

# 内部控制效果、代理成本与投资者利益保护

——基于创业板数据的实证研究

常启军(副教授), 苏 亚

(桂林电子科技大学商学院, 广西桂林 541004)

**【摘要】** 本文以内部控制效果、代理成本与投资者利益保护之间的关系为研究对象,以创业板上市公司的数据为研究样本,通过实证分析的方法探讨了三者之间的作用关系。本文的实证研究结果表明:对于我国创业板中的上市公司而言,理想的内部控制效果和高效的代理效率有利于投资者的利益保护;同时,代理成本是内部控制效果和投资者利益保护的中介变量,三者之间存在传导关系。

**【关键词】** 内部控制效果; 代理成本; 投资者利益保护

## 一、引言

在所有权和经营权“两权”分离之后,“信息不对称”现象的出现导致了一系列代理成本现象的产生,从而对资本市场中的投资者们产生了一定影响,而企业内部控制的实施,正是为了解决保护投资者利益这一问题。所谓内部控制是指企业为实现价值最大化目标而进行的自我调整、约束、规划、评价和控制的过程。通过内部控制信息的披露,相关人员不仅可以了解该企业的财务状况、盈利能力等信息,同时也带来了外部监督的效应。企业内部控制不仅可以有效抑制由于信息不对称引发的管理者和股东之间的代理问题,还可以通过提高代理效率,保护投资者的利益。

自2010年4月《企业内部控制配套指引》发布以来,与内部控制相关的一系列问题受到社会各界的广泛关注,执行内部控制是否能真正起到保护投资者利益的效果成为了学者们的聚焦之点。我国上市公司的内部控制制度正处在一个不断完善的过程中,近年来不断有相关制度改革推陈出新,致力于提高内部控制的效果,通过提高代理效率,以达到保护投资者的目的。然而内部控制效果、代理成本与投资者利益保护之间具体存在怎样的联系,这个问题在我国还没有直接的经验证据可以说明。本文将通过实证研究的方法来探讨内部控制效果、代理成本与投资者利益保护的相互作用关系,旨在为我国上市公司内部控制建设的继续完善提供相关的经验证据,并为保护投资者的切身利益提供一定的指导意见。

## 二、文献回顾与研究假设

由于内部控制在企业和市场中的重要作用,与其相关的问题研究已经引起世界各国的高度重视。近年来,学术界对于内部控制与代理成本的研究已经取得了一定成

果。Doyle(2007)通过实证研究的方法考察了内部控制与第一类代理成本的关系:内部控制效果的好坏直接制约着经理人的行为,在内部控制效果不理想的情况下,企业经理人更易越位产生机会主义行为,增加代理成本,并导致公司财务信息质量的下降。杨玉凤等(2007)通过实证研究的方法分别指出了内部控制对显性代理成本和隐性代理成本的抑制作用:内部控制对显性代理成本抑制作用不显著,对隐性代理成本有明显抑制作用,对显性代理成本和隐性代理成本具有综合抑制作用。Lopes和Alenca(2008)基于巴西上市公司的年度财务报告数据,证实了上市公司信息披露质量的提高能够降低权益资本成本,且这种负相关关系在证券分析师覆盖度较小且股权集中度低的企业中更加明显。

毛洁(2012)在研究创业板上市公司数据的基础上,明确了内部控制、财务杠杆对代理成本的影响:内部控制质量的提高与经理人与股东之间的代理成本呈现显性负相关。张颖(2013)的研究结果表明内部控制信息披露对显性代理成本没有显著的抑制作用;内部控制信息披露质量与总资产周转率呈显著正相关关系,说明内部控制信息披露对隐性代理成本有抑制作用。杨丹(2013)利用A股制造业上市公司的数据研究了内部控制与代理成本的关系:高透明度的内部控制信息能更好地约束管理层,并防止控股股东的非经营性资金占用,从而起到抑制代理成本的作用。

