

内部控制自我评价报告披露的市场反应研究

——基于2010年中小板上市公司的数据

沈菊琴,严士锋,辜波

(河海大学商学院,江苏南京 210098)

[摘要]在对我国2010年中小板上市公司披露内部控制自我评价报告披露情况进行分析的基础上,采用事件研究法和多元回归分析法就我国证券市场对内部控制自评报告披露的市场反应进行实证研究,结果发现:上市公司内部控制自我评价报告具有信息含量,投资者能够利用这些信息获得超额收益;我国证券市场能够有效反映已公开的信息,进而消除市场套利行为,这在一定程度上间接证明了我国证券市场价格中包含的信息越多,市场就越有效;盈利能力越强、成长性越好的公司越愿意披露内部控制自评报告。

[关键词]内部控制信息披露;自我评价报告披露;SOX法案;股票价格;CAR;累计非正常报酬率

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2013)01-0061-07

一、引言

近年来,国内外一系列公司财务舞弊事件频频发生,引起了监管层对建立有效内部控制制度的重视和投资者对内部控制信息的关注。2002年,美国颁布了Sarbanes-Oxley法案(以下简称SOX法案),该法案规定企业管理层应对与公司财务报告相关的内部控制体系作出有效评估,且要聘请审计师对内部控制报告出具审计意见。2006年,我国深圳证券交易所发布了《上市公司内部控制指引》,该指引要求上市公司应在年报中披露内部控制制度的制定和实施情况,注册会计师在对公司进行年度审计时应出具内部控制评价意见。2008年,我国财政部、证监会、审计署、银监会、保监会五大部门联合制定并发布了《企业内部控制基本规范》,该规范要求上市公司披露年度自我评价报告。为此,本文将对内部控制自我评价报告披露的市场反应进行研究,这对证券市场的监管者、投资者和公司管理者都有着重要的意义。

二、文献回顾

2002年美国颁布的SOX法案强化了上市公司的内部控制责任,对内部控制信息的披露产生了重要影响。2004年COSO委员会(全美反舞弊性财务报告委员会发起组织,Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission)在《内部控制——整体架构》的基础上进一步提出了《企业风险管理框架》,这标志着加强内部控制时代的到来。此后,许多国家也效仿该法案陆续出台了相应的内部控制制度,以加强对企业内部控制信息的披露。

[收稿日期]2012-04-17

[作者简介]沈菊琴(1962—),女,江苏张家港人,河海大学商学院教授,博士生导师,主要研究方向为财务会计、环境与资源会计、项目投资管理;严士锋(1975—),男,福建尤溪人,河海大学商学院博士生,南京水利科学研究院财务与资产处高级会计师,主要研究方向为内部控制与公司治理、技术经济及管理;辜波(1987—),男,四川眉山人,河海大学商学院硕士生,主要研究方向为内部控制与公司治理。

(一) 内部控制信息披露具有信息含量

Beneish 等分别对 SOX 法案的不同条款进行研究后发现,按照 SOX302 条款披露的信息具有信息含量,而按照 SOX404 条款披露的信息不具有信息含量^[1]。Hamersley 等用规模调整的收益率代表信息含量进行研究后发现,内部控制缺陷披露能引起负面的市场反应,内部控制缺陷的严重性、可审度以及披露的模糊性等缺陷特征都具有信息含量^[2]。Kim 和 Park 研究发现,内部控制缺陷的披露具有信息含量,且与股票价格负相关^[3]。夏亨峰研究发现,上市公司详细、客观地披露内部控制信息会向投资者传递一个信号,从而使得市场做出相应反应^[4]。陈宋生和郭京晶研究发现,内部控制信息披露能带来正面的市场反应,CAR(Cumulative Abnormal Return, 累计非正常报酬率)为正,并且强制披露内部控制信息能够获得更高的异常收益率^[5]。张晓岚等认为,内部控制信息披露质量越高的上市公司,其经营业绩越好,财务风险越小^[6]。

