

内部控制缺陷披露如何影响资本市场应计异象？

孙孟杰^a, 王生年^{a,b}

(石河子大学 a. 经济与管理学院, b. 公司治理与管理创新研究中心, 新疆 石河子 832003)

[摘要] 基于应计异象视角, 利用 2012—2020 年 A 股上市公司数据, 深入研究内部控制缺陷披露对会计信息定价效率的影响。结果表明, 内部控制缺陷披露能够显著缓解 A 股市场应计异象。进一步分解应计盈余发现, 内部控制缺陷披露缓解了投资增长导致的应计异象, 对盈余管理导致的应计异象加剧作用不显著, 整体表现为缓解作用。机制检验发现, 内部控制缺陷披露的监督治理效应发挥了主要作用, 提高了治理水平, 缓解了应计异象, 高行业内部控制缺陷披露削弱了其缓解作用, 内控监管环境的严格强化了两者的关系, 缺陷整改信息披露未能引起两者关系的变化。

[关键词] 内部控制缺陷; 信息披露; 盈余管理; 投资增长; 应计异象; 监管环境; 资本市场

[中图分类号] F275.5; F832.5 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2023)06-0081-10

一、引言

内部控制是现代企业内部管理的重要手段, 2008 年出台的《企业内部控制基本规范》标志着我国内部控制制度的全面建立。2012 年, 财政部发布《关于 2012 年主板上市公司分类分批实施企业内部控制规范体系的通知》, 要求所有沪深 A 股主板上市公司强制披露内部控制缺陷等相关信息, 这标志着我国内部控制制度的进一步成熟。然而近些年各类财务造假丑闻频发, 证监会 2013—2019 年连续在上市公司的年报会计监管报告中指出上市公司隐瞒内部控制缺陷问题较为严重。其中, 2020 年“瑞幸咖啡”事件更是导致该公司股价一个交易日触发了六次熔断, 对资本市场产生不利影响。2020 年《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》指出, “严格执行上市公司内控制度, 加快推行内控规范体系, 提升内控有效性。”真实可靠的内部控制缺陷披露能够缓解市场信息不对称问题, 提升投资者对公司价值的认知, 有利于公司股票准确定价, 对资本市场信息效率产生深远影响。

目前, 关于内部控制缺陷经济后果的研究主要集中在市场反应、外部审计、财务报告质量、企业行为等方面。市场反应方面的研究发现内部控制缺陷强制披露导致股票价格大幅度下跌, 引起市场强烈的负面反应^[1]。将萨班斯法案条款拆分研究发现, 302 条款下的披露具有负面市场反应, 而 404 条款下的披露对股价没有影响^[2]。然而王爱群和王璐发现, 详细披露内部控制缺陷的内容可以有效缓解这种负面反应^[3]。外部审计方面的研究发现披露内部控制缺陷会导致审计费用上升^[4], 增加公司财务报告被出具非标准意见的可能性, 增加审计师辞职更换的概率。进一步研究发现, 内部控制缺陷修复后, 企业仍然需要承担审计溢价, 但缺陷修复与审计溢价之间负相关^[5]; 财务报告质量方面研究发现, 相较于账户层面的缺陷, 公司层面存在内部控制缺陷的公司应计质量更低^[6], 会计稳健性较差, 而缺陷修复能够提高会计稳健性^[7], 萨班斯法案 404 条款能够显著改善财务报告质量, 缓解投资者非理性^[8]。企业行为方面的研究发现, 内部控制缺陷披露能够降低企业的过度投资意愿, 存在内部控制缺陷的公司筹资成

[收稿日期] 2023-06-25

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71862029); 2023 年兵团研究生创新项目

[作者简介] 孙孟杰(1995—), 女, 河南周口人, 石河子大学经济与管理学院博士生, 主要研究方向为信息披露与资本市场; 王生年(1970—), 男, 甘肃武威人, 石河子大学经济与管理学院、公司治理与管理创新研究中心教授, 博士生导师, 博士, 主要研究方向为资本市场监管与定价效率, 通信作者, 邮箱: wsn@shzu.edu.cn。

本更高,缺陷修复有助于降低资本成本^[9],但缺陷同时也会导致企业内部资本的低效率分配^[10]。

应计异象(Accrual Anomaly)本质上反映的是资本市场信息效率,在资源充分流动的条件下,高效的信息传递是实现市场资源有效配置的必要条件。Sloan 首次发现盈余组成中应计盈余和现金盈余的持续性存在显著差异,但投资者未能区分盈余组成进行差异化定价,导致对应计盈余持续性的高估,产生应计异象^[11]。学术界围绕应计异象存在的原因形成了一些假说,分别是以 Sloan 为代表的“投资者功能锁定假说”、Hong 为代表的“盈余管理假说”、Fairfield 等为代表的“投资增长假说”。“投资者功能锁定假说”认为,由于投资者功能锁定于盈余总额,不对总盈余区别定价,由此产生了对应计盈余质量的高估,出现市场中的应计错误定价现象^[11];“盈余管理假说”认为,投资者对应计盈余持续性高估是由于管理层的盈余操纵行为导致应计盈余质量较低,从而被错误定价^[12];“投资增长假说”认为,应计盈余持续性被高估是由于应计盈余中投资增长有关部分遵循边际报酬递减规律,即应计低持续性是一种增长自回归现象^[13]。

已有研究表明内部控制信息作为财务信息的增量补充,同时具有监督治理作用。然而,其缺陷披露对资本市场定价效率的影响尚不明确。一方面,披露内控缺陷可能提供增量信息,减少投资者非理性行为^[8],降低投资者功能锁定,影响应计异象;另一方面可能缓解代理冲突^[12],抑制管理层的盈余管理,影响应计异象。有鉴于此,本文拟采用 2012—2020 年全部 A 股上市公司的混合面板数据^①,探讨如下问题:内部控制缺陷披露会对资本市场的应计异象产生何种影响?“投资增长假说”和“盈余管理假说”究竟哪种成因对这种影响的解释力度更强?其作用机制如何?企业异质性和外部信息环境对内控缺陷和资本市场应计异象的关系会产生何种影响?

