

内部控制评价、审计师监督与股价崩盘风险

——“治理观”抑或“机会观”

徐 飞¹, 薛金霞²

(1. 安徽师范大学 经济管理学院, 安徽 芜湖 241000; 2. 河海大学 商学院, 江苏 南京 210000)

[摘要] 内部控制评价是非财务信息的重要来源,然而内部控制评价能否有效发挥治理作用却存在分歧,最突出问题是管理层存在明显选择性评价,可能会加剧股价崩盘风险。以2007—2017年沪深A股上市公司为样本,实证检验上市公司内部控制评价、审计师监督与股价崩盘风险的关系,基于实质重于形式原则客观分析企业内部控制评价及其后果。主要研究结论包括:上市公司发布内部控制评价报告反而增加未来股价崩盘风险,发布无缺陷内部控制评价公司更明显;信息效率低、委托代理问题高、非效率投资程度大和非国有上市公司发布的内部控制评价报告对于股价崩盘风险影响更显著;上市公司内部控制评价报告会加剧分析师分歧度,进而增加股价崩盘风险;内部控制审计监督有助于缓解企业内部控制评价对于股价崩盘风险的影响。根据研究结论,监管部门要完善企业内部控制评价制度、强化审计师内部控制审计监督,利益相关者也应正确对待企业内部控制缺陷,营造管理层愿意披露也敢于披露内部控制缺陷的制度环境。

[关键词] 内部控制评价;机会主义行为;股价崩盘风险;审计师监督;审计意见;公司治理;盈余管理

[中图分类号] F239.43 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2021)04-0033-13

一、引言

内部控制是经济组织在经济活动中建立的相互制约和职责分工等制度,目的在于提高经济效益、增强财务报告可靠性和遵守法律法规^[1]。企业内部控制评价的关键在于披露企业内部控制有效性,向外部投资者提供增量信息,以助于投资者做出投资决策^[2]。内部控制评价也可以帮助管理层识别和整改存在的内部控制缺陷,最终达到提高内部控制有效性的目的。但内部控制评价仍存在问题,特别是选择性披露^[3]。

近年来,我国监管部门日益重视企业内部控制建设与评价。2006年,上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布《上市公司内部控制指引》,鼓励上市公司披露内部控制自我评价报告。2008年,财政部联合其他五部委发布《企业内部控制基本规范》,并于2010年发布《企业内部控制应用指引》《企业内部控制评价指引》和《企业内部控制审计指引》,这标志着具有统一性、公认性和权威性的中国企业内部控制规范体系形成^[4]。自此,我国上市公司内部控制评价统一了标准,进入自愿披露与强制披露并存时代。

虽然我国上市公司内部控制评价工作取得了明显进展,但选择性披露问题也日益突出,内部控制缺陷披露逐年下降^[3]。究其原因,是由于我国企业内部控制缺陷认定缺乏统一、可操作的标准^[5],造成管理层拥有较大的自由裁量权^[6],为企业选择性内部控制评价提供了制度空间。由于存在可选择信息披露政策空间和管理层自利动机,企业可能会通过选择性信息披露实施“绿色清洗”,以掩盖其乏善可陈的管理绩效、内部控制以及社会责任。

考虑到选择性内部控制评价现状,监管部门和投资者亟待回答的问题是:我国上市公司选择性内部控制评价的经济后果是什么?是为企业和管理层“赢得”外部支持,还是误导投资者,扭曲资本市场配置?以上问题关系到我国内部控制评价制度的进一步健全与完善。本文根据Jin和Myers提出的“负面信息隐藏假说”,上市公司选择性内部控制评价也可能造成负面消息被隐藏,当隐藏负面消息累积到一定程度集中释放时便引发崩盘^[7]。本文的研究贡献在于:其一,从实质重于形式原则出发,客观评价企业内部控制评价报告行为及其后果,

[收稿日期] 2020-09-02

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目(71903002);安徽省自然科学基金青年项目(1908085QG309)

[作者简介] 徐飞(1987—),男,安徽池州人,安徽师范大学经济管理学院副教授,从事公司金融与公司治理问题研究,Email:wsxfahnu@163.com;薛金霞(1998—),女,安徽合肥人,河海大学商学院硕士研究生,从事公司金融研究。

既有研究忽视企业在内部控制评价报告中披露的实质内容,可能陷入管理层选择性评价陷阱;其二,基于管理层负面信息隐藏假说,验证我国上市公司选择性内部控制评价可能增加股价崩盘风险,有助于拓展内部控制评价与股价崩盘风险研究;其三,从注册会计师独立审计出发,检验审计师独立审计对于企业选择性内部控制评价及其后果的治理作用。

二、相关研究回顾

自2002年美国萨班斯法案(SOX)要求披露内部控制信息开始,内部控制信息披露便成为利益相关者评价企业内部控制的重要依据,也成为理论界和实务界关注的焦点。本文将既有研究关于内部控制评价的动机概括为“治理观”和“机会观”两大类。

“治理观”认为内部控制信息披露有助于降低投资者信息不对称程度,对投资者决策具有重要意义^[8],而且可以敦促管理层改进和完善内部控制制度,提高内部控制有效性^[9]。风险识别、风险应对以及内部控制评价的实施,理论上有助于提升其经营成果及信息披露稳健性,进而提升会计稳健性,这也是内控评价体系的设计初衷^[10]。企业通过构建内部控制评价体系,建立全面风险管理、监控和信息披露的完善机制^[11],有助于约束会计信息生成机制。内部控制缺陷披露致力于解决信息不对称问题,为委托方评价受托方履职行为的真实性、合法性和效益性提供依据。

“机会观”认为内部控制评价标准越不透明,越会为管理层的机会主义行为提供余地,造成明显的选择性披露行为^[12]。现代企业制度中,所有权和经营权的分离为管理层的机会主义行为提供了可能^[13],管理层可以通过内部控制缺陷认定的主观判断来操控内部控制评价,以达到特定的披露目的。预期投资者等相关方会利用企业披露的信息做出决策,管理层可能会通过选择性披露来操控信息透明度^[8]。于忠泊和田高良研究发现,我国上市公司内部控制评价对会计信息稳健性、可操控应计利润和资源配置效率的促进作用不显著^[14]。

