

资本市场开放与公司内部控制质量

——基于“沪港通”的证据

田雪丰^{1,2},徐成凯³,田昆儒³

(1. 南开大学 经济学院,天津 300191;2. 渤海银行股份有限公司,天津 300171;3. 天津财经大学 会计学院,天津 300202)

[摘要]以中国“沪港通”交易制度的实施为政策背景,采用多时点双重差分模型,考察资本市场开放对标的公司内部控制质量的影响,研究发现,“沪港通”交易制度的实施显著提升了公司的内部控制质量,在控制其他因素并经过安慰剂检验、去除A+H股影响、改变周期范围等稳健性检验后,结论依然成立。机制检验表明,“沪港通”主要通过内部和外部两种机制对公司内部控制质量产生影响,其中,内部机制是对股价波动性风险控制,外部机制是审计师声誉风险与政府部门监管。

[关键词]沪港通;资本市场开放;内部控制;股价波动性风险;审计师声誉风险;政府部门监管;审计质量

[中图分类号]F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2021)06-0051-10

一、引言

资本市场开放是我国对外开放政策的重要组成部分。随着全球资产配置、人民币国际化及“一带一路”发展,我国改革开放进程不断深化,与世界经济联系日益紧密,这对我国资本市场进一步开放提出了更高要求。继合格的境外机构投资者(QFII)、人民币合格境外机构投资者(RQFII)、合格境内机构投资者(QDII)等措施后,“沪港通”“深港通”“沪伦通”机制相继启动并实施,标志着我国资本市场开放取得了实质性进展。通过内地资本市场与伦敦资本市场的互联互通,一方面可以借鉴伦敦成熟金融中心的经验,促进内地资本市场全面深化改革,推动人民币国际化,提高我国资本市场的国际影响力,引导内地投资者的投资回归价值和理性;另一方面可以拓展内地和境外投资者的投资渠道,有助于吸引境外投资者,促进资金的跨境流通,降低企业资本成本,增加企业投资^[1-2]。“沪港通”将境外机构投资者以及发达资本市场中成熟的制度、规则、理念、行为模式以及监管方式等引入我国A股市场,有效改善了内地资本市场的生态环境。有效的内部控制能够提高企业财务报告质量,降低企业风险,是企业重要的内部治理机制。那么,由资本市场开放所带来的境外投资者进入、信息环境改善^[3]是否能够提升企业的内部控制质量呢?

目前有关资本市场开放经济后果的研究主要聚焦在上市公司行为、资本市场运行以及实体经济发展三个方面。首先,境外投资者由于具有更强的独立性,通过直接和间接的治理作用,在提高上市公司治理水平、降低代理成本方面发挥着重要作用^[3-4],对股价崩盘风险^[5]、信息披露质量^[6-7]、会计信息可比性^[8]、高管在职消费^[9]和投资决策^[10]等产生了积极影响;其次,资本市场开放为东道国引入成熟的价值投资者,有助于减小内地市场股价的波动性和降低市场风险^[5]、提升股价信息含量和股票定价效率^[2,11]以及降低股市异质性波动^[12],进而提高资本市场整体运行效率;最后,得益于境内外资本自由流动,资本市场开放能够促进资源配置,推动实体经济发展^[13]。但部分学者认为,由于新兴经济体自身存在制度缺陷,资本市

[收稿日期]2021-04-22

[基金项目]国家社会科学基金项目(18BGL185)

[作者简介]田雪丰(1984—),男,河北廊坊人,南开大学经济学院、渤海银行股份有限公司博士后研究员,博士,主要研究方向为资本市场与公司治理,邮箱:63213180@qq.com;徐成凯(1990—),男,山东聊城人,天津财经大学会计学院讲师,主要研究方向为财务管理与资本市场;田昆儒(1966—),男,天津静海人,天津财经大学会计学院教授,博士生导师,主要研究方向为公司治理与产权会计。

场开放主要吸引了国际投机资本,这将有损资本市场乃至实体经济的发展^[14]。

现有文献对内部控制影响因素的研究主要从企业内外部两个方面展开。内部因素主要体现为经营状况与治理特征。大量研究表明,公司成立时间、规模、业务复杂度等对内部控制具有重要影响^[15-16],公司的负债水平越高,内部控制水平越低^[17];存在多个大股东^[18]、大股东股权质押^[19]、审计委员会海归背景^[20]以及实施员工股权激励^[21],公司内部控制水平更高。外部因素主要体现为:第一,机构投资者实地调研以及境外机构投资者监督的作用^[7,22];第二,审计约谈的作用^[23];第三,公司所处的制度环境的影响^[24]。可以看出,现有研究较为全面地揭示了公司内部控制的影响因素。

综上所述,资本市场开放能够吸引境外机构投资者及成熟的制度、投资理念进入 A 股市场,促进内地资本市场改革。那么,在微观企业层面,资本市场开放是否达到了政策预期效果呢?为探究这一问题,本文依托“沪港通”交易机制实施这一外生冲击,拟采用双重差分模型实证检验资本市场开放对公司内部控制质量的影响。本文的贡献主要体现在以下几个方面:第一,本文从内部控制的角度研究“沪港通”交易机制实施对 A 股上市公司的影响,可以丰富资本市场对外开放的经济后果研究,为资本市场健康发展与开放提供经验证据;第二,本文通过“沪港通”交易机制的实施探讨资本市场开放对内部控制质量的影响,可以丰富内部控制质量影响因素的研究;第三,进一步揭示资本市场开放作用微观企业的机制,从内部和外部两个方面对资本市场开放影响企业内部控制质量的机制进行分析。

