

融资约束下内部控制对投资不足的治理效应

杨金¹ 池国华^{1,2}

(1.东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心,辽宁大连 116025;

2.南京审计大学审计科学研究院,江苏南京 211815)

摘要:本文以2011~2012年沪深A股主板上市公司为样本,从融资约束的视角,探讨在不同融资约束程度和不同融资约束形式下,内部控制对投资不足的治理效应差异,研究发现:内部控制能够有效缓解投资不足,但这一治理效应仅在低融资约束企业和倾向于债务融资约束的企业中显著,而在高融资约束企业和倾向于股权融资约束的企业中不显著。

关键词:内部控制;投资不足;融资约束;公司治理

中图分类号:F239.45 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2016)06-0068-09

一、引言

非效率投资问题在我国企业普遍存在,过度投资或投资不足都会损害企业价值,因此如何治理非效率投资一直是学术界和实务界广泛关注的问题。从现有研究来看,对非效率投资成因及后果等的研究大多集中于过度投资问题。然而,张功富和宋献中、周伟贤等的研究都发现,实际上我国企业投资不足比过度投资更为普遍,但针对投资不足问题展开研究的却很少^{[1][2]}。受次贷危机影响,世界经济整体处于收缩时期,我国经济也面临着下行压力,一定时期内经济运行将呈现“L”型走势,这使得对投资不足问题的研究更显迫切和关键。与此同时,我国出台的一系列关于内部控制的政策表明,内部控制已经成为现代企业提高治理水平的重要工具,内部控制在投资决策中的作用也成为一个热点话题。一些学者的研究涉及内部控制对投资不足的影响,但缺乏对可能存在的边界条件的进一步深入探讨。企业面临的融资约束问题是投资不足的重要原因之一,那么,企业面临不同程度和不同形式的融资约束时,内部控制对投资不足的作用效果是否存在差异呢?

基于此,本文以2011~2012年沪深A股主板上市公司为样本,从融资约束的视角,探讨在不同融资约束程度和不同融资约束形式下,内部控制对投资不足的治理效应差异。本文研究发现,内部控

收稿日期:2016-07-18

基金项目:国家自然科学基金面上项目“内部控制、EVA考核与国有企业非效率投资治理”(71372069);东北财经大学学科建设支持计划“中国特色管理控制实践应用与理论创新研究”(XKT-201407)

作者简介:杨金(1988—),女,浙江湖州人,东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心博士生;
池国华(1974—),男,福建长汀人,南京审计大学审计科学研究院教授,东北财经大学会计学院博士生导师。

制能够有效缓解投资不足,但这一治理效应仅在低融资约束企业和倾向于债务融资约束的企业中显著,而在高融资约束企业和倾向于股权融资约束的企业中则不显著。本文丰富了相关领域尤其是投资不足领域的研究,深化了内部控制与投资效率关系的研究,同时也为进一步完善内部控制建设、改善融资环境提供了经验证据。

本文的创新之处在于:其一,本文着眼于当前经济新常态,针对投资不足问题进行研究,在不同的融资约束条件下,深入探讨内部控制对投资不足的治理效应差异;其二,本文采用基于“整合观”视角构建的内部控制质量评价指标体系及得分来度量内部控制质量,在一定程度上克服了已有“缺陷观”、“要素观”和“目标观”的缺陷。

二、文献综述

关于非效率投资(包括过度投资和投资不足)的研究,目前国内外已经取得了相当丰富的研究成果。研究者对非效率投资动因和影响因素进行了深入的探讨,主要包括:一是认为股东与经理人之间存在的代理问题使经理人做出偏离最优投资的决策^{[3][4]},如过度投资就与经理人强烈地追求由企业规模扩张带来的各种利益这一动机密切相关;二是认为信息不对称导致了非效率投资^{[5][6]};三是认为非效率与经理人特征有关,如经理人过度自信导致非效率投资^[7],风险偏好型经理人更倾向于过度投资^[8],经理人的背景特征也会影响投资决策等^[9];四是制度环境的影响,这部分主要集中在中国政府行为对投资效率的影响研究,如Chen等、郭庆旺和贾俊雪都认为政府干预降低了国有企业的投资效率^{[10][11]};也有学者研究发现投资者保护弱的国家,公司过度投资的动机更大^[12];五是公司财务特征的影响,如自由现金流^[13]、融资约束^[14]、负债融资^[15]、现金股利等^[16];六是公司治理特征的影响,如激励契约^{[17][18]}、公司治理水平等^[19]。

