

南昌大学青年学者经管论丛

内部控制、 公司治理 与非效率投资

张横峰 著

CONTROLS
GOVERNANCE
INVESTMENT

INTERNAL CONTROLS,
CORPORATE GOVERNANCE AND
INEFFICIENT INVESTMENT



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

南昌大学青年学者经管论丛

内部控制、 公司治理 与非效率投资

INTERNAL CONTROLS,
CORPORATE GOVERNANCE AND
INEFFICIENT INVESTMENT

张横峰 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

内部控制、公司治理与非效率投资 / 张横峰著. --
北京 : 社会科学文献出版社, 2017. 1
(南昌大学青年学者经管论丛)
ISBN 978 - 7 - 5097 - 9946 - 8

I. ①内… II. ①张… III. ①企业内部管理 - 研究②
企业 - 投资 - 研究 IV. ①F272.3②F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 268709 号

南昌大学青年学者经管论丛

内部控制、公司治理与非效率投资

著 者 / 张横峰

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 周 丽 高 雁

责任编辑 / 王楠楠

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理出版分社(010)59367226

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心(010)59367081 59367018

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 13.25 字 数: 165 千字

版 次 / 2017 年 1 月第 1 版 2017 年 1 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 9946 - 8

定 价 / 69.00 元

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心(010-59367028)联系

 版权所有 翻印必究

本书受国家社科基金青年项目
“可变利益实体下我国引入双重股权结构的制度设计与风险防范研究”
(16CGL014) 的资助

摘 要

本书针对内部控制与公司非效率投资的关系进行了理论研究，并提出了新的思路及观点。①本书从古典经济学、新古典经济学及制度经济学方面梳理了公司非效率投资的相关文献。从利益相关者之间的利益冲突视角以及内外部利益相关者之间的信息不对称视角分析了内部控制与公司非效率投资之间的内在联系，提出企业内部控制建设与对外投资的最终目标是一致的，深化了内部控制的目的理论。②内部控制与公司非效率投资存在耦合关系，高质量的内部控制制度必须考虑到公司投资效率的提升方式、方法与措施，公司投资效率提升的同时也一定要加强内部控制制度建设。③公司非效率投资程度可以用于评价内部控制建设水平。内部控制本身就是为提高公司经营效率和效果而采取的方法、程序、政策与措施，而投资效率是公司经营绩效的重要衡量指标。因此，将内部控制与公司非效率投资进行实证研究，可用于评价上市公司的内部控制建设水平。④在“内部人控制”的国有控股上市公司运营过程中，内部控制建设很可能被部分高管所利用，成为这部分人的“自利”行为。因此，如果公司的内部控制制度起不到保护投资者利益的作用，那么其非效率投资水平可能也比较高。因此，在经济增速下滑的新常态背景下，有必要对国有控股上市公司的内部控制制度进行评估及

改革，保护投资者利益，这对“稳增长、调结构”至关重要。⑤本书将内部控制分为内部控制要素与内部控制指数，分别与公司非效率投资进行实证检验。针对不同的属性特征，采用与之相适应的内部控制评价方法，这也深化了内部控制的实证理论。

本书结论表明我国上市公司的内部控制对非效率投资具有一定程度的抑制作用，换言之，对公司投资效率具有积极作用。目前我国上市公司的内部控制水平仍然不高，并且上市公司整体上对内部控制缺乏应有的认识，对内部控制制度建设的重视程度不高，以致上市公司的内部控制制度不能完全发挥其作用，对公司的投资决策程序也不能起到应有的治理作用。为了引导公司科学、合理地进行投资决策，避免投资失误，提高投资效率，同时加快推进上市公司内部控制制度完善，提升公司内部控制整体水平，本书认为：

首先，改善公司控制环境，强化风险防范意识，落实控制活动，强化信息与沟通，加强外部监管；其次，提升公司治理水平，提高我国资本市场的资金配置效率，加强对管理层与大股东的监督，强化内部控制“保护”公司投资效率的目标，从而提升公司投资效率，减少非效率投资；最后，不断完善公司内部控制的的评价制度。