二、理论分析与研究假设

“沪港通”为境外投资者投资内地资本市场以及内地投资者投资香港市场提供了便利。作为国际化金融中心,香港拥有成熟的资本市场。与内地 A 股市场以个人投资者为主不同,香港资本市场的参与主体主要是机构投资者,投资决策更加理性^[25]。境外机构投资者能够通过派遣董事的方式直接参与公司治理^[2],进而影响企业内部控制制度;同时,资本市场的互联互通加快了 A 股市场与境外市场接轨,有利于引入发达资本市场中较为成熟的制度、规则和理念,从而引导内地 A 股公司的内部控制建设。然而,由于“沪港通”交易机制开通时间较短,且《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》中对境外投资者持股境内上市公司的比例作了限制,因此,“沪港通”交易机制通过引入境外机构投资者以及成熟的理念而发挥治理作用,提升公司内部控制质量的路径可能并不显著^[2]。本文认为,“沪港通”交易机制实施后,内地 A 股上市公司内部控制质量的改善更可能是通过以下几个途径实现的:

首先,为对冲风险,防止内外风险叠加给企业带来动荡,管理层有动机提升企业的内部控制质量。“沪港通”在给 A 股市场带来诸多利好的同时,也同样增加了潜在的风险^[26]。从个股层面来说,“沪港通”实施后,A+H 股中部分股票存在价格、结算时间以及交易规则等方面的差异,为投机者提供了套利空间。境外投资者可以通过香港离岸市场沽空 A 股,而内地投资者却不能沽空港股的规定增加了 A 股市场上个股面临的沽空风险。在当前的资本市场环境下,这些“机会”可能会促使更多的短期投机资本进入或逃出内地市场^[14],加剧个股股价的波动风险,并进一步影响其他投资者和股东对企业的信心,放大企业潜在的财务风险。从资本市场层面来说,“沪港通”交易机制促进内地与境外市场联通,加剧了内地资本市场面临的风险传染效应^[27]。A 股市场也会受到境外市场资本流动的影响,大量的风险性事件均可通过“沪港通”波及两地市场。许香存等研究发现,随着资本市场开放程度的提升,市场更加不稳定,投资风险显著增加;其中,境外市场风险进入以及国内投资者对境外投资者的过度反应是主要原因^[28]。风险冲击会影响管理层的经营业绩,也会使管理层的声誉受损。为对冲外部风险带来的冲击,避免内外风险叠加带来的股价大幅波动,风险规避的管理层会完善内部控制制度的设计与执行。

其次,“沪港通”的实施有助于加强审计独立性^[6],提升审计质量^[7],从而保障内部控制的有效性。不同的资本市场之间存在制度、规则以及文化等差异,导致境外投资者更加依赖外部审计提供的财务信息,对审计质量的要求也更高^[29],这无形中增加了审计师面临的声誉与诉讼风险^[6]。随着资本市场开

放, 审计师面临的声誉与诉讼风险将在全球竞争市场传播, 放大审计师的潜在损失。面对这种压力, 审计师对于“沪港通”标的上市公司将更加谨慎, 审计程序更加严格, 搜集审计证据更加广泛, 使得审计独立性和质量大幅提高^[6,23]。内部控制是外部审计确定审计测试范围、衡量审计风险、制定风险审计导向的制度基础^[23], 为降低审计风险, 审计师会尽力测试被审计单位的内部控制, 以降低可能的审计失败及诉讼风险^[30]; 同时, 审计师也会将受到的外部压力传导至企业, 督促企业完善其内部控制机制^[23]。经验证据方面, Chen 等研究发现, 高质量审计能够降低企业内部控制缺陷, 提高内部控制有效性^[31]。刘桂春等的研究结果表明, 审计质量与内部控制水平显著正相关^[30]。

最后, 政府监管部门的严格执法会促进企业内部控制质量的改善。“沪港通”实施的重要目标之一就是促进内地资本市场改革, 提升监管部门的管理水平。相比发达国家, 内地资本市场还存在着过度包装、投资者保护不足等问题。“沪港通”的实施会促使监管部门参考国际市场的规则和监管标准查漏补缺, 完善信息披露制度, 加强投资者保护力度, 净化市场环境^[5-6]。标的上市公司是制度实施过程中的重点监管对象, 也应在资本市场开放的过程中起到示范作用^[5]。我国对 A 股上市公司内部控制信息强制性披露的要求加强了监管部门对标的上市公司内部控制实施的关注。基于监管部门的约束力和威慑力^[23], 企业有动机和压力去改善内部控制质量。综上, 本文提出假设 1。

H1: “沪港通”有助于提升标的上市公司的内部控制质量。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取 2013—2016 年 A 股上市公司作为研究对象。由于“沪港通”在 2014 年底正式实施, 考虑到治理作用的发挥具有时滞性, 因此本文将 2014 年之后的年度定义为政策冲击年份。选取 2014 年被纳入“沪股通”的公司作为实验组, 以未进入标的股名单的作为控制组, 并进行以下处理: (1) 剔除期间内被纳入“沪股通”标的股后又调出的样本; (2) 剔除 2014 年未被纳入“沪股通”名单后又调入的样本; (3) 剔除金融行业样本; (4) 剔除 ST 样本; (5) 剔除数据缺失的样本。对所有连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。内部控制质量数据采用迪博·内部控制指数, 其他数据均来自 CSMAR 数据库。