本文进一步将上市公司管理层通过选择性内部控制评价实施机会主义行为的诱因概括为“内部自利诱因”和“外部损失厌恶”。“内部自利诱因”是指管理层出于自利动机实施选择性内部控制评价。出于在职消费、薪酬契约以及职业安全等自利动机,管理层倾向于进行信息操控,积极披露正面消息,隐藏或推迟披露负面消息^[7],自利动机也成为管理层操纵内部控制信息披露、最大化其个人利益的重要原因^[15]。对外披露内部控制缺陷的公司,管理层将承担内部控制缺陷后续修正的显性和隐性成本,实施“内部人”利益侵占行为的难度增大^[16]。因此,管理层有动机隐藏企业存在的内部控制重大缺陷,“美化”内部控制自评报告^[17]。“外部损失厌恶”是指管理层披露内部控制缺陷会引起更严重的外部反应。内部控制缺陷信息对外部利益相关方而言,归根到底是负面信息,比正面信息更容易引起人们的关注和联想,这在心理学上被称为损失厌恶心理偏差^[18]。例如,Files 研究发现,美国证券交易监督委员会常对发布内部控制缺陷信息的企业进行追踪,以致披露内部控制缺陷信息更易引起监管处罚^[19];余晓燕和毕建琴研究发现,披露内部控制缺陷信息的中国上市公司会显著引起监管处罚、诉讼仲裁、非正常审计师变更和负面市场反应^[3]。当外部利益相关方对内部控制缺陷信息过度反应并且造成实质性后果时,将严重削弱企业披露内部控制缺陷信息的内生动力。

综上所述,内部控制评价“治理观”和“机会观”并存,导致内部控制评价经济后果成为学者们关注的热点。从制度设计初衷和监管者预期看,企业实施内部控制评价理应增加信息供给,进而发挥内部控制治理作用^[10]。然而,由于企业自利动机和机会主义行为,学者们普遍发现企业内部控制评价流于形式,甚至被用于隐藏负面信息^[3]。其结果是政策实际与监管者预期不一致,一方面造成制度初衷未能有效实现,另一方面反而加剧资本市场资源错配。为此,理论界亟须加强对于当前我国上市内部控制评价制度设计、实施现状和经济后果的研究。

三、研究假设提出

公司层面股价崩盘风险是指个股特有收益出现极端负值风险^[20],现已成为监管部门和理论研究关注的热点问题^[21]。对于股价崩盘风险的成因,学者们从不同角度提出理论假说。例如,杠杆效应假说认为,公司杠杆结构很可能对其股价产生不利影响,并可能进一步加速股价下跌,甚至导致股价崩盘;信息过冲假说认为,基本面变化导致投资者过度反应,进而导致股市从繁荣到崩盘。

Jin 和 Myers 首次从上市公司管理者层面对股价崩盘进行解释^[7],即信息不对称使管理层能够以各种理由

隐瞒坏消息,例如最大化薪酬或职业安全等,当囤积的负面信息集中披露时,公司股价将毫无征兆地暴跌,甚至崩盘^[22]。自此,管理层“信息隐藏假说”成为学者检验股价崩盘的重要理论基础。例如,过度自信 CEO 会选择性忽视投资活动中的负面事件,随着负面信息积累最终导致股价崩盘^[23];高管通过收入平滑会计处理来掩盖其低收益项目、资源转移、无效风险控制,导致投资者、董事会不能采取及时措施和清算不良投资,随着不良投资持续存在,其负面业绩越积越大,最终导致股价崩盘^[24];中国国有企业是一个封闭的金字塔形劳动力市场,随着高管晋升他们转换职业的积极性下降,更倾向于继续留在系统内部,因此,随着级别提高,国有企业管理层对于负面事件的厌恶度增加,从而有助于降低公司股价崩盘风险^[25]。

根据内部控制评价“治理观”,内部控制评价报告是降低投资者与公司之间信息不对称的重要工具,投资者能够及时了解企业内控隐患,从而使得股价能够更及时地反映公司真实经营情况,避免因股价虚高所导致的未来股价崩盘风险。同时,内部控制评价能够约束会计信息生成机制,提升企业经营成果及会计稳健性^[10],并且敦促管理层改进和完善内部控制制度,提高内部控制有效性^[9],这将进一步降低企业崩盘风险。因此,本文首先提出基本假设 H_{1a}。

H_{1a}:上市公司披露内部控制评价报告有助于降低投资者信息不对称和提升内部控制有效性,从而降低股价崩盘风险。

然而,当前我国内部控制规范监管力度不够,公司实施内部控制评价的经验不足,缺陷披露不充分^[9]。大多数上市公司实施内部控制评价仅是为了应付外部监管,并没有转化为公司内在行为。内部控制评价报告中评价目的不明确、评价标准不统一以及评价方法太过主观^[26],使得管理层拥有较大的评价自由度^[6]。在此情形下,管理层出于自利动机或规避外部过度反应,极易引发机会主义行为。

为了使得相关方难以追溯企业不佳运营状况,管理层往往会选择性披露内部控制评价信息^[3]。当信息不对称程度较高时,外部相关方难以感知管理层选择性披露行为^[22]。同时,内部控制缺陷披露会引起更为明显的负面反应,从而导致更高的债务融资成本和监管处罚,进一步加剧企业选择性内部控制评价,最终加剧股价崩盘风险^[7]。

内部控制信息治理效应建立在真实、可靠和完整披露的基础上,然而,我国企业内部控制评价存在着选择性披露问题,势必严重影响其治理效果^[27]。杨有红和陈凌云指出,部分企业缺乏对诸如控制缺陷等实质性内容的披露,内部控制评价在一定程度上流于形式^[28]。企业很可能产生避重就轻的机会主义行为,将缺陷分类进行模糊化处理或选择隐瞒缺陷,或将重大缺陷降级披露^[17]。

结合高管坏消息隐藏假说^[7],管理层由于机会主义行为,规避在企业内部控制评价报告中披露真问题,造成负面消息得不到及时反应,最终加剧股价崩盘风险。因此,本文进一步提出竞争性假设 H_{1b}。

H_{1b}:由于管理层机会主义行为,上市公司披露内部控制评价报告会加剧股价崩盘风险。

四、实证研究设计

(一) 变量测度

1. 股价崩盘风险。为衡量股价崩盘风险,本文借鉴 Defond 等的研究^[29],首先,计算公司特有异常收益率:

$$R_{i,t} = a + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式中, $R_{i,t}$ 为公司 t 周收益; $R_{m,t}$ 为市场 t 周收益; $\varepsilon_{i,t}$ 为异常收益,即不能用市场回报来解释的特有收益。