对于内部控制效果与投资者利益保护的问题,现有的研究内容较为有限,但也取得了一些成就。张先治、张晓东(2004)站在投资者的角度,通过实证研究的方法证实了投资者对上市公司内部控制效果的提升有着较强的需求,企业必须重视投资者对内部控制的需求,加强内部

控制的建设与完善。DeFond和Francis(2005)研究了不同内部控制缺陷的披露对不同类型股东的影响,其研究结果显示,与大投资者相比,中小投资者可以从企业内部控制重大缺陷的披露中获得更多的收益。郑石桥、张盛(2009)利用深圳证券交易所中小企业板的上市公司的相关数据,研究了内部控制的建设与中小投资者利益保护的内容,其结果显示,两权分离有助于促进内部控制对中小投资者利益的保护。

黄娟、李奇丽(2013)通过检验不同样本的内部控制信息披露质量对投资者利益保护的作用,用实证研究的方法证实了高质量的内部控制信息披露不仅有利于保护投资者利益,还能有效弥补披露延迟给投资者带来的损失。孙光国、李冰慧(2014)通过分析内部控制对投资者利益保护的传导机制,得出了内部控制可以通过提高财务报告质量从而起到保护投资者作用的结论,并在此理论支撑的基础上建立了基于投资者利益保护视角的评价内部控制有效性的理论框架,从而为企业完善内部控制的建设提供了新的思路。

基于国内外的研究现状和目前的理论成果可以看出,内部控制效果与代理成本呈负相关的关系,并可以起到保护投资者利益的作用。但目前学术界对于内部控制效果、代理成本与投资者利益保护间具体作用关系的研究尚是空白。因此本文将针对该问题采用实证研究的方法讨论三者间的具体关系和作用机理,以便为我国上市公司内部控制的进一步完善提供相关经验证据,并为更好地保护投资者利益提供一定的指导意见。基于上述分析回顾,本文提出以下3个假设来探讨内部控制效果、代理成本与投资者利益保护之间的具体关系,研究假设如下:

H1:内部控制效果的提升能起到保护投资者利益的作用。

H2:内部控制效果的提升能起到抑制代理成本的作用。

H3:代理成本是内部控制效果与投资者利益保护的中介变量,三者之间存在传导关系。

### 三、研究设计

#### (一)变量设计

**1. 解释变量:内部控制效果的度量。**所谓内部控制是指企业为实现价值最大化的目标,在企业内部进行自我调整、约束、规划、评价和控制的一系列方法、手段及措施的总称。而衡量内部控制的效果就是对企业内部控制的完整性、合理性、科学性和有效性进行一个全方位的评价,同时,它也是企业管理者和监管者经营企业和保护投资者利益而进行的重要工作之一。

(1)目标导向法。目前学术界对内部控制效果的衡量办法主要分为三种:一是根据企业自愿披露的信息对内

部控制效果进行一个简单的衡量;二是基于控制环境、控制活动、风险评估、信息与沟通、监督,即内部控制五要素分别提出具体的衡量指标,赋以权重,从而求得综合评价指数;三是利用目标导向法,即从内部控制目标的实现程度来衡量内部控制效果的方法。本文认为,直接考察内部控制目标的完成情况能最直观地反映内部控制效果的优劣,故选取目标导向法,并结合内部控制的战略目标、经营目标、报告目标、合规目标、资产安全目标的具体要求,分别设置相应指标。

①战略目标。作为最高层次的目标在很大程度上会受到外部宏观环境因素的影响,而内部控制则可以通过优化组织结构和资源配置等方式来帮助企业战略目标的达成。本文拟从以下三个方面对其实现程度加以衡量:首先,战略目标实现的前提即企业具备一定的能力,故通过可持续增长率预测下一年度的销售增长情况来判断企业的发展前景;其次,公司治理结构方面经营权和所有权的分离程度也与战略目标的实现息息相关,因而本文采用两权分离度对其加以度量;最后,企业所面临的各类风险水平在很大程度上也影响着企业的发展,本文则通过综合杠杆系数对其进行衡量。