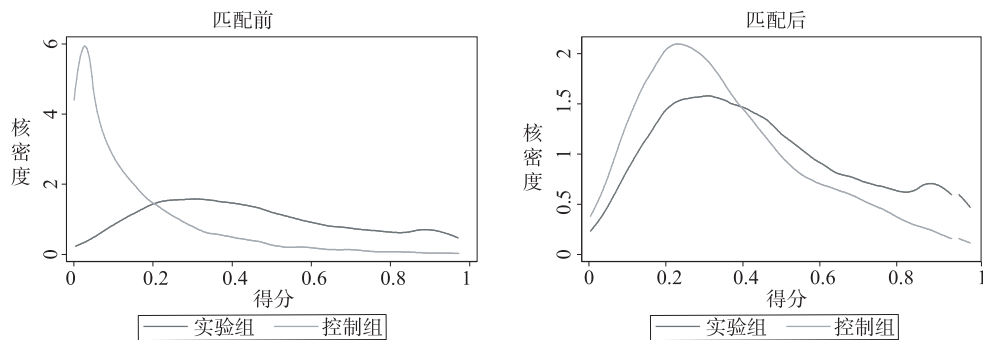


图 1 PSM 前后的密度函数图

“沪港通”机制中被纳入“沪股通”范围的股票包括上证 180 指数、上证 380 指数以及“A+H”股, 并剔除被风险警示的股票。鉴于此, “沪股通”标的公司的一些特征可能本身就与未被纳入范畴的公司之间存在差异, 这可能是导致“沪港通”交易机制实施前后企业内部控制质量存在差异的原因。为排除干扰, 本文采用 PSM 构造了实验组及控制组。本文选择企业规模、净资产收益率、资产负债率、企业价值、营业收入增长率、股权集中度、管理层持股比例、两职合一、企业年龄及是否“四大”审计事务所作为匹配变量, 按照最近邻无放回方式进行一对一匹配, 共得到 2857 个样本。图 1 是匹配前后的密度函数图, 可以看出, 匹配前实验组与控制组存在较大差异, 匹配后控制组的密度函数图明显右移, 与实验组趋于一致。由此可知, PSM 较好地修正了实验组与控制组的样本偏差, 符合共同支撑假设。

(二) 变量定义

1. 因变量:内部控制(IC)。本文借鉴富钰媛等^[19]、于雅萍等^[21]的做法,采用迪博·内部控制指数作为上市公司内部控制的替代变量,该指数越大,表明企业的内部控制质量越高。

2. 自变量:沪股通。本文设置了 *treat* 和 *post* 两个变量。*treat* 表示的是上市公司股票是否属于“沪股通”标的股的虚拟变量,如果企业属于标的的范畴,则 *treat* 值取 1,否则为 0。*Post* 表示的是“沪港通”实施期间的虚拟变量,对于“沪港通”开通之后的年度,*post* 值取 1,开通之前的年度,*post* 取值为 0。

3. 控制变量。本文控制了以下变量:企业规模(*size*)、资产负债率(*lev*)、盈利能力(*roe*)、发展能力(*growth*)、托宾 Q(*tobinq*)、是否“四大”(big4)、董事会规模(*board*)、独立董事比例(*independ*)、股权集中度(*top10*)、管理层持股比例(*manage*)、两职合一(*dual*)、年换手率(*turnover*)、公司年龄(*age*)、产权性质(*soe*)、市场发展程度(*market*)。具体定义见表 1。

(三) 模型设计

为检验 H1,本文构建了如下双重差分模型(1):

$$IC_{i,t} = \alpha + \beta_1 treat_i \times post_{i,t} + \beta_2 treat_i + \beta_3 post_{i,t} + \sum \beta controls_{i,t} + \sum year + \sum industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

采用模型(1)估计“沪港通”实施对企业内部控制质量的影响,如果变量 *treat* × *post* 的系数显著为正,则表明本文 H1 成立,“沪港通”的实施显著提高了企业的内部控制质量。

四、实证分析

(一) 描述性统计

表 2 是描述性统计结果。数据显示,内部控制质量(IC)的均值为 6.389,小于中位数 6.610,标准差为 1.270,最小值为 0,最大值为 9.084,表明上市公司的内部控制质量之间存在较大差异。从“沪港通”标的股来看,*treat* 的均值为 0.211,表示样本中 21.1% 的上市公司进入“沪股通”标的的范围。从控制变量来看,*big4* 的均值为 0.064。其他控制变量的数据也都符合正常分布范围。