其次,公司异常周收益 $W_{i,t}$ 计算如下:

$$W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad (2)$$

最后,按照 Chen 等研究^[25],构造如下特有收益负偏态指数 NCSKEW 和上下波动率 DUVOL 指标:

$$NCSKEW_{i,t} = - [n_{i,t}(n_{i,t} - 1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3] / [(n_{i,t} - 1)(n_{i,t} - 2) (\sum W_{i,t}^2)^{3/2}] \quad (3)$$

$$DUVOL_{i,t} = \ln \{ [(n_{i,t,U_p} - 1) \sum R_{i,t,Down}^2] / [(n_{i,t,Down} - 1) \sum R_{i,t,U_p}^2] \} \quad (4)$$

其中, $n_{i,t}$ 为 t 年 i 公司交易周数, n_{i,t,U_p} 为 t 年 i 公司异常周收益率高于平均异常周收益率的频率, $n_{i,t,Down}$ 是 t 年 i 公司异常周收益率低于平均异常周收益率的频率,NCSKEW _{i,t} 或 DUVOL _{i,t} 越大, t 年 i 公司股价崩盘风险越大。

2. 企业内部控制评价。本文借鉴刘斌和吴锡皓的研究,根据上市公司披露的内部控制评价报告构建两类内部控制评价指标^[10]:一是内部控制总体评价指标,即企业是否根据要求对外披露内部控制评价报告,包括有效结论的内部控制评价报告和存在缺陷结论的内部控制评价报告;二是内部制定性评价指标,将企业内部控制评价报告依据结论,进一步划分为披露内部控制有效的评价报告和披露存在缺陷结论的内部控制评价报告。因此,本文构建如下三个企业内部控制评价指标。

(1) 内部控制总体评价 ICE 。企业根据《企业内部控制评价指引》要求,发布企业年度内部控制评价报告,对企业内控有效性进行全面评价、形成评价结论、出具评价报告。因此,企业发布年度内部控制评价报告记为 1,否则记为 0。

(2) 无缺陷内部控制评价 ICE^{EXP} 。企业在其年度内部控制评价报告中明确当年不存在重大缺陷、重要缺陷及一般缺陷,即发布年度内部控制有效的结论,当上市公司发布无内部控制缺陷评价报告时, ICE_T^{EXP} 记为 1,未发布内部控制评价报告时, ICE_T^{EXP} 记为 0。

(3) 有缺陷内部控制评价 ICE^{CON} 。企业在其年度内部控制评价报告中明确当年存在重大缺陷、重要缺陷或一般缺陷,即发布年度内部控制存在缺陷的结论,当上市公司发布存在内部控制缺陷评价报告时, ICE_T^{CON} 记为 1,未发布内部控制评价报告时, ICE_T^{CON} 记为 0。

3. 审计师监督。本文借鉴刘斌和吴锡皓的研究^[10],进一步考虑企业年度内部控制是否经过审计师审计 ICA 。本文将企业内部控制经过注册会计师审计并出具内部控制审计报告的公司定义为经过审计师监督样本, ICA 记为 1。反之,将企业内部控制未经注册会计师审计,且未出具内部控制审计报告的公司,定义为未经过审计师监督样本, ICA 记为 0。

(二) 模型设定

首先,为检验企业内部控制评价对股价崩盘风险的影响,本文构建如下检验模型:

$$NCSKEW_{T+1}/DUVOL_{T+1} = c + \rho ICE_T + \beta Cvs_T + \mu + \chi + \varepsilon \quad (5)$$

式中, $NCSKEW_{T+1}$ 和 $DUVOL_{T+1}$ 为股价崩盘风险指标; ICE_T 为公司内部控制总体评价,发布内部控制评价报告为 1,否则为 0。为反映上市公司是否在内部控制评价报告中披露公司内控缺陷,本文进一步设置解释变量 ICE_T^{EXP} 、 ICE_T^{CON} 。 Cvs_T 为其他影响股价崩盘风险的控制变量,借鉴 Defond^[29]、徐虹和朱文婷^[20]等的研究,控制变量包括平均特有周收益率 AR 、特有周收益率波动率 $SIGMA$ 、应计盈余程度 $ABSDA$ 、资产规模对数 $SIZE$ 、资产负债率 LEV 、总资产利润率 ROA 、董事会规模 $DIRECTOR$ 、有形资产比重 PPE 、营业现金流比例 $CASH$ 、营业收入增长率 $DREV$ 、两职合一 $DUAL$ 、薪酬激励 $SALARY$ 、大股东掏空 $TUNNEL$ 。 μ 和 χ 分别为年度固定效应和行业固定效应, ε 为回归残差项。根据《企业内部控制评价指引》,内部控制评价报告应于次年 4 个月内报出,因此,本文对股价崩盘风险进行滞后一期处理。

如果回归系数 ρ 显著小于 0,则表明上市公司发布内部控制评价报告会抑制股价崩盘风险,验证“治理观” H_{1a} 。相反,如果回归系数 ρ 显著大于 0,则表明上市公司发布内部控制评价报告会增加股价崩盘风险,验证“机会观” H_{1b} 。为提升检验结果稳健性,本文对被解释变量均采用滞后一期处理,通过报告公司层面聚类标准误控制异方差。本文主要变量说明如表 1。

(三) 数据来源与单变量分析

本文选取 2007—2017 年沪深 A 股上市公司为研究对象,剔除 ST、PT 公司,数据来自 CSMAR 数据库。为排除异常值影响,本文对连续变量进行上下 1% 缩尾处理。表 2 统计了 2007—2017 年样本公司内部控制评价披露情况,可以看出,2006 年交易所发布《上市公司内部控制指引》后,A 股上市公司开始试点自主披露内部控制评价报告,2010 年颁发的《企业内部控制审计指引》明显加快了我国上市公司内部控制评价进程。从上市公司内部控制缺陷披露看,上市公司内部控制缺陷披露比例不高,而且较多披露一般缺陷,可能存在选择性披露、降级披露等机会主义行为。

表 3 为主要变量描述性统计。其中,上市公司平均特有收益负偏分布 $NCSKEW$ 为 -0.249 ,平均特有收益上下波动比率 $DUVOL$ 为 -0.164 ;上市公司发布内部控制评价 ICE 比率为 80.9%,经注册会计师内部控制审计 ICA 比率为 55.6%。

