

# 内部控制对投资者权利保护有用吗

——基于作用路径的梳理及实证检验

宋炳霞, 张咏梅(教授)

(山东科技大学经济管理学院, 青岛 266590)

**【摘要】** 内部控制可通过直接机制对投资者知情权、决策权、收益权起到保护作用,通过间接机制提高会计信息质量,实现对投资者知情权的保障。本文构建了投资者基本权利保护程度指标体系以及过程指标与结果指标相结合的内部控制质量评价体系,能实现投资者基本权利和企业内部控制质量的定量化评价。通过实证检验发现:基于我国特殊的制度环境,投资者决策权保护效果最好,其次为知情权,最后为收益权;高质量的内部控制质量有助于投资者知情权、收益权、决策权的实现,但作用力却依次递减。

**【关键词】** 内部控制; 投资者保护; 知情权; 决策权; 收益权

## 一、引言

与美国等成熟证券市场相比,我国证券市场处于一种相对较弱的法律保护环境中,并且呈现出独有的特点。“一股独大”和国有股集中的特定股权结构导致了第二类代理问题严重,中小股东利益易受侵害;以投机者为主的上市公司投资者结构,导致中小投资者处于信息劣势;我国证券市场外部监管外生性,急需上市公司内部化的制度制约。内部控制在保护投资者合法利益、规范证券市场秩序方面起到了不可磨灭的作用,近年来我国一些学者从不同角度对内部控制与投资者权利保护展开了研究。

柳建华和魏明海(2010)认为,公司治理机制可以防止外部投资者权利被公司内部人侵占。张程睿和蓝锦莹(2011)基于上市公司数据研究发现,会计信息质量的提高有助于提高投资者保护水平。杜海霞(2012)、孙光国和李冰惠(2014)分析了内部控制对投资者权利保护的作用路径。北京工商大学“会计与投资者保护”项目组(2014)认为,内部控制是投资者保护过程的一个重要因素。然而,有关内部控制对投资者权利保护的研究多为规范研究,分别检验内部控制对投资者各项权利保护作用的实证研究较少。本文试图梳理内部控制对投资者权利保护的作用路径,分别检验内部控制对投资者知情权、决策权、收益权的保护作用,力图弥补这方面研究的不足。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)理论分析

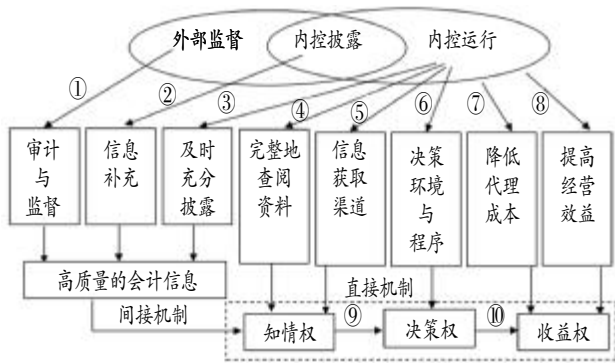
尽管《公司法》赋予股东多项权利,但在投资者权利细分方面,研究人员多从投资者的知情权、决策权、收益权三项基本权利展开研究(孙光国、李冰惠,2014)。众多学者对内部控制对于投资者保护的有用性进行了探讨,

发现内部控制可以有效保护投资者三大权益。杜海霞(2012)认为,内部控制通过内部控制运行、信息披露和内部控制的外部监督三个层面直接实现对投资者的保护,通过保障会计信息质量间接实现对投资者的保护。其中,内部控制信息披露是内部控制运行和内部控制外部监督的共同控制结果。孙光国和李冰惠(2014)认为内部控制对投资者保护的直接传导机制侧重于保障投资者的收益权,它通过约束管理层和控股股东的行为,直接对投资者进行保护;间接传导机制侧重于保护投资者的知情权和决策权,它通过提高财务报告信息质量,间接实现对投资者的保护。

