

分析师关注、内部控制有效性与企业僵尸化

胡海波,罗淇丹¹

(南华大学 经济管理与法学学院,湖南 衡阳 421001)

[摘要] 文章基于2012—2019年中国A股上市公司数据,检验企业内外部治理机制对企业僵尸化的影响和作用机制。研究表明:分析师关注可以降低企业僵尸化程度,有助于抑制新的僵尸企业形成。分析师关注通过提升企业的内部控制有效性,进而降低企业僵尸化,内部控制有效性在分析师关注对企业僵尸化的影响中发挥部分中介效应,进一步研究发现,市场化进程会削弱分析师关注降低企业僵尸化程度的作用强度,在市场化程度较低的地区,分析师关注降低企业僵尸化程度的作用会更加明显。

[关键词] 分析师关注; 内部控制有效性; 企业僵尸化; 市场化程度

[中图分类号] F832.51 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2022)03-0070-09

DOI:10.13967/j.cnki.nhxb.2022.0041

自推进供给侧结构性改革以来,杠杆高企、效率低下的僵尸企业给经济健康发展带来的危害得到了关注和重视。2018年11月,国家发展和改革委员会等部门联合印发《关于进一步做好“僵尸企业”及去产能企业债务处置工作的通知》,旨在积极妥善处置僵尸企业,助推经济质量和效率的提高。僵尸企业是指丧失活力、缺乏持续盈利能力,依靠财政补贴和银行贷款等外部力量才能勉强维持运行的企业,这类企业具有长期亏损性和吸血性的特点,其存在扭曲了优胜劣汰的市场竞争机制,降低了市场经济效率,不利于宏观经济增长。我国的经济体制改革在不断推进,在相关政策的推动下,对僵尸企业进行处理是一个自然的过程,而宏观经济的健康发展仍然得依靠微观企业的贡献,在出清现有僵尸企业的同时,也需要关注如何消除部分有价值企业的僵尸化倾向和防止新的僵尸企业形成,因此,对如何降低企业僵尸化程度这一问题进行探讨和分析显得尤为重要。分析师拥有高质量的信息渠道,在对企业进行调研后向市场发布研究报告,所报告的增量信息可以降低信息不对称,助力企业进一步发展以适应快速变化的市场需求。同时,分析师也是企业外部监督机制中的重要一环,分析师关注能够降低企

业的代理成本,对企业发挥着一定的外部治理作用。既然分析师关注被视作企业的外部监督机制并对企业存在着积极影响,那分析师关注是否能降低企业僵尸化的概率?由于外部机制不能直接作用于企业的治理,需要依靠某种中间机制来发挥其治理效应,从内部治理的角度来看,完善的内部控制体系能为企业的经营管理活动保驾护航,提升企业运营效率,降低企业面临的风险。那么,分析师关注这一外部治理机制是否能提升企业内部控制有效性,使得企业增强自身经营活力,降低成为僵尸企业的可能性?

基于此,本文实证考察了分析师关注与企业僵尸化之间的关系以及内部控制有效性在分析师关注对企业僵尸化的影响中是否发挥中介效应。本文将内部控制有效性与分析师关注引入企业僵尸化的研究体系中,以期在丰富相关研究领域的同时探讨内部控制有效性和分析师关注的治理作用。

一 理论分析与研究假设

(一) 分析师关注与企业僵尸化

分析师作为信息中介,可以使用各方面信息准确跟踪企业经营发展状况,缓解企业和投资者之间的信息不对称。Derrien等从信息不对称的角度出

[收稿日期] 2022-03-01

[基金项目] 国家自然科学基金项目“国有企业EVA考核、投资行为与可持续价值创造”资助(编号:71302173);南华大学哲学社会科学基金项目“市场竞争、EVA考核与企业僵尸化”资助(编号:2017XYB03)。

