

# 外部监管与内部控制缺陷修复

——基于分析师跟踪与机构投资者双重视角

林钟高(博士生导师), 赵孝颖

**【摘要】** 在众多的外部监管机制中,选择分析师跟踪与机构投资者两种特殊的机制作为研究对象,分析考察它们如何作用于企业内部控制缺陷的修复及其不同背景的独立董事在其中发挥的调节作用。研究发现:分析师跟踪人数越多,越有利于内部控制缺陷的修复,而且分析师跟踪对内部控制缺陷修复的正向影响在机构投资者持股比例较多的公司中更明显。进一步按照独立董事背景分组后发现,在有财会、经济、法律背景的独立董事的上市公司中,机构投资者持股与分析师跟踪对内部控制缺陷修复的作用更明显。研究表明,内部控制缺陷修复既是企业自我完善的行为,同时有效的外部监管机制也是促进企业内部控制缺陷修复行为的重要力量,既要培育企业修复缺陷的行为自觉,更要发挥好外部机制的监管作用,内外互动融合,才能真正让内部控制成为企业基业长青的基石。

**【关键词】** 内部控制缺陷修复; 分析师跟踪; 机构投资者; 独立董事背景; 外部监督

**【中图分类号】** F234      **【文献标识码】** A      **【文章编号】** 1004-0994(2019)02-0012-10

## 一、引言

从治理机制和信号传递角度看,内部控制具有提高企业绩效、甄别投资机会、降低融资成本、防范财务风险等积极作用<sup>[1,2]</sup>。但是,一旦内部控制存在缺陷特别是重大缺陷,意味着企业免疫系统具有潜在的风险,企业的利益相关者和资本市场会迅速做出负面回应,从而造成一系列不利于企业持续发展的经济后果<sup>[3,4]</sup>。可见,内部控制缺陷会给企业带来外部环境的不确定性和内部不稳定因素,影响到企业的各个层面,但是内部控制缺陷修复后会降低这些不确定风险<sup>[5]</sup>。尽管有不少研究内部控制缺陷的文献,但是基本还是研究内部控制缺陷产生的影响及其修复的经济后果,较少有文献研究影响内部控制缺陷修复的动因及其促进因素<sup>[6]</sup>,尤其是对于作为新兴市场监管力量的分析师和机构投资者在促进内部控制缺陷修复中的作用机理与效应方面,

尚缺少应有的研究与重视,这为本文提供了研究契机。

在信息不对称的资本市场环境下,作为上市公司与投资者之间的信息中介,分析师能够发挥缓解信息不对称的作用,在盈余管理、审计费用、信息披露、股价波动、公司治理等方面已经或者正在产生重要影响<sup>[7,8]</sup>,但是鲜有文献研究分析师对内部控制缺陷修复的影响。与此同时,机构投资者与分析师作为资本市场上外部监管者的代表,两者的相关性也受到了学者们的关注:黄永安、曾小青<sup>[9]</sup>研究认为,机构投资者持股比例越高,越能吸引分析师跟踪研究;林钟高、杨雨馨<sup>[10]</sup>研究发现,分析师跟踪对不同类型的机构投资者持股决策产生的正向影响各有差异,分析师与机构投资者持股两者存在相互影响的关系。尽管有少量文献关注了机构投资者对内部控制缺陷的影响<sup>[11]</sup>,但是机构投资者如何影响企业内部控制缺陷修复,尤其是分析师与机构投资者的相

**【基金项目】** 国家自然科学基金项目(项目编号:71572002;71272220)

互关联如何共同作用于缺陷的修复,目前鲜有研究,本文拟在这些方面有所突破。

内部控制缺陷修复作为企业自我完善的行为,除受到外部监管机制的作用之外,还有赖于企业内部监管作用的发挥。尚兆燕、扈唤<sup>[12]</sup>研究发现,独立董事主动辞职的公司存在内部控制重大缺陷的概率较高。孙文娟<sup>[13]</sup>发现独立董事所占人数比例与内部控制质量正相关。张先治等<sup>[14]</sup>研究发现,独立董事的独立性能够对内部控制缺陷的改善起到促进和监督作用。那么,在分析师与机构投资者作为外部监督力量联合促进企业内部控制缺陷修复的同时,作为企业内部控制重要监督力量的独立董事究竟对内部控制缺陷修复产生了怎样的影响?特别是在外部监管机制的作用下,应该如何看待内外部因素联合作用对内部控制缺陷修复的影响?这是一个更符合我国内部控制现状的研究课题。本文将根据内部控制的目标,基于独立董事背景进一步研究独立董事、分析师跟踪与机构投资者的联合作用对企业内部控制缺陷修复的影响。

基于以上分析,本文以我国A股上市公司为样本,理论分析与实证检验分析师与机构投资者对内部控制缺陷修复的影响及其独立董事在其中的调节作用。本文的研究贡献在于:通过构建外部监管机制(分析师跟踪与机构投资者)与内部治理机制(独立董事)的互动框架,为企业内部控制建设与质量的提升提供共生融合理论,既为企业的外部监管体系完善与外部监督机构作用的发挥提供经验证据,也为企业内部治理机制监管价值的提升提供参考,从而形成一个持续改进内部控制制度设计和执行质量的监管网络,真正发挥内部控制风险免疫系统的作用,实现企业基业长青。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)分析师追踪与内部控制缺陷修复

财务分析师在资本市场上越来越能够有效发挥信息中介和作为公司外部治理机制的作用<sup>[15]</sup>。分析师如何通过这些作用影响内部控制缺陷修复呢?本文将从会计信息质量和公司治理角度予以分析。

从会计信息质量角度看,分析师通过各种渠道和手段获得企业的私有信息和公开信息,对这些信息进行整理、加工,对外出具公司盈余预测和股票评级等信息,对会计信息质量产生影响,一旦内部控制存在缺陷,企业的会计信息就会受到质疑,而管理层