但不同于以上观点,本文认为内部控制不仅可以保障高质量的会计信息间接为投资者提供可靠的信息来源,也可以通过保障查阅资料的完整性以及提供畅通的信息沟通渠道,保障投资者直接获取企业信息;投资者决策权要想顺利实现直接取决于企业决策环境的支持以及投资者知情权的实现;此外,内部控制还可以通过降低代理成本以及提高经营效益直接作用于投资者收益权的实现。详情见下页内部控制与投资者保护作用路径图。

### (二)研究假设

我国投资者人数众多且绝大多数为中小投资者,中小投资者在信息获取、分辨与解读上均处于劣势,更容易被误导和欺诈。其实内部控制对投资者知情权的保护有天然优势。首先,会计信息是投资者获悉公司信息的主要来源,内部控制的目标之一就是合理保证财务报告及信息完整。如图中①、③所示,一方面,根据管理层控制权收益假说,内部人为隐瞒其侵占行为,往往会操纵信息披露,外部监督可以对内部人控制现象进行制衡,提高会计



内部控制与投资者保护作用路径

信息的可靠性;另一方面,内部控制运行可规范企业运作,提高企业会计信息的真实性,保障会计信息能够及时充分披露。其次,如图中②所示,内部控制披露是一种有效的信号传递机制,内部控制相关报告的披露可以帮助投资者评估企业运作,辅助投资者甄别财务报告信息质量。再次,根据《公司法》规定,股东有权查阅、复制公司章程、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议和财务会计报告,股东可以要求查阅公司会计账簿。如图中④所示,内部控制通过实施各项控制活动,可以有效保障上述资料的完整性,为投资者的查阅权提供资料支持。最后,《企业内部控制基本规范》第四十条规定,企业应当将内部控制相关信息与外部投资者之间进行沟通和反馈,如图中⑤所示,这种信息与沟通机制为投资者获取企业信息提供了一条有效渠道。基于已有文献的研究成果和内部控制对投资者知情权的作用路径分析,本文认为,内部控制能够促进投资者知情权的实现。由此,本文提出第一个假设:

H1: 投资者知情权的实现程度与企业内部控制质量存在正相关关系。

内部控制同样能够对投资者的决策权提供保障。首先,从投资者三大基本权利的内在逻辑看,投资者知情权的实现程度决定了投资者能否掌握企业真实、全面的信息(如图中⑨所示)。不管是财务信息还是非财务信息,均具有定价功能和治理功能,能够分别缓解事前和事后的信息不对称,为投资者提供决策相关信息,进而帮助投资者做出正确决策。其次,《企业内部控制基本规范》第十一条规定,企业应当根据国家有关法律法规和企业章程,建立规范的公司治理结构和议事规则,明确决策、执行、监督等方面的职责权限,形成科学有效的职责分工和制衡机制。股东会享有法律法规和企业章程规定的合法权利,依法行使企业经营方针、筹资、投资、利润分配等重大事项的表决权。内部控制运行作为股东行使决策权提供了良好的决策环境和程序支持(如图中⑥所示)。由此,本文提出第二个假设:

H2: 投资者决策权的实现程度与企业内部控制质量

存在正相关关系。

收益权的实现是投资者的直接目标,企业经营效果好坏、经营效率的高低以及企业价值的大小是投资者收益权实现程度的直接体现。有效的内部控制运行,可以有效降低代理成本,提高经营效益。首先,内部控制对企业董事会、监事会、经理层、全体员工的行为作了规定,使他们能够相互制衡,增加了第一类代理问题和第二类代理问题的成本,限制内部人和大股东利益侵占行为,控制道德风险和逆向选择问题,保证企业的经营管理合法合规、资产安全,降低代理成本(杨德明等,2010,如图中⑦所示)。其次,内部控制旨在通过内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、内部监督五要素的有效设计和运行,规范企业运作流程,实现部门间活动的高速连接,提高经营效率和效果,促进企业实现发展战略(如图中⑧所示)。企业经营效率的提高、企业价值的提升无疑会提升市场信心,最终表现为股票价值的增长。基于此,本文提出第三个假设:

H3: 投资者收益权实现程度与企业内部控制质量存在正相关关系。

### 三、研究设计

#### (一)变量选取及度量

1. 变量选取原则。本文将同时可能对投资者基本权利保护和内部控制质量产生影响的变量作为控制变量,将仅可能对投资者基本权利保护有影响但对内部控制质量没有影响的变量作为残差。其中被解释变量为投资者基本权利保护程度,因变量为内部控制质量。本文在参照国内外实证研究的成果上,选取了经营环境、成长性、盈余管理、负债水平、企业规模、所有权、行业作为控制变量,其中经营环境变量取自王小鲁等《中国分省企业经营环境指数2013年报》中的企业经营环境总指数。变量定义及说明详见表1。

#### 2. 变量度量。

(1)投资者基本权利保护程度的度量。投资者保护的度量方面,La Porta et al.(1998)从法律的立法和执行角度构建投资者保护指标,此后国外学者的研究也大都沿着这一思路展开,但这种指标更适用于不同国家间法律层面的对比,在同一国家不同公司间并不适用,也不适合评估公司层面对投资者利益的保护效果。国内学者除采用上述指标外还采用单一变量作为投资者保护水平的虚拟变量。高雷(2007)用上市公司年报的审计意见与会计师事务所类型代替信息披露质量,进而衡量投资者保护效果。刘志远等(2009)以会计盈余质量作为衡量中小投资者保护水平的指标。然而,会计信息质量对投资者利益只是起到间接保护作用,它也只是影响投资者权利保护程度的一个因素,适用这种单一指标存在局限性。也有学者从不同的角度设计出了多种投资者保护水平的评价体

**表 1 变量定义及说明**

变量类型	变量	指标说明
因变量	知情权保护指数 (IRK)	投资者知情权保护程度指数
	决策权保护指数 (IRMD)	投资者决策权保护程度指数
	收益权保护指数 (IU)	投资者收益权保护程度指数
自变量	内部控制质量 (ICQ)	内部控制质量指数
控制变量	经营环境 (BE)	王小鲁等《中国分省企业经营环境指数 2013 年报》企业经营环境总指数
	成长性 (Grow)	营业收入增长率
	盈余管理 (Delist)	0<ROE<1%, 1 分; 反之, 0 分
	负债水平 (Lever)	年末资产负债率
	企业规模 (Size)	总资产对数
	所有权 (Ownership)	国有, 1 分; 民营, 0 分
	行业 (Industry)	根据证监会 2012 年颁布的《上市公司行业分类指引》, 按一类代码分成 18 类, 设 17 个虚拟变量

系,但体系多从总体上计量投资者保护质量。本文旨在研究内部控制对投资者知情权、决策权、收益权三大基本权利的保护效果,分别就三项权利设置了评价指标体系,如表 2、3、4 所示。在计算 IRK、IRMD、IU 指数时,二级指标采用极值处理法无量纲化,一级指标权重通过算术平均法确定。

**表 2 投资者知情权保护程度指标体系**

一级指标	二级指标	三级指标
投资者知情权保护程度指数 (IRK)	治理信息披露	实际控制人
		薪酬披露
		内部控制披露
	财务报告信息披露	详细程度
		披露及时性
		业绩快报
	盈利预测披露	盈利预测
	投资者关系管理	网站或频道
		管理信息
		接待情况

(2) 内部控制质量度量。国外主要利用内部控制缺陷度量内部控制质量,但是无法对其进行量化反映。国内对于内部控制的量化评价主要有“过程观”和“结果观”两种观点。“过程观”支持者认为内部控制仅能够对内部控制目标提供合理保证,而不是绝对保证,这决定了内部控制是一个持续动态的过程管理;“结果观”支持者认为过程导向的评价成本较高,在评价过程中评价人员的主观性较强,结果的可靠性较差,而结果导向的评价指标体

**表 3 投资者决策权保护程度指标体系**

一级指标	二级指标	三级指标
投资者决策权保护程度指数 (IRMD)	治理制度	治理文件
	股东大会责任	基本决策权
		特别表决事项
		累计投票制
		网络投票
	董事会责任	董事会规模
		董事会诚信
		董事会权限
		独立董事比例
	两职兼任	
监事会责任	监事会诚信	
经理层责任	高管诚信	
	高管薪酬	