(二) 单因素分析

表 3 是 PSM 样本的单变量分析结

表 1 变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
内部控制质量	<i>IC</i>	迪博内部控制指数除以 100
“沪港通”标的股票	<i>treat</i>	若公司属于标的的范畴, <i>treat</i> 取值 1,否则为 0
“沪港通”实施期间	<i>post</i>	对“沪股通”开通后的期间, <i>post</i> 取值 1,开通前,取值 0
企业规模	<i>size</i>	Ln(1 + 资产)
资产负债率	<i>lev</i>	总负债占总资产的比例
盈利能力	<i>roe</i>	净资产收益率
发展能力	<i>growth</i>	营业收入增长率
托宾 Q	<i>tobinq</i>	市场价值与账面价值的比值
是否“四大”	<i>big4</i>	虚拟变量,若当年是“四大”审计,取值为 1,否则为 0
董事会规模	<i>board</i>	董事会成员数量取自然对数
独立董事比例	<i>independ</i>	独立董事数量占董事会成员总数的比例
股权集中度	<i>top10</i>	前十大股东的持股比例之和
管理层持股比例	<i>manage</i>	管理层持股占比
两职合一	<i>dual</i>	虚拟变量,如果是两职合一,取值为 1,否则为 0
年均换手率	<i>turnover</i>	年度内成交股数与总流通股数的比值
公司年龄	<i>age</i>	公司年龄
产权性质	<i>soe</i>	虚拟变量,若公司为国企,则取值为 1,否则取值为 0
市场发展程度	<i>market</i>	虚拟变量,按照樊纲市场化指数中位数划分为高低两组,市场化高的组,取值为 1,低的组,取值为 0

表 2 描述性统计分析

变量	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
<i>IC</i>	8509	6.389	1.270	0	6.169	6.610	6.996	9.084
<i>treat</i>	8509	0.211	0.408	0	0	0	0	1
<i>post</i>	8509	0.521	0.500	0	0	1	1	1
<i>size</i>	8509	22.208	1.382	19.519	21.268	21.986	22.908	27.104
<i>lev</i>	8509	0.433	0.216	0.048	0.259	0.419	0.595	0.942
<i>roe</i>	8509	0.067	0.109	-0.591	0.027	0.068	0.116	0.358
<i>growth</i>	8509	0.195	0.544	-0.593	-0.037	0.095	0.260	3.943
<i>tobinq</i>	8509	2.935	2.887	0.150	1.089	2.061	3.753	17.586
<i>big4</i>	8509	0.064	0.245	0	0	0	0	1
<i>board</i>	8509	2.254	0.184	1.386	2.079	2.303	2.303	2.996
<i>independ</i>	8509	0.375	0.055	0.182	0.333	0.333	0.429	0.800
<i>top10</i>	8509	57.341	15.140	22.600	46.440	58.060	68.670	90.560
<i>manage</i>	8509	0.130	0.196	0	0	0.004	0.242	0.892
<i>dual</i>	8509	0.258	0.437	0	0	0	1	1
<i>turnover</i>	8509	3.150	2.305	0.012	1.509	2.551	4.199	25.062
<i>age</i>	8509	11.067	6.698	2	5	9	17	27
<i>soe</i>	8509	0.369	0.483	0	0	0	1	1
<i>market</i>	8509	0.436	0.496	0	0	0	1	1

果。Panel A 显示,在“沪港通”实施之前,处理组与控制组的均值差为 0.087,但并不显著,说明二者在政策实施前并不存在显著差异;中位数检验在统计上也不显著,说明配对结果符合平行趋势假定。从 Panel B 来看,“沪港通”实施后,处理组与控制组的均值差异在 1% 水平上显著,说明“沪港通”的实施确实提升了标的公司整体的内部控制质量;中位数检验也显示处理组与控制组存在显著差异。上述结果初步支持了 H1。

表 3 PSM 样本的单变量分析

Panel A 事件前	均值检验			中位数检验		
	处理组	控制组	均值差异	处理组	控制组	T 检验
IC	6.688	6.602	0.087	6.733	6.746	2.658
Panel B 事件后	均值检验			中位数检验		
	处理组	控制组	均值差异	处理组	控制组	T 检验
IC	6.621	6.345	0.278***	6.792	6.596	24.683***

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著相关;均值差异 = 处理组 - 控制组。

(三) 多元回归分析

表 4 是模型(1)的回归结果,在列(1)和列(2)中, $treat \times post$ 的系数分别为 0.132 和 0.213,分别在 5% 和 1% 的水平上显著为正;在列(3)和列(4)中, $treat \times post$ 的系数分别为 0.184 和 0.284,且分别在 5% 和 1% 的水平上显著为正,支持了 H1。从其他变量来看, $post$ 的系数均在 1% 的水平上显著为负,这说明样本期间 A 股上市公司的内部控制质量整体上呈现降低趋势。然而,在这种前提下 $treat \times post$ 的系数仍显著为正,进一步证明了“沪港通”机制对内部控制质量的促进作用。

(四) 稳健性检验

1. 安慰剂检验。如果内地 A 股上市公司内部控制质量的提升是“沪股通”机制实施所带来的治理效应,那么人为调整“沪股通”政策开始实施的年份,前述双重差分的回归结果将不再成立。参考陈运森等的研究^[10],本文将“沪港通”政策开始实施的年份分别定为 2012 年和 2013 年,并分别比较标的股票与非标的股票在 2012 年和 2013 年前后的内部控制质量是否存在差异。结果如表 5 列(1)和列(2)所示,主要变量 $treat \times post$ 的系数不再显著,这说明内地 A 股上市公司内部控制质量的提高确实是由“沪港通”交易机制的实施导致的。

2. 去除 A + H 股检验。“沪股通”标的范围包括只在 A 股上市的公司和在 A 股和 H 股同时上市的公司两部分,在“沪港通”交易机制实施之前,两部分的信息环境存在差异。为了排除在 A 股和 H 股同时上市的公司带来的影响,本文利用非 A + H 股公司进行了进一步的检验分析,结果如表 5 列