[作者简介] 胡海波(1979—),男,辽宁建平人,南华大学经济管理与法学学院副教授,博士。

¹ 南华大学经济管理与法学学院硕士研究生。

发,研究发现分析师关注的缺失会使信息不对称加剧,导致企业债务资本成本的明显增加,对企业融资成本产生直接影响,分析师最终会影响到他们所关注企业的生存^[1]。宋建波等认为,在我国的僵尸企业中,有一部分企业是因为受到现金流的限制,无法把握住合适的投资机会,才会市场中缺乏竞争力而逐渐僵尸化^[2]。同时,僵尸企业对其他健康企业的融资投资也会产生影响,谭语嫣等基于我国工业企业数据开展研究,发现在信贷资源总量一定的情况下,僵尸企业更容易以较低的利率实现对信贷资源的挤占,可分配给非僵尸企业的资源会相应减少^[3]。这也是企业僵尸化逐渐出现“传染性”的原因之一,失去资金的支持使得非僵尸企业的投资行为和创新活动受到限制,企业发展陷入进退唯谷的局面,企业造血能力更加薄弱,这也会增大其僵尸化的风险。在资本市场中,分析师能为投资者提供企业增量价值的相关信息,降低企业外部融资成本,降低发展成僵尸企业的可能性。作为两权分离下的自然产物,委托代理问题不可避免地对企业的经营管理造成了影响,同时,信息不对称也在助力企业代理成本的产生。Jensen 和 Meckling 开创性地声称分析师关注可以增加公司价值,它通过对公司活动进行监督来降低管理层和外部资本提供者之间的代理成本^[4]。随后,Chung 和 Jo 通过实证研究验证了分析师关注对企业市场价值有积极影响,分析师关注有助于激励企业管理层,降低两权分离造成的代理成本^[5]。Jung 等也发现分析师关注的确限制了企业管理层的资产浪费行为,并能激励他们更有效地使用资产^[6]。综上可知,分析师关注一方面可以降低信息不对称,为企业提供更多机会以获取发展所需资金,另一方面监督企业活动,降低企业代理成本,并督促企业更加高效地利用资源。因此本文认为分析师关注可以发挥有效的治理作用,降低企业的僵尸化程度,据此提出第一个假设:

H1:分析师关注与企业僵尸化显著负相关,即随着分析师关注的增加,企业僵尸化程度越低。

(二)分析师关注与内部控制有效性

与一般的投资者相比,分析师对上市公司的信息披露情况掌握得更加充分,能运用其专业能力对企业进行信息解读,在向资本市场发布研究报告的同时也会为投资者提供投资建议。Lang 和 Lundholm 研究发现分析师跟踪数量可以反映企业信息环境的丰富性,分析师对企业关注越多,侧面反映出该企业的信息不对称程度越低^[7]。透明度高

的信息能够清晰反映企业真实的经营活动,被分析师关注越多的企业,其曝光度会增加,企业内部治理问题也更容易暴露出来,一旦分析师通过研究报告向市场发送负面信号,企业很可能会失去潜在投资者的青睐,同时,利益相关者也会提升其对企业实际经营管理状况的认知,影响着企业的长期发展。当企业内部治理存在较大问题时,可能表现为企业内部控制行为不够规范,这也会引发企业日常工作出现许多缺陷和漏洞,分析师作为外部监督者,对企业内部治理问题具有纠正作用,分析师关注的增加使得企业难以对不端行为加以隐瞒,更能意识到自身内部控制制度的不足,从而采取改进措施,提升内部控制有效性。根据 Fang 的研究,分析师关注会减少企业采取机会主义行为的决定,主要原因是分析师的关注使得投资者对企业有更多了解,增加了企业盈余管理和其他投机活动的成本^[8]。桂爱勤和龙俊雄从分析师关注是否能充当企业外部监督者的角度出发,对分析师跟踪与上市公司违规行为之间的关系进行实证研究,发现分析师关注的增加确实会降低上市公司出现财务舞弊、欺诈等违规行为的概率^[9]。因此,本文认为企业在分析师的关注下,会积极完善其内部控制建设,提升内部控制有效性,故提出第二个假设:

H2:分析师关注与内部控制有效性显著正相关,即分析师关注的增加会提升企业内部控制有效性的水平。

(三)内部控制有效性的中介作用

作为企业的重要内部治理机制,内部控制制度保护企业健康营运和发展的重要作用已经得到普遍认可。有效的内控措施可以确保企业各种交易和事项的发生符合内部控制的标准,同时,内部控制质量越高,企业信息披露质量就越高,这有助于增强外部潜在投资者对企业的信任程度。Fukuda 和 Jun-Ichi 研究了日本僵尸企业复苏过程中采用的治理方法,发现提高会计信息质量有利于企业脱“僵”,这是因为信息透明度的提升可以加快企业重组的步伐^[10]。和丽芬等从内部控制的角度考察了企业从财务困境中的恢复情况,发现积极提升企业内控质量、对内部控制制度进行改进是使企业尽快摆脱财务困境的行之有效的方法^[11]。此外,内部控制制度也在企业内部治理中发挥着监督和制约的作用,内部控制质量高的企业能建立起一套有效的内部监督机制,使其伴随着企业经营管理活动运行,这种有效的内部监督机制能加强对管理层的监督力度,有效降低代理