(二) 内部控制信息披露的影响因素

Bronson 等研究发现,规模越大、净利润增长越快、销售增长越慢、审计委员越勤勉、机构持股比例越高的公司,越有可能披露内部控制信息^[7]。Doyle 等研究发现,规模小、成立时间短、业务复杂、成长速度快、财务状况不佳的公司更有可能存在重大缺陷^[8]。Ashbaugh-Skaife 等研究发现,披露内部控制缺陷的公司具有更高的特有风险、系统风险和权益成本^[9]。蔡吉甫认为,我国上市公司内部控制信息披露受到公司盈利能力、财务报告质量和公司财务状况的影响^[10]。方红星等研究发现,是否聘请“四大”进行外部审计、资产总规模、资产净利率、独立董事比例、审计意见类型、监事会规模等都会影响内部控制的信息披露水平^[11]。杜海霞的研究表明,内部控制自我评价报告披露与公司规模显著正相关,与代理成本、资产负债率和公司上市年限显著负相关^[12]。刘亚莉等通过实证检验发现,报告内部控制缺陷的上市公司具有显著的公司治理特征^[13]。

通过以上分析,我们可以发现,国内鲜有研究直接以 CAR 作为因变量建立模型分析上市公司内部控制自评报告披露影响因素的。本文拟采用事件研究法,利用中小板上市公司 2010 年的相关数据对内部控制自我评价报告披露的市场反应情况进行实证分析。

三、假设演绎与研究设计

(一) 假设演绎

内部控制的缺失导致了很大公司(如安然、世通、中航油等)财务丑闻事件的发生,这些公司通过虚构交易和资产等手段来提升自己的市场价值。这些丑闻的不断发生最终催生了 SOX 法案,该法案中最为严厉、执行成本最为高昂的就是对上市公司内部控制信息强制披露的要求。Li Haidan、Pincus 和 Rego 研究发现,正的累计非正常报酬率与 SOX 法案对不确定事件的规定有关,与投资者预期 SOX 法案能产生超额累计收益有关。他们的研究表明内部控制报告的披露能导致股票价格产生异常的市场波动^[14]。基于上述分析,本文提出假设 1。

假设 1:内部控制自评报告披露会导致显著异常的正向市场反应,带来超额累计收益。

就内部控制信息披露的影响因素来讲,由于学者们选择的市场环境、研究视角及研究方法等不尽相同,因此得出了不同的结论。笔者在借鉴已有理论和研究成果^[15]的基础上,结合自己的经验总结,重点选择了公司规模、盈利能力、财务杠杆、公司成长性、监事会规模、审计意见类型六个因素来分析这些因素对内部控制自评报告披露的影响,并提出假设 2。

假设 2:内部控制自评报告披露与公司规模、公司盈利能力、公司成长性、监事会规模、审计意见类型正相关,与公司财务杠杆负相关。

(二) 研究设计

1. 研究方法

由于内部控制报告中披露的公司信息会对公司股票价格产生影响,因此本文采用事件研究法检

验报告披露日前后不同时间窗的股价变化,从而对假设 1 进行验证。根据已有的研究基础^[16]和检验的需要,本文把时间窗定为(-70,10),共计 81 天,把内部控制报告披露日定义为第 0 天,事件考察期为(-10,10),即报告披露日前 10 个交易日和披露日后 10 个交易日,正常收益率的估计期为(-70,-10)。具体如图 1 所示。

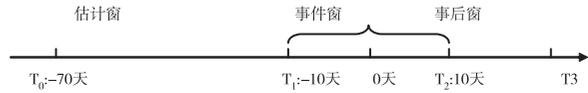


图 1 内部控制报告披露的市场反应研究事件窗

在事件研究法中,非正常报酬率是用来度量股价对事件发生或信息披露异常反应程度的。股票的非正常报酬率 AR (Abnormal Return) 等于股票的实际报酬率减去该股票的正常报酬率。股票的实际报酬率可以根据每天的实际股价计算得到,计算公式为 $R_{it} = (P_{it} - P_{i(t-1)}) / P_{it}$, 其中 P_{it} 是股票 i 在第 t 日的收盘价。