关于内部控制与投资效率之间关系的探讨仍是目前研究的热点且逐步深入。李万福等研究发现低质量的内部控制会加剧企业过度投资或投资不足^[20];Cheng等也得到类似的结果^[21]。进一步地,方红星和金玉娜按照非效率投资形成的内在机理对其进行分类,发现公司治理能够有效抑制意愿性非效率投资,而内部控制能够有效抑制操作性非效率投资^[22];刘焱研究了在企业生命周期的不同阶段内部控制质量对过度投资的影响,发现成长期公司内部控制治理作用不显著,成熟期和衰退期则均显著^[23];干胜道和胡明霞研究发现,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^[24]。

也有学者研究了融资约束对投资效率的影响,指出当企业超额持有现金时,融资约束对过度投资有抑制作用^[25];而当企业持有的现金不足时,融资约束则使投资不足恶化^[26];张宗益和郑志丹则将融资约束与代理成本同时纳入研究框架中,对我国上市公司的非效率投资程度进行了实证度量,发现融资约束的存在使得上市公司的投资支出较最优水平低了37.5%,而代理成本导致投资支出超出其最优水平的30.6%,两者的净效果使我国上市公司整体上表现为投资不足^[14];刘胜强等采用类似的方法研究了融资约束和代理问题对R&D投资的影响^[27]。

从现有相关研究成果来看,目前对内部控制与投资效率关系的研究较少,有少数研究探讨了内部控制对非效率投资发挥治理作用的边界问题,但也都是针对企业过度投资问题,关注投资不足问题的研究甚少,亟待补充和深化,本文正是在此方面进行有益尝试。

三、理论分析与假设提出

投资不足表现为企业放弃净现值大于零的投资机会,可能导致这一结果的主要原因有三:第一,融资约束导致资金筹措困难而不得不放弃好的投资机会。企业自身融资条件或外部融资环境不佳可能致使企业无法以合理成本筹集足额资金,因而只好放弃投资,造成投资不足。第二,第一类代理问题导致管理者自利而主动放弃好的投资机会。由于管理者与股东之间的代理问题,理性管理者可能不会基于最大化股东利益的原则进行投资决策,而是基于最大化自身利益原则,通过权衡私人成本和

私人收益做出决策。当存在净现值大于零的投资机会,而管理者认为投资带来的私人成本大于私人收益时,该投资机会仍可能被放弃,造成投资不足^[20]。第三,第二类代理问题导致资金流失而放弃好的投资机会。由于大股东控制企业经营,相对小股东有明显的信息优势,大股东可能采取担保、借贷等手段掏空上市公司,致使上市公司资金短缺,无法把握投资机会,造成投资不足^[28]。

可见代理问题和融资约束是导致投资不足的主要原因,而内部控制对投资不足的治理至少体现在以下两方面:其一,内部控制通过制度安排约束实施对象的行为。内部控制的本质在于监督与制衡,从组织架构的构建到各项控制措施的实施,内部控制始终强调以一系列规范的制度安排来约束实施对象的不当行为。因此,当管理者意图自利而做出不合理的投资决策时,内部控制的集体决策安排、监督机制设计等都将使之难以实现,从而降低了管理者因厌恶承担责任而懈怠工作的可能性,缓解了因第一类代理问题导致的投资不足。同时,内部控制中具体的控制活动如对关联交易的控制则直接地减少了大股东占用、掏空资金的可能性,缓解了因第二类代理问题导致的投资不足^[20]。其二,内部控制能提高信息沟通效率。信息与沟通是内部控制五要素之一,强调建立沟通制度,以保证企业准确及时地收集信息并使信息在企业内部及内外部之间有效沟通,加之内部控制对风险评估以及各业务活动的控制要求,既提高了信息沟通效率,同时也改善了信息质量,从而缓解信息不对称^[22]。而企业内外部的信息不对称阻碍了外部投资者获悉有关企业运行现状和良好投资机会的有效信息,是造成企业融资约束的重要因素之一,因此这一缓解作用有利于减少投资不足。

尽管已有个别研究检验了内部控制与投资不足的关系,但考虑到内部控制质量评价上的差异性和制度效果的滞后性,为保证本文结果的稳健性,本文提出假设 1:

H1:内部控制能够缓解投资不足。

在不完美资本市场中,企业的外部融资成本往往高于内部融资成本。当企业的内部资本一定时,较高的外部融资成本就会制约企业投资更多有潜力的项目,由此产生了融资约束^[29]。融资约束和代理问题都可能导致投资不足,但两者存在明显的差异,代理问题形成于企业中的委托代理关系,而企业面临的融资约束既与企业自身的因素有关^[30],如披露信息不及时、财务报告可靠性低等,也与企业外部的因素有关^[31],如信息沟通平台不完善、资金供给者获取信息的能力较弱、宏观经济政策的影响等。内部控制对两种问题导致的投资不足的治理可能有不同的表现,张纯和吕伟指出,企业与资金供给者之间的信息不对称程度是决定企业融资约束程度的重要因素^[30],由于信息不对称的存在,资金供给者需要付出一定的监督成本,其是否愿意提供资金取决于其对成本与收益的权衡,即需要承担的监督成本是否小于资金的机会成本。当资金供给者向企业提供资金时,这一监督成本的补偿则以较高的报酬率要求来体现。有效的内部控制能够降低企业风险,提高信息质量,增加外部投资者的信任感,进而降低投资者因信息不确定性而要求获得高回报率导致的较高的融资约束^[32]。可见内部控制作为企业自身的管理制度安排,更侧重于从企业本身出发,通过合理保证财务报告的可靠性和合规性、完善风险管理制度、规范控制活动等改善因企业自身因素造成的信息不对称,从而缓解融资约束。然而,内部控制难以改变由于外部因素导致的融资约束,因而对由此造成的投资不足无法实现治理效果。

综上所述,在高融资约束条件下,企业投资不足主要由融资约束导致,而融资约束又与企业内外部条件相关,内部控制通过降低信息不对称治理投资不足的路径主要体现在对企业自身因素的影响,因而此时内部控制对投资不足的治理作用有限。而在低融资约束条件下,企业投资不足则主要由代理问题造成,此时内部控制通过缓解代理问题减轻投资不足。基于此,本文提出假设 2:

H2:相对于高融资约束,在低融资约束下,内部控制对投资不足的治理效应更显著。

债务资金和股权资金是企业两种重要的外部资金来源,按照融资对象的不同,融资约束可以分为股权融资约束和债务融资约束两种形式。股权融资约束指企业在资本市场的筹资受阻。我国资本市场发展尚不成熟,证券监管部门为保证资本市场的有序健康运行,对证券发行设置了门槛。由于证券

监管部门和企业之间存在信息不对称,处于信息劣势的监管部门往往难以准确全面地掌握企业经营的实际情况,因此对证券发行条件做出了严格的规定,包括对公开发行证券从盈利能力、利润分配情况等方面给出了详细的一般要求;对配股还额外规定了配售股份限定要求;增发则还需满足净资产收益率的标准要求;对发行可转换债券则做出了利息分配限定等。企业无法达到证券发行要求,则意味着无法通过资本市场筹得投资资金,从而导致投资不足。证券监管部门的这种硬性要求无法通过内部控制对信息不对称的缓解而在短期内改变,因此,在股权融资约束下,内部控制对投资不足的治理效应不明显。

债务融资约束主要指银行信贷融资约束。银行是否愿意提供信贷资金的关键在于银行对企业按期还款能力的判断,企业的还款能力主要取决于企业的经营状况,但企业作为经营主体相对银行存在信息优势,而银行则无法完全准确地了解企业的经营状况等信息。这一信息不对称可能导致银行做出错误的信贷决策,并因无法获得还款而造成损失。为规避这一风险,银行往往采取限定贷款用途、要求抵押担保、提高贷款利息等做法,而这又造成了更高的融资成本。内部控制能够通过高质量的财务报告、完善的风险评估和应对程序等风险管理制度以及对外担保审议程序和授权审批等控制活动,提高披露信息的可信度,降低银行等债权人对企业风险的评价^[20],从而减轻债务融资约束,为企业投资的资金来源提供一定保障。因此,在债务融资约束下,内部控制能够缓解投资不足。据此,本文提出假设3:

H3:相对于股权融资约束,在债务融资约束下,内部控制对投资不足的治理效应更显著。

四、研究设计

(一)样本选择及数据来源

本文以2011~2012年我国沪深A股主板上市公司为初始样本,剔除了金融保险业、ST类、当年上市的公司以及相关数据缺失的公司,并运用Richardson模型对其投资水平进行估计,获得1325个投资不足样本。为减少极端值的影响,对连续变量进行了1%~99%的Winsorize处理。

本文关于内部控制度量的数据来自WIND金融数据库、CSMAR数据库、锐思金融数据库以及企业年报、内部控制鉴证报告、自我评价报告及审计报告,其他财务数据来源于CSMAR数据库。本文使用Stata11.0对数据进行处理分析。

(二)变量度量

1.内部控制质量的度量

本文从整合观视角,吸收缺陷观、目标观和要素观三种代表性方法的合理内核,按照可获取性原则、使用高频性原则以及同类指标最优原则,构建了内部控制质量评价体系,具体如表1所示。

本指标体系分两个层次,一级指标对应内部控制五要素,二级指标为各要素下的具体指标。其中对违法违规、非标准审计意见、内部审计部门归属和内部控制鉴证报告的评价采用了分级标准。计算内部控制质量得分时,首先借鉴郭亚军和易平涛的方法^[33],采用极标复合法对所有指标进行无量纲化处理,并赋予各个指标相同的权重,然后运用算术平均法得出内部控制质量的综合得分。同时,为比较直观地显示各上市公司内部控制质量的高低,对综合得分进行了百分制转换,得分越高,上市公司内部控制的质量越高^①。

2.投资不足的度量

考虑到本文的研究目的,采用Richardson模型衡量投资不足,以便于准确区分和量化。

$$INV_t = a_0 + a_1 Growth_{t-1} + a_2 Lev_{t-1} + a_3 Cash_{t-1} + a_4 Age_{t-1} + a_5 Size_{t-1} + a_6 Ret_{t-1} + a_7 INV_{t-1} + \sum Ind + \sum Year + \epsilon \quad (1)$$

模型(1)中 INV_t 为第t年资本投资量; $Growth_{t-1}$ 为企业增长机会,以主营业务收入增长率衡量; Lev_{t-1} 、 $Cash_{t-1}$ 、 Age_{t-1} 、 $Size_{t-1}$ 、 Ret_{t-1} 、 INV_{t-1} 分别为企业t-1年末的资产负债率、现金持有量、上市年龄、公司规模、股票回报率和资本投资量。

表 1

内部控制质量评价指标体系

一级指标	二级指标	指标选取依据
内部环境	董事长与总经理二职合一	内部控制强调制衡,企业组织架构设计应当避免职能交叉或者权责过于集中,董事长和总经理二职合一削弱了董事会对总经理的监控功能。
	市场占有率	促进发展战略的实现是内部控制的最高目标,市场占有率体现公司在行业中的竞争优势,是衡量战略目标实现程度的一个恰当选择。
	违法违规	合法合规是内部控制的基础性目标,上市公司自身及其高管的违法违规行为都说明上市公司的内部控制体系未能合理保证企业经营管理合法合规。
风险评估	β	从整体系统风险角度反映风险评估的结果。
	对外担保	从财务风险角度反映风险评估的结果。
	一年以内的应收账款比率	从营运风险角度反映风险评估的结果,应收账款无法及时收回或坏账的比率较高,影响企业的资金周转能力。
控制活动	资产减值损失比率	资产减值损失比率体现了企业因经营管理不善或违法违规等造成的资产损失,反映内部控制的资产安全目标。
	诉讼事项	合同控制往往是企业内部控制中最易疏忽和薄弱的控制活动,合同控制不当容易引发法律诉讼,可能导致重大财务风险和声誉风险。
	扣除非经常性损益后的净资产收益率	净资产收益率综合反映企业各项控制活动的运行结果,非经常性损益与企业的经营业务无直接关系,扣除非经常性损益能更好地反映企业盈利的稳定性和可靠性。
信息与沟通	非标准审计意见	财务报告是企业内外部之间信息沟通的重要渠道,被出具非标准审计意见的财务报告无法在所有重大方面公允反映上市公司的财务状况、经营成果和现金流量,因而无法向报告使用者传递有效可靠的信息。
	重大会计差错更正	重大会计差错的存在影响会计信息的可靠性,可能误导信息使用者,它能从反面反映内部控制中信息与沟通的质量。
内部监督	内部审计部门归属	内部审计部门归属于不同的等级,其职责权限存在差异,则内部监督的权限、力度、独立性及监督效果都会产生差异。
	内部控制鉴证报告	内部控制鉴证报告是针对内部控制自我评估报告的审计结果,能够反映企业对内部控制的有效性进行的自我评价是否公平合理,从一定程度上反映企业的内部监督状况。