②经营目标。企业经营目标的达成是其内部控制理想效果的最直接体现,而经营目标实现程度的度量则可以从经营效率和经营效果两方面入手。企业的经营效果的好坏集中体现在其盈利能力上,本文选取净资产收益率来衡量股东权益的收益水平和企业运用自有资本的效率。而企业经营效率的高低不仅体现在管理者通过日常经营获取利润的能力上,还表现为企业资产的周转速度和变现能力,故本文分别通过营业利润率和总资产周转率对企业的经营效率进行考察。

③报告目标。内部控制的报告目标旨在保证信息披露的真实性、可靠性和完整性,本文将站在内部控制信息披露的角度对其实现程度加以度量。所谓内部控制信息披露是指管理当局根据一定的标准,定期地对本公司的内部控制设计和执行情况进行自我评价,并将评价结果用报告的形式披露给外部信息使用者的过程,它是对财务报告披露的补充,有助于管理者提高内部控制意识,帮助投资者判断企业财务报告的可靠性、做出正确的投资决策。据此,本文选取是否披露内控评价报告、是否披露内部控制审计报告、是否披露内部控制存在缺陷这3个指标来衡量报告目标的实现程度。

④合规目标。合规目标旨在确保企业内部控制制度与国家相关法律法规的一致性和设计上的完整、合理性,以便其在企业未来的发展过程中得到有效的贯彻执行并发挥作用。作为市场经济活动的主要参与者,企业遵守国家法律法规是保证市场经济健康发展的基本条件,除了政府机构和第三方审计等外部监督力量外,内部控

制作为企业内在的监督力量对于保障其合法经营同样不可或缺。本文通过考察企业是否存在违规、处罚的总金额、高管的法律意识这三点对企业合规目标的实现程度进行判断。

⑤资产安全目标。资产安全目标是指企业通过实施内部控制,保证其拥有或控制的资产在生产经营、对外投资的过程中正常运转,避免减值、毁损、侵占、挪用的发生,在维持资产良好流动状况的同时,又使其能够在一定程度上有所增值。两权分离后产生的代理、寻租问题容易引起企业资产的挥霍、滥用,因此资产安全问题必须得到重视。首先,本文将通过资产减值损失占营业收入的比重来衡量收入受非经营性资产损失的影响;其次,采用资产保值增值率来反映企业资产保值增值的实际完成情况;最后,利用流动比率考察资金的流动性,用以判断企业是否有充足的偿债能力保障资产的安全。

**表 1 内部控制效果的变量定义表**

目标	变量名称	变量符号	变量定义
战略目标	可持续增长率	SGR	销售净利率×总资产周转率×利润留存率×权益乘数
	两权分离度	S2R	经营权和所有权的分离程度
	综合杠杆	TL	净利润变化率/主营业务收入变化率
经营目标	营业利润率	OPR	营业利润/全部业务收入
	净资产收益率	ROE	税后利润/所有者权益
	总资产周转率	TAT	营业收入/总资产
报告目标	是否披露内控评价报告	DER	是取1,否取0
	是否披露内控审计报告	DAR	是取1,否取0
	内部控制是否存在缺陷	DW	是取1,否取0
合规目标	是否违规	WF	是取0,否取-1
	处罚金额	PA	罚金的自然对数
	高管法律意识	ELS	高管未违规取0,违规取-1
资产安全目标	资产减值损失占营业收入的比重	ILIR	资产减值损失/营业收入
	资本保值增值率	AVR	期末所有者权益/期初所有者权益
	流动比率	LR	流动资产合计/流动负债合计