表1 主要变量定义表

变量名称	变量代码	测度说明
股价崩盘风险	NCSKEW	负收益偏态系数
股价崩盘风险	DUVOL	上下波动比例
内部控制评价	ICE	发布内控评价报告为1,未发布内控评价报告为0
无缺陷内控评价	ICE ^{EXP}	发布无缺陷内控评价报告为1,未发布内控评价报告为0
有缺陷内控评价	ICE ^{CONT}	发布有缺陷内控评价报告为1,未发布内控评价报告为0
分析师乐观评级	SCORE	年度平均分析师买入评级程度
分析师评级分歧	DISSCORE	年度分析师评级标准差
审计师监督	ICA	注册会计师出具内部控制审计报告为1,否则为0
信息效率	IE	股价同步性低于行业年度平均记为1,否则为0
委托代理问题	AGENCY	总资产周转率低于行业年度平均记为1,否则为0
非效率投资	OVERINV	非效率投资水平超过平均水平记为1,否则为0
特有收益率	AR	平均特有收益率×100
特有收益波动率	SIGMA	年度周特有收益率标准差
账面市值比	BTM	资产账面价值与市场价值比
资产规模	SIZE	总资产自然对数
资产负债率	LEV	总负债除以总资产
营业收入现金流	CASH	经营活动现金流占营业收入比
营业收入增长率	DREV	前后期营业收入增长率
总资产报酬率	ROA	总资产净利润率
盈余管理	ABSDA	修正琼斯模型计算操纵应计利润绝对值
董事会规模	DIRECTOR	董事会人数
有形资产比例	PPE	固定资产占总资产比
两职合一	DUAL	董事长兼任总经理
薪酬激励	SALARY	前三名高管薪酬占高管薪酬比例×1000
大股东掏空	TUNNEL	其他应收款占总资产比例

表2 2007—2017年样本公司内部控制评价披露情况统计

	是否披露内控评价报告		内部控制是否存在缺陷	
	样本数	占比	样本数	占比
2007	171	10.95%	5	2.92%
2008	742	45.94%	17	2.29%
2009	902	51.13%	18	2.00%
2010	1583	74.71%	75	4.74%
2011	1859	79.01%	187	10.06%
2012	2239	90.21%	612	27.33%
2013	2350	99.91%	532	22.64%
2014	2691	98.10%	591	21.96%
2015	2717	93.88%	938	34.52%
2016	2969	92.20%	995	33.51%
2017	3268	98.05%	1154	35.31%

表3 主要变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
NCSKEW	-0.249	0.629	-2.133	1.274
DUVOL	-0.164	0.452	-1.263	0.916
ICE	0.809	0.393	0.000	1.000
ICA	0.556	0.497	0.000	1.000
AR	-1.332	1.036	-5.631	-0.151
SIGMA	0.049	0.018	0.018	0.107

表4为主要变量相关性检验结果。其中内部控制评价ICE与股价崩盘风险在1%水平上显著正相关,表明企业发布内部控制评价反而可能加剧股价崩盘风险,初步验证“机会观”。

表5根据样本公司是否披露内部控制评价报告ICE、披露无缺陷内部控制评价报告ICE^{EXP}和披露有缺陷内部控制评价报告ICE^{CONT},进行分组T均值检验。从中可以看出,企业发布内部控制评价报告特别是发布无缺陷内部控制评价报告,将显著增加企业特有收益率负偏分布NCSKEW和上下波动比率DUVOL,初步验证“机会观”。

表4 主要变量间相关性检验

	NCSKEW	DUVOL	ICE	AR	SIGMA
NCSKEW	1	0.878***	0.061***	0.024***	-0.010
DUVOL	0.870***	1	0.068***	0.039***	-0.027***
ICE	0.057***	0.070***	1	-0.061***	0.062***
AR	0.041***	0.052***	-0.059***	1	-1.000***
SIGMA	-0.021**	-0.035***	0.065***	-0.976***	1

注:***、**、*分别代表1%、5%与10%的显著性水平,下同。

表5 内部控制评价与股价崩盘风险单变量检验

	NCSKEW			DUVOL		
	披露	未披露	T	披露	未披露	T
ICE	-0.235	-0.304	-6.305***	-0.152	-0.216	-7.997***
ICE ^{EXP}	-0.219	-0.304	-7.571***	-0.141	-0.216	-9.208***
ICE ^{CONT}	-0.289	-0.304	-1.113	-0.191	-0.216	-2.403**

五、实证检验及结果分析

(一) 内部控制评价与股价崩盘风险

表6为企业内部控制评价与股价崩盘风险多元回归检验。检验结果显示,企业内部控制评价ICE_t与上市公司股价崩盘风险均显著正相关,表明企业发布内部控制评价报告不仅不能降低公司股价崩盘风险,反而会显著加剧公司股价崩盘风险,验证了“机会观”H_{1b}。根据本文理论分析,企业管理层出于自利动机,会规避在企业内部控制评价报告中披露真问题,造成负面消息得不到及时反映,最终加剧股价崩盘风险。

表6进一步考虑企业内部控制评价报告性质对于企业股价崩盘风险影响的差异,可以看出,企业披露无缺陷内部控制评价报告ICE_t^{EXP}对于未来股价崩盘风险的影响更显著。相反,披露有缺陷内部控制评价报告ICE_t^{CONT}对于未来股价崩盘风险的影响明显减弱甚至消失。进一步验证发现,企业发布无缺陷内部控制评价报告反而造成负面消息得不到及时反映,最终加剧股价崩盘风险;而企业发布有缺陷内部控制评价报告有助于揭示部分负面消息,该负面消息对未来股价崩盘风险的影响减弱,进一步验证了“机会观”H_{1b}。