如果模型残差小于 0,则表明存在投资不足,而残差的绝对值则反映了投资不足的程度,用符号 UnderINV 表示。

3. 融资约束的度量

融资约束度量包括对融资约束程度的度量和对融资约束形式的划分。为尽量提高衡量的准确度,本文参考王彦超^[25]、卢馨等的研究^[34],采用金融市场发展水平和企业规模两种方式来区分融资约束程度。对金融市场发展水平,本文以樊纲和王小鲁构造的市场化指数来反映,将公司所在省市的市场化指数排名前十位的,作为低融资约束组,其余则作为高融资约束组。公司规模则以中位数为界,规模大于中位数的企业归入低融资约束组,规模小于中位数的企业则归入高融资约束组。

融资约束形式包括股权融资约束和债务融资约束,对于某一上市公司而言,两种融资约束形式可能同时存在,但往往程度不同。因此,本文根据以下标准将研究样本分为股权融资约束组和债务融资约束组:若上市公司最近三年进行了增发或配股等股权再融资,则说明其股权融资约束相对较弱,更倾向于面临较严重的债务融资约束,因而将其归为债务融资约束组;否则,将其归为股权融资约束组。

4. 控制变量的选取

参考李万福等^[20]、程小可等^[32]、方红星和金玉娜的研究^[22],本文选取公司规模、资产负债率、实物资产比重、上市年龄、现金持有、第一大股东持股比例、成长性、代理成本等作为控制变量。具体定义如表 2 所示。

(三)模型设计

$$\text{UnderINV}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{ICQ}_{i,t} + b_2 \text{Size}_{i,t} + b_3 \text{Lev}_{i,t} + b_4 \text{Tan}_{i,t} + b_5 \text{Age}_{i,t} + b_6 \text{Cash}_{i,t} + b_7 \text{First}_{i,t} + b_8 \text{Growth}_{i,t} + b_9 \text{Cost}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(2)用于检验内部控制对投资不足的影响。如前文所述,本文依据融资约束程度和融资约束

变量名称	变量符号	变量定义
投资不足	UnderINV	模型(1)的回归残差中小于 0 的,取绝对值
内部控制质量	ICQ	内部控制质量评价体系综合得分
公司规模	Size	总资产的自然对数
资产负债率	Lev	平均总负债 / 平均总资产
实物资产比重	Tan	固定资产净额 / 总资产
上市年龄	Age	上市年数的自然对数
现金持有	Cash	货币资金 / 总资产
第一大股东持股比例	First	第一大股东持有公司股份的比例
成长性	Growth	主营业务收入增长率
代理成本	Cost	管理费用 / 总资产
年度	Year	年度虚拟变量
行业	Ind	行业虚拟变量,按证监会的分类标准(除制造业继续划分为小类外,其他行业以大类为准)

形式分别对样本进行分组,然后将各组运用模型(2)进行回归分析,以研究不同融资约束程度和不同融资约束形式下,内部控制对投资不足的治理效应是否存在差异。

五、实证结果分析

(一)描述性统计及相关性分析

表 3 是主要连续变量的描述性统计结果。从表中可以看到,投资不足水平的均值为 0.024,标准差为 0.022,中位数为 0.021,这一结果与现有研究结果相近;内部控制质量得分的平均值为 63.095,表明样本公司内部控制平均质量处于刚合格的水平。其他变量的描述性统计结果见表 3,不再赘述。

本文对主要变量进行了相关性分析,计算各变量之间的 Pearson 系数,结果发现相关系数均小于 0.5,表明模型不存在严重的多重共线性问题(因篇幅所限未列示结果)。

表 3 描述性统计结果

变量	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差
UnderINV	0.00005	0.361	0.024	0.021	0.022
ICQ	41.632	72.508	63.095	63.319	3.212
Size	18.951	27.203	22.345	22.183	1.350
Lev	0.017	0.955	0.526	0.542	0.195
Tan	0.00008	0.971	0.223	0.171	0.193
Age	1.099	3.135	2.619	2.708	0.315
Cash	0.001	0.766	0.167	0.138	0.119
First	0.362	0.894	0.372	0.351	0.166
Growth	-0.953	29.838	0.201	0.096	1.088
Cost	0.001	0.335	0.043	0.037	0.033