表 4 “沪港通”与内部控制质量

变量	全样本		PSM 样本	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$treat \times post$	0.132** (1.97)	0.213*** (3.43)	0.184** (2.04)	0.284*** (3.34)
$treat$	0.266*** (5.56)	-0.040 (-0.83)	0.087 (1.33)	-0.055 (-0.87)
$post$	-0.198*** (-6.45)	-0.236*** (-7.35)	-0.250*** (-3.49)	-0.300*** (-4.22)
$size$		0.164*** (10.09)		0.126*** (5.11)
lev		-0.971*** (-12.77)		-0.676*** (-5.03)
roe		3.523*** (28.12)		3.872*** (15.17)
$growth$		0.092*** (3.86)		0.061 (1.32)
$tobinq$		-0.037*** (-6.39)		-0.022 (-1.26)
$big4$		0.037 (0.63)		0.119* (1.77)
$board$		-0.010 (-0.12)		-0.118 (-0.95)
$independ$		0.722*** (2.67)		0.666 (1.59)
$top10$		0.000 (0.48)		-0.001 (-0.40)
$manage$		0.042 (0.49)		0.193 (0.67)
$dual$		-0.004 (-0.13)		-0.005 (-0.08)
$turnover$		0.026*** (3.86)		0.002 (0.14)
age		-0.011*** (-4.33)		0.004 (0.97)
soe		0.065** (1.97)		0.113** (2.37)
$market$		0.115*** (4.44)		0.118*** (2.82)
Constant	6.422*** (287.87)	2.819*** (7.23)	6.600*** (124.29)	3.628*** (6.14)
Obs	8509	8509	2857	2857
调整 R ²	0.0163	0.176	0.0401	0.133

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著,下同。

(3)和列(4)所示,交乘项 $treat \times post$ 的系数分别为 0.273、0.389,且均在 1% 的水平上显著为正,这表明“沪港通”交易机制的实施确实提高了非 A+H 股上市公司的内部控制质量。

3. 更换内部控制替代变量。借鉴富钰媛等^[19]的研究,对内部控制质量按照年度行业均值进行重新分类,高于年度行业均值的样本组,赋值为 1,低于年度行业均值的样本组,赋值为 0。按照重新划分后的样本进行回归,结果如表 5 列(5)和列(6)所示。无论是全样本还是 PSM 样本中,交乘项 $treat \times post$ 的系数均在 1% 的水平上显著为正,与前文结果一致,进一步证明了“沪港通”交易机制的实施显著提升了内地 A 股上市公司的内部控制质量。

表 5 稳健性检验 1-3

变量	安慰剂检验		去除 A+H 股影响		更换内部控制替代变量	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	2012	2013	全样本	PSM 样本	全样本	PSM 样本
$treat \times post$	-0.014 (-0.18)	-0.045 (-0.67)	0.273 *** (4.15)	0.389 *** (4.49)	0.171 *** (6.75)	0.191 *** (5.25)
$treat$	0.056 (1.33)	0.029 (0.58)	-0.067 (-1.33)	-0.157 ** (-2.50)	-0.081 *** (-4.12)	-0.097 *** (-3.59)
$post$	0.488 *** (7.55)	-0.394 *** (-6.97)	-0.233 *** (-7.19)	-0.373 *** (-5.24)	-0.051 *** (-3.87)	-0.053 * (-1.71)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs	4278	4278	8205	2561	8509	2857
调整 R ²	0.190	0.190	0.171	0.128	0.112	0.134

4. 改变样本时间窗口选择。上述研究中的时间窗口为 2013—2016 年,为了避免研究样本受到样本期间选择的影响,本文选择 2012—2016 年作为样本期间,并重新进行检验,结果如表 6 列(1)和列(2)所示。交乘项 $treat \times post$ 的系数仍显著为正,且分别在 10% 与 5% 的水平上显著,进一步支持了本文的结论。

5. 去除政策实施当年的影响。本文选择 2013—2016 年“沪股通”上市公司作为样本,然而,由于“沪港通”于 2014 年 11 月正式实施,因此对于 2014 年样本上市公司内部控制质量的变化既有可能是政策实施前的因素导致的,也可能是政策实施后的效应。为了降低该因素带来的干扰,本文剔除了 2014 年的样本重新检验,结果如表 6 中列(3)和列(4)所示,交乘项 $treat \times post$ 的系数均在 10% 的水平上显著为正,与前文研究结论一致。

表 6 稳健性检验 4-6

变量	改变时间窗口		去除政策年影响		改变 PSM 匹配方法
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	PSM 样本	全样本	PSM 样本	卡尺内一对二紧邻匹配
$treat \times post$	0.110 * (1.94)	0.189 ** (2.47)	0.138 * (1.82)	0.197 * (1.89)	0.281 *** (3.31)
$treat$	0.028 (0.70)	-0.017 (-0.33)	0.030 (0.46)	-0.010 (-0.12)	-0.049 (-0.84)
$post$	-0.274 *** (-9.02)	-0.339 *** (-5.23)	-0.322 *** (-8.12)	-0.380 *** (-4.28)	-0.487 *** (-6.39)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
Obs	6529	2166	6258	2183	3941
调整 R ²	0.202	0.151	0.172	0.155	0.192