**表 4 投资者收益权保护程度指标体系**

一级指标	二级指标	三级指标
投资者收益权保护程度指数 (IU)	公司盈利	总资产 EVA
	特殊经济活动	关联方占款率
		担保率
	投资者回报	每股分红比例
		累计分红占比

系成本较低,更加客观,结果的可靠性也相对较高。内部控制质量指标究竟如何设立?本文认为应当基于评价目标进行设立。本文旨在探讨内部控制对于投资者三大权利保护程度的作用力,结果类的评价指标显然更加合适。本文综合“过程观”、“结果观”的评价思路,从战略层面、经营层面、报告层面、合规层面、资产安全层面构建内部控制质量指数 (ICQ)。在计算 ICQ 指数时,二级指标采用极值处理法无量纲化,一、二级指标权重通过算术平均值确定。ICQ 评价指标体系如表 5 所示。

**表 5 ICQ 评价指标体系**

战略层面	经营层面	报告层面	合规层面	资产安全层面
可持续增长率	投资资本回报率	审计意见	罚款额	资产减值损失率
		财务报告更正		资产损失率
风险系数	净利润率		整改处罚	坏账损失率

**(二) 模型设计**

投资者保护是由国家法律、证券监管机构、地方政府、中介组织以及公司共同构建的借以防止外部投资者权利被公司内部人侵占的一系列制度安排。根据前述分析,在参照杨德明等(2010)模型的基础上,本文构建如下模型,其中 Dependent Variable 是一组被解释变量,并采用 SPSS19.0 软件检验本文的研究假设。

$$\text{Dependent Variable}_i = \beta_{1i}\text{ICQ} + \beta_{2i}\text{ICQ} \times \text{BE} + \beta_{3i}\text{BE} + \beta_{4i}\text{Grow} + \beta_{5i}\text{Delist} + \beta_{6i}\text{Lever} + \beta_{7i}\text{Ownership} + \beta_{9i}\text{Industry} + \varepsilon$$

(三)样本选取

本文选取2013年上证A股上市公司为研究对象,剔除金融类、数据不全类样本,最终得到912家样本。本文的资料部分取自于国泰安CSMAR数据库、同花顺IFIND金融数据终端,剩余部分由手工整理来自上海证券交易所、上市公司网站等的公开信息,包括上市公司治理文件、2013年度上市公司内部控制自我评价报告以及审计报告、上市诚信档案等。

四、实证检验与分析

(一)描述性统计分析

1. 自变量的描述性统计分析。本文分别按照省份、证监会行业分类对ICQ指数进行了描述性统计分析,限于篇幅,统计结果不在此详示。从省份平均水平排名看,甘肃省上市公司的ICQ指数平均值最高(0.671),其次为青海省上市公司(0.667),西藏自治区上市公司最低(0.583)。从行业平均水平看,纺织服装业、传播与文化产业的ICQ指数平均值最高(0.678),但由于纺织服装业只有一个样本,偶然性较大,其次为信息技术业(0.659),农、林、牧、渔业最不理想(0.629)。

2. 因变量描述性统计分析。本文对因变量作了描述性统计分析,结果显示:决策权的平均保护程度最高(0.732),其次为知情权(0.728),再次为收益权(0.717)。

(二)相关系数分析

因变量与自变量及控制变量的相关性分析主要结果分别如表6、7、8所示。由分析结果可知,投资者知情权、决策权、收益权保护程度分别与内部控制质量、内部控制质量与经营环境的交叉项、经营环境、成长性、盈余管理水平、公司规模呈正相关关系,与负债水平呈负相关关系。但是投资者知情权保护程度与经营环境、成长性的相关系数,投资者决策权保护程度与经营环境、成长性、负债水平的相关系数,投资者收益权保护程度与经营环境、负债水平的相关系数均较小,相关程度较弱。

表6 IRK与自变量及控制变量相关系数(节选)

	IRK	ICQ	ICQ×BE	BE	Grow	Delist	Lever	Size
相关系数	1	0.251*	0.241*	0.032*	0.044**	0.199*	-0.19**	0.3*
Sig. (双尾)	.	0.000	0.000	0.028	0.094	0.002	0.079	0.000