计算非正常报酬率的方法主要有三种,即市场模型法、均值调整法和市场调整法。在早期,市场模型法(CAPM)非常流行且占据主导地位,事件研究法主要使用风险调整后的非正常报酬率。近年来,由于学者们对系统风险系数 β 提出了不少质疑,且我国的上海股市和深圳股市属新兴市场,两个市场的股价极不稳定,风险系数 α 和 β 也极不稳定,因此在此基础上建立的回归方程的拟合度较低。陈汉文等研究发现,市场模型法计算的统计量更容易拒绝原假设^[17]。与市场模型法和市场调整法相比,运用均值调整模型可以更有效地达到探测股票价格事件性表现的目的,且均值调整模型的优势在进行非参数符号检验时也得到了较好的体现。鉴于此,本文采用均值调整法来计算股票的非正常报酬率,相关计算公式为 $AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_i$, 其中 $\bar{R}_i = \frac{1}{L} \sum_{t=T_0}^{T_1} R_{it}$, 表示股票 i 在估计期 $[T_0, T_1]$ 内的日平均收益率。

$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$, $CAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=T_0}^{T_1} AR_{it}$, 其中 N 为考察样本数目。如果事件发生对股价无影响,那么 CAR 服从均值为 0 的正态分布,这样可对 CAR 是否为 0 进行检验,以此来确定事件的发生是否会对股价产生影响,其检验统计量为 $T_{CAR} = \frac{CAR_{n,2}}{\sqrt{Var(CAR_{n,2})}}$

2. 模型设定

本文选择 CAR 作为因变量,公司规模、盈利能力、财务杠杆、公司成长性、监事会规模、审计意见类型等六个因素作为自变量,变量具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	变量计量	预期符号
因变量	CAR	累计非正常报酬率	CAR(-10,10)	/
自变量	LNS	公司规模	年末总资产的自然对数	+
	ROE	盈利能力	净资产收益率 = 净利润/平均股东权益	+
	FL	财务杠杆	资产负债率 = 总负债/总资产	-
	CG	公司成长性	销售增长率 = (本年销售额/上年销售额) - 1	+
	BOS	监事会规模	监事会人数	+
	AUD	审计意见类型	标准无保留意见取 1, 否则取 0	+

本文通过构建多元线性回归模型对因变量与自变量进行回归拟合分析,并通过实证分析检验各因素对 CAR 的影响,回归模型为:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 LNS + \beta_2 ROE + \beta_3 FL + \beta_4 CG + \beta_5 BOS + \beta_6 AUD + \varepsilon$$

其中 β_0 为常数项, $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ 为自变量系数, ε 为误差项。

3. 样本选取

本文以深圳交易所 2010 年公布披露了内部控制自我评价报告的中小板企业为研究样本,并根据本

文需要对样本进行了筛选:剔除在年报公布日前后 10 天内有重大事件发生(如分红、配股等)的公司;剔除事件期内连续 2 个交易日以上没有股票交易价格的公司。通过筛选,本文最终得到 306 个有效样本。

四、实证分析

(一) 市场反应检验

披露内部控制自评报告公司的 AAR、CAR 及其显著性检验结果如图 2 和表 2 所示。由图 2 可见,从内部控制自评报告披露前的第十天开始,CAR 值已经明显开始上升,在自评报告披露日的前一天达到最大值,CAR 值约为 2.5%,这说明如果交易者在自评报告披露日之前买入披露自评报告公司的公司股票,并在自评报告披露日的前一天卖出,交易者大约可获得 2.5% 的超额收益。CAR 值在自评报告披露日之后马上出现明显的下降,根据有效市场假说,这说明证券市场能够有效反映已公开信息,从而有利于消除市场套利行为,这在一定程度上间接证明了我国证券市场价格中包含的信息越多市场就越有效。

从表 2 的均值调整法计算结果可以看出,在自评报告披露前的第六天,CAR 值就显著异于零(10% 水平显著),随着披露日的临近,CAR 值逐渐增大,且其显著性水平逐渐提高。在自评报告信息披露日后,AAR 转为负值,CAR 值逐渐减小,且在披露日后的第六天 CAR 值已经不显著。以上变化规律充分说明:证券市场能够吸收公司内部控制自评报告信息,且能逐渐消除市场套利行为,从公司自评报告信息公布后的第六天开始,投资者已不再能够获得超额回报,而只能赚取市场的一般报酬。