6. 改变 PSM 匹配方法。由于“沪股通”标的股票并非采用随机方式选出,即在政策实施前,处理组与对照组之间的内部控制质量便存在着差异。前文分别采用全样本和 PSM 样本进行了检验,一定程度

上克服了样本自选择带来的内生性问题。为提供更加稳健的证据,本文使用卡尺内一对二邻近匹配法重新进行样本配对,并对筛选的样本进行回归,结果如表6列(5)所示,交乘项 $treat \times post$ 的系数仍在1%的水平上显著为正。

五、机制检验

资本市场开放显著提升了企业的内部控制质量。那么,具体的作用机制是什么?企业内部控制质量的提升主要是基于两种动机:一是内部动机的主动行为,企业为了控制风险,增强面对潜在威胁的能力,会主动加强企业的内部控制建设;二是外在压力动机的被动行为,是外部利益相关者压力下的选择,如监管部门的制度性要求等。本文将股价波动风险控制作为企业的内部动机,将审计师声誉风险、政府部门监管压力作为外部压力动机对资本市场开放影响企业内部控制质量的机制进行检验。

(一) 内部机制:股价波动性风险控制

随着资本市场开放程度不断提高,股票市场的价格波动性上升,主要原因在于:一方面境外市场风险进入内地市场;另一方面持有价值投资理念的境外投资者进入引起了中小投资者的过度反应^[28]。股价反映的是企业价值与投资者对企业未来发展的预期,同时也是管理层经营业绩的体现。为了应对企业潜在的内外部风险,预防股价大幅波动影响投资者信心,企业有动机加强内部控制。鉴于此,本文认为“沪港通”交易机制实施后,股价波动性预期高的企业更愿意提升内部控制质量。为验证以上观点,本文采用不考虑分红的标的股票日回报率

数据,通过计算各年度股票收益率的标准差作为股价波动性的代理变量。检验结果如表7所示,交乘项 $treat \times post$ 的系数在股价波动性预期低组中虽然为正,但均不显著,而在股价波动性预期高组中均在1%水平上显著为正;同时,组间差异检验显示均存在显著差异。这表明“沪港通”交易机制对内部控制的提升作用在股价波动性预期高组更加显著,也进一步验证了股价波动性风险控制机制。

(二) 外部机制

1. 审计师声誉风险。现有研究表明资本市场开放对审计质量提出了更高要求^[7],而高质量审计能够提高企业内部控制的有效性^[30-31]。审计师声誉作为审计质量的基础,对审计质量能够产生重要的影响,当审计师声誉受损时,人们会质疑其审计质量,且这种声誉毁损效应会进一步传染扩散,从而导致更大的客户损失^[32]。不同的审计师面临的声誉风险存在差异,声誉较高的审计师能够获得境外机构投资者更多的信任,相较来说,声誉较低的审计师提供的产品更容易受到质疑。因此,相对于声誉较高的审计师,声誉较低的审计师将会面临更加严厉的监督,其潜在的诉讼风险和声誉风险更大。为了避免声誉损失和提高审计质量,声誉较低的审计师会加大对企业内部控制的测试力度;同时,受到外部压力的审计师也会将这种压力传导至企业内部,从而促进内部控制质量的提升。

本文按照是否聘请国际“四大”会计师事务所的审计师,将样本划分为审计师声誉风险高和低两组。由于相较于国际“四大”,非“四大”会计师事务所的审计师更可能受到质疑,声誉风险更高。如表8 Panel A所示,“四大”审计师分组中,交乘项 $treat \times post$ 的系数均不显著,非“四大”审计师分组中交乘项 $treat \times post$ 的系数均在1%的水平上显著为正;同时,组间差异检验显示均存在显著差异。这表明“沪港通”交易机制加强了审计师的声誉风险意识,从而促进了企业内部控制质量的提升,审计师声誉风险机制得到验证。此外,考虑到

表7 股价波动性风险控制的机制检验结果

变量	全样本		PSM 样本	
	股价波动性 预期低组	股价波动性 预期高组	股价波动性 预期低组	股价波动性 预期高组
$treat \times post$	0.050 (0.60)	0.375 *** (3.25)	0.109 (0.91)	0.415 *** (3.03)
$treat$	-0.128 ** (-2.39)	0.025 (0.25)	-0.090 (-1.23)	-0.076 (-0.66)
$post$	-0.195 *** (-3.74)	-0.127 *** (-2.64)	-0.194 * (-1.74)	-0.226 ** (-1.99)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Obs	4245	4264	1427	1430
调整 R ²	0.226	0.197	0.201	0.181
Chi2	6.77 ***		2.90 ***	

结果的稳健性,本文继续以是否聘请国际“四大”、国内“十大”会计师事务所的审计师,将样本重新划分为审计师声誉风险高和低两组,回归结果如表8 Panel B所示, $treat \times post$ 的系数均在非“四大”“十大”审计师组显著,进一步支持了审计师声誉风险机制。