注:\*\*表示在0.1的水平上显著;\*表示在0.05的水平上显著,下同。

(三)多元回归分析

本文依次对H1、H2、H3进行了多元回归检验,得到回归结果分别如表9、10、11所示。经过分析,可以得到以

表7 IRMD与自变量及控制变量相关系数(节选)

	IRMD	ICQ	ICQ×BE	BE	Grow	Delist	Lever	Size
相关系数	1	0.186*	0.104*	0.032**	0.022**	0.112*	-0.052**	0.147*
Sig. (双尾)	.	0.042	0.038	0.056	0.078	0.000	0.082	0.000

表8 IU与自变量及控制变量相关系数(节选)

	IU	ICQ	ICQ×BE	BE	Grow	Delist	Lever	Size
相关系数	1	0.223*	0.128*	0.034**	0.196*	0.435*	-0.077**	0.207*
Sig. (双尾)	.	0.000	0.000	0.064	0.000	0.000	0.068	0.000

下结论。第一,三个模型的F值分别为19.068、12.365、25.613,说明模型1、2、3整体上都显著,表明变量选取较为合适。三个模型的自变量容忍度均较大,DW值接近2,说明变量之间不存在多重共线性问题,且Sig.值均小于0.05的显著性水平,说明选用线性模型分析是合理的。三个模型修正后的R<sup>2</sup>分别为0.216、0.201、0.361,参照同类研究,结果也较为理想。第二,表9中ICQ系数t检验的显著性水平为0.026,小于0.05的显著性水平,且回归系数为2.809,说明内部控制质量对投资者知情权保护程度有显著的正向影响,假设H1得到验证。第三,表10中ICQ系数t检验的显著性水平为0.044,小于0.05的显著性水平,回归系数为1.754,说明内部控制质量对投资者决策权保护程度有显著的正向影响,假设H2得到验证。第四,表11中ICQ系数t检验的显著性水平为0.034,小于0.05的显著性水平,回归系数为2.272,说明内部控制质量对投资者收益权保护程度同样有显著的正向影响,假设H3得到验证。第五,通过对比ICQ在三个模型中的回归系数发现,在企业内部控制质量相一致的情况下,内部控制质量对投资者知情权、收益权、决策权的保护作用逐渐递减。

表9 IRK与自变量及控制变量多元回归分析(节选)

	非标准化系数		共线性统计量		
	系数B	t	Sig.	容忍度	VIF
ICQ	2.809*	2.233	0.026	0.743	1.346
ICQ×BE	-0.783**	-1.929	0.054	0.551	1.827
BE	0.512**	1.956	0.051	0.664	1.662
Grow	8.728E-6	0.992	0.321	0.981	1.019
Delist	0.017**	1.889	0.059	0.908	1.101
Lever	-1.23E-06	-0.218	0.828	0.973	1.028
Size	0.420*	7.661	0.000	0.786	1.272

注:F值为19.068,R<sup>2</sup>为0.216,Sig.值为0.000,DW值为1.930。

表 10 IRMD与自变量及控制变量多元回归分析(节选)

	非标准化系数		共线性统计量		
	系数B	t	Sig.	容忍度	VIF
ICQ	1.754*	3.533	0.044	0.802	1.078
ICQ×BE	-0.23**	-3.488	0.066	0.792	1.174
BE	1.170**	3.017	0.076	0.601	1.371
Grow	3.92E-06**	2.381	0.081	0.981	1.019
Delist	0.027*	2.645	0.008	0.908	1.101
Lever	-7.80E-07	-0.119	0.906	0.973	1.028
Size	0.261*	3.987	0.000	0.786	1.272

注:F值为12.365,  $\bar{R}^2$ 为0.201, Sig.值为0.001, DW值为1.861。

表 11 IU与自变量及控制变量多元回归分析(节选)

	非标准化系数		共线性统计量		
	系数B	t	Sig.	容忍度	VIF
ICQ	2.272*	4.773	0.034	0.834	1.145
ICQ×BE	0.902**	2.899	0.069	0.798	1.159
BE	0.867**	3.913	0.062	0.701	1.432
Grow	1.73E-05*	7.035	0.000	0.981	1.019
Delist	0.331*	13.345	0.000	0.913	1.096
Lever	-0.224**	-11.407	0.000	0.973	1.028
Size	0.191**	5.955	0.000	0.786	1.272