本文可能的贡献是:首先,在我国特有的新兴加转轨经济背景下,借助内部控制缺陷信息强制披露这一政策背景,研究内部控制缺陷披露与 A 股市场应计异象的关系,是对应计异象影响因素的有益探索;其次,已有关于内部控制缺陷信息对资产定价效率影响的研究主要针对市场有效性方面,而应计异象是对有效市场理论最经典的挑战,对两者关系的探究拓展了内部控制缺陷经济后果的相关文献;最后,借助应计异象的成因,考察内部控制缺陷披露影响应计异象的作用机制,是对应计异象成因投资增长抑或盈余管理争论的有益补充,能够进一步明晰我国资本市场应计异象的成因。

二、理论分析与研究假设

Ball 等 1968 年首次发现会计盈余信息具有信息含量,能够显著影响股票异常收益^[15],而后许多学者证实了此观点。会计信息是投资者进行投资决策的重要参考,其质量的提高有助于提升会计信息的市场效率。会计信息定价效率高低不仅取决于信息本身的质量,还取决于投资者的判断,应计异象就是会计信息市场效率研究最具代表性的领域之一。Sloan 发现应计异象的存在一方面是公司投资者之间的信息不对称导致的投资者非理性定价,另一方面是公司内部治理水平低下导致的盈余操纵降低了应计盈余信息的质量。而强制性内部控制信息披露制度旨在提高公司内部治理水平,缓解公司与市场主体之间的信息不对称问题,因此,内部控制缺陷披露必将对应计异象产生重要影响。

第一,内部控制缺陷披露能够增加市场的信息供应,缓解信息不对称,具有信息增量效应。近年来,许多基于行为金融的研究发现,投资者行为对资本市场效率具有重要影响,理性投资者能够理智判断市场中的信息,提高股票定价准确性。然而现实中投资者并不能总是做出理性的判断,有限理性将导致其对信息的理解出现偏差,非理性程度越高,信息的定价效率越低。应计异象的“投资者功能锁定假说”认为投资者的有限理性促使其功能锁定于会计盈余总额,未能意识到应计盈余的低质量,高估了应计盈余持续性,产生应计错误定价。因此,降低投资者非理性,缓解投资者功能锁定,能够减少应计异象。内部控制缺陷信息反映了上市公司内部控制制度的建设和执行状况,针对内控信息的全面披露,能够为投资者提供有效的

^①由于模型需要以及变量累计超额收益(CAR)的计算需要用到 $t+1$ 年的数据,因此本文实际的数据年份为 2012—2021 年。

增量信息,有助于其调整对公司的市场预期,进而帮助投资者对公司管理情况进行判断。一方面,内部控制缺陷披露能够为资本市场提供增量信息,缓解投资者与公司间的信息不对称,降低投资者非理性程度,而理性的投资者能够对接收到的信息进行更加准确的判断,降低对盈余总额的功能锁定,使其对公司应计盈余进行准确定价,减少应计异象。另一方面,内部控制缺陷属于公司的负面信息,负面信息的披露将会给投资者传递不良信号。根据心理学的损失规避定律,一旦市场出现负面信息,投资者出于规避损失考虑,在评估风险和进行投资选择时,将会赋予负面消息更多的权重,这种现象被称为投资者的负面偏见。负面的情绪会使投资者更加理性,因此公司内部控制缺陷信息的披露会激化投资者的负面情绪,进而促使投资者对公司表现出更加理性的价值预期,降低其对应计盈余持续性的高估,缓解应计异象。

第二,内部控制信息披露向公众揭露企业内部控制质量,一旦企业存在内部控制缺陷,将会引起利益相关者的关注,股东、分析师、债权人等都会出于各自目的,要求公司提高内部控制质量,内部控制缺陷披露将对企业行为产生监督治理效应,改善企业的治理水平。应计异象的“投资增长假说”认为,应计盈余中高投资增长部分遵循边际报酬递减规律,而投资者无法识别这种规律,导致市场对应计盈余持续性的高估,因此,投资增长水平越高,应计异象越严重。内部控制缺陷信息作为企业重要的负面信息,一经披露,企业必将面临提高内部控制质量的压力,迫于这种压力,企业将致力于提高内部控制,优化公司治理。一方面,内部控制缺陷披露作为一种企业自我反省机制,会促使企业进行全面自查,此时内部控制信息披露与公司治理会产生互动,进而抑制企业的隐形代理成本和过度投资,从而缓解由于高投资增长的边际报酬递减,同时缓解投资者对高增长的过度乐观,降低其对应计盈余持续性的高估,减少应计异象;另一方面,内部控制缺陷披露督促投资者和债权人增强资金的审慎性,披露存在内部控制缺陷后公司的资本成本将会提高,资金受限后公司投资增长水平亦会降低,从而减少应计异象。根据应计异象的“盈余管理假说”,管理层的盈余操纵将会降低应计盈余持续性,由于我国资本市场散户投资者的认知限制,他们无法识别这种盈余管理,进而导致更为严重的应计异象。企业进行内部控制缺陷披露可能具有一些隐含信息,暗示着当期财务报告并不能真实反映企业的经营状况,披露内部控制存在重大缺陷的公司,其盈余操纵水平更高,盈余持续性更低,应计异象更严重。但内部控制缺陷披露的监督治理作用又能进一步改善信息质量,提高盈余质量,盈余持续性更高,应计异象得到缓解。