(2)层次分析法。在确定内部控制效果评价的具体指标后,由于各指标的重要性不同,因而需要对每个指标赋予相应的权重,本文将采用层次分析法并结合专家意见予以确定。层次分析法是一种定性、定量相结合的,具有系统化、层次化特点的分析方法,因而能避免单一定性判断所带来的缺陷。具体做法是先确定各子目标对内部控制效果的贡献程度,通过目标间的两两对比构造判断矩阵,而后计算判断矩阵的特征向量和该向量所对应的最大特征根及一致性比率并做出判断,从而得到各子目标的权重。继而用相同的方法计算各目标所包含的具体变量的权重,在指标具体数值和权重已知的情况下,经计算便可得到内部控制效果变量的最终取值。权重计算过程

及结果具体如表2、表3及表4。

**表 2 判断矩阵A及其一致性检验**

目标	战略目标	经营目标	报告目标	合规目标	资产安全目标	特征向量Wi
战略目标	1	1/3	1/5	1/3	1/2	0.064 1
经营目标	3	1	1/3	4	3	0.267 6
报告目标	5	3	1	3	3	0.415 5
合规目标	3	1/4	1/3	1	2	0.148 1
资产安全目标	2	1/3	1/3	1/2	1	0.104 8
随机一致性比率CI	0.072 9<0.1				最大特征根λmax	5.326 6

**表 3 判断矩阵B1及其一致性检验**

战略目标	可持续增长率	两权分离度	财务杠杆系数	特征向量Wi
可持续增长率	1	5	3	0.633 3
两权分离度	1/5	1	1/3	0.106 2
综合杠杆	1/3	3	1	0.260 5
一致性比率CI	0.037 2<0.1		最大特征根λmax	3.038 7

注:由于篇幅限制在此仅列示以上两个判断矩阵及其一致性检验。

**表 4 内部控制效果具体指标的权重**

内控效果目标	变量名称	权重
战略目标	可持续增长率	0.040 6
	两权分离度	0.006 8
	综合杠杆	0.016 7
经营目标	营业利润率	0.169 5
	净资产收益率	0.069 7
	总资产周转率	0.028 4
报告目标	是否披露内控评价报告	0.108 2
	是否披露内控审计报告	0.044 1
	内部控制是否存在缺陷	0.263 1
合规目标	是否违规	0.024 3
	处罚金额	0.079 8
	高管法律意识	0.044 0
资产安全目标	资产减值损失占营业收入的比重	0.066 4
	资本保值增值率	0.027 3
	流动比率	0.011 1

2. 被解释变量:投资者利益保护的度量。投资者利益保护是指为保证投资者享有公平的投资机会和公开的市场信息,通过行业监管和政策执行等手段来降低投资风险,以保证投资者利益得到充分保护的制度性安排和集体性行为。证券市场参与者做出投资行为决策的主要考察标准是企业能否给其带来超过市场平均收益水平的投资回报,而每股收益正是投资者衡量企业是否具有投资价值的重要参考指标之一,它不仅可以用以衡量企业的经营成果和其为投资者创造的财富的能力,还可以用以判断

管理者是否很好地履行了代理职责,也是考察投资者利益是否得到保护的重要标志,因此本文选取该指标来反映投资者利益保护的状况。

3. 待验证中介变量:代理成本的度量。资产所有权与使用权的分离产生了委托代理关系,从而使企业中出现了代理成本,它是指股东与经理人之间订立、管理、实施合同的全部费用。

在企业中由于管理者努力工作所带来的收益必须在自身与其他所有者之间进行分享,所以现实中经理层就容易产生把公司资源转变为个人收益的动机,从而产生了股东和经理层之间的利益冲突,并形成了代理成本。目前,度量代理成本的方法主要有四种:一是采用权益市账比;二是采用管理费用率、营业费用率和总资产周转率;三是采用资产费用率;四是采用管理费用率。参考以往学者的研究,本文选取管理费用率来衡量代理成本的大小,用以观察其是否是内部控制效果与投资者利益保护的中介变量。

4. 控制变量的度量。为了控制其他因素对研究数据的干扰,本文选取以下3个指标作为控制变量,如表5所示。具体内容如下:①公司规模,采用总资产的自然对数来衡量;②资本结构,采用资产负债率来衡量;③实际控制人性质,国有企业取1,非国有企业取0。