关键词：内部控制；非效率投资；公司治理；过度投资；投资不足；制度设计

Abstract

Based on the theoretical aspects of the relationship between the relevant internal control and corporate investment efficiency, the paper has proposed new ideas and perspectives. ① Literature on the investment efficiency is clarified from classical economics, new-classical economics and institutional economics and the purpose theory is proposed which emphasizes the consistent objective of the internal control system and the promotion of investment efficiency and aims at deepening internal control. ② Internal control and corporate investment efficiency are closely related. High quality internal control system must take into account the investment efficiency improvement methods, ways, means and measures. Similarly, the efficiency of investment should also be enhanced with the consideration of strengthening the internal control system. ③ Inefficient investment level can be used to evaluate the level of the internal control. Internal control actually involves coordinated approach, procedures, policies and measures adopted to improve the operational efficiency and investment efficiency is an important measure of business performance. Therefore, the empirical research of the internal control and the corporate inefficiency investment can serve as evaluating the listed company's internal control construction level.

④ In the internally controlled state-owned holding companies, internal control is likely to be manipulated by some executives, and becomes “self-serving” behavior, so the company’s internal control system will not achieve the role of protecting the interests of investors, and consequently the inefficient investment level ranks relatively higher. As a result, in the context of the new normal downturn of economic growth, it becomes increasingly important to assess and reform the internal control system to protect investors’ interests and enhance investors’ confidence, which is also essential to “steady growth, structural adjustment”. ⑤ In this paper, internal control is divided into internal control elements and internal control index, and their respective relationship with investment efficiency are tested with the empirical studies. For different property characteristics, suitable internal control evaluation methods are used which also deepens the empirical theory of internal control.

In conclusion, China’s listed company’s internal control exerts inhibition effect on the inefficient investment to a certain degree. Of course, the current level of internal control of listed companies in China is still not high, and the listed companies generally lack of understanding of internal controls. Less attention has been paid to the building of the internal control system so that the listed company’s internal control system can not fully exert its effect on the company’s investment decision-making process. In order to guide enterprises towards scientific and rational investment decisions and avoid investment mistakes, to improve investment efficiency, and to accelerate the internal control system of listed companies, the paper believes the following respects are of great importance.

First, improve the company’s control environment, strengthen risk

awareness, implement control activities, highlight information communication, and strengthen external supervision. Secondly, in order to improve capital allocation efficiency of China's capital market, internal control especially supervision against managers and major shareholders, should be strengthened to ensure the efficiency of enterprise investment objectives, and reduce inefficient investment.

Finally, the evaluation system of internal control should be constantly improved.

Key Words: Internal Control; Inefficient Investment; Corporate Governance; Over-investment; Under-investment; System Design

第一章 绪论	1
一 研究背景与问题的提出	1
二 理论意义与实践意义	5
三 研究思路与研究方法	6
四 研究内容	8
五 本书的创新之处	10
六 本章小结	11
第二章 文献综述	12
一 非效率投资文献回顾	13
二 内部控制与非效率投资文献评述	42
三 本章小结	50
第三章 内部控制、非效率投资及其计量	51
一 内部控制及其计量	51
二 非效率投资及其计量	69
三 本章小结	87
第四章 内部控制与公司非效率投资实证分析	89
一 理论分析	89
二 内部控制要素与公司非效率投资的实证分析	102
三 内部控制指数与公司非效率投资的实证分析	125

四 本章小结	132
第五章 内部控制、公司治理与非效率投资实证分析	133
一 公司治理及其计量	136
二 理论分析与研究假设	151
三 研究设计	158
四 实证检验与结果分析	160
五 本章小结	171
第六章 结论	174
一 主要结论	174
二 政策建议	175
三 研究局限	177
参考文献	179
主要学术成果	199

CONTENTS

1 Introduction / 1

- 1.1 Research Background and Problems Presentation / 1
- 1.2 Theoretical Significance and Practical Significance / 5
- 1.3 Research Idea and Method / 6
- 1.4 Research Contents / 8
- 1.5 Research Innovation / 10
- 1.6 Summary / 11

2 Literature Review / 12

- 2.1 Literature Review of Investment Inefficiency / 13
- 2.2 The Relationship between Internal Control and Investment Inefficiency / 42
- 2.3 Summary / 50