根据以上分析,本文提出假设 H1:

H1:上市公司内部控制缺陷披露能够缓解 A 股市场应计异象。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

由于 2012 年以前我国内部控制缺陷披露为自愿性披露,2012 年后,进入强制性披露阶段,整体披露更加规范、科学、可靠。因此,本文样本区间选择 2012—2020 年,因主要变量的指标计算需要用到 $t+1$ 年的数据,因此实际样本年份为 2012—2021 年。本文剔除了全部 A 股公司数据中金融行业以及财务数据缺失的样本,并对连续变量进行 1% 和 99% 水平上 Winsorize 处理后,最终获得 13733 家公司 - 年度观测值。其中,内部控制缺陷数据依据 DIB 数据库、CNRDS 和 CSMAR 内部控制公开披露数据对比整理得到,其他股票市场和财务数据来源于 CSMAR 数据库。

(二) 变量定义

1. 累计超额收益(CAR):借鉴宋云玲和李志文的研究^[16],以市场调整法计算,具体为取第 t 年 5 月 1 日到第 $t+1$ 年 4 月 30 日的日个股回报率 and 经调整的日市场综合收益率,计算累计超额收益。

2. 内部控制缺陷(ICW):将其设置为虚拟变量,若内控自评报告或内控审计报告中披露上市公司存在内部控制缺陷信息,则 $ICW=1$,若未披露或者披露不存在内控缺陷,则 $ICW=0$ 。

3. 内部控制缺陷程度(ICW_D),依据内控缺陷影响程度的不同,可以将样本划分为存在重大缺陷、

重要缺陷以及一般缺陷, ICW_D 对应分别取值为 3、2、1。

4. 控制变量: 本文从市场风险和企业特征层面选择如下控制变量, 并控制了时间和行业层面不定因素的影响。具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
累计超额收益	CAR	t 年 5 月 1 日到 $t+1$ 年 4 月 30 日的日个股回报率 and 经调整的日市场综合收益率之差的累计和
应计盈余	$Accrual$	盈余总额与经营活动产生的现金流量净额之差除以平均总资产
内部控制缺陷披露	ICW	若公司 i 在 t 年内部控制评价缺陷库和内部控制审计缺陷库披露缺陷取值为 1, 否则为 0
内部控制缺陷程度	ICW_D	重大缺陷取 3, 重要缺陷取为 2, 一般缺陷取 1
投资者非理性	IR	当年已流通股份的累计换手率/当年股票的交易天数
投资增长有关应计	NDA	采用修正琼斯模型计算的不可操纵性应计
盈余管理有关应计	DA	采用修正琼斯模型计算的可操纵性应计
现金盈余	Cfo	基于总资产调整的经营产生的现金流量净额
对冲风险	$Arbrisk$	$t+1$ 年四月最后一个交易日的日个股回报率和经调整的日市场综合收益率之差
企业风险	$Beta$	综合市场年 $beta$ 值
企业投资	$Investment$	(固定资产 + 无形资产)/平均总资产
企业规模	$Size$	资产总额取对数
产权性质	$State$	非国企为 0, 国企为 1
机构投资者持股	$Fundhold$	各类机构投资者持股比例之和
账面市值比	BM	股东权益合计/总市值
行业固定效应	IND	按 2012 版证监会行业分类标准
年份固定效应	$YEAR$	控制不同年度宏观环境的影响

(三) 模型构建

本文参考 Richardson 以及刘斌等检验应计异象采用的 OLS 模型^[17-18], 构建模型 (1), 更为直接地检验内部控制缺陷披露对应计异象的影响。

$$CAR_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Accrual_{i,t} + \beta_2 ICW_{i,t} \times Accrual_{i,t} + \beta_3 ICW_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中 ICW 表示内部控制缺陷披露, β_2 表示内部控制缺陷披露对应计异象的影响。若 β_1 显著为负, 则证明应计异象存在; 若 β_2 显著为正, 则证明假设 H1 成立, 即内部控制缺陷披露缓解了应计异象。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计与相关性分析

表 2 报告的描述性统计结果显示, 累计超额收益 (CAR) 的中位数 -0.023, 均值 0.016, 可以看出我国股市整体超额收益较低; 内部控制缺陷 (ICW) 均值为 0.281, 表明样本区间内披露存在内部控制缺陷样本占全样本的 28.11%, 未报告的缺陷程度统计显示绝大部分公司披露存在一般缺陷。应计盈余 ($Accrual$) 的均值 -0.005, 中位数 -0.004, 最大值为 0.219, 最小值为 -0.352, 标准差 0.073, 说明不同样本之间应计盈余差别较大, 与已有文献较为接近^[19-20]。主要变量的相关性检验显示不存在严重的共线性 (因篇幅限制, 表格留存备索)。