迫于资本市场投资者的监督,会积极应对并修复内部控制缺陷。Lang等<sup>[16]</sup>发现分析师跟进数量的多少暗示着公司信息环境的丰富程度,分析师跟进数量越多意味着公司信息不对称程度越低。公司披露的信息是分析师的主要信息来源和分析依据,大量研究表明公司会计信息透明度和质量水平越高,分析师通过其他方式和渠道获取私有信息的成本就会越低,越能够吸引更多的分析师加入跟踪行列<sup>[17]</sup>。但Rice等<sup>[18]</sup>研究发现,企业管理层在内部控制信息披露中存在机会主义行为,因为管理层把对自己有利的私有信息传递给市场,且对市场隐藏对自己不利的私有信息。然而分析师跟踪行为对管理层的行为起着放大作用,分析师通过向资本市场发布信息,使得除管理层以外的预期使用者能够及时获取上市公司信息并监督上市公司管理层的会计信息报告行为,以达到改善上市公司投资者决策信息质量的目的<sup>[19]</sup>。董望等<sup>[11]</sup>研究发现,内部控制质量水平越高的公司,分析师盈余预测精确度越高。因此,内部控制的有效性是会计信息披露质量的基础保障,与分析师进行信息解读与预测密切相关。一旦内部控制出现缺陷,企业管理层出于对会计信息质量与分析师行为的考虑会积极修复内部控制缺陷,以迎合投资者等相关利益者的需求。

从公司治理角度看,分析师追踪会提高公司治理水平进而促进内部控制缺陷的修复。以往对公司治理问题的研究多集中在内部治理机制中,随着社会的进步和科技的发展,信息交流成本下降,人们意识到外部治理机制对公司治理的影响,如对媒体关注、财务分析师的研究<sup>[20]</sup>。李常安等<sup>[21]</sup>研究发现分析师在资本市场上发挥着监督效应,能够提高上市公司的治理水平。以往研究表明分析师更倾向于跟踪公司治理水平良好的公司<sup>[22,23]</sup>。因此,分析师跟踪与公司治理水平两者是有相关性的。另外,内部控制是公司治理的重要基础,有效的内部控制可以强化公司治理对管理层的监督和激励作用,但是只有在高质量的公司治理水平下内部控制才能有效发挥其作用<sup>[24]</sup>,两者相互作用、相互影响。当内部控制存在缺陷时,说明公司治理环境存在问题,那么企业将会在日常工作中出现诸多缺陷和漏洞,而分析师作为外部监管者之一,在获取企业内部控制缺陷信息后会向市场传递负面消息。因此,企业管理层在分析师与资本市场潜在投资者的关注下,会积极修复内部控制缺陷,以期获得分析师与资本市场的积极回

应。因此,本文提出假设1:

H1: 保持其他条件不变,分析师跟踪对内部控制缺陷修复具有促进作用。

## (二)机构投资者与分析师跟踪对内部控制缺陷修复的联合影响

Bhushan<sup>[25]</sup>研究发现,在市场发展不完善的时候,机构投资者持股比例越大,分析师跟踪人数越多。但是随着交易机制的完善和资本市场的发展,Steve等<sup>[26]</sup>发现,分析师倾向于跟进机构持股比例较低的公司。因为在发达市场上,内部(买方)分析师具有为机构投资者提供辅助决策支持的作用,降低了对外部(卖方)分析师的需求。新兴资本市场中(比如我国)分析师的行为特征与信息角色有别于成熟市场:第一,就信息机制而言,我国的信息披露机制不完善,市场缺乏有效的资源配置能力,分析师经常需要与机构投资者合作,通过各种手段和方式获取、分析、处理公司的私有信息和公有信息,才能更好地在资本市场上发挥信息中介的作用。第二,就分析师的角色而言,我国分析师的主要服务对象是机构投资者而非个体投资者,分析师的收入来源主要是机构投资者的交易量和服务费,因此在跟进分析时可能会基于自身利益的考虑,形成有利于促成更大交易量的分析报告,从而获取丰厚的佣金收益。黄永安、曾小青<sup>[9]</sup>基于面板数据的经验研究发现,机构投资者越多,吸引分析师跟踪的人数越多。同时,越多的分析师跟踪研究意味着信息不对称程度越低,这使得机构投资者对公司有更深入的了解,继而决定是否增加持股比例。可见,分析师跟进与机构投资者两者相互影响,倘若分析师追踪与内部控制缺陷修复之间存在正相关关系,那么机构投资者对内部控制缺陷修复的影响如何呢?本文将从公司价值与机构投资者的特征等角度来分析机构投资者对内部控制缺陷修复的影响。

从公司价值角度看,机构投资者可以有效发挥外部监督机制的作用,促使高管人员从企业长远利益出发,积极修复企业内部控制缺陷,促进公司价值增值。早期Shleifer、Vishny<sup>[27]</sup>通过构建模型研究发现,机构投资者可以发挥对公司的有效监督作用,机构投资者持股比例越高,公司业绩随之增加越多,从而实现公司价值增值。在此基础上,国内外学者从不同角度研究了机构投资者的监督职能对公司的影响。李维安、李滨<sup>[28]</sup>研究发现,机构投资者的持股比例越高,越有动力参与上市公司的治理,机构投资者