注:注:F值为25.613,  $\bar{R}^2$ 为0.361, Sig.值为0.000, DW值为1.982。

#### (四)稳健性检验

本文采用替代变量法来对回归模型进行稳定性检验:从国泰安CSMAR数据库中收集2013年度内部控制缺陷及内部控制审计意见类型作为内部控制质量(ICQ)的替代变量,经过检验,回归结果仍然支持H1、H2、H3的假设,鉴于篇幅限制,回归结果不在此列示。

#### 五、结论与建议

对上证A股2013年年度数据研究发现,上市公司内部控制质量与投资者知情权、决策权、收益权均呈现显著正相关关系,即高质量的内部控制能有效提高投资者知情权、决策权、收益权的实现程度。这说明,内部控制可以作为提高信息披露质量、规范决策程序、提高企业效益的有效内部制度安排,为投资者知情、决策、收益活动的参与提供保障。因此,监管部门为保障投资者的三大权利,一方面应当加强对企业内部控制活动的监管,直接提高企业内部控制质量;另一方面,应当规范企业经营管理信息披露,间接规范企业行为。但分别就内部控制质量对投资者知情权、决策权、收益权的相关系数看,内部控制对投资者知情权作用力最大,其次为收益权,最后为决策权。鉴于每项权利内容不同,内部控制作为一种制度安排,势必会在作用侧重方面有所差异。内部控制质量也只

能对三项权利提供部分解释,因此要想全面提高投资者知情权、决策权、收益权的保护程度,还需要对三项权利的其他作用机制进行研究并控制。

本文的主要贡献在于:首先,从我国特殊的制度背景出发,构建了投资者知情权、决策权、收益权以及内部控制质量的评价指标体系,通过量化,突破了以往文献中投资者保护指数以及内部控制质量指数选用单一替代变量的局限;第二,梳理了内部控制对投资者三大权益的作用路径,厘清了内部控制对投资者知情权、决策权、收益权的作用机制;第三,以2013年上市公司数据实证检验了内部控制对投资者三大权利的影响。

本文的局限在于:第一,对投资者三大权利以及内部控制质量进行量化时,指标权重采用算术平均法确定,因条件有限,未按投资者意愿确定指标权重。第二,因本文研究重点是分析内部控制对投资者权利的影响,对控制因素并未给出详细的分析,仅对控制因素进行了简要的检验。

#### 主要参考文献

- 柳建华,魏明海.投资者保护的内涵与分析框架[J].中山大学学报(社会版),2010(3).
- 张程睿,蓝锦莹.信息质量与投资者保护——基于对违规披露公司及其配对样本的比较分析[J].华南师范大学学报(社会科学版),2011(6).
- 杜海霞.内部控制的投资者保护路径研究[J].北京工商大学学报(社会科学版),2012(1).
- 孙光国,李冰惠.内部控制有效性评价理论框架研究[J].财经问题研究,2014(2).
- 中国上市公司内部控制指数研究课题组.中国上市公司内部控制指数研究[J].会计研究,2011(12).
- 中国证券投资者保护基金公司.2013年度中国上市公司投资者保护状况评价报告[R].北京,2014.
- 孙光国,杨金凤,郑文婧.财务报告质量评价:理论框架和发展对策、关键概念、运行机制[J].会计研究,2013(3).
- 李玉霜,尚庆英.中小投资者保护探讨——基于会计信息披露的视角[J].财会通讯,2013(12).
- 杨德明,林斌,任英.内部控制、治理环境与投资者保护[J].证券市场导报,2010(4).
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny. Law and Finance[J]. Journal of Political Economy, 1998(106).
- 高雷,宋顺林.掏空、财富效应与投资者保护——基于上市公司关联担保的经验证据[J].中国会计评论,2007(1).
- 刘志远,李海英.机构持股与中小投资者保护[J].上海金融,2009(3).