表 2 主要变量的描述性统计表

变量	N	$mean$	$median$	sd	min	max
CAR	13733	0.016	-0.023	0.346	-0.736	1.076
ICW	13733	0.281	0.000	0.450	0.000	1.000
$Accrual$	13733	-0.005	-0.004	0.073	-0.352	0.219
$Arbrisk$	13733	0.003	0.002	0.025	-0.078	0.091
$Beta$	13733	1.162	1.166	0.283	0.419	1.936
$Investment$	13733	0.278	0.252	0.183	0.003	0.769
$Size$	13733	22.484	22.310	1.289	19.688	26.355
$State$	13733	0.437	0.000	0.496	0.000	1.000
$Fundhold$	13733	0.475	0.497	0.235	0.004	0.914
BM	13733	0.657	0.665	0.248	0.112	1.184

(二) 基本回归

表 3 的列 (1) 至列 (3) 列示了内部控制缺陷披露与应计异象的回归结果, 列 (1) 应计盈余 ($Accrual$) 系数为 -0.129, 显著为负, 证明 t 期应计盈余高的公司 $t+1$ 期未来超额收益反而低, 表明 A 股市场存在应计异象。列 (2) 和列 (3) 结果表明, 无论是否加入控制变量, $ICW \times Accrual$ 的系数均显著为正 (分别

为 0.258 和 0.233)。经济意义上来说,公司披露存在内部控制缺陷的信息后,当期 *Accrual* 每增加一个标准差,下一期 *CAR* 平均增加 0.3 个百分点^①。这说明相对于未披露内控缺陷信息或者未披露存在内部控制缺陷的样本,披露存在内部控制缺陷的样本,公司的应计错误定价在披露之后显著降低,表明内部控制缺陷披露缓解了 A 股市场的应计异象,实证结果支持了假设 H1。

表 3 基本回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>	<i>CAR</i>	<i>ICW_D=1</i>	<i>ICW_D=2</i>	<i>ICW_D=3</i>
<i>Accrual</i>	-0.129*** (-3.10)	-0.215*** (-4.34)	-0.187*** (-3.78)	-0.037 (-0.36)	0.148 (0.56)	-0.631* (-1.92)
<i>ICW × Accrual</i>		0.258*** (2.89)	0.233*** (2.67)			
<i>ICW</i>		-0.014** (-2.20)	-0.014** (-2.12)			
<i>Arbrisk</i>			1.851*** (13.96)	1.723*** (5.57)	2.134* (1.90)	2.314* (1.84)
<i>Beta</i>			-0.013 (-1.17)	-0.078*** (-2.72)	0.086 (0.66)	0.124 (1.08)
<i>Investment</i>			0.032 (1.63)	-0.045 (-1.09)	0.113 (0.76)	0.205 (0.78)
<i>Size</i>			-0.019*** (-5.51)	-0.011 (-1.47)	-0.039 (-0.96)	-0.077* (-1.74)
<i>State</i>			-0.012* (-1.91)	-0.047*** (-3.51)	0.038 (0.70)	-0.028 (-0.33)
<i>Fundhold</i>			0.033** (2.27)	0.000 (0.01)	0.014 (0.07)	0.184 (0.98)
<i>BM</i>			0.140*** (7.77)	0.112*** (2.93)	0.232 (1.22)	0.128 (0.59)
<i>Constant</i>	0.151*** (6.12)	0.156*** (6.29)	0.469*** (6.33)	0.383** (2.54)	0.579 (0.74)	1.358 (1.46)
<i>YEAR/IND</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	13733	13733	13733	3101	183	148
<i>Adj_R²</i>	0.123	0.124	0.148	0.123	0.0210	0.175

注:***、**和*分别表示在0.01、0.05和0.1水平显著,括号内的数值为t值(下同)。

本文根据公司披露内部控制缺陷程度进行分组,表3中结果显示,披露存在内部控制一般缺陷和重要缺陷的公司 *Accrual* 系数均不显著,能够减少应计异象,投资者能够根据一般缺陷和重要缺陷信息,修正对披露公司应计盈余的错误定价;列(6)结果显示, *Accrual* 系数为 -0.631,在 10% 水平上显著,表明存在重大缺陷的公司即使增加缺陷信息披露也无法完全纠正投资者对公司应计盈余的错误定价,表明投资者未能对内部控制重大缺陷对应计盈余持续性的影响进行准确定价,组间差异检验显示,三组系数存在显著不同(Chi2 值 4.65,10% 水平上显著)。

参考 Hong 的方法^[12],本文采用 Mishkin 联立方程检验内部控制缺陷披露对应计异象的影响,为避免异常值影响实证结果,本文按照每年从小到大排列的十分位数对以下两个模型中的变量进行取值。具体模型如下:

$$Earning_{i,t+1} = \lambda_1 Accrual_{i,t} + \lambda_2 Cfo_{i,t} + \lambda_3 ICW_{i,t} \times Accrual_{i,t} + \lambda_4 ICW_{i,t} \times Cfo_{i,t} + \eta_{i,t+1} \quad (2)$$

$$CAR_{i,t+1} = \beta(Earning_{i,t+1} - \lambda_1^* Accrual_{i,t} - \lambda_2^* Cfo_{i,t} - \lambda_3^* ICW_{i,t} \times Accrual_{i,t} - \lambda_4^* ICW_{i,t} \times Cfo_{i,t}) + \zeta_{i,t+1} \quad (3)$$

其中, λ_1 表示应计盈余持续性系数, λ_3 表示内部控制缺陷存在对应计盈余持续性的影响。若 $\lambda_1 =$

①这一组数据的计算如下:(-0.187+0.233)×0.073=0.003。其中,0.073为 *Accrual* 的标准差。

λ_1^* 且 $\lambda_1 + \lambda_3 = \lambda_1^* + \lambda_3^*$, 则说明披露存在内部控制缺陷能够缓解投资者对应计盈余持续性的高估, 缓解应计异象。