3 Internal Control, Investment Inefficiency and Measurement / 51

- 3.1 Internal Control and Measurement / 51
- 3.2 Investment Inefficiency and Measurement / 69
- 3.3 Summary / 87

4 Empirical Analysis on Internal Control and Investment Inefficiency / 89

- 4.1 Theoretical Analysis / 89

4.2 Empirical Analysis on Internal Control Elements and Investment
Inefficiency / 102

4.3 Empirical Analysis on Internal Control Index and Inefficiency
Investment / 125

4.4 Summary / 132

5 Internal Control, Corporate Governance and Investment Inefficiency / 133

5.1 Corporate Governance and Measurement / 136

5.2 Theoretical Analysis and Research Hypothesis / 151

5.3 Research Design / 158

5.4 Empirical Testing and Result Analysis / 160

5.5 Summary / 171

6 Conclusions / 174

6.1 Research Conclusions / 174

6.2 Suggestions / 175

6.3 Research Limitations / 177

References / 179

Main Achievements of Scientific Research / 199

第一章 绪论

一 研究背景与问题的提出

中共十八大报告明确指出，当前阶段仍然要以经济建设为中心。经济建设乃兴国之要，只有经济发展了，才能解决好其他相关的问题。因此，当前我国经济建设的总体目标就是要实现经济健康、平稳增长，而投资能促进经济的增长，是经济发展的源泉。公司的成败很大程度上取决于其投资效率的高低，企业投资效率的高低与国家宏观经济波动有密切联系。因此，资本市场的健康、稳定与高效，对企业提高资金的使用效率以及国家经济运行良好都至关重要，资本市场的健康稳定能帮助企业实现可持续发展，增强我国的综合国力。

当前，我国正处于经济增速下调的新常态背景下，优化资金结构和提高资金使用效率是稳定经济增长的重要内容。资本市场对于打破要素市场分割、实现资源优化配置作用显著，从而对经济建设起到促进作用。从国际经验看，任何一个富有活力和具有持续发展能力的经济体系都离不开高效而强大的资本市场的支持。党的十八大从国民经济发展战略的高度，重点提到要加快我国资本市场改革

的步伐，逐步推进资本市场的改革，促进资本市场健康稳定发展，发挥资本市场在社会主义市场经济中的重要作用。

近年来，我国资本市场逐步发展，规模不断壮大。目前，沪深两市共有 3000 多家上市公司，其发展取得了较大成绩，资本市场的运行更加规范。但上市公司的非效率投资仍然比较严重，投资效率普遍较低。这表明在我国既存在利益相关者之间的利益冲突所导致的投资过度问题，又存在公司融资约束形成的投资不足现象。

此外，国家统计局公布的数据表明，近些年我国 GDP 的增长主要依靠投资拉动。在这个大背景下，抑制企业的非效率投资行为、提高企业的投资效率，对于我国经济稳定健康发展显得尤为重要，而如何达到这一目的已成为亟待解决的现实难题。

在我国，上市公司存在严重的投机行为，同时投资效率又比较低。以 2011 年为例，根据国家统计局对外公布的数据，用固定资产投资总额与 GDP 的比值来计算投资率，用人均 GDP 来代表投资效果，将投资率与投资效果进行比较，以此来度量上市公司的投资效率。我们发现在 2011 年，我国 31 个省区市的加权平均投资率超过了 65%，其中，甘肃、青海和宁夏等西部地区省份的平均投资率甚至已经超过了 80%，这再次说明我国经济增长主要靠投资拉动的属性。人均 GDP 的平均值为 5432 美元，这意味着 1% 的投资率带来 67.9 美元的人均 GDP 增长。从世界范围来看，我国的投资效率明显是较低的。2011 年，国际货币基金组织（IMF）对 174 个国家的相关数据进行了分析，全球人均 GDP 是 14189 美元，平均投资率是 23.4%。可见，我国平均投资率约是全球平均投资率的 2.7 倍，但在产出方面，我国的人均产出只是世界平均水平的 38%。以美国为例，2011 年其人均 GDP 高达 48387 美元，但其平均投资率仅为 15.5%。再看我国香港地区，我国香港地区人均