成本,提高企业对各类活动的把控程度。池国华和朱俊卿认为,内部控制的本质不仅包括制衡与监督,还包括激励,这一激励本质体现在完善的内部控制体系能够推动企业的文化建设,使代理人与企业的利益目标趋于一致,在公司治理层面起到积极作用^[12]。学者韩飞、李亚超和许江波等也从不同角度围绕着内部控制和僵尸企业展开了研究,发现僵尸企业内部控制环境更差^[13],加强内控有助于僵尸企业走出困境^[14],内部控制有效性显著抑制了僵尸企业的形成^[15]。由相关研究可知,从企业内部治理的角度出发,提高内部控制质量可以降低企业僵尸化的概率。

基于上述分析,本文认为分析师关注虽然不具有直接的公司治理权,但是能通过修正企业的内部治理从而对企业经营管理产生影响,提升企业自身的造血能力,降低企业的僵尸化程度。具体而言,内部控制有效性可能在分析师关注对企业僵尸化的影响中发挥了中介效应,故提出第三个假设:

H3:内部控制有效性在分析师关注与企业僵尸化的关系中发挥中介作用,即分析师关注通过提升企业的内部控制有效性降低企业僵尸化程度。

二 研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以2010—2019年中国A股上市公司为初始样本,对数据筛选如下:(1)剔除金融保险行业数据;(2)剔除ST类企业数据;(3)剔除财务指标缺失的企业;(4)对连续变量进行上下1%分位的缩尾处理。考虑到所选取测量企业僵尸化程度的方法至少需要两年的数据,本文在回归时实际只使用了2012—2019年的数据,最终保留样本企业2 632家,有效观测数12 222个。上市公司内部控制指数取自DIB数据库,分析师关注和其他财务指标数据来源于CSMAR数据库、RESSET数据库和CCER数据库,使用Excel、Stata16.0软件对数据进行处理和实证分析。

(二)变量定义

1. 被解释变量。本文参照栾甫贵和刘梅的研究构建模型,赋予样本企业具体的僵尸指数概率值,说

明企业的僵化程度^[16]。因此本文的被解释变量为企业僵尸化指数,符号为Zombie。具体模型如下:

$$\ln\left(\frac{Zombie}{1-Zombie}\right) = A = -3.698 - 2.723ROE + 0.342LEV - 0.0003ARB - 0.641IGB + 0.424SXL - 1.904EIR + 1.64LNP + 0.968LNFB$$

$$Zombie = \frac{\exp(A)}{1 + \exp(A)}$$

在模型中,Zombie的大小代表企业被判定为僵尸企业的概率,其取值范围为0至1,Zombie值越大的企业僵尸化越严重,以Zombie=0.5为判定值,当Zombie<0.5时,Zombie值越接近0.5,非僵尸企业的僵尸化程度就越高,越有可能成为僵尸企业。若要识别出僵尸企业,需要同时满足两个条件:其一,Zombie≥0.5;其二,SXL>0,EIR<0。其中,ROE是净资产收益率,LEV是资产负债率,ARB是应收账款周转率,IGB是营业收入增长率,分别衡量企业的盈利能力、偿债能力、营运能力、发展能力,这四个指标可以反映企业的造血能力;SXL是输血率,衡量企业接受政府救助和银行续贷的程度,EIR是超额利息支付率,衡量银行贴息程度,这两个指标可以反映企业接受输血的程度;LNP是累计亏损年限,衡量企业持续亏损程度,LNFB是累计吸血年限,衡量企业对外部救助的依赖程度,这两个指标在时间上反映企业的亏损性和吸血性^[17]。

2. 解释变量。借鉴朱和平等的做法,使用在同一会计年度跟踪分析某企业的证券分析师的人数(一个团队在数量上仍视作1)的对数来衡量分析师关注^[18]。

3. 中介变量。本文将内部控制有效性作为中介变量,借鉴马桂芬的做法,使用上市公司内部控制指数的对数来衡量内部控制有效性^[19]。

4. 控制变量。参考相关研究,本文选取企业规模、企业年龄、前五大股东持股比例、董事会规模、独董比例、资本密集度和企业税负作为控制变量,并对年度和行业因素进行了控制。表1阐释了本文主要变量。

表1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
被解释变量	僵尸化指数	Zombie	根据模型(1)计算所得
解释变量	分析师关注	Analyst	对每一年度关注某上市公司的分析师总数取自然对数
中介变量	内部控制有效性	ICQ	对上市公司内部控制指数取自然对数