一方面可以向董事会和管理层等提出建议,另一方面通过本身所拥有的信息识别和解读能力监督管理层对财务报表的人为操纵,管理层只能通过提高业绩来改善会计信息在完善公司治理结构方面的作用。曹建新等<sup>[29]</sup>认为,机构投资者有效发挥监督职能,能够改善上市公司内部结构,进而提高内部控制水平。Ramalingegowda等<sup>[30]</sup>研究发现,机构投资者对上市公司的有效监督有助于提高会计报表的稳健性。吴益兵等<sup>[31]</sup>研究发现,机构投资者持股比例越高,对公司内部控制质量的影响越大。根据“有效监督假说”,机构投资者的监督作用若发挥得当,将促进高管从公司长远利益出发积极修复内部控制缺陷以提高内部控制质量。总之,机构投资者可以有效发挥外部监督机制的作用,促进上市公司提高内部控制质量,从而有效降低代理成本,实现公司价值增值。一旦出现内部控制缺陷,公司价值会受到影响,管理层迫于机构投资者的监管压力,就会积极修复内部控制缺陷。

从机构投资者特征来看,机构投资者与一般投资者相比,拥有更高水平和丰富经验的专业人才、雄厚的资金和信息资源以及政策支持等优势,能够降低信息不对称程度,他们对公司管理者和控股股东的监督成本也相对更低,能够起到降低公司代理成本的作用,促进公司内部控制制度的有效发挥<sup>[32]</sup>。机构投资者监督上市公司高管人员和控股股东的方式主要有三种:一是对上市公司进行长期投资,凭借自身信息优势和经验优势等直接向管理层、董事会等提出经营建议,即直接参与公司治理;二是通过买卖股票方式“用脚投票”影响高管人员和控股股东的行为;三是通过间接方式向资本市场上的其他投资者传递公司信息影响其他投资者买卖股票行为。第一种监督方式下,机构投资者直接参与公司治理,更加重视公司的长期发展。后两种是间接参与公司治理,如果机构投资者在资本市场上大量抛售被投资公司的股份很可能引起股票市场异动,这会增加机构投资者“用脚投票”的成本,投资者会更加关注公司的经营业务,使经营管理更加规范、有效。因此,机构投资者既有动机又有能力去监督控股股东和管理层的机会主义行为并提高内部控制的有效性。

林钟高等<sup>[2]</sup>研究发现,一旦公司出现内部控制缺陷,会导致企业面临债务融资成本上升、会计信息质量下降等问题,从而影响投资者的持股决策。邓德强等<sup>[33]</sup>研究发现,内部控制质量越高,机构投资者持股比例越高。Tang等<sup>[34]</sup>的研究结果显示,机构投



投资者持股比例与内部控制重大缺陷存在显著正相关关系。因此,机构投资者通常出于自身利益考虑,会选择内部控制质量较高的公司,这有助于促进公司管理层和董事会等积极修复内部控制缺陷。基于此,本文提出假设2:

H2: 保持其他条件不变,相对于机构投资者持股比例较低的公司而言,分析师跟踪对内部控制缺陷修复的促进作用在机构投资者持股比例较高的公司中更明显。

### (三)基于独立董事的调节作用研究

独立董事的职能主要是监督企业合法合规运营和提供管理咨询服务。独立董事来源于企业外部且不在企业内任职,较少受到内部管理层的干扰,因此相对于企业内部董事,独立董事更能提高董事会独立性,是保证董事会监督职能有效发挥的重要制度安排。同时,独立董事能监督高管合法合规经营、改善公司财务报告质量并针对公司的重大事项及可能侵害中小股东的事项或方案发表专业意见。另外,独立董事都是来源于各行各业的相关专家,可以通过多种渠道和方式为公司提供信息和建议。显而易见,独立董事的监督和咨询作用都有助于促进企业内部控制缺陷的修复。

从企业风险角度看,独立董事关注企业风险进而影响内部控制缺陷修复。当公司披露内部控制缺陷特别是重大缺陷时,企业发生财务风险的可能性加大,一旦企业发生财务舞弊等违法违规事件,企业可能面对财务风险和经营风险,从而导致经营失败甚至破产,这时独立董事的利益和声誉都将受到不利影响。Fama、Jensen<sup>[35]</sup>认为追求“专家声誉”是独立董事机制存在和发生作用的根本。“专家声誉”能够给独立董事带来额外的收益,“专家声誉”得来不易,失去却是朝夕。Du等<sup>[36]</sup>认为,“专家声誉”是利益相关方与独立董事相互作用的结果,独立董事拥有被外界感知的名望和声誉等无形资产,利益相关者则通过聘请独立董事提升其在市场上的信任度。因此当企业存在内部控制缺陷时,独立董事为维持自身的“专家声誉”以免付出高昂的声誉代价及避免承受解雇和被指控风险,便会积极发挥自己的监督和咨询作用,规范公司的运作,进而促进企业内部控制缺陷的修复<sup>[37]</sup>。

根据高阶梯队理论,高层管理者的背景特征也会影响企业的行为选择和公司内部控制治理等。Kilduff等<sup>[38]</sup>认为异质性能丰富团队的决策方案,

进而提升企业绩效。相应地,拥有不同专业和背景的独立董事能够提升公司治理效果,降低决策风险,发生内部控制缺陷的可能性较小。郑路航<sup>[39]</sup>研究发现,具有会计与法律背景独立董事的公司,发生违规的可能性较小。曹洋等<sup>[40]</sup>研究发现,财务背景独立董事有助于提高公司的会计信息质量。朱海坤等<sup>[41]</sup>研究发现独立董事人数越多,公司内部控制越不容易失效。池国华等<sup>[42]</sup>研究发现,公司中存在金融、会计或经济管理类专业背景的高管其内部控制质量更高。可见,具有财会、经济、法律等背景的独立董事更能促进内部控制缺陷修复。内部控制由财务控制发展而来,同时财务控制也是内部控制的一个重要部分。一方面,具有这些背景的独立董事能深入理解内部控制的重要性和必要性,将会关注内部控制缺陷修复的实施工作。另一方面,具有财会、经济、法律背景的独立董事对风险收益的认知相较于其他背景的独立董事更清晰。当公司存在内部控制缺陷时,具有财会、经济、法律背景的独立董事能更好地督促公司对内部控制缺陷进行修复。因此,本文提出假设3:

H3: 保持其他条件不变,与没有财会、经济、法律背景独立董事的公司相比,在有财会、经济、法律背景独立董事的公司中分析师跟踪与机构投资者持股比例对内部控制缺陷修复的正向影响关系更强。

## 三、研究设计

### (一)样本选择与数据来源

本文以2010~2016年我国A股上市公司作为研究对象,剔除金融保险以及数据缺失的样本公司。所需数据来自于国泰安数据库和万德数据库,最后共计得到7441个样本观察值。对主要连续变量进行上下1%的Winsorize处理,以避免极端值对回归结果的异常影响。

### (二)模型设定及变量定义

1. 模型设定。为了检验研究假设,我们设定以下模型:

$$\text{Revised} = \beta_0 + \beta_1 \text{Analyst} + \beta_2 \text{Inst} + \beta_3 \text{Analyst} \times \text{Inst} + \beta_4 \text{Control} + \varepsilon$$

2. 变量定义。

(1)内部控制缺陷修复(Revised):借鉴叶建芳等<sup>[43]</sup>的研究,根据深圳DIB数据库中企业披露的内部控制自我评价报告和内部控制审计报告,当披露内部控制缺陷的公司之后一年不存在内部控制缺陷时,视为缺陷得到修复,该变量取值为1,否则取值为0。

(2)分析师跟踪(Analyst):借鉴李丹蒙等<sup>[44]</sup>的研究,使用国泰安数据库中某公司跟踪并作出预测的分析师团队数作为衡量分析师跟踪数量的代理变量,一个团队为1,不考虑其成员数量,团队数越多,表明分析师跟踪频率越高。

(3)机构投资者持股比例(Inst):以年末机构投资者持股数与年末流通股股数之比表示。

(4)独立董事背景(IDB):借鉴池国华等<sup>[42]</sup>的研究,独立董事简历中有财会、经济、法律背景之一的取1,否则取0。

借鉴已有研究文献,研究模型中还引入了其他若干控制变量,具体参见表1。

表1 变量及其定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	内部控制缺陷修复	Revised	内部控制重大缺陷的公司下一年不存在内部控制重大缺陷,则视为缺陷已修复,取值为1,否则为0
	分析师跟踪	Analyst	一年内,分析师跟踪的团队数,一个团队为1,不考虑其成员数量
	机构投资者持股比例	Inst	年末机构投资者持股数/年末流通股数
解释变量	独立董事背景	IDB	独立董事简历中只要有财会、经济、法律背景的取1,否则为0
	公司价值	TobinQ	采用托宾Q值来衡量
	董事会规模	Board	上市公司董事会人数
	大股东治理	Top1	第一大股东持股数占总股数的比例
	流通股比例	Invest	每年年末流通股股数/公司总股数
	盈利能力	Roe	期末净利润/期末净资产
	资产负债率	Lev	公司期末总负债/期末总资产
	总资产周转率	Turnover	营业收入/平均资产总额
	监事会规模	Mintor	监事会人数
	市场化进程	Market	樊纲等(2014)公布的市场化进程指数
控制变量	独立董事比例	ID	独立董事占董事会总人数的比例
	每股净利润	EPS	净利润/年度末普通股股数
	公司规模	Size	公司上年末总资产取对数
	上市年限	Age	公司自上市至今的年数
	产权性质	State	虚拟变量,实际控制人为国有背景取值为1,否则为0
量	两职兼任情况	Expj	虚拟变量,公司上年末若董事长与总经理两职合一取值为1,否则取0
	行业	Ind	控制
	年份	Year	控制

#### 四、回归结果及分析

##### (一)描述性统计

表2的描述性统计结果显示:内部控制缺陷修复的平均值为0.11,表明11%的上市公司进行了内部控制缺陷修复,标准差为0.312,说明内部控制缺陷修复的波动性较小。分析师跟踪的平均值为7.241,最小值为0,最大值为40,说明上市公司之间分析师跟踪团队数差异较大。机构投资者持股比例平均值为0.06,最小值为0.002,最大值为0.396,说明上市公司基本都有机构投资者持股,但是不同公司持股比例悬殊较大。独立董事背景的平均值为0.822,表明80%以上的上市公司中有财会、经济、法律背景的独立董事。

表2 主要变量的描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	p25	p50	p75	最大值
Revised	0.110	0.312	0	0	0	0	1
Analyst	7.241	9.082	0	1	3	11	40
Inst	0.064	0.070	0.002	0.016	0.041	0.087	0.396
IDB	0.822	0.383	0	1	1	1	1
TobinQ	1.821	2.032	0.179	0.651	1.202	2.153	13.160
Board	9.088	1.859	5	8	9	9	15
Top1	36.180	15.760	8.720	23.430	34.110	47.650	77.130
Invest	0.879	0.200	0.210	0.819	0.999	1	1
Roe	0.046	0.052	-0.145	0.023	0.042	0.069	0.218
Lev	0.524	0.202	0.0827	0.377	0.534	0.677	0.980
Turnover	0.703	0.537	0.048	0.330	0.573	0.900	2.945
Mintor	0.840	1.267	0.308	0.333	0.364	0.429	6
Market	8.806	2.047	3.250	7.390	8.930	10.420	11.800
ID	0.371	0.053	0.300	0.333	0.333	0.400	0.571
EPS	0.366	0.566	-1.156	0.071	0.247	0.540	2.745
Size	22.530	1.377	19.240	21.630	22.420	23.380	26.270
Age	14.850	4.216	4	12	15	18	23
State	0.665	0.472	0	0	1	1	1
Expj	0.847	0.360	0	1	1	1	1