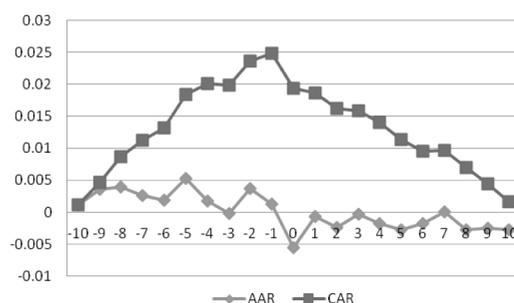


图 2 均值调整法下的 AAR 值和 CAR 值

表 2 披露内部控制自评报告公司的 AAR、CAR 及其显著性检验

交易日	均值调整法			市场调整法		
	AAR(%)	CAR(%)	T _{CAR}	AAR(%)	CAR(%)	T _{CAR}
-10	0.1104	0.1104	0.1586	0.1322	0.1322	0.1888
-9	0.3618	0.4722	0.6785	0.1282	0.2604	0.3720
-8	0.3912	0.8634	1.2406	0.3024	0.5628	0.8040
-7	0.2607	1.1241	1.6152	0.2892	0.8520	1.2172
-6	0.1891	1.3132	1.8869*	0.2486	1.1006	1.5723
-5	0.5247	1.8379	2.6408***	0.3934	1.4940	2.1343**
-4	0.1706	2.0085	2.8860***	0.1981	1.6921	2.4174***
-3	-0.0185	1.9901	2.8595***	0.1489	1.8410	2.6300***
-2	0.3678	2.3579	3.3880***	0.2850	2.1260	3.0371***
-1	0.1274	2.4853	3.5711***	0.2027	2.3286	3.3266***
0	-0.5513	1.9340	2.7789***	-0.3948	1.9338	2.7625***
1	-0.0715	1.8624	2.6761***	-0.2059	1.7279	2.4685***
2	-0.2442	1.6182	2.3252**	-0.0303	1.6977	2.4252***
3	-0.0378	1.5805	2.2709**	-0.1146	1.5831	2.2615**
4	-0.1744	1.4061	2.0204**	-0.0923	1.4907	2.1296**
5	-0.2715	1.1346	1.6304*	-0.0461	1.4447	2.0638**
6	-0.1766	0.9580	1.3766	0.0254	1.4700	2.1000**
7	0.0072	0.9652	1.3869	-0.0156	1.4544	2.0778**
8	-0.2727	0.6925	0.9950	-0.12338	1.3311	1.9015**
9	-0.2534	0.4391	0.6309	-0.15971	1.1713	1.6734*
10	-0.2781	0.1610	0.2313	-0.19421	0.9771	1.3959

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

(二) 多元回归分析

表3是各变量间的相关系数检验分析结果。相关系数小于0.65,表明各变量具有独立性,变量之间不存在共线性问题。从表3可以看出,除了LNS与FL、ROE与AUD之间的相关系数分别达到0.393、0.382之外,其他变量之间的相关系数绝对值都低于0.25。总体来说,变量之间的相关系数都没有超过0.65,这说明各变量之间不存在多元共线性问题,即可以进行多元回归分析。

表3 相关性分析

	CAR	LNS	ROE	FL	CG	BOS	AUD
CAR	1	0.056	0.187***	-0.062	0.061	-0.073	0.087
LNS		1	0.214***	0.393***	0.119**	0.063	0.058
ROE			1	-0.160***	-0.068	-0.098*	0.382***
FL				1	0.128**	0.138**	-0.048
CG					1	-0.044	-0.034
BOS						1	-0.044
AUD							1

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

本文采用最小二乘法进行多元线性回归分析,回归结果表明:(1)DW检验值为2.029(见表4),容忍度(TOL)和方差膨胀因子(VIF)都比较接近于1(见表5),这可以证明各变量之间不存在多元共线性问题,与前文的分析结果一致。(2)从多元回归分析的总体参数看,判定系数R为0.214,回归方程的 R^2 较小,这说明模型的拟合优度不理想,但在5%的显著性水平上通过了F检验($F=2.395, P=0.028$),这说明模型的整体显著性较好,具有统计意义。

表4 模型参数

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin - Watson	F	Sig.
1	0.214	0.046	0.028	0.00514502	2.029	2.395	0.028