(二)多元回归结果分析

1.内部控制对投资不足的治理效应

表 4 是内部控制与投资不足的多元回归分析结果。内部控制质量的回归系数为 -0.001,且在 1%水平上显著,表明内部控制与投资不足呈显著负相关关系,即内部控制能够显著缓解投资不足。该结果支持本文的假设 1。其他变量结果与已有研究结果基本一致,不再赘述。

表 4 内部控制与投资不足的回归结果

变量	ICQ	Size	Lev	Tan	Age	Cash	First	Growth	Cost	常数项	N	Adj.R ²
系数	-0.001*** (-2.67)	-0.001** (-2.13)	-0.010*** (-3.93)	0.001 (0.11)	-0.005*** (-3.37)	0.003 (0.72)	0.001 (1.46)	0.002** (2.59)	-0.056*** (-3.39)	0.081*** (6.68)	1325	0.2554

注:括号内的数值为 t 值,***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著(下表同)。

2.不同融资约束程度下内部控制对投资不足的治理效应差异

表5分别列示了高融资约束组和低融资约束组的回归结果。从表5中可以看出,不同融资约束程度下,回归结果有明显的差异。无论是按照金融市场发展水平分组,还是按照企业规模分组,在低融资约束组的样本企业中,内部控制和投资不足之间都是显著的负相关关系。其中,在以金融市场发展水平为划分依据下,低融资约束组中内部控制质量的回归系数为-0.001,且在1%水平上显著;在以企业规模为划分依据下,低融资约束组中内部控制质量的回归系数为-0.001,且在10%水平上显著。该回归结果表明在低融资约束下,内部控制对投资不足发挥了显著的治理作用。而在高融资约束组的样本企业中,内部控制质量的回归系数虽然为负数,但是均不显著,表明内部控制对投资不足的治理作用不明显。可见,当企业面临的融资约束程度较低时,内部控制对投资不足的治理效果较好;当企业面临的融资约束程度较高时,内部控制对投资不足并没有显著的治理效应。该结果支持了本文的假设2。

3.不同融资约束形式下内部控制对投资不足的治理效应差异

表5还分别列示了债务融资约束组和股权融资约束组的回归结果。从回归结果来看,两组样本表现出明显的差异。在债务融资约束组中,内部控制质量的回归系数在5%的水平上显著为负,表明内部控制显著降低了投资不足;而在股权融资约束组中,内部控制质量的回归系数不显著,表明此时内部控制对投资不足并没有显著的治理效应。该结果支持了本文的假设3。

表5 融资约束、内部控制与投资不足的回归结果

变量	融资约束程度				融资约束形式	
	金融市场发展水平		企业规模		债务融资约束	股权融资约束
	高融资约束	低融资约束	高融资约束	低融资约束		
ICQ	-0.001 (-1.10)	-0.001*** (-2.61)	-0.001 (-1.16)	-0.001* (-1.76)	-0.001** (-2.18)	-0.0002 (-1.47)
Size	-0.001 (-1.54)	-0.001 (-1.27)	0.001 (0.28)	-0.001 (-0.86)	-0.002* (-1.74)	-0.001* (-1.64)
Lev	-0.012** (-2.60)	-0.010*** (-2.89)	-0.012** (-2.53)	-0.014** (-2.36)	-0.011 (-1.40)	-0.009*** (-3.49)
Tan	-0.006 (-1.18)	0.005 (1.41)	0.005 (0.73)	-0.001 (-0.09)	0.013* (1.78)	-0.001 (-0.50)
Age	-0.005 (-1.62)	-0.005*** (-2.62)	-0.008** (-2.31)	-0.005* (-1.90)	-0.004 (-1.30)	-0.005*** (-3.30)
Cash	0.010 (1.35)	-0.003 (-0.55)	-0.003 (-0.47)	0.007 (0.74)	0.010 (0.94)	0.002 (0.48)
First	0.005 (1.24)	0.001 (0.70)	0.005 (0.75)	0.001 (0.54)	0.002 (1.18)	0.001 (0.44)
Growth	0.001 (0.85)	0.003** (2.35)	0.001 (0.09)	0.004*** (3.13)	0.002*** (3.18)	0.002 (1.34)
Cost	-0.062** (-1.99)	-0.055*** (-2.74)	-0.063** (-2.21)	-0.085** (-2.02)	-0.082* (-1.85)	-0.049*** (-2.85)
常数项	0.071*** (3.44)	0.094*** (6.10)	0.062* (1.86)	0.086*** (3.20)	0.127*** (4.02)	0.069*** (5.49)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	534	791	662	663	334	991
Adj.R ²	0.2490	0.2535	0.1572	0.1674	0.1585	0.3061
F	6.76***	9.93***	5.11***	5.44***	3.09***	15.56***