表 6 企业内部控制评价与股价崩盘风险多元回归检验

	NCSKEW _{T+1}				DUVOL _{T+1}			
	ICE _T	ICE _T	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}	ICE _T	ICE _T	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ICE _T	0.052 *** (4.250)	0.025 * (1.853)	0.033 ** (2.310)	0.008 (0.506)	0.054 *** (6.040)	0.032 *** (3.304)	0.035 *** (3.429)	0.027 ** (2.268)
AR _T		0.164 *** (6.309)	0.158 *** (5.488)	0.216 *** (5.038)		0.113 *** (6.366)	0.111 *** (5.657)	0.142 *** (4.799)
SIGMA _T		10.965 *** (7.241)	10.585 *** (6.255)	13.243 *** (5.559)		7.387 *** (7.116)	7.333 *** (6.336)	7.970 *** (4.802)
ABSDA _T		0.040 (0.573)	0.063 (0.819)	-0.022 (-0.194)		-0.010 (-0.194)	0.001 (0.014)	-0.014 (-0.183)
SIZE _T		-0.044 *** (-6.827)	-0.040 *** (-5.712)	-0.051 *** (-5.665)		-0.039 *** (-8.633)	-0.037 *** (-7.372)	-0.043 *** (-7.308)
LEV _T		-0.019 (-0.406)	-0.031 (-0.602)	0.052 (0.728)		-0.026 (-0.766)	-0.034 (-0.940)	0.014 (0.277)
ROA _T		0.960 *** (7.446)	0.933 *** (6.722)	0.954 *** (4.672)		0.614 *** (6.708)	0.615 *** (6.121)	0.564 *** (3.965)
CASH _T		-0.023 (-0.849)	-0.010 (-0.365)	-0.020 (-0.538)		-0.006 (-0.312)	0.004 (0.193)	-0.007 (-0.269)
BOARD _T		-0.003 (-1.126)	-0.001 (-0.356)	-0.004 (-1.218)		-0.003 * (-1.745)	-0.002 (-1.188)	-0.004 (-1.488)
DREV _T		0.009 (0.912)	0.013 (1.144)	0.005 (0.308)		0.005 (0.704)	0.003 (0.345)	0.011 (1.023)
PPE _T		-0.113 *** (-2.726)	-0.127 *** (-2.830)	-0.027 (-0.436)		-0.079 *** (-2.695)	-0.090 *** (-2.831)	0.005 (0.117)
DUAL _T		0.049 (1.585)	0.044 (1.291)	0.126 ** (2.320)		0.034 (1.569)	0.031 (1.285)	0.080 ** (2.042)
TUNNEL _T		-0.579 ** (-2.231)	-0.455 (-1.570)	-0.541 (-1.432)		-0.279 (-1.601)	-0.167 (-0.847)	-0.179 (-0.715)
SALARY _T		-0.000 (-0.633)	-0.000 (-0.737)	-0.000 (-0.219)		-0.000 (-0.974)	-0.000 (-0.735)	-0.001 (-0.987)
C	-0.299 *** (26.370)	0.168 (1.083)	0.077 (0.455)	0.287 (1.261)	-0.212 *** (25.910)	0.258 ** (2.366)	0.206 * (1.717)	0.358 ** (2.323)
Year	×	√	√	√	×	√	√	√
Industry	×	√	√	√	×	√	√	√
N	18471	14593	11884	5528	18471	14593	11884	5528
adj. R ²	0.001	0.08	0.08	0.09	0.002	0.09	0.08	0.09

注:括弧内为公司层面聚类稳健标准误,样本变动是由于剔除 ST/PT 公司、因变量滞后一期以及加入控制变量导致,C 为常数项,下同。

(二) 异质性检验

由于管理层隐藏负面消息的能力和意愿是有限的,管理层隐藏能力和意愿将影响股价崩盘风险大小。因此,本部分进一步探讨信息效率、委托代理问题、非效率投资和产权属性的影响。

1. 信息效率影响。股票价格同步性已成为衡量股票价格信息效率的重要指标^[21],股价同步性低意味着市场反映更多特有信息。市场信息效率会降低管理层隐瞒坏消息的能力,从而可能降低选择性内部控制评价,引发股价崩盘风险。为此,本文进一步将样本分为高信息效率公司和低信息效率公司。借鉴 Morck 等和 Durnev 等的研究^[21,30],本文测度公司股价同步性。如果公司股价同步性低于行业年度平均水平,则为高信息效率;如果公司股价同步性高于行业年度平均水平,则为低信息效率。

实证结果如表 7。可以看出,低信息效率上市公司发布的无缺陷内部控制评价报告 ICE_T^{EXP} 对于股价崩盘风险的影响更显著;而高信息效率上市公司发布的内部控制评价报告对于股价崩盘风险的影响减弱。检验表明,市场信息效率会削弱上市公司通过发布选择性内部控制评价报告隐藏负面消息的能力,进而降低内部控制评价报告对于未来股价崩盘风险的影响。

2. 委托代理问题。股价崩盘风险可能源于公司存在的委托代理问题,即管理层出于自身效用最大的考虑,而采取隐藏和延迟披露不利消息,以获得个人高额薪酬、在职消费等,最终加剧公司股价崩盘风险。为此,本文借鉴李小荣和张瑞君等人的研究^[31],用总资产周转率测度委托代理成本,进一步将样本分为高委托代理问题公司和低委托代理问题公司。