表5 回归分析结果

Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
(Constant)	0.000	0.001		-0.759	0.448		
LNS	2.893E-5	0.000	0.045	0.650	0.526	0.622	1.510
ROE	0.001	0.000	0.159	2.420	0.016	0.735	1.361
FL	-6.051E-6	0.000	-0.061	-0.883	0.378	0.674	1.484
CG	0.002	0.000	0.072	2.785	0.002	0.969	1.032
BOS	-1.520E-5	0.000	-0.048	-0.836	0.404	0.970	1.031
AUD	7.515E-5	0.000	0.021	0.348	0.728	0.852	1.173

从表5的回归分析结果可以看出,LNS、AUD与CAR正相关,但不显著,这说明公司内部控制自评报告信息的披露在一定程度上受到公司规模和审计意见类型的影响。ROE、CG与CAR分别在5%、1%水平上显著正相关,这说明盈利能力越强、成长性越好的中小板公司越愿意披露自身内部控制信息,以与其他表现差的公司形成区别,获得更好的股市反应。FL与CAR负相关但不显著,这说明财务杠杆越高的公司披露内部控制信息越会直接影响公司形象,从而会导致公司的股市业绩下滑,因此公司会减少这类信息的披露。BOS与CAR负相关但不显著,这可能是由于监事会规模越大,企业的监管成本和资源浪费就会增加,从而使得企业更不愿意披露内部控制信息。综上所述,从多元回

归结果看,除内部控制自评报告披露与监事会规模正相关这一假设未得到验证外,其他假设都得到了验证。

(三) 稳健性检验

为了保证研究结论的准确性和稳健性,本文采用市场调整法对研究样本进行了检验,计算结果如表2和图3所示。通过比较可以发现,表2中均值调整法和市场调整法的计算结果说明了同一现象,图2和图3中的AAR值和CAR值基本保持一致的变化趋势,这说明本文的检验结果具有相当的可靠性。

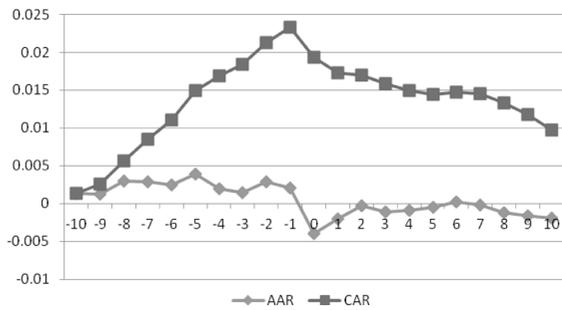


图3 市场调整法下的 AAR 值和 CAR 值

五、研究结论

本文利用2010年中小板上市公司的数据对上市公司内部控制自评报告披露的市场反应以及各因素对公司内部控制自评报告披露的影响进行了检验。研究结果表明:(1)内部控制自评报告具有信息含量,投资者若提前买进披露自评报告公司的股票,并在披露日的前一天卖出,投资者就能获得超额收益。(2)我国股票市场的有效程度越高,资源的分配就越合理,市场所发挥的作用也就越大。在公司自评报告信息披露日后,超额累计收益开始明显下降,这说明证券市场能够有效反映已公开的信息,有利于消除市场套利行为,也就是说,我国证券市场价格中包含的信息越多,市场就越有效。(3)盈利能力越强、成长性越好的公司越愿意披露内部控制自评报告。通常情况下,盈利能力和成长性好的公司倾向通过披露更多的信息将自身与不良公司区别开来,从而赢得投资者的青睐,并获得更高的效益。(4)公司规模、审计意见类型也会影响公司内部控制自评报告的披露,且呈正相关关系,但影响不显著。一般来说,公司规模越大、被出具的审计意见越好,公司管理越规范合理,内部控制制度的设计与执行越有效,因此公司披露内部控制信息的动机越强,披露的质量和水平也越高。(5)财务杠杆高的公司会减少内部控制自评报告的披露。高财务杠杆意味着公司面临较高风险,缺乏正确投资分析能力的投资者就会一味地认为公司财务状况较差,从而导致公司在股市的表现较差,因此财务杠杆越高的公司越不愿意披露内部控制自评报告。(6)监事会规模与企业内部控制自评报告披露之间呈负相关关系,但不显著。监事会规模过大会导致成本的上升和资源的浪费,这会使公司倾向减少内部控制自我评价报告的披露,因此公司监事会规模的设置要合理可行。