## (二)相关性分析

表3给出了主要变量的相关性分析,可以看出内部控制缺陷修复(Revised)与分析师跟踪(Analyst)、机构投资者持股(Inst)、独立董事背景(IDB)之间呈现出显著的正相关关系,这初步说明内部控制缺陷修复受到分析师与机构投资者以及财会、经济、法律背景独立董事的影响,初步验证了研究假设。

## (三)多元回归分析

表4第(1)~(4)列分别报告了分析师跟踪与内部控制缺陷修复及其机构投资者持股在其中的影响。为保持回归结果的稳健性,本文在进行logit多元回归的基础上,补充进行了Probit多元回归。

表4第(1)和(2)列为分析师跟踪与内部控制缺陷修复的logit与Probit回归结果,比较两个模型的Pseudo-R<sup>2</sup>和R<sup>2</sup>值可以看出,两个模型的Pseudo-R<sup>2</sup>和R<sup>2</sup>值之间相差不大且数值合理,可以认为模型构建较合理。分析师跟踪与内部控制缺陷修复在10%的水平上显著正相关,表明分析师跟踪人数越多,越有利于内部控制缺陷的修复,验证了假设1。

表4中第(3)和(4)列显示了机构投资者持股对分析师跟踪与内部控制缺陷修复的影响,解释变量为分析师跟踪(Analyst)与机构投资者持股比例(Inst)的交乘项,由logit和Probit模型对假设的检验我们发现,分析师跟踪(Analyst)与机构投资者持股

主要变量的相关性检验

表3

变量	Revised	Analyst	Inst	IDB	TobinQ	Board	Top1	Invest	Roe	Lev	Turnover	Mintor	Market	ID	EPS	Size	Age	State	Expj
Revised	1																		
Analyst	0.028**	1																	
Inst	0.024**	0.237***	1																
IDB	0.031***	-0.056***	0.01	1															
TobinQ	0.023**	-0.060***	0.078***	0.040***	1														
Board	0.009	0.191***	-0.006	-0.107***	-0.159***	1													
Top1	-0.034***	0.137***	-0.048***	-0.042***	-0.182***	0.066**	1												
Invest	0.004	-0.007	-0.369***	0.028**	-0.029**	-0.016	-0.163***	1											
Roe	-0.037***	0.396***	0.179***	-0.01	0.088***	0.036***	0.091***	-0.106***	1										
Lev	0.011	-0.038***	-0.032***	-0.007	-0.327***	0.084**	0.078**	0.017	-0.283***	1									
Turnover	-0.008	0.162***	0.049***	-0.023**	-0.016	0.019	0.066**	0.006	0.178***	0.064***	1								
Mintor	-0.031***	0.118***	0.066***	0.001	0.068***	0.057***	0.015	-0.072***	0.103***	0.028**	0.067***	1							
Market	-0.024**	0.026**	-0.059***	0.016	-0.054***	-0.013	0.046**	0.083**	0.068**	-0.018	0.042***	-0.015	1						
ID	0.018	-0.023*	0.002	-0.026**	0.036***	-0.347***	0.020*	0.012	-0.057***	0.028**	-0.046**	0.008	-0.066**	1					
EPS	-0.037***	0.515***	0.196***	-0.010	-0.025**	0.055**	0.132***	-0.072***	0.717***	-0.128***	0.189***	0.055***	0.098***	-0.038**	1				
Size	-0.017	0.433***	0.057***	-0.120***	-0.566***	0.256***	0.338***	-0.063***	0.080***	0.331***	-0.013	-0.072**	0.075***	0.057***	0.280***	1			
Age	0.050***	-0.200***	-0.017	0.057***	0.126***	-0.141***	-0.154***	-0.013	-0.076***	-0.012	-0.054***	-0.271***	0.069***	0.007	-0.022*	-0.084***	1		
State	0.025**	0.048***	-0.067***	-0.063***	-0.228***	0.190***	0.268***	0.063***	-0.075***	0.094***	0.074**	0.060***	-0.028**	-0.029**	0.010	0.206***	-0.054***	1	
Expj	0.005	0.028**	-0.037***	-0.019	-0.092***	0.120***	0.119***	0.008	-0.005	0.012	0.025	0.029**	-0.030**	-0.059***	-0.007	0.079***	-0.028**	-0.028**	1

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,下表同。

比例(Inst)的交乘项都在10%的水平上显著,说明分析师跟踪对内部控制缺陷修复的正向影响在机构投资者持股比例较多的公司中作用更明显,假设2得以验证。

表4第(5)和(6)列显示了不同背景的独立董事对分析师跟踪与机构投资者持股对内部控制缺陷修复的logit多元回归结果。第(5)列为有财会、经济、法律背景的独立董事分组,第(6)列为没有财会、经济、法律背景的独立董事分组。由第(5)列看出,在有财会、经济、法律背景的独立董事分组下,分析师跟踪(Analyst)与机构投资者持股比例(Inst)的交乘项在10%水平上正相关,且系数相较于没有分组之前变大。由第(6)列看出,没有财会、经济、法律背景的独立董事分组下,分析师跟踪(Analyst)与机构投资者持股比例(Inst)的交乘项与内部控制缺陷修复(Revised)没有显著关系。这说明与没有财会、经济、法律背景独立董事的公司相比,有财会、经济、法律背景独立董事的公司中机构投资者持股比例对分析师跟踪与内部控制缺陷修复的正向影响作用更强,验证了假设3。

#### (四)内生性检验

现实中任何不可观测的因素的遗漏都可能影响分析师跟踪与内部控制缺陷修复的关系,也有企业为了营造良好的形象,通过名义上的缺陷修复行为逆向影响分析师的判断。考虑到分析师跟踪与内部控制缺陷修复可能存在的这些内生性影响,本文采用二阶段回归法,将分析师发布的研究报告对数处理后取年度与行业的平均数作为工具变量。由表5的二阶段回归结果可以看出,从工具变量的解释力来说,Shea Partial R<sup>2</sup>的数值达到0.0775,F值为563.656,可以拒绝“工具变量没有解释力”的原假设,“弱工具变量”的问题不严重。同时,我们也发现表5与表4的回归结果基本一致。因此,可以认为遗漏变量、逆向因果导致的内生性问题并不影响本文的分析结论。