续表

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
控制变量	企业规模	Size	年末总资产的自然对数
	企业年龄	Age	上市年龄的自然对数
	前五大股东持股比例	Top5	前五大股东持股比例总和
	董事会规模	Board	企业董事会人数的自然对数
	独董比例	Indr	独立董事人数/董事会人数
	资本密集度	Capdex	资产总额/营业收入×100%
	企业税负	Tax	所得税费用/利润总额×100%
	年度	Year	虚拟变量
	行业	Ind	虚拟变量

(三) 模型构建

首先, 本文设定模型(1)对假设 H1 进行检验, 即分析师关注是否与企业僵尸化显著负相关, 且随着分析师关注的增加, 企业僵尸化程度越低:

$$Zombie = \beta_0 + \beta_1 Analyst + \beta_2 Size + \beta_3 Age + \beta_4 Top5 + \beta_5 Board + \beta_6 Indr + \beta_7 Capdex + \beta_8 Tax + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_1 \quad (1)$$

其次, 本文设定模型(2)和模型(3)对假设 H2 和假设 H3 进行检验, 即分析师关注是否与内部控制有效性正相关, 内部控制有效性是否在分析师关注与企业僵尸化的关系中起中介作用:

$$ICQ = \alpha_0 + \alpha_1 Analyst + \alpha_2 Size + \alpha_3 Age + \alpha_4 Top5 + \alpha_5 Board + \alpha_6 Indr + \alpha_7 Capdex + \alpha_8 Tax + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$Zombie = \gamma_0 + \gamma_1 Analyst + \gamma_2 ICQ + \gamma_3 Size + \gamma_4 Age + \gamma_5 Top5 + \gamma_6 Board + \gamma_7 Indr + \gamma_8 Capdex + \gamma_9 Tax + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_3 \quad (3)$$

借鉴温忠麟等的研究, 中介效应检验流程为: 步骤一, 检验模型(1)中 Analyst 的系数 β_1 , 显著按中介效应立论; 步骤二, 先检验模型(2)中 Analyst 的系数 α_1 , 再检验模型(3)中 ICQ 的系数 γ_2 , 若 α_1 与 γ_2 均显著, 则间接效应显著, 直接跳到步骤四, 否则进行步骤三; 步骤三, 使用 Bootstrap 法检验 $\alpha_1 \times \gamma_2 = 0$, 结果显著则间接效应显著, 继续步骤四, 否则终止分析; 步骤四, 检验模型(3)中 Analyst 的系数 γ_1 , γ_1 不显著说明不存在直接效应, 只有中介效应, 显著则说明直接效应显著, 继续步骤五; 步骤五, 比较 $\alpha_1 \times \gamma_2$ 与 γ_1 的符号, 同号为部分中介效应^[20]。

三 实证分析

(一) 描述性统计分析

对变量进行描述性统计, 结果见表 2。企业僵

尸化指数 Zombie 的均值和中位数相近, 但在所有观测值中, Zombie 的最大值 0.961 与最小值 0.001 存在较大差距, 表明样本企业的僵尸化程度相差较大, 最大值 0.961 说明样本企业中有企业僵尸化程度比较严重, 需要得到妥善处置; 分析师关注 Analyst 最小值为 0.693, 最大值为 3.970, 呈现较大的波动, 说明样本企业分析师关注的程度不同; 内部控制有效性 ICQ 的均值和中位数非常接近, 最值有所差异, 表明企业内部控制整体表现较为平稳, 不同企业内部治理水平存在一定差异。从控制变量来看, 企业规模 Size 的最值分别为 26.748 和 20.001, 说明样本企业在总资产规模上存在差距; 前五大股东持股比例 Top5 的标准差达到了 15.808, 表明个体企业的股权集中度差距较大; 资本密集度 Capdex 的均值为 2.318, 最大值 12.040 和最小值 0.354 之间差距很大, 说明不同企业在资本投入方面存在较大差别; 企业税负 Tax 的均值和中位数相差不大, 最值方面体现出巨大离散度, 表明样本企业整体税负情况较为稳定, 企业个体之间的税负水平存在很大差异。

表 2 描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
Zombie	12 222	0.087	0.185	0.021	0.001	0.961
Analyst	12 222	2.030	0.892	2.079	0.693	3.970
ICQ	12 222	6.496	0.126	6.515	5.296	6.850
Size	12 222	22.540	1.309	22.331	20.001	26.748
Age	12 222	2.166	0.735	2.197	0.693	3.296
Top5	12 222	53.563	15.808	54.085	0.332	89.490
Board	12 222	2.144	0.197	2.197	1.609	2.708
Indr	12 222	0.375	0.054	0.357	0.300	0.600
Capdex	12 222	2.318	1.666	1.866	0.354	12.040
Tax	12 222	0.169	0.153	0.158	-0.758	0.855