表7 信息效率、企业内部控制评价与股价崩盘风险

	低信息效率				高信息效率			
	NCSKEW _{T+1}		DUVOL _{T+1}		NCSKEW _{T+1}		DUVOL _{T+1}	
	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
ICE _T	0.044 ** (2.346)	0.016 (0.710)	0.035 *** (2.733)	0.031 ** (1.984)	0.011 (0.486)	-0.001 (-0.051)	0.030 * (1.946)	0.021 (1.155)
AR _T	0.122 ** (2.532)	0.176 ** (2.269)	0.090 *** (2.692)	0.135 ** (2.432)	0.112 ** (2.500)	0.221 *** (3.311)	0.077 ** (2.511)	0.161 *** (3.389)
SIGMA _T	9.027 *** (3.523)	11.559 *** (3.048)	6.735 *** (3.795)	7.599 *** (2.811)	5.545 * (1.904)	10.561 ** (2.551)	3.603 * (1.814)	7.395 ** (2.489)
ABSDA _T	0.067 (0.573)	-0.031 (-0.199)	0.041 (0.489)	-0.018 (-0.171)	0.021 (0.201)	-0.029 (-0.174)	-0.058 (-0.792)	-0.020 (-0.181)
SIZE _T	-0.038 *** (-4.296)	-0.047 *** (-4.023)	-0.034 *** (-5.453)	-0.039 *** (-5.027)	-0.042 *** (-3.962)	-0.052 *** (-3.821)	-0.039 *** (-5.377)	-0.047 *** (-4.905)
LEV _T	-0.062 (-0.881)	0.071 (0.775)	-0.072 (-1.463)	0.004 (0.065)	-0.007 (-0.100)	-0.006 (-0.052)	0.001 (0.025)	-0.003 (-0.040)
ROA _T	0.717 *** (3.536)	0.898 *** (3.186)	0.368 ** (2.517)	0.384 ** (2.000)	0.892 *** (4.985)	0.756 *** (2.644)	0.708 *** (5.502)	0.594 *** (2.886)
CASH _T	-0.035 (-0.888)	-0.030 (-0.564)	0.001 (0.019)	-0.012 (-0.319)	0.017 (0.432)	-0.002 (-0.040)	0.009 (0.330)	-0.000 (-0.012)
BOARD _T	-0.002 (-0.654)	-0.006 (-1.106)	-0.004 (-1.481)	-0.004 (-1.113)	-0.000 (-0.035)	-0.005 (-0.879)	-0.001 (-0.290)	-0.005 (-1.258)
DREV _T	-0.002 (-0.088)	-0.002 (-0.093)	-0.005 (-0.382)	0.008 (0.472)	0.024 * (1.711)	0.007 (0.307)	0.008 (0.803)	0.011 (0.718)
PPE _T	-0.089 (-1.528)	0.069 (0.846)	-0.067 (-1.586)	0.077 (1.341)	-0.187 *** (-2.763)	-0.156 (-1.621)	-0.129 *** (-2.666)	-0.094 (-1.346)
DUAL _T	0.056 (1.132)	0.164 ** (2.201)	0.046 (1.311)	0.120 ** (2.310)	0.040 (0.859)	0.089 (1.090)	0.021 (0.642)	0.044 (0.743)
TUNNEL _T	-0.544 (-1.326)	-1.325 ** (-2.526)	-0.209 (-0.752)	-0.686 ** (-2.030)	-0.323 (-0.885)	0.666 (1.457)	-0.110 (-0.411)	0.558 * (1.679)
SALARY _T	0.000 (0.520)	0.000 (0.458)	0.000 (0.174)	-0.000 (-0.401)	-0.001 (-1.616)	-0.001 (-1.052)	-0.001 (-1.159)	-0.001 (-1.201)
C	0.053 (0.245)	0.157 (0.524)	0.162 (1.059)	0.229 (1.142)	0.392 (1.451)	0.663 * (1.836)	0.427 ** (2.278)	0.585 ** (2.295)
Year	√	√	√	√	√	√	√	√
Industry	√	√	√	√	√	√	√	√
N	6524	3260	6524	3260	5360	2268	5360	2268
adj. R ²	0.07	0.09	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09

实证结果如表8。可以看出,高委托代理问题上市公司发布的无缺陷内部控制评价报告 ICE_T^{EXP} 对于企业股价崩盘风险的影响更显著;而低委托代理问题上市公司发布的内部控制评价报告对于企业股价崩盘风险的影响减弱。检验表明,企业选择性内部控制评价报告加剧股价崩盘风险主要发生在高委托代理问题公司。

表8 委托代理问题、企业内部控制评价与股价崩盘风险

	低委托代理问题				高委托代理问题			
	NCSKEW _{T+1}		DUVOL _{T+1}		NCSKEW _{T+1}		DUVOL _{T+1}	
	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
ICE _T	0.014 (0.717)	0.018 (0.810)	0.018 (1.285)	0.028 * (1.674)	0.053 ** (2.444)	-0.005 (-0.204)	0.054 *** (3.635)	0.025 (1.439)
C	0.254 (1.167)	0.608 ** (1.982)	0.393 ** (2.521)	0.679 *** (3.245)	-0.119 (-0.449)	-0.179 (-0.529)	-0.005 (-0.026)	-0.091 (-0.406)
Year	√	√	√	√	√	√	√	√
Industry	√	√	√	√	√	√	√	√
Controls	√	√	√	√	√	√	√	√
N	6837	3081	6837	3081	5047	2447	5047	2447
adj. R ²	0.07	0.07	0.08	0.07	0.09	0.11	0.09	0.10

3. 非效率投资影响。管理层自利可能会产生非效率投资决策,导致投资效率低下。由于信息不对称,管理层囤积坏消息以维持低效率投资。因此,随着时间的推移,低效投资积累,最终导致股价崩盘。因此,较高的低效率投资可能会激励问题企业有选择地披露其内部控制,以掩盖非效率投资。本文进一步将样本分为非效率投

资程度高的公司和非效率投资程度低的公司,以考察非效率投资对选择性内部控制平均后果的影响。其中,本文参考 Richardson 构建投资效率测度模型^[32],如果公司非效率投资水平高于平均水平,则记为非效率投资程度高的公司,如果公司非效率投资水平低于平均水平,则记为非效率投资程度低的公司。

实证结果如表 9。可以看出,非效率投资程度高的上市公司发布的无缺陷内部控制评价报告对于股价崩盘风险的影响更显著;而非效率投资程度低的上市公司发布的内部控制评价报告对于股价崩盘风险的影响减弱。检验表明,非效率投资程度高的上市公司更有可能发布选择性内部控制评价报告,以掩盖其投资效率低下问题,进而加剧企业股价崩盘风险。

表 9 非效率投资、企业内部控制评价与股价崩盘风险

	高非效率投资公司				低非效率投资公司			
	NCSKEW _{T+1}		DUVOL _{T+1}		NCSKEW _{T+1}		DUVOL _{T+1}	
	ICE _T ^{EXP} (1)	ICE _T ^{CONT} (2)	ICE _T ^{EXP} (3)	ICE _T ^{CONT} (4)	ICE _T ^{EXP} (5)	ICE _T ^{CONT} (6)	ICE _T ^{EXP} (7)	ICE _T ^{CONT} (8)
ICE _T	0.040** (1.970)	0.035 (1.473)	0.041*** (2.929)	0.039** (2.374)	0.022 (1.110)	-0.015 (-0.635)	0.027* (1.911)	0.016 (0.950)
C	-0.336 (-1.556)	-0.211 (-0.732)	-0.007 (-0.043)	0.103 (0.525)	1.306*** (4.819)	1.279*** (3.449)	0.986*** (5.259)	0.949*** (3.769)
Year	√	√	√	√	√	√	√	√
Industry	√	√	√	√	√	√	√	√
Controls	√	√	√	√	√	√	√	√
N	5892	2604	5892	2604	5992	2924	5992	2924
adj. R ²	0.08	0.09	0.09	0.10	0.09	0.10	0.08	0.08