表5 变量汇总表

变量名称	变量符号	变量定义
内部控制效果	ICE	利用本文所述方法计算得到
每股收益	EPS	归属于普通股股东的当期净利润/发行在外普通股的加权平均数
管理费用率	OER	管理费用/主营业务收入
公司规模	LNA	总资产的自然对数
资产负债率	ALR	资产负债率=负债总额/资产总额
实际控制人性质	CSC	国有企业取1,非国有企业取0

## (二)模型设计

模型设计如下:

$$EPS=a_1ICE+a_2LNA+a_3ALR+a_4CSC+\varepsilon \quad (1)$$

$$OER=a_1ICE+a_2LNA+a_3ALR+a_4CSC+\varepsilon \quad (2)$$

$$EPS=a_1ICE+a_2OER+a_3LNA+a_4ALR+a_5CSC+\varepsilon \quad (3)$$

说明:在(1)式中,若 $a_1$ 为正,则说明假设H1通过;在(2)式中,若 $a_1$ 为负,则说明假设H2通过;若 $a_1$ 在(3)式中的值小于其在(1)式中的值,则说明假设H3通过。

## (三)样本选取与数据来源

本文以2012~2014年创业板的上市公司为研究对象,通过搜集上市公司年报和国泰安数据库的方式获取二手资料,以此作为初始研究样本。初始数据筛选如下:①剔除ST、PT类公司;②剔除数据缺失的样本;③剔除金融类公司。本文采用的数据处理软件为SPSS以及STATA。

## 四、实证检验

### (一)描述性统计

1. 具体指标的描述性统计。如表6所示,其中两权分离度和流动比率两项指标的标准差明显高于其他变量,分别为6.018 062和4.989 268,说明我国创业板企业经营权和所有权的分离程度差距较大、企业的短期偿债能力参差不齐。净资产收益率的极大值为0.723 281,极小值为-0.272 861,标准差为0.117 560,以上数据显示受个别公司影响,样本企业盈利能力的极值差距较大,但平均盈利水平和标准差较为适中,说明就整体而言创业板企业对资产的利用效率并未存在很大差距。选取的样本都披露了内控评价报告,但在内部控制评价报告和内部控制缺陷的披露方面有所差异:超过94%的样本企业的披露数据显示其内部控制不存在缺陷;相对于内部控制评价报告而言,内部控制审计报告的披露情况不是很理想,只有54%的样本企业披露了内部控制审计报告。在企业的合规性方面,约25%的样本企业出现了违法行为,8%的企业高管的法律意识还有待提高。资产减值损失占营业收入的比重指标的标准差为0.039 806,表明创业板企业在非经营性损失方面的差异不大,且均值为-0.016 329,说明创业板企业存在资产减值后冲回的现象。

表6 内部控制效果具体指标的描述性统计

变量名称	N	极小值	极大值	均值	标准差
可持续增长率	139	-0.240 533	0.394 371	0.056 569	0.065 150
两权分离度	139	0.516 700	22.943 600	9.666 884	6.018 062
综合杠杆	139	-2.372 801	-0.547 590	-1.231 763	0.432 972
营业利润率	139	-0.755 336	0.532 240	0.148 866	0.156 433
净资产收益率	139	-0.272 861	0.723 281	0.109 257	0.117 560
总资产周转率	139	0.018 150	1.804 250	0.590 244	0.343 417
是否披露内控评价报告	139	1.000 000	1.000 000	1.000 000	0.000 000
是否披露内控审计报告	139	0.000 000	1.000 000	0.546 762 5	0.499 608
内部控制是否存在缺陷	139	0.000 000	1.000 000	0.057 553 9	0.233 740
是否违规	139	-1.000 000	0.000 000	-0.251 798 5	0.435 615
处罚金额	139	-1.403 865	0.000 000	-0.086 926 6	0.315 263
高管法律意识	139	-1.000 000	0.000 000	-0.079 136 6	0.270 928
资产减值损失占营业收入的比重	139	-0.417 053	0.000 619	-0.016 329 4	0.039 806
资本保值增值率	139	0.720 155	3.497 015	1.210 294 1	0.383 294
流动比率	139	1.510 238	18.052 842	6.258 397 9	4.989 268
有效的N(列表状态)	139				