本文利用 Mishkin 检验, 首先检验内部控制缺陷对应计盈余持续性的影响, 然后证明其披露后市场对应计盈余持续性是否准确定价。本文将内部控制缺陷披露 (*ICW*) 分别纳入预测方程 (2) 和价值方程 (3) 后, 预测方程结果显示 λ_3 和 λ_4 均显著为负, 说明内部控制缺陷披露降低了应计盈余和现金盈余的持续性。内部控制缺陷披露后预测方程中应计盈余系数 λ_1 和价值方程中市场对应计盈余定价系数 λ_1^* 之间不存在显著差异 ($\lambda_1 = \lambda_1^*$ 且 $\lambda_1 + \lambda_3 = \lambda_1^* + \lambda_3^*$, *LR* 值为 0.66, *P* 值为 0.8), 说明内部控制缺陷披露能够缓解应计异象, 但是, 现金盈余持续性仍然被低估 ($\lambda_2 > \lambda_2^*$ 且 $\lambda_2 + \lambda_4 > \lambda_2^* + \lambda_4^*$, *LR* 值 23.71, *P* 值 < 0.001), 说明内部控制缺陷披露对现金盈余持续性的影响不足以矫正市场的低估(囿于篇幅, 预测方程和价值方程的回归结果以及检验结果留存备索)。

(三) 稳健性检验

第一, 替换关键变量。首先, 利用月累计个股回报率替换日累计, 计算超额回报率; 其次, 借鉴方红星和陈作华的研究^[20], 替换内部控制缺陷披露衡量方式, 结果保持稳健(留存备索, 下同)。

第二, 变换样本。首先, 剔除异常波动年份, 2020 年受新冠疫情影响, 各国股票市场大幅异常波动, 予以剔除; 其次, 扩大检验样本, 为观察非强制内部控制缺陷披露是否存在类似的效果, 本文将样本区间扩展至 2008—2020 年, 共得到 15507 家公司-年度观测值, 回归结果保持稳健。

第三, 内生性问题。由于公司特征差异导致一些公司更可能披露内部控制缺陷信息, 可能存在样本自选择问题, 因此, 本文采用倾向得分匹配法和 Heckman 两步法控制样本间与内控缺陷披露有关的差异, 有效解决自选择问题。首先, 本文通过构建 Logit 模型, 计算出公司进行内部控制缺陷披露的倾向得分值。具体选取的匹配变量包括 *Earning*、*Beta*、*Investment*、*Size*、*Fundhold*、*BM*, 同时控制了时间和行业带来的不确定因素干扰, 选择 1:1 最近邻有放回匹配的方法匹配控制组样本, 最终获得 2180 对匹配样本, 4360 家公司-年度样本观测值, 使用 PSM 的样本进行回归, 结果保持稳健。其次, 本文利用经典的 Heckman 两步法对自选择偏差问题作出再一次的纠正和检验。Heckman 两步法第一阶段 *IMR* 系数在 1% 水平上显著为正, 证明本文回归确实存在样本自选择问题, 控制 *IMR* 后, 结果与本文主要结论保持一致。

第四, 安慰剂测试。随着时间推移、市场体制的逐步完善和对投资者保护的重视, 应计异象越来越弱, 可能导致本文结果与公司内部控制缺陷披露无关。为了排除结果的随机性, 本文随机安排披露内部控制缺陷信息的公司和年份, 重复此过程 1000 次, 针对 1000 次回归结果的系数和 *t* 值的估计值进行核密度图绘制, 结果显示, 绝大部分虚拟的系数和 *t* 值在 0 附近, 与本身真实值的差距较大, 并且虚拟系数大部分不显著, 说明本文的实证结果并不是偶然性因素导致的, 确实是因为内部控制缺陷披露。

五、进一步分析

(一) 机制分析

1. 应计盈余的分解检验

应计盈余的投资增长假说和盈余管理假说均能够为其成因提供合理的解释, 那么内部控制缺陷披露究竟影响了哪种成因? 本文利用修正的 Jones 模型对应计盈余进行分解, 并构建模型 (4) 和模型 (5), 分别用以检验内部控制缺陷披露对投资增长导致应计异象以及盈余管理导致应计异象的影响。

$$CAR_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Accrual_{i,t} + \gamma_2 ICW_{i,t} \times NDA_{i,t} \times Accrual_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, γ_2 表示内部控制缺陷披露对投资增长导致的应计异象的影响, 若 γ_2 为正, 则表示内部控制缺陷披露缓解了投资增长导致的应计异象, 反之, 则表示加剧作用。

$$CAR_{i,t+1} = \varphi_0 + \varphi_1 Accrual_{i,t} + \varphi_2 ICW_{i,t} \times DA_{i,t} \times Accrual_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, φ_2 表示内部控制缺陷披露对盈余管理导致的应计异象的影响,若 φ_2 为正,则表示内部控制缺陷披露缓解了盈余管理导致的应计异象,反之,则表示加剧作用。

表4列(1)和列(2)分别表示内部控制缺陷披露对投资增长导致应计异象的影响和其对盈余管理导致应计异象的影响。根据理论分析,本文预期 $ICW \times NDA \times Accrual$ 系数显著为正, $ICW \times DA \times Accrual$ 的系数显著为负。列(1)显示 $ICW \times NDA \times Accrual$ 的回归系数为4.712,在10%水平上显著,说明内部控制缺陷披露缓解了投资增长导致的应计异象。根据理论分析,内部控制缺陷披露的监督治理效应抑制了过度投资,缓解了投资增长有关的应计异象。列(2)显示 $ICW \times DA \times Accrual$ 的回归系数为-0.309,虽然为负,但是不显著,可能是因为虽然存在内部控制缺陷的公司盈余管理水平比较高,加剧了盈余管理导致的应计异象,但由于存在内部