(二)相关性分析

为验证变量的合理性,进行 Pearson 相关性检验,结果见表 3。变量之间的相关系数均未超过 0.6,此外,变量的 VIF 均值为 1.32,说明模型不存在多重共线性问题。由表 3 可知,分析师关注度

Analyst 与企业僵尸化指数 Zombie 的相关系数为 -0.211,在 1% 的水平上显著,表明分析师关注降低了企业僵尸化程度,这也为前文提出的假设 H1 提供了一定的支持。

表 3 相关性分析

变量	Zombie	Analyst	ICQ	Size	Age	Top5	Board	Indr	Capdex	Tax
Zombie	1									
Analyst	-0.211 ^①	1								
ICQ	-0.200 ^①	0.214 ^①	1							
Size	0.057 ^①	0.299 ^①	0.142 ^①	1						
Age	0.163 ^①	-0.019 ^②	-0.041 ^①	0.481 ^①	1					
Top5	-0.067 ^①	0.054 ^①	0.104 ^①	0.172 ^①	-0.210 ^①	1				
Board	0.036 ^①	0.070 ^①	0.046 ^①	0.242 ^①	0.163 ^①	0.020 ^②	1			
Indr	0.015 ^③	0.024 ^①	0.013	0.045 ^①	-0.024 ^①	0.051 ^①	-0.525 ^①	1		
Capdex	0.172 ^①	-0.139 ^①	-0.115 ^①	0.075 ^①	0.068 ^①	-0.031 ^①	-0.018 ^②	0.053 ^①	1	
Tax	-0.032 ^①	-0.028 ^①	0.064 ^①	0.139 ^①	0.130 ^①	0.053 ^①	0.044 ^①	0.013	0.006	1

注:①表示变量的显著性水平为 1%。

②表示变量的显著性水平为 5%。

③表示变量的显著性水平为 10%。

(三)回归分析

1. 主效应检验。为了检验分析师关注对企业僵尸化程度的影响,本文采用模型(1)对样本数据进行回归,结果如表 4 所示。可以看出,分析师关注 Analyst 与企业僵尸化指数 Zombie 的相关系数为 -0.048,且在 1% 的水平上通过了显著性检验,表明分析师关注对企业僵尸化程度存在显著的负向影响,因此分析师关注对企业僵尸化有显著的抑制作用,能降低企业僵尸化的风险。该结果与前文预期相符,由此假设 H1 得到了验证。

2. 中介效应检验。探究内部控制有效性在分析师关注对企业僵尸化的影响中是否起中介作用,首先采用模型(2)进行回归,检验分析师关注对内部控制有效性的影响,结果见表 4。分析师关注 Analyst 与内部控制有效性 ICQ 的相关系数为 0.021,在 1% 的水平上显著,说明分析师关注对企业内部控制有效性有着显著的正向影响,分析师关注能提高企业的内部控制质量,由此假设 H2 得到验证。其次,利用模型(3)对分析师关注、内部控制有效性和企业僵尸化指数进行回归,并按照前文提到的中

介效应检验流程对表 4 的分步回归结果进行分析,已知模型(1)中分析师关注 Analyst 的系数在 1% 的水平上显著,模型(2)中分析师关注 Analyst 的系数在 1% 的水平上显著,从表 4 可以看出,模型(2)中分析师关注 Analyst 的系数和模型(3)中内部控制有效性 ICQ 系数的乘积为 0.021×-0.225 ,其符号与模型(3)中分析师关注 Analyst 的系数 -0.044 的符号相同。综合表 4 的回归结果可以判断,内部控制有效性在分析师关注与企业僵尸化的关系中发挥了部分中介作用,即分析师关注通过提升企业的内部控制有效性降低企业僵尸化程度。此外,为了增强这一检验结果的可靠性,本文参考胡川的做法,利用 Bootstrap 法进行检验,重复抽样 1000 次^[21],结果显示,内部控制有效性的中介效应在 95% 的偏差校正置信区间分别为 $(-0.006, -0.004)$ 、 $(-0.043, -0.035)$,均未包含 0 值,也可验证内部控制有效性在分析师关注与企业僵尸化关系之间的中介作用。利用 Bootstrap 法得出的结论和进行逐步检验法得到的结论相同,因此假设 H3 得到验证。