表4 外部监管对企业内部控制缺陷修复影响的回归结果

解释变量	被解释变量 Revised					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	logit	Probit	logit	Probit	IDB=1	IDB=0
Analyst	0.010* (1.67)	0.005* (1.67)	0.000 (0.00)	0.000 (0.06)	-0.000 (-0.02)	-0.001 (-0.04)
Inst			-0.761 (-0.97)	-0.364 (-0.88)	-0.448 (-0.53)	-3.435 (-1.56)
Analyst×Inst			0.109* (1.80)	0.054* (1.66)	0.117* (1.80)	0.0938 (0.56)
TobinQ	-0.015 (-0.56)	-0.007 (-0.53)	-0.011 (-0.42)	-0.006 (-0.40)	-0.00459 (-0.16)	-0.0292 (-0.39)
Board	0.04 (1.64)	0.021* (1.68)	0.040 (1.62)	0.021* (1.66)	0.0476* (1.70)	0.00205 (0.04)
Top1	-0.006** (-2.07)	-0.003** (-2.18)	-0.005** (-2.01)	-0.003** (-2.12)	-0.00799** (-2.39)	0.000697 (0.09)
Invest	-0.066 (-0.31)	-0.036 (-0.33)	-0.048 (-0.21)	-0.025 (-0.21)	0.0236 (0.09)	-0.790 (-1.58)
Roe	-0.372 (-0.34)	-0.177 (-0.30)	-0.335 (-0.30)	-0.155 (-0.26)	-1.149 (-0.97)	3.355 (1.12)
Lev	0.345 (1.46)	0.186 (1.50)	0.332 (1.40)	0.180 (1.45)	0.240 (0.93)	0.723 (1.08)
Turnover	0.002 (0.02)	0.005 (0.11)	-0.005 (-0.05)	0.001 (0.04)	0.0748 (0.74)	-0.453* (-1.72)
Mintor	-0.058 (-0.56)	-0.029 (-0.57)	-0.059 (-0.57)	-0.031 (-0.60)	-0.0153 (-0.13)	-0.188 (-0.74)
Market	-0.027 (-1.29)	-0.014 (-1.30)	-0.027 (-1.31)	-0.014 (-1.31)	-0.0130 (-0.55)	-0.0825 (-1.53)
ID	1.637** (2.05)	0.894** (2.14)	1.669** (2.08)	0.909** (2.17)	2.041** (2.21)	-0.705 (-0.37)
EPS	-0.136 (-1.15)	-0.0736 (-1.21)	-0.141 (-1.20)	-0.0762 (-1.25)	-0.103 (-0.79)	-0.364 (-1.26)
Size	-0.086* (-1.67)	-0.047* (-1.73)	-0.071 (-1.37)	-0.039 (-1.45)	-0.0765 (-1.29)	0.0407 (0.32)
Age	0.029** (2.47)	0.016*** (2.62)	0.028** (2.39)	0.015** (2.54)	0.0236* (1.83)	0.0266 (0.91)
State	0.260*** (2.69)	0.139*** (2.79)	0.258*** (2.67)	0.138*** (2.78)	0.270** (2.51)	0.442* (1.86)
Expj	0.054 (0.47)	0.0287 (0.49)	0.0527 (0.46)	0.028 (0.48)	0.0292 (0.23)	0.314 (1.10)
Year/Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo-R <sup>2</sup>	0.046	0.046	0.046	0.046	0.053	0.084
R <sup>2</sup>	226.79	225.65	228.02	226.63	217.55	78.93
N	7151	7151	7151	7151	5862	1180

注:已对回归方程中的异方差问题进行了检验和处理,下同。

#### (五)稳健性检验

1. 内部控制缺陷修复替代变量的稳健性测试。对于内部控制缺陷修复的替代变量的选择问题,笔者使用国泰安数据库中的内部控制评价报告缺陷统



表 5 分析师追踪与内部控制缺陷修复内生性检验结果

解释变量	第一阶段	第二阶段
	被解释变量	
	Analyst	Revised
Analyst		0.003* (1.68)
Analystaver	3.709*** (23.74)	
常数项	-70.39*** (-33.61)	0.3** (1.97)
N	7407	7407
R-squared	0.491	0.0059
Shea Partial R <sup>2</sup> =0.0775 F=563.656 P=0.0000		

计表中内部控制缺陷整改的数据,将“已得到整改”“部分得到整改”设为1,“未得到整改”与其他缺失信息数据设为0。进行logit与Probit回归分析的结果如表6中第(1)和(2)列所示,分析师跟踪与内部控制缺陷修复在5%的水平上正相关,与表4结果保持一致,证明假设1的回归结果是稳健的。

2. 分析师跟踪替代变量的稳健性测试。借鉴李丹蒙等<sup>[44]</sup>的研究,将分析师撰写研究报告的数量做自然对数处理,用Ln(分析师研究报告)来作为分析师跟踪的替代变量。为进一步测试稳健性,我们在logit模型的基础上补充了Probit模型进行检验,结果如表6中第(3)列和第(4)列显示,分析师跟踪与内部控制缺陷在5%水平上正相关,证明假设1的回归结果是稳健的。