随着证券市场的不断发展,我国的内部控制机制将不断趋于完善,公司会披露更加详细、全面的内部控制自评信息,以向市场和投资者传递公司有效经营持续发展的信号,提升公司形象和市场信心。本文的研究对内部控制自评报告披露制度的完善会有所裨益,但本文没有就内部控制信息披露的好坏对市场产生的不同程度影响进行区别对待和分析,这是一个值得进一步研究的问题。

参考文献:

[1] Beneish M D, Billings M B, Hodder L D. Internal control weaknesses and information uncertainty[J]. The Accounting Review, 2008, 83: 665 - 703.

[2] Hammersley J S, Myers L A, Shakespeare C. Market reactions to the disclosure of internal control weaknesses and to the characteristics of those weaknesses under section 302 of the sarbanes-oxley act of 2002[J]. Review of Accounting Studies, 2008, 13: 141 - 165.

[3] Kim Y, Park M S. Market uncertainty and disclosure of internal control deficiencies under the sarbanes oxley act[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2009, 28: 419 - 445.

- [4]夏亨峰.上市公司内部控制信息披露的市场反应研究[D].安徽大学,2010.
- [5]陈宋生,郭京晶.内部控制信息披露的市场反应——来自沪深股市的经验证据[J].上海立信会计学院学报,2011(2):14-25.
- [6]张晓岚,沈豪杰,杨默.内部控制信息披露质量与公司经营状况——基于面板数据的实证研究[J].审计与经济研究,2012(2):64-73.
- [7]Bronson S N, Carcello J V, Raghunandan K. Firm characteristics and voluntary management reports on internal control [J]. Auditing: A Journal of Practical & Theory, 2006, 25:25-39.
- [8]Doyle J, Ge W, McVay S. Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2007, 44:193-223.
- [9]Ashbaugh-Skaife H, Collins D W, Kinney Jr W R, et al. The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity[J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47:1-43.
- [10]蔡吉甫.我国上市公司内部控制信息披露的实证研究[J].审计与经济研究,2005(2):85-88.
- [11]方红星,孙嵩,金韵韵.公司特征、外部审计与内部控制信息的自愿披露——基于沪市上市公司2003—2005年年报的经验证据[J].会计研究,2009(10):44-52.
- [12]杜海霞.代理成本与内部控制自我评价报告的自愿披露——基于2010年沪市A股上市公司数据[J].南京审计学院学报,2012(2):52-59.
- [13]刘亚莉,马晓燕,胡志颖.上市公司内部控制缺陷的披露:基于治理特征的研究[J].审计与经济研究,2011(3):35-43.
- [14]Li Haidan, Pincus M, Rego S O. Market reaction to events surrounding the sarbanes-oxley act of 2002 earnings management[J]. Journal of Law and Economics, 2008, 51:111-134.
- [15]辜波,许纪校.基于AHP的内部控制自评报告披露制约因素分析[J].会计之友,2011(3):44-47.
- [16]Jiang Guohua, Charles M C L, Zhang Yi. Information uncertainty and expected returns[J]. Review of Accounting Studies, 2005, 10:185-221.
- [17]陈汉文,陈向民.证券价格的事件性反映——方法、背景和基于中国市场的应用[J].经济研究,2002(1):40-47.
- [责任编辑:王丽爱,许成安]

On Market Reaction of CSA Reports Disclosure: Based on the Evidence of SMES Board in 2010

SHEN Ju-qin, YAN Shi-feng, GU Bo

Abstract: This paper analyzes the small and medium-sized enterprises (SMES) board which discloses internal control self-assessment (CSA) reports in 2010, and then studies stock market and influence factors by using event study method and multiple regression analysis. The results indicate that: CSA reports are informative, from which investors can obtain excess returns; China's securities market can effectively reflect public information, and thus eliminating the market arbitrage, which in a certain extent, indirectly proves that the more information included in the price of China's securities market, the more effective the market; the more profitable and the stronger companies are more willing to disclose internal control self-assessment report.

Key Words: information disclosure of internal control; internal control self-assessment disclosure; the SOX Act; stock price; CAR; cumulative abnormal return rate