(三)稳健性检验

为保证结论可靠性,本文进行了以下稳健性检验:一是重新处理样本以降低使用Richardson模型残差计量投资不足时产生的系统性偏差。将投资不足的企业的残差按大小顺序等分成十组,剔除

残差离零最近的一组,用剩余样本重新进行上述回归,结论不变。二是变换企业增长机会度量方法重新计算投资不足水平。以托宾 Q(企业价值/期末资产,其中非流通股市值用净资产替代)表示增长机会,重新运用 Richardson 模型计算投资不足水平,并进行上述回归,结论不变。三是变更融资约束程度的度量。综合前文对融资约束程度的度量方法,重新分组。若样本企业规模高于中位数水平且其所在省市的金融市场发展水平排名前十位,则归为低融资约束组;若样本企业规模低于中位数水平且其所在省市的金融市场发展水平排名前十名以外,则属于高融资约束组。然后对新分组重新回归,结论不变。四是更换内部控制质量的度量。采用陈汉文教授主持的厦门大学内控指数课题组构建的 2011~2012 年中国上市公司内部控制指数来衡量内部控制质量,并重新回归,结论不变。由以上稳健性检验结果可知,本文的研究结论具有可靠性。稳健性检验结果因篇幅所限未列示。

六、结论及政策建议

本文以 2011~2012 年沪深 A 股主板上市公司为样本,检验了内部控制对投资不足的治理效应及在不同融资约束程度和不同融资约束形式下的差异,结果表明:内部控制对投资不足具有显著的治理效应,能有效缓解投资不足,但该治理效应只存在于低融资约束和倾向于债务融资约束的情况下,而在高融资约束和倾向于股权融资约束情况下,该治理效应并不显著。

根据本文研究结论,我们提出以下政策建议:第一,本文提供了内部控制治理投资不足的直接经验证据,表明内部控制建设是提升企业经营效率、保护投资者利益的有效措施,为监管部门进一步推进内部控制实施提供了重要的经验支持。作为政策执行者的企业应完善内部控制制度,提高内部控制质量,以降低投资不足,提高经营效率。第二,本文研究表明融资约束的程度和形式是影响内部控制对投资不足治理作用发挥的重要因素,这深化了内部控制对投资不足治理作用的认识。在高融资约束和股权融资约束下,内部控制对投资不足难以发挥治理作用,此时投资不足的治理仅依赖内部控制是不够的。就政府部门而言,重视落实和跟进降低融资约束的政策,建立和完善融资平台、丰富融资渠道,以缓解融资约束,是有效治理投资不足的关键。而企业在完善内部控制制度的同时,也应认识到内部控制的局限性^[35],进一步提高信息透明度,加强与外部利益相关者的信息沟通,降低融资壁垒,以更有效地降低投资不足。

当然,本文也存在一些局限性,主要表现在:其一,本文对内部控制质量的度量虽已试图完善已有评价方法,但由于数据的获得仍依赖于企业披露的信息,因此可能仍不能完全准确地度量内部控制的质量;其二,本文对融资约束形式的划分准确性仍有待提高,由于融资约束普遍存在,对于具体上市公司而言,两种融资约束形式往往又同时存在,因此难以完全将企业归属于某一形式的融资约束。在后续的研究中,我们将进一步完善。

注释:

①详细的指标构建步骤、指标评价标准等内容可参见《基于“整合观”视角的上市公司内部控制指数研究》(刊于《财经问题研究》2015 年第 8 期)。

参考文献:

- [1] 张功富,宋献中.我国上市公司投资:过度还是不足?——基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量[J].会计研究,2009,(5):69—79.
- [2] 周伟贤.投资过度还是投资不足——基于 A 股上市公司的经验证据[J].中国工业经济,2010,(9):151—160.
- [3] Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76(2):323—329.
- [4] Hirshleifer, D. Managerial Reputation and Corporate Investment Decision[J]. Financial Management, 1993, 22(2):145—160.
- [5] Myers, S., Majluf, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2):187—221.