4. 产权属性影响。政府及其控制企业面临严格的公众监督,这种监督通过所有权纽带传递给国有企业^[33]。因此,国有上市企业发布选择性内部控制评价报告的监管成本更高。而非国有企业强调控制权,很少受非控制权因素干预。由于委托代理问题的存在,非国有企业管理层更容易与控制人达成一致,发布选择性报告以获得特定利益。同时,《企业内部控制评价指引》是财政部、证监会等五部委联合发布的,因此,国有企业对于内部控制评价指引的遵从性可能更高,从而可能降低其负面影响。因此,产权属性可能会影响企业选择性内部控制评价行为及其后果。本文进一步将样本分为国有上市企业和非国有上市企业,以考察产权属性对选择性内部控制评价后果的影响。

实证结果如表 10。可以看出,非国有控制上市公司发布的无缺陷内部控制评价报告 ICE_T^{EXP} 对于企业股价崩盘风险的影响更显著,而国有控制上市公司发布的内部控制评价报告对于企业股价崩盘风险的影响减弱。检验结果表明,国有上市公司面临更强的政府与群众监督,从而抑制其选择性内部控制评价及其后果。

(三) 分析师分歧视角检验

前述检验结果表明上市公司发布内部控制评价并未降低企业股价崩盘风险,反而有所加剧,特别是对于发布无缺陷内部控制评价的企业。因此,本部分进一步考虑企业内部控制评价是否具备有效信息传递的功能。

根据内部控制评价“治理观”,内部控制评价理应有利于降低市场信息不对称程度,提升经营成果及信息披露稳健性^[10]。同时,分析师作为资本市场重要的信息中介,会密切关注企业发布的包括内部控制评价报告在内的信息资料^[34],因此,有效的企业内部控制信息披露将通过降低分析师分歧度而降低股价崩盘风险。然而,根据内部控制评价“机会观”,企业内部控制评价可能存在避重就轻的选择性披露行为,反而会降低信息透明度,最终可能通过增加分析师分歧度而加剧股价崩盘风险。

因此,本文从分析师分歧度角度识别企业内部控制评价有效性。如果内部控制评价能有效反映企业内部控制真实情况,那么内部控制评价理应有利于降低分析师分歧度,进而降低企业股价崩盘风险,即验证内部控制评价治理观。相反,如果内部控制评价并未反映企业内部控制真实情况,甚至存在夸大和虚假评价,那么内部控制评价则可能加剧分析师分歧度,进而增加企业股价崩盘风险,即验证内部控制评价机会观。为此,本文构建如下机制检验模型:

$$DIVIDE_{T+1} = c + \gamma ICE_T + \beta Cvs_T + \mu + \chi + \varepsilon \quad (6)$$

$$NCSKEW_{T+1} \text{ or } DUVOL_{T+1} = c + \omega DIVIDE_{T+1} + \rho ICE_T + \beta Cvs_T + \mu + \chi + \varepsilon \quad (7)$$

表 10 产权属性、企业内部控制评价与股价崩盘风险

	国有企业				非国有企业			
	NCSKEW _{T+1}		DUVOL _{T+1}		NCSKEW _{T+1}		DUVOL _{T+1}	
	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}	ICE _T ^{EXP}	ICE _T ^{CONT}
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
ICE _T	0.024 (1.222)	-0.023 (-1.020)	0.031** (2.228)	0.011 (0.663)	0.038* (1.745)	0.038 (1.538)	0.034** (2.180)	0.037** (2.116)
AR _T	0.132*** (2.656)	0.225*** (3.622)	0.116*** (3.420)	0.156*** (3.504)	0.178*** (4.793)	0.219*** (3.428)	0.109*** (4.314)	0.136*** (3.218)
SIGMA _T	7.923*** (2.885)	11.844*** (3.578)	6.861*** (3.672)	7.623*** (3.210)	12.260*** (5.438)	15.813*** (4.267)	7.421*** (4.804)	8.823*** (3.562)
ABSDA _T	0.092 (0.720)	-0.108 (-0.729)	0.019 (0.203)	-0.137 (-1.287)	0.046 (0.479)	0.032 (0.189)	-0.007 (-0.103)	0.084 (0.740)
SIZE _T	-0.036*** (-3.666)	-0.058*** (-5.251)	-0.032*** (-4.600)	-0.044*** (-5.910)	-0.040*** (-3.880)	-0.023 (-1.540)	-0.040*** (-5.394)	-0.033*** (-3.283)
LEV _T	0.062 (0.777)	0.180* (1.790)	0.036 (0.650)	0.103 (1.527)	-0.035 (-0.503)	-0.060 (-0.576)	-0.030 (-0.586)	-0.058 (-0.768)
ROA _T	1.119*** (5.311)	0.944*** (3.505)	0.736*** (4.890)	0.602*** (3.248)	0.778*** (4.208)	0.693** (2.208)	0.496*** (3.683)	0.331 (1.508)
CASH _T	-0.052 (-1.118)	-0.062 (-1.115)	-0.021 (-0.650)	-0.026 (-0.675)	0.017 (0.482)	0.012 (0.230)	0.018 (0.770)	0.007 (0.204)
BOARD _T	-0.005 (-1.247)	-0.002 (-0.321)	-0.005* (-1.811)	-0.002 (-0.708)	0.003 (0.944)	-0.009 (-1.583)	0.001 (0.307)	-0.006 (-1.604)
DREV _T	-0.021 (-1.181)	0.003 (0.130)	-0.011 (-0.895)	0.008 (0.482)	0.034** (2.375)	0.003 (0.152)	0.012 (1.179)	0.013 (0.862)
PPE _T	-0.055 (-0.873)	0.023 (0.286)	-0.021 (-0.482)	0.051 (0.918)	-0.171** (-2.534)	-0.183* (-1.723)	-0.152*** (-3.156)	-0.108 (-1.428)
DUAL _T	0.016 (0.183)	0.048 (0.435)	0.044 (0.645)	0.107 (1.149)	0.063* (1.674)	0.160** (2.523)	0.042 (1.617)	0.088** (1.991)
TUNNEL _T	-0.655 (-1.584)	-0.648 (-1.143)	-0.336 (-1.202)	-0.376 (-0.962)	-0.305 (-0.754)	-0.319 (-0.640)	-0.017 (-0.060)	0.129 (0.410)
SALARY _T	-0.001 (-0.747)	0.001 (0.752)	-0.001 (-1.197)	-0.000 (-0.220)	-0.000 (-0.180)	-0.001 (-1.109)	0.000 (0.295)	-0.001 (-1.289)
C	0.070 (0.294)	0.425 (1.491)	0.120 (0.712)	0.390* (1.960)	0.015 (0.060)	-0.280 (-0.749)	0.268 (1.516)	0.132 (0.518)
Year	√	√	√	√	√	√	√	√
Industry	√	√	√	√	√	√	√	√
N	5109	3273	5109	3273	6775	2255	6775	2255
adj. R ²	0.09	0.09	0.08	0.08	0.07	0.09	0.07	0.09