控制缺陷披露的监督治理效应,缓解了原本缺陷公司存在的较高盈余管理对应计盈余持续性的不利影响,因此呈现为实证结果不显著。结果初步显示可能是内控缺陷披露的监督治理效应发挥了主要作用。

2. 信息增量效应抑或监督治理效应

上一步的分析表明内部控制缺陷披露具有监督治理效应,缓解了投资增长导致的应计异象。内部控制本身是公司内部治理机制,因此从较弱的外部治理考察内部控制缺陷披露的作用,减少了更多的内生性担忧。媒体和审计师作为第三方信息中介,高媒体关注度和高质量审计具有有效监督治理效应,能够抑制公司的投机行为^[22-23]。因此,如果内部控制缺陷披露存在监督治理效应,则内部控制缺陷披露将能够弥补低质量的外部治理,表现为在低媒体关注组和“非十大”审计组,内部控制缺陷披露更能缓解缺陷导致高水平盈余管理的不利影响,更能缓解应计异象。本文利用公司年度报刊和网络新闻报道条数的自然对数值衡量媒体关注。将公司媒体关注度按照年度中位数分为低媒体关注组和高媒体关注组分别进行回归。表5结果显示,在低媒体关注组和高媒体关注组, $ICW \times Accrual$ 的回归系数分别为0.316(在1%的水平上显著)和0.153(不显著)。本文利用是否选择“十大”会计师事务所衡量审计师选择,将样本按照审计师选择不同分为“十大”和“非十大”审计组分别进行回归。表5结果显示,在“十大”审计组和“非十大”审计组, $ICW \times Accrual$ 的回归系数分别为0.120(不显著)和0.332(在1%的水平上显著),进一步支持了内部控制缺陷披露具有监督治理效应、缓解应计异象的结论。

表5 信息增量效应抑或监督治理效应

	低媒体关注	高媒体关注	十大	非十大	低非理性	高非理性	低信息质量	高信息质量
<i>Accrual</i>	-0.202*** (-3.14)	-0.149** (-2.01)	-0.250*** (-3.67)	-0.107 (-1.49)	-0.299*** (-4.18)	-0.126* (-1.88)	-0.121** (-2.16)	-0.288** (-2.03)
$ICW \times Accrual$	0.316*** (2.61)	0.153 (1.25)	0.120 (0.99)	0.332*** (2.68)	0.213* (1.68)	0.255** (2.16)	0.151 (1.56)	0.090 (0.35)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YEAR/IND</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6795	6893	8130	5603	6939	6794	9150	2326
Adj_R ²	0.249	0.075	0.134	0.175	0.109	0.201	0.175	0.105

然而,媒体关注和审计师选择同时也是信息透明度的代表,根据假设H1的分析,内部控制缺陷披露同时还具有信息增量效应,无法排除内部控制缺陷披露缓解应计异象可能是其信息机制发挥了作用。因此,我们利用投资者非理性和信息质量进行分组检验,如果内部控制缺陷披露信息机制同样发挥作

表4 投资增长与盈余管理

	(1)	(2)
<i>Accrual</i>	-0.203*** (-4.12)	0.254** (2.03)
$ICW \times NDA \times Accrual$	4.712* (1.66)	
$ICW \times DA \times Accrual$		-0.309 (-0.55)
<i>Control</i>	控制	控制
<i>YEAR/IND</i>	控制	控制
N	13733	13733
Adj_R ²	0.148	0.150

用,则能够为投资者提供增量信息,缓解投资者非理性,提高信息质量,降低投资者对应计盈余持续性的高估,如果此推论成立,那么本文预期内部控制缺陷信息披露对应计异象的缓解作用将在投资者非理性程度比较高和低信息质量组的公司中更为显著。本文将样本按照投资者非理性程度的年度中位数划分为低投资者非理性组和高投资者非理性组,按照深交所上市公司信息披露考评等级,将样本划分为高信息质量组(信息披露考评等级为优秀)和低信息质量组(信息披露考评等级为非优秀),对模型(2)进行分组回归,表5结果显示,在高投资者非理性组,交乘项 $ICW \times Accrual$ 的系数为 0.255,在 5% 水平上显著,而在低投资者非理性组交乘项系数为 0.213,在 10% 水平上显著,利用似无相关检验进行的组间差异检验显示,两组系数没有显著差别,在高信息质量组和低信息质量组交乘项 $ICW \times Accrual$ 系数均不显著,再结合表4的发现,排除了内部控制缺陷披露影响应计异象的信息增量效应,说明内部控制缺陷披露主要通过监督治理效应,降低了投资增长水平,缓解了投资增长导致的应计异象。

(二) 企业异质性分析

首先,随着国企改革不断推进,国有企业政治干预在不断降低,但是国有企业和非国有企业之间经营差异和目标的不同导致两者之间的管理层行为存在差异,非国有企业由于筹资等压力,盈余操纵现象比国有企业严重,因此应计异象也较为严重。同时,相较于国有企业,非国有企业上市时间短,内控监管较为放松,内控质量低。因此,强制性内部控制信息披露实施后,内部控制缺陷披露的监督治理作用应当在非国有企业中更为显著,表6中按照产权性质分组的回归结果证实了我们的推测,在非国有企业中内部控制缺陷披露显著缓解了应计异象。