2. 待回归变量的描述性统计。研究模型中待回归变量的描述性统计如表7所示。其中,内部控制效果变量的极大值为0.661 702,极小值为0.070 794,标准差为0.108 773,

说明内部控制效果水平不一,在创业板企业之间确实存在着一定差异。每股收益指标不仅出现了负值,且标准差较大,达到了0.513 985,说明样本企业中部分股东在承担亏损,创业板企业的获利水平并不稳定,且投资风险较大。管理费用率的极大值为0.616 301,极小值为0.029 904,标准差为0.094 462,说明由股东与管理者利益冲突所引发的代理成本在我国创业板企业之间的极值差距较大,但整体上与代理成本的平均水平的差异不大,样本数据的离散程度较低。控制变量中,实质控制人性指标的均值为0.014 388,这说明我国创业板中的国有企业仅为少数,非企业单位占了较大的比重。资产的自然对数的标准差达到0.563 095,说明企业规模指标在创业板中存在很大差异。与之相比,资产负债率的标准差较低,说明样本数据的稳定性较好,创业板的资本结构较为一致。

表7 待回归变量的描述性统计

变量名称	N	极小值	极大值	均值	标准差
内部控制效果	139	0.070 794	0.661 702	0.329 414	0.108 773
每股收益	139	-0.700 000	2.820 000	0.537 892	0.513 985
管理费用率	139	0.029 904	0.616 301	0.145 341	0.094 462
公司规模	139	19.384 454	22.234 568	20.855 429	0.563 095
资产负债率	139	0.011 030	0.764 110	0.213 808	0.140 467
实际控制人性质	139	0.000 000	1.000 000	0.014 388	0.119 516

(二)相关性分析

研究模型中变量的相关性分析如表8所示。

表8 变量的相关性分析

		ICE	EPS	OER	LNA	ALR	CSC
ICE	Pearson相关性	1	0.338**	-0.018*	-0.210*	-0.450**	0.000
	显著性(双侧)		0.000	0.034	0.013	0.000	0.999
EPS	Pearson相关性	0.338**	1	-0.200*	-0.077	-0.098	-0.016
	显著性(双侧)	0.000		0.018	0.366	0.253	0.852
OER	Pearson相关性	-0.018*	-0.200*	1	-0.291**	-0.311**	0.174*
	显著性(双侧)	0.034	0.018		0.001	0.000	0.040
LNA	Pearson相关性	-0.210*	-0.077	-0.291**	1	0.296**	0.185*
	显著性(双侧)	0.013	0.366	0.001		0.000	0.029
ALR	Pearson相关性	-0.450**	-0.098	-0.311**	0.296**	1**	-0.052
	显著性(双侧)	0.000	0.253	0.000	0.000		0.544
CSC	Pearson相关性	0.000	-0.016	0.174*	0.185*	-0.052	1
	显著性(双侧)	0.999	0.852	0.040	0.029	0.544	

注:\*\*表示在0.01水平(双侧)上显著相关,\*表示在0.05水平(双侧)上显著相关。

通过Pearson相关系数可知:内部控制效果与每股收益和管理费用率分别在0.01和0.05的显著性水平上呈现正相关和负相关,说明内部控制效果越好投资者的每股收益越高,而管理者和股东之间产生的代理成本越低。管理费用率与每股收益在0.05的显著性水平上显著负相关,这表明对于创业板上市公司来说,代理成本是影响投