GDP 为 34260 美元, 平均投资率也只有 21.1%。

已有的一些研究表明, 信息不对称是影响企业投资效率的关键因素之一 (Biddle et al., 2009)。于是, 世界各国相继出台了一系列提高信息披露水平、加强内部治理的规范。美国在安然事件后出台了至今对企业内部控制建设影响深远的《萨班斯 - 奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act, SOX)^①。而日本也通过了基于《金融商品交易法》的内部控制报告制度, 对企业的内部控制建设进行了强制约束, 被称作“日本版萨班斯法案”(J-SOX)。我国财政部等部门根据市场需要在 2008 年颁布了被喻为 C-SOX 的《企业内部控制基本规范》(以下简称《规范》)^② 及相关配套指引, 《规范》明确要求我国上市公司必须对其内部控制的有效性进行自我评价, 并经相关机构对其内部控制有效性进行审计, 希望通过企业的内部控制建设, 提升投资者信心, 维护资本市场的健康稳定发展。《规范》要求我国的上市公司在会计期末, 不仅要对外披露年度财务报告, 还要披露年度内部控制的自我评价报告, 报告必须对上市公司的内部控制有效性进行自我评价, 并且须聘请相关机构进行审计。为促进企业的内部控制建设, 2010 年, 财政部会同其他相关机构颁布了《企业内部控制应用指引第 1 号——组织架构》等 18 项应用指引、《企业内部控制的评价指引》与《企业内部控制审计指引》, 以上被简称为《企业

① 《萨班斯 - 奥克斯利法案》, 全称《2002 年公众公司会计改革和投资者保护法案》, 该法案的第一句话就是“遵守证券法律用以提高公司披露的准确性和可靠性, 从而保护投资者及其他目的”。

② 本制度由财政部会同证监会、审计署、银监会、保监会制定, 于 2008 年 5 月 22 日印发, 自 2009 年 7 月 1 日起在我国上市公司范围内施行, 鼓励非上市的大中型企业执行, 旨在加强与规范企业内部控制制度, 提高企业经营管理水平与风险防范能力, 促进企业可持续发展, 维护社会主义市场经济秩序及社会公众利益, 根据国家有关法律法规, 具体内容包括总则、内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、内部监督和附则。

内部控制配套指引》^①，规定我国的上市公司及非上市大中型企业，在会计年度终了，必须对公司的内部控制有效性进行自我评价，对外公布公司的内部控制自我评价年度报告。与此同时，为进一步规范内部控制评价报告，规定相关公司应当聘请会计师事务所及其他相关机构对财务报告内部控制的有效性进行审计并出具审计报告。综上所述，对公司内部控制的有效性进行自我评价是为了实现内部控制目标而采取的相关举措，要求相关机构对内部控制的自我评价报告进行审计也是为了保障利益相关者的利益。理论上讲，企业的内部控制制度能够通过相互制约的制度安排来提高企业投资效率，改善企业的经营绩效，从而实现企业发展目标，保障投资者的利益，那么实际效果如何呢？

在我国，相关法规明确了公司内部控制制度是其内部经营及管理制度的组成部分；其目的是加强企业的内部管理，实现资源的合理配置，进而提高我国资本市场的资金配置效率。但是，在美国《萨班斯－奥克斯利法案》颁布不久，众多实务界及理论界专业人士对这部法案的合理性以及是否达到了其要求的目的进行了很长时间的探讨和检验，也取得了一系列研究成果。不过，我国相关法规颁布时间比较短，加上数据可用性与研究阶段等客观因素的限制，造成我国内部控制的相关研究仍存在很多可进一步深入的空间。针对这种现实状况，本书主要研究对象就是解释与讨论内部控制是如何影响企业非效率投资的、内部控制法规出台后是否确实提高了公司投资效率等诸多疑问。为完善内部控制理论、提高公司投资效率、

① 为了促进我国企业建立、实施与评价其内部控制，规范会计师事务所对企业内部控制的审计行为，根据国家相关法律法规及《企业内部控制基本规范》（财会〔2008〕7号），财政部会同证监会等制定了《企业内部控制应用指引第1号——组织架构》等18项应用指引、《企业内部控制评价指引》与《企业内部控制审计指引》，以上简称《企业内部控制配套指引》，自2011年1月1日起在境内外同时上市的公司施行，自2012年1月1日起在上海证券交易所、深圳证券交易所主板上市公司施行。