- [6] Narayanan, M. Debt vs. Equity under Asymmetric Information[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1988, 23(1):39—51.
- [7] Malmendier, U., Tate, G. CEO Overconfidence and Corporate Investment[J]. *Journal of Finance*, 2005, 60(6):2661—2700.
- [8] Julien, H., Morellec, E. Corporate Control and Real Investment in Incomplete Markets[J]. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 2007, 3(5):1781—1800.
- [9] 姜付秀,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.
- [10] Chen, S., Sun, Z., Tang, S., Wu, D. Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(2):259—271.
- [11] 郭庆旺,贾俊雪.地方政府行为、投资冲动与宏观经济稳定[J].*管理世界*,2006,(5):19—25.
- [12] Albuquerque, R. Agency Conflict, Investment and Asset Pricing[J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(1): 1—40.
- [13] Vogt, S. C. The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U. S. Manufacturing Firms[J]. *Financial Management*, 1994, 23(2):3—20.
- [14] 张宗益,郑志丹.融资约束与代理成本对上市公司非效率投资的影响——基于双边随机边界模型的实证度量[J].*管理工程学报*,2012,(2):119—126.
- [15] 童盼,陆正飞.负债融资、负债来源与企业投资行为[J].*经济研究*,2005,(5):75—84.
- [16] 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.
- [17] Aggarwal, R. A., Samwick, A. A. Empire-builders and Shirkers: Investment, Firm Performance, and Managerial Incentives[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12(3):489—515.
- [18] 池国华,王志,杨金.EVA考核提升了企业价值吗?——来自中国国有上市公司的经验证据[J].*会计研究*,2013,(11):60—66.
- [19] Billett, M. T., Garfinkel, J. A., Jiang, Y. The Influence of Governance on Investment: Evidence from a Hazard Model[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011,102(3):643—670.
- [20] 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.
- [21] Cheng, M., Dhaliwal, D., Zhang, Y. Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting? [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 56(1):1—18.
- [22] 方红星,金玉娜.公司治理、内部控制与非效率投资:理论分析与经验证据[J].*会计研究*,2013,(7):63—69.
- [23] 刘焱.企业生命周期、内部控制与过度投资[J].*财经问题研究*,2014,(11):133—140.
- [24] 干胜道,胡明霞.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[J].*审计与经济研究*,2014,(5):40—47.
- [25] 王彦超.融资约束、现金持有与过度投资[J].*金融研究*,2009,(7):121—133.
- [26] 魏锋,刘星.融资约束、不确定性对公司投资行为的影响[J].*经济科学*,2004,(2):35—43.
- [27] 刘胜强,林志军,孙芳城,陈汉文.融资约束、代理成本对企业 R&D 投资的影响——基于我国上市公司的经验证据[J].*会计研究*,2015,(11):62—68.
- [28] 李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J].*会计研究*,2004,(12):3—13.
- [29] Hahn, J., Lee, H. Financial Constraints, Debt Capacity, and the Cross-section of Stock Returns[J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(2): 891—921.
- [30] 张纯,吕伟.信息披露、市场关注与融资约束[J].*会计研究*,2007,(11):32—38.
- [31] 刘志远,张西征.投资/现金流敏感性能反映公司融资约束吗?——基于外部融资环境的研究[J].*经济管理*,2010,(5):105—110.
- [32] 程小可,杨程程,姚立杰.内部控制、银企关联与融资约束[J].*审计研究*,2013,(5):80—86.
- [33] 郭亚军,易平涛.线性无量纲化方法的性质分析[J].*统计研究*,2008,(2):93—100.
- [34] 卢馨,郑阳飞,李建明.融资约束对企业 R&D 投资的影响研究——来自中国高新技术上市公司的经验证据[J].*会计研究*,2013,(5):51—58.
- [35] 刘章胜.内部控制的商业伦理嵌入与法制效力提升[J].*湖南科技大学学报(社会科学版)*,2013,(4):122—125.

(责任编辑:胡浩志)