资者利益的一大制约因素,即代理成本的产生有碍于投资者分享企业利润。一般情况下,企业规模越大,其内部控制效果往往越好,但样本数据的企业规模指标与内部控制效果指标的相关系数为负,且通过了0.05的显著性检验,说明对于门槛低、风险大的创业板企业来说,企业的规模越大,内部控制越难以发挥应有的作用。样本企业的资产负债率与内部控制效果在0.01的显著性水平上显著正相关,与每股收益负相关但并不显著,这表明资本结构与内部控制效果息息相关,债务筹资方式存在一定风险,会影响内部控制的实施效果,并给投资人带来收益不确定的影响。除此之外,变量间虽然表现出相关性,但相关系数数值偏低,故可以认为多元回归中不存在多重共线性的问题。以上分析说明,主要研究变量间的相关关系与研究假设基本吻合,初步论证了研究假设的合理性。

(三)回归分析

1. 内部控制效果与投资者利益保护的多元回归分析。内部控制效果与投资者利益保护的多元回归分析如表9所示。

表9 内部控制效果与投资者利益保护的多元回归分析

模型1	非标准化系数		标准系数	t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	试用版			容差	VIF
(常量)	0.296	1.663		0.178	0.859		
内部控制效果	1.731	0.431	0.366	4.017	0.000	0.791	1.264
公司规模	-0.018	0.080	-0.020	-0.232	0.817	0.866	1.155
资产负债率	0.266	0.343	0.073	0.775	0.440	0.747	1.339
实际控制人性质	-0.037	0.357	-0.009	-0.103	0.918	0.953	1.049
R <sup>2</sup>	0.344	调整R <sup>2</sup>	0.092	方差分析的F值	4.499	F检验的P值	0.002

因变量:每股收益

通过方差分析得到该模型的显著性p值为0.000小于显著性水平0.05,表明该模型整体上非常显著。VIF膨胀因子小于10,容忍度大于0.1,说明此时不存在共线性问题。由回归分析结果得知:内部控制效果与每股收益显著正相关,并通过了0.01的显著性检验,具有显著的统计学意义,由此说明了理想的内部控制有利于提高投资者收益,从而保障了投资者的利益,由二者之间的系数可知,内部控制效果每提升一个单位,都会引起每股收益产生1.731倍的正向变动。综上所述,H1成立。

2. 内部控制效果与代理成本的多元回归分析。内部控制效果与代理成本的多元回归分析如表10所示。

由表10可知,方差分析的F检验的P值接近于0且F较大,说明该模型在整体上具有显著的统计意义。VIF膨胀因子均在10以下,容忍度在0.1以上,说明共线性问题不存在。通过观察回归分析结果,内部控制效果和管理费用率在0.05的显著性水平上显著负相关,系数为-0.151,

说明内部控制效果每提升1%,就会抑制0.151%的代理成本,从而提高企业的管理效率。这意味着对于创业板来说,企业可以通过实施内部控制,降低信息不对称的程度,增强企业和股东对管理者的监督能力,提高委托代理效率,从而达到降低代理成本的目的。同时,公司规模、资产负债率与管理费用率显著负相关,并通过了0.01的显著性检验,说明企业资产规模的扩张和财务风险的上升,会增加管理者和股东之间的代理成本,不利于企业发展。实质控制人性质与管理费用率在0.01的显著性水平上显著正相关,说明创业板企业的代理问题更为严重,相关企业必须把提高代理效率这一问题提上日程。综上所述,H2成立。

表10 内部控制效果与代理成本的多元回归分析

模型2	非标准化系数		标准系数		t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	试用版				容差	VIF
(常量)	1.211	0.290			4.178	0.000		
内部控制效果	-0.151	0.075	-0.174		-2.012	0.046	0.791	1.264
公司规模	-0.047	0.014	-0.279		-3.374	0.001	0.866	1.155
资产负债率	-0.199	0.060	-0.296		-3.330	0.001	0.747	1.339
实际控制人性质	0.166	0.062	0.211		2.672	0.008	0.953	1.049
R <sup>2</sup>	0.207	调整R <sup>2</sup>	0.183	方差分析的F值	8.749	F检验的P值	0.000	