表4 回归结果

变量名称	模型(1)Zombie	模型(2)ICQ	模型(3)Zombie
Analyst	-0.048 ^① (-23.42)	0.021 ^① (16.20)	-0.044 ^① (-21.57)
ICQ			-0.225 ^① (-11.71)
Size	0.018 ^① (8.64)	0.015 ^① (12.07)	0.021 ^① (10.24)
Age	0.032 ^① (12.38)	-0.017 ^① (-8.97)	0.029 ^① (11.01)
Top5	-0.000 ^① (-2.76)	0.000 ^① (3.55)	-0.000 ^② (-2.24)
Board	0.031 ^① (2.84)	-0.003(-0.37)	0.031 ^① (2.82)
Indr	0.119 ^① (3.33)	0.017(0.71)	0.123 ^① (3.48)
Capdex	0.021 ^① (12.73)	-0.011 ^① (-14.14)	0.018 ^① (11.18)
Tax	-0.063 ^① (-3.22)	0.033 ^① (3.14)	-0.056 ^① (-2.88)
Constant	-0.352 ^① (-7.02)	6.178 ^① (197.46)	1.036 ^① (8.28)
Year	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes
N	12 222	12 222	12 222
R ²	0.124	0.117	0.144
adj_R ²	0.122	0.114	0.142
F	33.91	48.92	35.63

注:括号内为t值。

①表示变量的显著性水平为1%。

②表示变量的显著性水平为5%。

(四)稳健性检验

为保证回归结果的可靠性,进行稳健性检验。一是替换变量,选取企业被研报关注度衡量分析师关注,内部控制信息披露指数衡量内部控制有效性,此外,考虑到分析师关注和内部控制有效性对企业僵尸化的影响可能存在时滞性,对企业被研报关注

度和内部控制信息披露指数相关数据进行滞后一期的处理;二是对计量模型进行替换,在对计量模型进行选择时,根据hausman检验结果,选取固定效应模型进行回归。变量系数除了在大小上略有差别之外,符号和显著性均与前文回归结果保持一致,各假设得到验证,本文的实证结果具有稳健性,见表5。

表5 稳健性检验结果

变量名称	替换变量检验			公司固定效应		
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	Zombie	ICQ	Zombie	Zombie	ICQ	Zombie
Analyst	-0.036 ^① (-18.40)	0.015 ^① (7.87)	-0.035 ^① (-18.15)	-0.031 ^① (-13.59)	0.016 ^① (8.00)	-0.030 ^① (-12.90)
ICQ			-0.049 ^① (-4.19)			-0.101 ^① (-8.43)
Size	0.016 ^① (6.71)	0.012 ^① (6.11)	0.016 ^① (6.95)	-0.030 ^① (-6.91)	0.022 ^① (5.86)	-0.028 ^① (-6.42)
Age	0.032 ^① (9.46)	-0.010 ^① (-2.80)	0.032 ^① (9.31)	0.059 ^① (6.79)	-0.019 ^① (-2.61)	0.057 ^① (6.58)
Top5	-0.000 ^① (-2.73)	0.000 ^② (1.71)	-0.000 ^① (-2.65)	-0.000(-1.54)	0.000(0.54)	-0.000(-1.50)
Board	0.031 ^③ (2.46)	0.043 ^① (3.74)	0.033 ^① (2.64)	0.019(1.15)	0.010(0.70)	0.020(1.22)
Indr	0.125 ^① (3.05)	0.125 ^① (3.04)	0.131 ^① (3.20)	-0.003(-0.06)	0.022(0.53)	-0.001(-0.01)

续表

变量名称	替换变量检验			公司固定效应		
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	Zombie	ICQ	Zombie	Zombie	ICQ	Zombie
Capdex	0.023 ^① (12.41)	-0.002(-1.27)	0.023 ^① (12.37)	0.031 ^① (18.26)	-0.013 ^① (-8.74)	0.030 ^① (17.50)
Tax	-0.061 ^① (-2.78)	0.013(1.11)	-0.060 ^① (-2.76)	-0.060 ^① (-6.34)	0.043 ^① (5.40)	-0.055 ^① (-5.89)
Constant	-0.292 ^① (-5.12)	3.132 ^① (63.27)	-0.139 ^③ (-2.07)	0.617 ^① (6.10)	6.061 ^① (70.71)	1.231 ^① (9.91)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9 585	9 585	9 585	12 222	12 222	12 222
R ²	0.112	0.239	0.114	0.078	0.077	0.085
adj_R ²	0.109	0.237	0.111	-0.176	-0.178	-0.168
F	24.21	77.16	23.63	54.28	53.42	55.70

