delay in the SOX era[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2006, 25(2): 1 – 23.
- [53] Raghunandan K, Rama D V. SOX Section 404 material weakness disclosures and audit fees[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2006, 25(1): 99 – 114.
- [54] Hogan C E, Wilkins M S. Evidence on the audit risk model: Do auditors increase audit fees in the presence of internal control deficiencies? [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2008, 25(1): 219 – 242.
- [55] 齐保垒, 田高良, 李留闯. 上市公司内部控制缺陷与财务报告信息质量[J]. *管理科学*, 2010 (4): 38 – 47.
- [56] 田高良, 李留闯, 齐保垒. 内部控制鉴证报告的信号失灵和甄别——一个本土化的实证研究[J]. *南开管理评论*, 2011, 14(5): 109 – 117.
- [57] 方红星, 金玉娜. 高质量内部控制能抑制盈余管理吗?——基于自愿性内部控制鉴证报告的经验研究[J]. *会计研究*, 2011 (8): 53 – 60.
- [58] 董望, 陈汉文. 内部控制、应计质量与盈余反应——基于中国2009年A股上市公司的经验证据[J]. *审计研究*, 2011 (4): 68 – 78.
- [59] 董望, 陈俊, 陈汉文. 内部控制质量影响了分析师行为吗? ——来自中国证券市场的经验证据[J]. *金融研究*, 2017(12): 191 – 206.
- [60] 张继勋, 周冉, 孙鹏. 内部控制披露、审计意见、投资者的风险感知和投资决策: 一项实验证据[J]. *会计研究*, 2011 (9): 66 – 73.
- [61] 池国华, 张传财, 韩洪灵. 内部控制缺陷信息披露对个人投资者风险认知的影响: 一项实验研究[J]. *审计研究*, 2012 (2): 105 – 112.
- [62] 方红星, 陈作华. 高质量内部控制能有效应对特质风险和系统风险吗?[J]. *会计研究*, 2015 (4): 70 – 77.
- [63] 方红星, 施继坤, 张广宝. 产权性质、信息质量与公司债定价——来自中国资本市场的经验证据[J]. *金融研究*, 2013 (4): 170 – 182.
- [64] 陈汉文, 周中胜. 内部控制质量与企业债务融资成本[J]. *南开管理评论*, 2014, (3): 103 – 111.
- [65] 李越冬, 张冬, 刘伟伟. 内部控制重大缺陷、产权性质与审计定价[J]. *审计研究*, 2014 (2): 45 – 52.
- [66] 杨德明, 林斌, 王彦超. 内部控制、审计质量与大股东资金占用[J]. *审计研究*, 2009 (5): 74 – 81.
- [67] Bauer A M. Tax avoidance and the implications of weak internal controls[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33 (2): 449 – 486.
- [68] 孙芳城, 梅波, 杨兴龙. 内部控制、会计信息质量与反倾销应对[J]. *会计研究*, 2011(9): 47 – 54.
- [69] 毛新述, 孟杰. 内部控制与诉讼风险[J]. *管理世界*, 2013 (11): 155 – 165.
- [70] 刘浩, 许楠, 时淑慧. 内部控制的“双刃剑”作用——基于预算执行与预算松弛的研究[J]. *管理世界*, 2015 (12): 130 – 145.
- [71] 王永海, 石青梅. 内部控制规范体系对公司风险承受[J]. *审计研究*, 2016 (3): 90 – 97.
- [72] Darrrough M, Huang R, Zur E. Acquirer internal control weaknesses in the market for corporate control[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35(1): 211 – 244.
- [73] Harp N L, Barnes B G. Internal control weaknesses and acquisition performance[J]. *The Accounting Review*, 2017, 93(1): 235 – 258.
- [74] Shleifer A, Vishny R W. Management entrenchment: The case of manager-specific investments[J]. *Journal of financial economics*, 1989, 25 (1): 123 – 139.
- [75] Chen H, Yang D, Zhang X, et al. The moderating role of internal control in tax avoidance: Evidence from a COSO-based internal control index in China[J]. *The Journal of the American Taxation Association*, 2018, forthcoming.
- [76] 张纯, 高吟. 多元化经营与企业经营业绩——基于代理问题的分析[J]. *会计研究*, 2010(9): 73 – 76.
- [77] Cheng Q, Goh B W, Kim J B. Internal control and operational efficiency[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2018, 35(2): 1102 – 1139.
- [78] Chen H, Dong W, Han H, et al. A comprehensive and quantitative internal control index: construction, validation, and impact[J]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2017, 49 (2): 337 – 377.
- [79] Lien Y C, Li S. Does diversification add firm value in emerging economies? Effect of corporate governance[J]. *Journal of Business Research*, 2013, 66(12): 2425 – 2430.
- [80] Franco F, Urcan O, Vasvari F P. Corporate diversification and the cost of debt: The role of segment disclosures[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2016, 91(4): 1139 – 1165.
- [81] 万坤扬, 陆文聪. 公司创业投资组合多元化与企业价值——组织冗余的调节作用[J]. *经济管理*, 2014(9): 156-166.
- [82] Claessens S, Djankov S, Lang H P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings[J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57 (6): 2741 – 2771.
- [83] 杨道广, 陈汉文. 内部控制、制度环境与股票流动性[J]. *经济研究*, 2013 (S1): 132 – 143.
- [84] Chen J, Chan K C, Dong W, et al. Internal control and stock price crash risk: evidence from China[J]. *European Accounting Review*, 2017, 26(1): 125 – 152.
- [85] Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO)[EB/OL]. Internal Control- Integrated Framework. Available

at: <http://www.coso.org>.1992.

[86] Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO)[EB/OL].Enterprise Risk Management-Integrated Framework: Executive Summary. Available at: <http://www.coso.org>.2004.

[责任编辑:刘 茜]

Can Internal Control Enhance the Value of Diversification? Empirical Evidence from Listed Non-SOEs in China

YANG Daoguang^a, WANG Jinmei^a, CHEN Lirong^b

(a. International Business School, University of International Business and Economics, Beijing, 100029, China; b. China Research Institute of Enterprise Governed by Law, Southwest University of Politics and Law, Chongqing, 401120, China)

Abstract: The 19th National Congress of the Communist Party of China (hereafter, NCCPC) states that our economy has switched from the stage of high-speed to the stage of high-quality development. As the main participants of market economy, firms should change their conception of “To be bigger and comprehensive is better” into “Increasing value and efficiency”. Diversification is one of the ways of achieving in expansion and great-leap-forward development for firms, however, it’s sometimes labeled as “extensive development”. As an effective mechanism of internal monitoring and risk management, can internal control enhance the value of corporate diversification? Empirical evidence sampling from Non-SOEs listed in A-shares from 2007 to 2015 shows that the higher the quality of internal control is, the greater the value of corporate diversification will be, which confirms the optimizing role of internal control in selecting and implementing diversification strategy, and this effect is concentrated in the three major elements of internal control, Internal Environment, Control Activities and Information & Communication. After controlling the endogenous issues and conducting a series of robustness tests, our conclusion remains. Further, we don’t find there are such significant results in SOEs.

Key Words: internal control; diversification corporate value; accounting information quality; corporate governance; earnings management