因变量:管理费用率

3. 代理成本与投资者利益保护的多元回归分析。代理成本与投资者利益保护的多元回归分析如表11所示。

表11 代理成本与投资者利益保护的多元回归分析

模型3	非标准化系数		标准系数		t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	试用版				容差	VIF
(常量)	1.864	1.729			1.078	0.283		
内部控制效果	1.536	0.428	0.325		3.590	0.000	0.768	1.303
管理费用率	-1.294	0.485	-0.238		-2.671	0.009	0.793	1.261
公司规模	-0.079	0.081	-0.087		-0.975	0.331	0.798	1.253
资产负债率	0.008	0.349	0.002		0.023	0.982	0.690	1.450
实际控制人性质	0.179	0.359	0.042		0.498	0.619	0.905	1.105
R <sup>2</sup>	0.404	调整R <sup>2</sup>	0.132	方差分析的F值	5.19	F检验的P值	0.000	

因变量:每股收益

由方差分析的F值和P值均可判断出模型3的整体非常显著,有很好的统计学意义,且调整R方(0.132)比模型1(0.092)中略有上升,说明加入代理成本变量后,多元回归模型的拟合程度有所提高。VIF膨胀因子低于10,容忍度高于0.1,说明该模型同样不存在共线性问题。根据中介效应原理,如果解释变量通过某变量来影响被解释变量,

则称该变量为解释变量和被解释变量的中介变量。就本文而言,若要证明代理成本是内部控制效果和投资者利益保护的中介变量(即证明假设H3是成立)则需检验模型3中的内部控制效果的回归系数( $a_1$ )是否小于模型1中相应的回归系数( $a_1$ )。

由多元回归分析结果可以看出,加入管理费用率后,内部控制效果的回归系数从模型1中的1.731变为模型3中的1.536,显而易见,内部控制效果变量在模型1中的影响大于在模型3中的影响,说明加入代理成本变量后内部控制效果每变动一个单位对投资者利益保护的影响幅度下降了,由此验证了假设H3的正确性,即代理成本是内部控制效果和投资者利益保护的中介变量,三者之间具有传导作用。并且在该模型中内部控制效果和代理成本变量的系数均通过了0.01的显著性检验,再次验证了H1、H2的正确性。

## 五、研究结论与局限性

### (一)研究结论

本文通过实证研究的方法对内部控制效果、代理成本和投资者利益保护之间的关系进行了讨论。在分析2012~2014创业板上市公司数据的基础之上,验证了内部控制效果对投资者利益保护的促进作用和对代理成本的抑制作用,以及代理成本是内部控制效果与投资者利益保护的中介变量的正确性。除此之外,本文还发现对于创业板而言,企业规模的扩张并不一定利于内部控制发挥作用,同时还有可能进一步引发更严重的代理问题,有碍于企业的发展。同时研究还发现,创业板中的代理问题在国有企业中表现更为严重,相关企业管理层务必重视提高代理效率这一问题,进一步提高内部控制的效果,维护投资人的利益。

### (二)局限性

代理变量选择方面,本文在设计目标导向型的内部控制效果变量时,每种目标下面只选取了3个主要的代理变量,不能全面反映内部控制效果的各个方面;在衡量代理成本时,只使用了管理费用率来代表管理者和股东之间的代理成本,没有考虑大、小股东之间等其他方面产生的代理成本;每股收益指标也并不能够完全代表投资者利益的所有方面,例如投资者决策权的行使就无法通过每股收益这指标来表达;在数据选取方面,本文只选取了2012~2014年创业板上市公司的数据作为样本,未能全面反映各行各业的具体情况,数据缺乏整体代表性。笔者相信,在未来的研究中一定会弥补以上不足。

### 主要参考文献

- 孙文娟.内部控制信息披露与盈余质量的关系研究[J].财会月刊,2011(15).
- 毛洁.内部控制、资本结构与代理成本——基于创业板上市公司的实证研究[J].财会通讯,2012(6).