注:括号内为 *t* 值。

①表示变量的显著性水平为 1%。

②表示变量的显著性水平为 10%。

③表示变量的显著性水平为 5%。

四 进一步分析

鉴于我国各省市的市场化进程并不均衡,企业所处外部环境有区别,在市场化水平较低的地区,市场环境的不健全会加剧信息不对称的程度,同时监督机制也较为薄弱,为此,本文考察了分析师关注与市场化程度对企业僵尸化的交互影响,在王小鲁编写的《中国分省份市场化指数报告(2018)》中选取市场化总指数,反映样本企业所属省市的市场化进程,该指数越大,代表市场化程度越高^[22]。由于报告数据截至 2016 年,本文参照许江波的做法,用 2012—2016 年间市场化指数的平均增长率推算 2017 年的指数值,2018 年与 2019 年的数据以此类推^[15]。在模型(1)的基础上加入分析师关注与市场化程度的交乘项 AnalystMarket,回归结果见表 6。表 6 中第(1)列报告了未添加控制变量的回归结果,第(2)列添加控制变量进行回归,可以看到,分析师关注与市场化程度的交乘项均在 1% 的水平上与企业僵尸化正相关,系数分别为 0.006 和 0.005,证明市场化程度对分析师关注与企业僵尸化之间的关系具有负向调节作用,即市场化进程会削弱分析师关注降低企业僵尸化程度的作用强度,在市场化程度较低的地区,分析师关注降低企业僵尸化程度的作用会更加明显。

五 结论与启示

本文基于 2012—2019 年中国 A 股上市公司经

表 6 市场化程度差异的影响

变量名称	(1) Zombie	(2) Zombie
Analyst	-0.043 ^① (-23.43)	-0.048 ^① (-23.28)
Market	-0.008 ^① (-7.94)	-0.003 ^① (-3.11)
Analyst×Market	0.006 ^① (5.28)	0.005 ^① (5.44)
Size		0.017 ^① (8.57)
Age		0.031 ^① (11.71)
Top5		-0.000 ^① (-2.69)
Board		0.029 ^① (2.64)
Indr		0.114 ^① (3.20)
Capdex		0.020 ^① (12.56)
Tax		-0.064 ^① (-3.27)
Constant	0.271 ^① (12.64)	-0.319 ^① (-6.31)
Year	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes
N	12 204	12 204
R ²	0.066	0.127
adj_R ²	0.063 6	0.125
F	27.74	32.20

注:括号内为 *t* 值。

①表示变量的显著性水平为 10%。

验数据,首先考察了分析师关注对企业僵尸化程度的影响,然后从中介效应检验流程对分析师关注、内

部控制有效性和企业僵尸化之间的关系进行实证分析,探究分析师关注对企业僵尸化的影响机制,此外,本文进一步探讨了市场化程度对分析师关注与企业僵尸化两者关系的影响,得出以下结论:分析师关注可以显著降低企业僵尸化的概率,抑制新的僵尸企业形成;分析师关注促进了企业内部控制有效性的提升,企业内部控制有效性在分析师关注对企业僵尸化的抑制作用中发挥着部分中介效应。这表明内部控制有效性是分析师关注影响企业僵尸化的作用路径,分析师关注可以促使企业提高其内部控制水平,从而降低企业僵尸化程度;此外,分析师关注对企业僵尸化的抑制作用受到企业外部环境差异的影响,在市场化程度较低的地区,分析师关注降低企业僵尸化程度的作用会更加明显。

据此,本文给出以下几点启示:第一,目前我国经济正转向高质量发展,市场资源的有效分配可以更好地引导僵尸企业的退出和非僵尸企业的健康发展,分析师作为企业的信息解读者和市场中的信息传递者,有助于降低信息不对称从而缓解企业的融资约束困境,同时能对企业加以监督和约束,降低企业僵尸化的风险。监管机构需要认识到分析师关注在遏制企业僵尸化方面的关键作用,严格把控分析师队伍的建设,对分析师的职业素养做出更高要求,使其信息中介和外部治理职能得到有效发挥。第二,企业应重视内部治理环境的完善,充分发挥内部控制有效性在优化资源配置、加强企业风险管理、提升经营效率等方面的作用,避免内部控制建设流于形式。企业需要及时对内部控制制度的漏洞进行修复,并利用内部控制有效性来提高其生存能力,增强自身发展动力和活力,降低僵尸化的风险。第三,企业外部治理机制可以在促进企业提升治理水平方面加以辅助,企业内部治理机制也需要得到外部监督机制的监督和约束。监管机构应从结合企业内外部治理机制的角度出发,合理利用分析师关注的治理作用,特别是在市场化程度较低的地区,使企业自觉接受分析师关注,推动企业提高内部控制有效性以促进经营管理效率的提升,最大限度地发挥企业内外部治理机制的协同作用。