其次,机构投资者持股具有有效治理作用,能够显著缓解应计异象。机构投资者持股比例比较高的企业,其内部控制水平较高,较少存在内部控制缺陷,应计异象较弱;机构投资者持股比例低的企业,其内部控制未能得到有效监督,则内部控制披露政策制度的严格对其影响更为显著,表现为在机构投资者持股比例比较低的企业中,内部控制缺陷披露对应计异象的缓解更为显著。表6中按照机构持股年度中位数进行分组的回归结果显示,机构持股比例低的企业中内部控制缺陷披露显著缓解了应计异象。

表6 企业异质性、内部控制缺陷披露与应计异象

	国有企业	非国有企业	高机构 投资者持股	低机构 投资者持股
<i>Accrual</i>	-0.081 (-1.20)	-0.181 *** (-3.08)	-0.145 ** (-2.10)	-0.151 ** (-2.56)
<i>ICW × Accrual</i>	-0.048 (-0.45)	0.331 *** (3.11)	0.103 (0.86)	0.228 ** (2.26)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制
<i>YEAR/IND</i>	控制	控制	控制	控制
N	6936	8688	7865	7759
Adj_R ²	0.136	0.170	0.105	0.195

(三) 拓展检验

首先,内部控制缺陷披露后,公司将会进行缺陷整改,本文基于内部控制缺陷整改的动态过程,将下一期缺陷整改(ICW_FI_{t+1})和当期缺陷整改(ICW_FI_t)分别纳入模型(2),与 $ICW \times Accrual$ 交乘来表示内部控制缺陷整改对两者关系的影响,结果如表7所示, $ICW_FI \times ICW \times Accrual$ 系数均不显著,整体来看,内部控制缺陷披露确实纠正了投资者对企业盈余质量的高估,并且投资者并未因后续缺陷整改信息披露而再次修正预期。

其次,外部缺陷信息环境不同,其对应计异象的影响不同。行业中披露存在内部控制缺陷的公司越多,为投资者提供的有关公司内部控制缺陷的信息就越多,投资者可能会对行业中公司的应计盈余做出更加负面的反应,亦可能被投资者解读为缺陷信息披露为行业现状,干扰投资者信息判断,削弱对行业中公司应计盈余的负面反应。本文分行业统计披露存在内部控制缺陷的公司数量(ICW_IND),借此衡量行业内控缺陷水平,表7列(3)显示三项交乘系数与 $ICW \times Accrual$ 系数相反,这说明高行业内控缺陷水平削弱了内部控制缺陷披露对应计异象的缓解作用,验证了我们的猜想,即行业内控缺陷披露水平越高,越能够干扰投资者的判断,导致内控缺陷披露未能纠正应计盈余错误定价。

最后,外部缺陷信息披露环境不仅体现在行业层面,还体现在监管环境的变化上。本文将内部控制监管以2012年为界划分成两个阶段:2012年以前属于诱致性制度变迁阶段,2012年以后属于强制性制度变迁阶段。不同变迁阶段的内部控制监管强度大不相同,其发挥的作用可能不同。本文构建指标 $POST$ 来表示内控监管,2012年之前 $POST$ 取值0,之后取值为1,并将其纳入模型(2),与 $ICW \times Accrual$ 进行交乘。表7列(4)结果显示, $POST \times ICW \times Accrual$ 系数为0.514,在1%水平上显著,说明在政策变迁后,内部控制监督治理作用得到强化,缓解应计异象。

表7 拓展检验

	(1) CAR	(2) CAR	(3) CAR	(4) CAR
<i>Accrual</i>	-0.189 *** (-3.66)	-0.188 *** (-3.63)	-0.458 *** (-3.33)	0.193 * (1.93)
<i>ICW</i>	-0.017 ** (-2.41)	-0.019 *** (-2.61)	-0.014 (-0.63)	0.030 (1.39)
<i>ICW × Accrual</i>	0.292 *** (3.06)	0.255 ** (2.52)	0.945 *** (3.33)	-0.273 * (-1.66)
<i>ICW_FI × ICW × Accrual</i>	-0.289 (-1.15)	-0.027 (-0.12)		
<i>ICW_IND × ICW × Accrual</i>			-0.180 ** (-2.53)	
<i>POST × ICW × Accrual</i>				0.514 *** (2.75)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制
<i>YEAR/IND</i>	控制	控制	控制	控制
N	13733	13733	13733	15507
Adj_R ²	0.148	0.148	0.148	0.141

六、结论性评述

本文利用2012—2020年全部A股公司混合面板数据,研究了内部控制缺陷披露对应计异象的影响。实证结果表明:(1)内部控制缺陷披露缓解了A股市场应计异象,但这种缓解作用主要是披露存在一般缺陷和重要缺陷的公司样本驱动的。(2)相较于盈余管理假说,投资增长成因在内部控制缺陷披露影响应计异象过程中发挥了主要作用。内部控制缺陷披露缓解了投资增长导致的应计异象,但由于其监督治理效应,对盈余管理导致的应计异象的加剧作用不显著,整体表现为缓解作用。机制检验发现,这种缓解作用主要是因为内部控制缺陷披露的监督治理效应,抑制了过度投资,缓解了应计异象。(3)投资者功能锁定于缺陷信息的披露,未对整改信息作出有效反应,考虑外部缺陷信息披露环境发现,高行业缺陷披露削弱了内控缺陷披露对应计异象的缓解作用,但内控信息披露监管环境的严格强化了两者的关系。