2. 政府部门监管力度。政府部门的监管是重要的外部监管机制,有助于完善内部治理结构,优化信息环境,进而影响企业内部控制质量^[11,19]。由于在政府部门监管严格的地区,司法监督和制度约束更加规范,投资者保护程度较高,公司面临较高的违规处罚成本,因此企业内部控制质量较高。而在政府部门监管较弱的地区,企业更可能进行一些投机行为,投资者保护程度较低。在这种情况下,一方面,投资者的防御心理较重,对企业内部控制建设更加关注,另一方面,资本市场开放能够加强政府监管部门对标的上市公司的监管,从而提升企业内部控制质量。因此,本文预计“沪港通”交易机制的实施对内部控制质量的提升作用在政府部门监管较弱的地区更加显著。为了验证这一推论,根据樊纲编制的“市场中介组织的发育和法律制度环境”指标,按各省份得分中位数划分为政府部门监管严格和监管较弱两组,分数越高表明政府监管越严格。检验结果如表9所示,在政府监管严格的组中,交乘项 $treat \times post$ 的系数均不显著;在政府监管较弱的组中,

交乘项 $treat \times post$ 的系数均在1%的水平上显著为正,这表明“沪港通”交易机制实施的影响主要体现在政府部门监管较弱的地区,政府部门监管机制得到验证。

表8 审计师声誉风险的机制检验结果

Panel A	全样本		PSM 样本	
	“四大” 审计师组	非“四大” 审计师组	“四大” 审计师组	非“四大” 审计师组
$treat \times post$	-0.159 (-0.80)	0.294*** (4.34)	0.042 (0.18)	0.311*** (3.68)
$treat$	0.088 (0.55)	-0.080 (-1.54)	-0.015 (-0.08)	-0.163*** (-2.62)
$post$	-0.188 (-1.14)	-0.238*** (-7.26)	-0.387* (-1.84)	-0.242*** (-3.43)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Obs	546	7963	450	2407
调整 R ²	0.191	0.171	0.201	0.138
Chi2	4.86**		1.55**	

Panel B	“四大”和“十大” 审计师组	非“四大”“十大” 审计师组	“四大”“十大” 审计师组	非“四大”“十大” 审计师组
	$treat \times post$	-0.258 (-1.181)	0.185** (2.433)	-0.229 (-1.13)
$treat$	0.249 (0.90)	-0.037* (-1.69)	0.360 (0.79)	-0.090** (-2.23)
$post$	-0.369 (-1.46)	-0.137** (-2.271)	-0.513* (-1.80)	-0.284** (-2.436)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Obs	3099	5410	1307	1550
调整 R ²	0.257	0.182	0.281	0.154
Chi2	5.12**		2.92**	

表9 政府部门监管力度的调节作用

变量	全样本		PSM 样本	
	政府部门 监管较弱	政府部门 监管严格	政府部门 监管较弱	政府部门 监管严格
$treat \times post$	0.261*** (3.25)	0.095 (1.07)	0.364*** (3.44)	0.066 (0.48)
$treat$	-0.053 (-0.86)	-0.006 (-0.08)	-0.105 (-1.35)	0.073 (0.71)
$post$	-0.271*** (-6.61)	-0.159*** (-3.32)	-0.372*** (-4.24)	-0.106 (-0.88)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Obs	4295	4214	1437	1420
调整 R ²	0.174	0.167	0.127	0.145
Chi2	2.22*		2.70*	

六、结论性评述

借助“沪港通”这一准自然实验,本文检验了资本市场开放以及境外投资者进入对企业内部控制质量的影响。实证研究发现,在控制了其他因素的影响后,“沪港通”交易机制的实施显著提升了内地上市公司内部控制质量。通过安慰剂检验、更换主要变量、改变样本及其时间周期等稳健性测试后,结论

不变。进一步研究发现,“沪港通”交易机制对内部控制的影响主要通过内部和外部两种机制作用于企业内部控制,内部机制是股价波动性风险控制,外部机制包括审计师声誉风险与政府部门监管。

“沪港通”是我国资本市场进一步对外开放的重要制度创新。随着我国资本市场开放程度的日益提升,研究“沪港通”交易机制实施带来的经济后果具有重要的理论价值和实践意义。本文结论的政策启示在于:第一,鼓励上市公司提升内部控制质量与信息披露水平,努力向外界传递积极的信号以吸引中介机构和外部投资者的关注,打造国际品牌。第二,政府部门应继续调整和制定相关的政策,如放宽交易额度限制、调整标的上市公司范围等。第三,应进一步深化金融市场改革,加快推进资本市场高水平对外开放,促进境内外资本市场互联互通。

参考文献:

- [1] Bkaert G, Harvey C R, Lundblad C. Does financial liberalization spur growth? [J]. Social Science Electronic Publishing, 2005, 77 (1):3-55.
- [2] 连立帅,朱松,陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用:基于沪港通交易制度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2019 (3):100-118.
- [3] Bae K H, Bailey W, Mao C X. Stock market liberalization and the information environment[J]. Journal of International Money and Finance, 2006, 25(3):404-428.
- [4] Chen R S, Guedhami E O, Wang H. Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations[J]. Journal of Corporate Finance, 2017, 42(2):408-421.
- [5] 郭阳生,沈烈,汪平平. 沪港通降低了股价崩盘风险吗——基于双重差分模型的实证研究[J]. 山西财经大学学报, 2018 (6):30-44.
- [6] 张立民,彭雯,钟凯. “沪港通”开通提升了审计独立性吗? ——基于持续经营审计意见的分析[J]. 审计与经济研究, 2018 (5):35-45.
- [7] 周冬华,方瑄,黄文德. 境外投资者与高质量审计需求——来自沪港通政策实施的证据[J]. 审计研究, 2018(6):56-64.
- [8] 刘焱,姚海鑫,杜燕婕. 资本市场开放与会计信息可比性——来自“沪港通”的经验证据[J]. 财经理论与实践, 2020(1): 55-62.
- [9] 孙泽宇,齐保全. 资本市场开放与高管在职消费——基于沪深港通交易制度的准自然实验[J]. 会计研究, 2021(4):130-144.
- [10] 陈运森,黄健峤. 股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 金融研究, 2019(8):151-170.
- [11] 钟覃琳,陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗? ——基于“沪港通”效应的实证检验[J]. 管理世界, 2018(1): 169-179.
- [12] Umutlu M, Akdeniz L, Altay A. The degree of financial liberalization and aggregated stock return volatility in emerging markets[J]. Journal of Banking and Finance, 2010, 34(3):509-521.
- [13] Larrain M, Stumpner S. Capital account liberalization and aggregate productivity: The role of firm capital allocation[J]. Journal of Finance, 2017, 72(4): 1825-1858.
- [14] Naghavi N, Lau W Y. Exploring the nexus between financial openness and informational efficiency-Does the quality of institution matter? [J]. Applied Economics, 2014, 46(7):674-685.
- [15] Doyle J, Ge W, Mcvay S. Accruals quality and internal control over financial reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2007, 82(5):1141-1170.
- [16] 林斌,饶静. 上市公司为什么自愿披露内部控制鉴证报告? ——基于信号传递理论的实证研究[J]. 会计研究, 2009 (2): 45-52.
- [17] 宋小保,郭春. 治理抑或风险:负债融资与公司内部控制[J]. 南京审计大学学报, 2021(2):32-40.
- [18] 马影,王满,马勇,等. 监督还是合谋:多个大股东与公司内部控制质量[J]. 财经理论与实践, 2019(2):83-90.
- [19] 富钰媛,苑泽明,李田. 大股东股权质押与企业内部控制[J]. 财经论丛, 2019 (1):71-80.
- [20] 周泽将,胡帮国,庄涛. 审计委员会海归背景与内部控制质量[J]. 审计研究, 2020 (6):114-121.
- [21] 于雅萍,姜英兵. 员工股权激励与内部控制质量[J]. 审计与经济研究, 2019(2):54-66.

- [22] 杨侠, 马忠. 机构投资者调研与上市公司内部控制有效性[J]. 中南财经政法大学学报, 2020(1):13-25.
- [23] 林钟高, 邱悦旻. 审计约谈有效吗?——基于企业内部控制质量的实证检验[J]. 财经理论与实践, 2019(2):99-105.
- [24] 刘启亮, 罗乐, 何威风, 等. 产权性质、制度环境与内部控制[J]. 会计研究, 2012(3):52-61.
- [25] Leuz C, Lins K V, Warnock F E. Do foreigners invest less in poorly governed firms? [J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(8):3245-3285.
- [26] Bai Y, Chow D Y P. Shanghai-Hongkong stock connect: An analysis of Chinese partial stock market liberalization impact on the local and foreign markets[J]. Journal of International Financial Markets Institutions and Money, 2017, 50(7):182-203.
- [27] Giannetti M. Financial liberalization and banking crises: The role of capital inflows and lack of transparency[J]. Journal of Financial Intermediation, 2007, 16(1):32-63.
- [28] 许香存, 陈志娟. 沪港通对股票市场波动性和流动性影响的实证研究[J]. 浙江工商大学学报, 2016(6):76-83.
- [29] Goldie B A, Masli L A. Do mutual fund investors care about auditor quality? [J]. Contemporary Accounting Research, 2018, 35(2):1191-1221.
- [30] 刘桂春, 叶陈刚, 邹亚生. 审计质量、产权性质与内部控制——基于中国上市公司的经验证据[J]. 北京工商大学学报, 2013(5):70-76.
- [31] Chen Y, Gul F A, Truong C. Audit quality and internal control weakness: Evidence from SOX 404 disclosures[J]. Social Science Electronic Publishing, 2012, 10(1):2139-2200.
- [32] 王帆, 张龙平. 审计师声誉研究: 述评与展望[J]. 会计研究, 2012(11):74-78.

[责任编辑:高 婷]

Capital Market Opening and Internal Control of Enterprises: Evidence from “Shanghai-Hong Kong Stock Connect”

TIAN Xuefeng^{1,2}, XU Chengkai³, TIAN Kunru³

(1. School of Economics, Nankai University, Tianjin 300191, China;

2. China Bohai Bank Co., Ltd, Tianjin 300171, China;

3. School of Accounting, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin 300202, China)

Abstract: Taking the implementation of the trading system of “Shanghai-Hong Kong stock connect” in China as the policy background, this paper uses the multi-time point double difference model to investigate the impact of the opening of the capital market on the quality of internal control of the target company. The results show that the implementation of the trading system of “Shanghai-Hong Kong stock connect” has significantly improved the quality of internal control of relevant companies, and the conclusion remains valid after controlling other factors and passing the placebo test, removing the influence of A + H shares and changing the cycle after the robustness test. The mechanism test shows that “Shanghai-Hong Kong stock connect” exerts an impact on the quality of internal control mainly through internal and external mechanisms. The internal mechanism is to control the risk of stock price volatility while the external mechanism lies in auditor reputation risk and government supervision.

Key Words: Shanghai-Hong Kong stock connect; capital market opening; internal control; stock price volatility risk; auditor reputation risk; government supervision; audit quality