[参考文献]

- [1] DERRIEN FRANÇOIS, KECSKÉS AMBRUS, MANSI S A. Information Asymmetry, the Cost of Debt, and Credit Events: Evidence from quasi-random analyst disappearances [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 39: 295-311.
- [2] 宋建波, 苏子豪, 王德宏. 政府补助、投融资约束与企业僵尸化[J]. *财贸经济*, 2019, 40(4): 5-19.
- [3] 谭语嫣, 谭之博, 黄益平. 僵尸企业的投资挤出效应: 基于中国工业企业的证据[J]. *经济研究*, 2017, 52(5): 175-188.
- [4] JENSEN MICHAEL C, MECKLING WILLIAM H. Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [5] CHUNG K H, JO H. The Impact of Security Analysts' Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31(4): 493-512.
- [6] JUNG B, SUN K J, YANG Y S. Do Financial Analysts Add Value by Facilitating More Effective Monitoring of Firms' Activities? [J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2012, 27(1): 61-99.
- [7] LANG MARK H, LUNDHOLM RUSSELL J. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior [J]. *Accounting Review*, 1996, 71(4): 467-492.
- [8] FANG FRANK YU. Analyst Coverage and Earnings Management [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(2): 245-271.
- [9] 桂爱勤, 龙俊雄. 分析师跟踪对上市公司违规行为影响的实证分析[J]. *统计与决策*, 2018, 34(10): 171-173.
- [10] FUKUDA SHIN-ICHI, JUN-ICHI NAKAMURA. Why Did 'Zombie' Firms Recover in Japan? [J]. *The World Economy*, 2011, 34(7): 1124-1137.
- [11] 和丽芬, 朱学义, 王传彬. 内部控制质量与财务困境恢复: 基于2007—2011年沪深A股ST公司数据[J]. *经济经纬*, 2014, 31(1): 118-123.
- [12] 池国华, 朱俊卿. 内部控制制度能治理高管腐败吗: 来自国有上市公司的实证研究[J]. *广东财经大学学报*, 2019, 34(1): 46-59.
- [13] 韩飞, 田昆儒. 僵尸企业的微观治理: 基于内部控制和 Related Party Holding 视角 [J]. *经济体制改革*, 2017(5): 101-108.
- [14] 李亚超, 王玉法, 李思远. 内部控制、僵尸企业与审计特征[J]. *南京审计大学学报*, 2020, 17(4): 11-19.
- [15] 许江波, 白喆. 内部控制有效性、市场化程度与僵尸企业脱困[J]. *财会月刊*, 2020(14): 114-121.
- [16] 栾甫贵, 刘梅. 僵尸企业僵尸指数的构建及应用研究[J]. *经济与管理研究*, 2018, 39(6): 135-144.
- [17] 栾甫贵, 汤佳颖. 企业研发能否抑制新的僵尸企业形成[J]. *财会月刊*, 2018(20): 63-70.
- [18] 朱和平, 王佳玲. 大股东股权质押、分析师关注与非效率投资[J]. *财会通讯*, 2021(5): 58-61.
- [19] 马桂芬. 股权激励、内部控制有效性与企业创新绩效

- [J]. 会计之友, 2020(11):59-65. (3):88-97.
- [20] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014, 22(5):731-745. [22] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019: 216-218.
- [21] 胡川, 王林江, 张桂玲. 分析师跟踪、内控有效性与科技型中小企业创新[J]. 科技进步与对策, 2020, 37

Analyst Attention, Effectiveness of Internal Control and Corporate Zombification

HU Hai-bo, LUO Qi-dan

(University of South China, Hengyang 421001, China)

Abstract: Based on the data of China's A-share listed companies from 2012 to 2019, this paper examines the influence and mechanism of corporate internal and external governance mechanisms on corporate zombification. The results of the research show that analyst attention can reduce the degree of corporate zombification and help curb the formation of new zombie companies. Analysts can improve the effectiveness of corporate internal control, thereby reducing the degree of corporate zombification. The effectiveness of corporate internal control has a partial mediating effect in the impact of analyst attention on corporate zombification. Further research finds that the marketization process will weaken the strength of analyst attention to reducing the degree of corporate zombification, and in regions with a low degree of marketization, the role of analyst attention to reduce the degree of corporate zombification will be more obvious.

Key words: analyst attention; effectiveness of internal control; corporate zombification; degree of marketization

(本文编辑:魏玮)