#### 四、研究结论与局限性

本文采用2010~2016年的沪深A股上市公司作为研究样本,从内部控制缺陷披露后的视角探讨外部监管与有财会、经济、法律背景的独立董事对内部控制缺陷修复的影响。对2010~2016年我国上市公司分析师跟踪、机构投资者持股与内部控制缺陷修复的实证研究发现:分析师跟踪人数越多越有利于企业内部控制缺陷修复,加入机构投资者持股这一调节变量,分析师跟踪对内部控制缺陷修复的正向影响在机构投资者持股比例较高的公司中作用更明显。在进一步考虑企业内部因素对内部控制缺陷修复的影响时,发现在有财会、经济、法律背景的独立董事的公司中,分析师跟踪与机构投资者持股对内部控制缺陷修复的影响更显著。综上所述,外部监管有利于内部控制缺陷的修复,在内外部联合作用下效果更明显。

表 6 稳健性检验回归结果

解释变量	被解释变量 Revised			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	logit	Probit	logit	Probit
Analyst	0.012** (2.00)	0.006** (2.18)	0.084* (1.88)	0.044* (1.90)
TobinQ	-0.059** (-2.02)	-0.030* (-1.96)	0.026 (0.76)	0.015 (0.85)
Board	0.028 (1.23)	0.016 (1.30)	0.047* (1.66)	0.026* (1.81)
Top1	-0.005** (-2.05)	-0.003** (-2.23)	-0.008*** (-2.64)	-0.005*** (-2.77)
Invest	0.241 (1.15)	0.139 (1.22)	0.162 (0.66)	0.079 (0.64)
Roe	0.147 (0.12)	0.024 (0.04)	1.402 (0.97)	0.705 (0.92)
Lev	0.284 (1.18)	0.151 (1.17)	0.626** (2.10)	0.334** (2.11)
Turnover	-0.001 (-0.01)	0.002 (0.05)	-0.061 (-0.55)	-0.035 (-0.62)
Mintor	0.278 (0.65)	0.087 (0.63)	-0.055 (-0.50)	-0.029 (-0.53)
Market	-0.009 (-0.45)	-0.004 (-0.40)	-0.028 (-1.19)	-0.015 (-1.19)
ID	0.923 (1.07)	0.618 (1.42)	1.474 (1.61)	0.830* (1.74)
EPS	-0.198* (-1.70)	-0.111* (-1.78)	-0.220* (-1.69)	-0.115* (-1.74)
Size	-0.051 (-0.99)	-0.022 (-0.79)	-0.084 (-1.42)	-0.048 (-1.56)
Age	-0.023** (-2.18)	-0.011* (-1.95)	0.037*** (2.81)	0.019*** (2.92)
State	0.277*** (3.02)	0.144*** (2.92)	0.291** (2.54)	0.157*** (2.67)
Expj	0.211* (1.90)	0.110* (1.85)	0.057 (0.42)	0.033 (0.47)
Year/Ind	控制	控制	控制	控制
Pseudo-R <sup>2</sup>	440.99	532.86	209.82	210.93
R <sup>2</sup>	0.111	0.111	0.055	0.055
N	7108	7108	5532	5532

本文的启示在于:①企业在发挥内部控制免疫系统的作用、不断修复内部控缺陷时,应考虑发挥外部监管机制的作用,通过分析师与机构投资者对企业做出的预测和反应积极修复内部控制缺陷。②为企业在修复内部控制缺陷过程中充分考虑内外部联合机制的作用提供参考。既要重视外部监管者的反应,也要重视内部资源的合理配置。在内部控制缺陷修复过程中,企业应充分发挥财会、经济、法律背景



的独立董事的作用,鼓励其为企业内部控制缺陷修复出谋划策,以减少内部控制缺陷存在的可能性。③国家应重视分析师与机构投资者在资本市场上的作用,完善外部监管机制,促使其在资本市场上发挥促进企业发展的功效。

本文的局限性主要在于:①内部控制缺陷修复的数据来自于上市公司提供的内部控制自我评价报告,筛选样本时没有关注那些未披露缺陷的公司,而且样本赋值存在一定程度的个人主观判断,可能导致结论的不确定。②机构投资者有多种分类,不同分类标准下的投资者对信息的反应可能会有所不同,本文只选择了年末机构投资者持股数与年末流通股数之比衡量机构投资者持股比例,而没有考虑机构投资者持股比例的动态变化这一可能影响因素。这些问题将在后续研究中进一步深化。