为使投资者正确看待内部控制缺陷信息,提高资产定价效率,优化市场配置效率,本文提出如下建议:(1)在信息披露制度越来越完善的背景下,投资者对内部控制缺陷信息已能作出有效反应,相关部门需进一步考虑提高投资者的综合判断能力,加强对内部控制缺陷整改信息的监管,制定有效整改的明确标准,缓解投资者功能锁定缺陷信息,避免盲目抛售;(2)现有制度的缺陷认定标准尚停留在原则性和指导性层面,内部控制缺陷认定标准不统一,相关部门需尽量统一内部控制评价报告的披露格式,完善缺陷程度划分的标准,用细化的制度来减少公司缺陷隐藏机会;(3)建议投资者同时关注公司披露的其他内部控制无效迹象信息,比如财务违规、财务重述等,增加识别隐藏缺陷的可能性。

参考文献:

- [1]杨清香,俞麟,宋丽.内部控制信息披露与市场反应研究——来自中国沪市上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2012(1):123-130.
- [2]Beneish M D, Billings M B, Hodder L D. Internal control weaknesses and information uncertainty[J]. Accounting Review, 2008, 83(3):665-703.
- [3]王爱群,王璐.内部控制缺陷披露的股票市场反应及其作用机制——基于股票定价理论的研究[J].学习与探索,2016(2):109-115.
- [4]顾奋玲,解角羊.内部控制缺陷、审计师意见与企业融资约束——基于中国A股主板上市公司的经验数据[J].会计研究,2018(12):77-84.

- [5]李越冬,张冬,刘伟伟. 内部控制重大缺陷、产权性质与审计定价[J]. 审计研究,2014(2):45-52.
- [6]Doyle J T, Ge W, Mcvay S. Accruals quality and internal control over financial reporting[J]. Accounting Review, 2007, 82(5): 1141-1170.
- [7]Goh B W, Li D. Internal controls and conditional conservatism[J]. Accounting Review, 2011, 86(3):975-1005.
- [8]谢凡,曹健,陈莹,等. 内部控制缺陷披露的经济后果分析——基于上市公司内部控制强制实施的视角[J]. 会计研究,2016(9):62-67.
- [9]李娜,车培荣. 内部控制缺陷修复对权益资本成本的影响研究[J]. 经济论坛,2019(1):129-135.
- [10]杨旭东. 内部控制对企业运营效率的影响研究——基于A股上市公司的经验证据[J]. 审计研究,2019(6):61-69.
- [11]Sloan R G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? [J]. The Accounting Review, 1996, 71(3):289-315.
- [12]Hong X. The mispricing of abnormal accruals[J]. Accounting Review, 2001, 76(3):357-373.
- [13]Fairfield P M, Yohn W. Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing[J]. Accounting Review, 2003, 78(1):353-371.
- [14]杨德明,林斌,王彦超. 内部控制、审计质量与代理成本[J]. 财经研究,2009(12):40-49.
- [15]Ball R, Brown P. An empirical evaluation of accounting income numbers[J]. Journal of Accounting Research, 1968, 6(2):159-178.
- [16]宋云玲,李志文. A股公司的应计异象[J]. 管理世界,2009(8):17-24.
- [17]Richardson S A, Sloan R G, Soliman M T, et al. Accrual reliability, earnings persistence and stock prices[J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 39(3):437-485.
- [18]刘斌,杨开元. 我国A股市场应计异象研究[J]. 证券市场导报,2011(6):48-53.
- [19]宫义飞. 内部控制缺陷及整改对股价崩盘风险的影响[J]. 中南财经政法大学学报,2020(1):37-45.
- [20]王生年,孙孟杰. 沪港通影响了A股市场的应计异象吗? [J]. 审计与经济研究,2021(2):63-73.
- [21]方红星,陈作华. 高质量内部控制能有效应对特质风险和系统风险吗? [J]. 会计研究,2015(4):70-77.
- [22]杨洁,詹文杰,刘睿智. 媒体报道、机构持股与股价波动非同步性[J]. 管理评论,2016(12):30-40.
- [23]陈关亭,朱松,黄小琳. 审计师选择与会计信息质量的替代性研究——基于稳健性原则对信用评级影响视角[J]. 审计研究, 2014(5):77-85.

[责任编辑:刘 茜,黄 燕]

How does Disclosure of Internal Control Weakness Affect Accrual Anomaly of the Capital Market?

SUN Mengjie^a, WANG Shengnian^{a,b}

(a. School of Economics and Management, b. Research Center of Corporate Governance and Management Innovation, Shihezi University, Shihezi 832003, China)

Abstract: Based on the accrual anomaly perspective, using the data of A-share listed companies from 2012 to 2020, the impact of internal control defects disclosure on the pricing efficiency of accounting information is studied in depth. The results show that internal control weakness disclosure can significantly mitigate the accrual anomaly in the A-share market. Further decomposition of accrual earning finds that internal control weakness disclosure mitigates the accrual anomaly caused by investment growth, has a non-significant effect on the exacerbation of accrual anomaly caused by earning management, and exhibits an overall mitigating effect. Mechanism tests find that the supervisory governance effect of internal control weakness disclosure plays a major role in improving governance and mitigating accrual anomalies, and that internal control weakness disclosure in high-industry weakens both, but that the stringency of the internal control regulatory environment strengthens the relationship, and that the disclosure of defect rectification information fails to cause a change in the relationship.

Key Words: internal control weakness; information disclosure; earning management; investment growth; accrual anomaly; regulatory environment; capital market