#### 主要参考文献:

- [1] Deumesr R., Knechet W. R.. Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems[J]. Auditing: A Journal of Practice and Theory, 2008(1): 35~66.
- [2] 林钟高,丁茂桓. 内部控制缺陷及其修复对企业债务融资成本的影响——基于内部控制监管制度变迁视角的实证研究[J]. 会计研究, 2017(6): 73~96.
- [3] Armstrong C. S., Barthme M. E., Jagolinzer A. D.. Market reaction to the adoption of IFRS in Europe[J]. The Accounting Review, 2010(1): 31~61.
- [4] Hammer Aleyjs, Jacqueline S. Myersla, Zhou J.. The failure to remediate previously disclosed material weaknesses in internal controls[J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2012(2): 73~111.
- [5] Ashbaugh Skaife H., Veenman D., Wan Gerind. Internal control over financial reporting and managerial rent extraction: Evidence from the profitability of insider trading[J]. Journal of Accounting and Economics, 2013(1): 91~110.
- [6] 谢永珍,朱彩婕. 董事会治理对内部控制重大缺陷修复影响的验证——基于媒体监督的调节作用[J]. 山东大学学报, 2016(2): 61~69.
- [7] Pankoff L. D., Virgil R. L.. Some preliminary findings from a laboratory experimental on the usefulness of financial accounting information to security analysis[J]. Journal of Accounting Research, 1970(3): 1~48.
- [8] 肖作平,曲佳莉. 分析师意见分歧、经验与权益资本成本[J]. 证券市场导报, 2013(9): 18~26.
- [9] 黄永安,曾小青. 投资者情绪、机构投资者与分析师跟进——基于面板数据负二项回归的经验研究[J]. 山西财经大学学报, 2013(6): 111~124.
- [10] 林钟高,杨雨馨. 风险提示信息、分析师跟进与机构投资者持股[J]. 财经理论与实践, 2017(5): 64~72.
- [11] 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): 191~205.
- [12] 尚兆燕,扈唤. 独立董事主动辞职、内部控制重大缺陷及非标审计意见——来自中国上市公司的经验证据[J]. 审计研究, 2016(1): 94~100.
- [13] 孙文娟. 公司治理对内部控制质量的影响研究[J]. 财会通讯, 2011(2): 106~108.
- [14] 张先治,戴文涛. 公司治理结构对内部控制影响程度的实证分析[J]. 财经问题研究, 2010(7): 89~95.
- [15] 储一昀,仓勇涛,杨勇. 财务分析师跟进有利于标准审计意见形成吗?——来自中国证券市场的经验证据[J]. 云南财经大学学报, 2017(1): 126~136.
- [16] Lang M. H., Lundholm R. J.. Corporate disclosure policy and analyst behavior[J]. The Accounting Review, 1996(4): 467~492.
- [17] 白晓宇. 上市公司信息披露政策对分析师预测的多重影响研究[J]. 金融研究, 2009(4): 92~112.
- [18] Rice S., Weber D.. How effective is internal control reporting under SOX 404 determinants of the (non) disclosure of existing material weaknesses[J]. Journal of Accounting Research, 2012(3): 811~843.
- [19] 肖斌卿,伊晓奕,刘海飞. 分析师跟进行为对上市公司资本成本的影响——来自中国证券市场的经验证据[J]. 南京师范大学学报, 2010(5): 42~51.
- [20] 黄晓蓓,郑建明. 媒体关注、分析师跟进与业绩预告违规[J]. 对外经济贸易大学学报, 2015(3): 141~150.
- [21] 李常安,储一昀,仓勇涛. 公司价值、公司治理与

- 分析师跟进[J]. 经济社会体制比较, 2016(1): 106~120.
- [22] Klapper L., Love I.. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets [J]. Journal of Corporate Finance, 2004(5):703~728.
- [23] Durnev A., Kim H.. To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation [J]. Journal of Finance, 2005(3):61~93.
- [24] 曾蔚, 周光琪. 公司治理、内部控制与智力资本价值创造效率[J]. 中南大学学报, 2016(6):108~116.
- [25] Bhushan R.. Firm characteristics and analyst following [J]. Journal of Accounting and Economics, 1989(2-3):255~274.
- [26] Steve R., Sedo S., Willenborg M.. Analyst following and count-data econometrics [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001(3):351~373.
- [27] Shleifer A., Vishny R.. Large shareholders and corporate control [J]. Journal of Political Economy, 1986(3):461~488.
- [28] 李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGINK 的经验研究 [J]. 南开管理评论, 2008(1):4~14.
- [29] 曹建新, 陈志宇. 机构投资者对上市公司内部控制有效性的影响研究 [J]. 财会通讯, 2011(6): 100~102.
- [30] Ramalingegowda S., Yu Y.. Institutional ownership and conservatism [J]. Journal of Accounting and Economics, 2013(1-2):98~114.
- [31] 吴益兵, 廖义刚, 林波. 股权结构对企业内部控制质量的影响分析 [J]. 当代财经, 2009(9):110~114.
- [32] 赵惠芳, 向桂玉, 张璇. 机构投资者对内部控制有效性的影响 [J]. 华东经济管理, 2015(3):132~138.
- [33] 邓德强, 温素彬, 潘琳娜, 刘昊天. 内部控制质量、机构投资者异质性与持股决策: 基于自选择模型的经验研究 [J]. 管理评论, 2014(10):76~89.
- [34] Tang P. A., Xu L.. Institutional ownership and internal control material weakness [J]. Quarterly Journal of Finance and Accounting, 2010(2):93~117.
- [35] Fama D., Jensen F.. Separation of ownership and control [J]. Journal of Law and Economics, 1983(2):301~325.
- [36] Du J., Hou Q., Tang X.. Does independent directors' monitoring affect reputation? Evidence from the stock and labor markets [J]. China Journal of Accounting Research, 2015(2):256~267.
- [37] Krishnan J., Visvanathan G.. Reporting internal control deficiencies in the post-sarbanes-oxley era: The role of auditors and corporate [J]. Journal of Internal Auditing, 2007(22):73~90.
- [38] Kilduff M., Angelmar R., Mehra A.. Top management-team diversity and firm performance: Examining the role of cognitions [J]. Organization Science, 2000(1):21~34.
- [39] 郑路航. “名人”独立董事履行职责状况分析——来自中国上市公司的证据 [J]. 中南财经政法大学学报, 2011(3):31~37.
- [40] 曹洋, 林树. 会计专业人士担任独立董事的效果研究 [J]. 山西财经大学学报, 2011(2):109~116.
- [41] 朱海坤, 闫贤贤. 董事会治理结构对企业内部控制影响的实证研究——来自中国上市公司的数据 [J]. 经济与管理, 2010(1):55~59.
- [42] 池国华, 杨金, 邹威. 高管背景特征对内部控制质量的影响研究——来自中国 A 股上市公司的经验证据 [J]. 会计研究, 2014(11):67~75.
- [43] 叶建芳, 李丹蒙, 章斌颖. 内部控制缺陷及其修正对盈余管理的影响 [J]. 审计研究, 2012(6):50~59.
- [44] 李丹蒙, 叶建芳, 叶敏慧. 分析师跟进对上市公司盈余管理方式的影响研究 [J]. 外国经济与管  
理, 2015(1):11~20.
- 作者单位: 安徽工业大学商学院, 安徽马鞍山 243002