其中, $DIVIDE_{T+1}$ 为样本公司在 $T+1$ 年度分析师评级标准差, 反映分析师对样本公司评级的分歧度, 其他变量定义与前文一致。列(2)用以检验公司内部控制评价对分析师评级分歧度的影响, 列(3)用以检验分析师评级分歧度对于股价崩盘风险的影响。如果系数 γ 显著小于 0, 而系数 ω 显著大于 0, 则表明公司内部控制评价有助于降低分析师分歧度, 进而降低公司股价崩盘风险, 验证治理观; 如果系数 γ 和 ω 均显著大于 0, 则表明公司内部控制评价会增加分析师分歧度, 进而增加公司股价崩盘风险, 验证机会观。

表 11 为内部控制评价、分析师分歧与股价崩盘风险检验。其中, 列(1)—列(3)检验公司内部控制评价对分析师评级分歧度的影响, 可以看出, 公司内部控制评价会显著加剧分析师评级分歧度, 公司发布无缺陷内部控制评价对于分析师评级分歧度的影响更显著。检验结果表明, 上市公司内部控制评价并未传递有效的内部控制信息以降低股价崩盘风险, 反而由于夸大甚至虚假评价行为而增加了分析师分歧度, 最终减弱分析信息传递作用。列(4)—列(5)检验分析师评级分歧度对于股价崩盘风险的影响, 显示分析师评级分歧度会显著增加公司股价崩盘风险, 表明上市公司内部控制评级报告并不能通过降低分析师评级分歧度进而降低股价崩盘风险, 反而会加剧分析师评级分歧度进而增加股价崩盘风险, 验证内部控制评价机会观 H_{1b} 。

六、进一步分析与稳健性检验

(一) 审计师监督效应检验

外部审计是独立于委托人和代理人的第三方监督主体。《企业内部控制审计指引》也确立了企业内部控制审计制度, 有利于提高企业经济和财务行为透明度, 促进我国内部控制框架国际趋同。注册会计师独立审计可以在一定程度上提高公司财务报告的真实性和可靠性, 同时促进完善企业内部控制体系。其一, 审计师对公司管理层

产生监督约束力,缓解代理问题并抑制管理层不良动机,减轻管理层选择性内部控制评价行为。在我国市场化机制不够完善的背景下,内部控制与高质量审计之间互补能够有效抵制公司管理层自利行为。审计师实施现场审计后,更有可能发现管理层隐藏坏的消息,并积极发挥其外部治理功能,要求管理层及时披露相关负面信息。蔡春等研究表明,注册会计师通过一系列审计程序,有效降低了管理主体信息操纵和盈余管理程度,缓解了代理问题^[35]。郭阳生等研究指出,审计师与企业更有效的信息沟通有助于降低企业内部控制缺陷的发生^[36]。其二,审计师专业能力可以帮助企业发现并整改内部控制问题,切实提高内控质量^[36]。注册会计师审计为企业内部控制系统提供了有效外部监督与合理保障,促进企业更好地建立与实施内部控制制度,提高企业经营绩效,促进了企业内部控制制度的建设和内部控制程序的执行。注册会计师审计对公司的“结果监督”会促使公司改善内部治理,规范管理层行为,提高会计信息质量。

根据我国《企业内部控制审计指引》的规定,注册会计师需要对财务报告内部控制有效性发表审计意见,并对非财务报告内部控制重大缺陷进行披露,进而有助于企业发现并纠正企业内部控制缺陷,对企业内部控制进行客观评价与披露,以抑制企业选择性内部控制评价。为此,本文进一步考虑审计师审计监督对企业内部控制评价与股价崩盘风险关系的影响,将样本分为经审计师再监督样本($ICA = 1$)以及未经审计师再监督样本($ICA = 0$),开展分组检验。

表12中,列(1)—列(4)为经过审计师监督样本检验,列(5)—列(8)为未经过审计师监督样本检验。可以看出,内部控制经过审计师监督的上市公司,其发布的内部控制评价报告对于企业股价崩盘风险的影响减弱或消失;相反,内部控制未经过审计师审计的上市公司,其发布的内部控制评价报告对于企业股价崩盘风险的影响显著增强。检验结果表明,注册会计师独立审计有助于发挥专业监督作用,抑制企业选择性披露内部控制评价报告行为,进而降低企业股价崩盘风险。

表11 内部控制评价、分析师分歧与股价崩盘风险

	$DIVIDE_{T+1}$			$NCSKEW_{T+1}$	$DUVOL_{T+1}$
	ICE_T	ICE_T^{EXP}	ICE_T^{CONT}	ICE_T	ICE_T
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$DIVIDE_{T+1}$				0.080 ** (2.284)	0.058 ** (2.347)
ICE_T	0.020 *** (3.834)	0.021 *** (3.906)	0.013 * (1.957)	0.016 (1.029)	0.029 ** (2.530)
AR_T	0.014 * (1.790)	0.017 ** (2.030)	-0.002 (-0.155)	0.158 *** (5.415)	0.111 *** (5.513)
$SIGMA_T$	1.261 *** (2.604)	1.275 ** (2.480)	0.474 (0.563)	10.874 *** (6.341)	7.362 *** (6.182)
$ABSDA_T$	0.008 (0.304)	0.004 (0.136)	-0.013 (-0.315)	-0.013 (-0.171)	-0.055 (-0.978)
$SIZE_T$	0.039 *** (14.798)	0.037 *** (12.772)	0.043 *** (11.721)	-0.050 *** (-7.124)	-0.045 *** (-8.789)
LEV_T	-0.040 ** (-2.242)	-0.033 * (-1.679)	-0.026 (-0.979)	0.016 (0.304)	-0.010 (-0.247)
ROA_T	0.468 *** (9.336)	0.472 *** (8.815)	0.413 *** (5.307)	0.688 *** (4.862)	0.434 *** (4.193)
$CASH_T$	-0.003 (-0.306)	-0.007 (-0.621)	0.029 (1.604)	-0.024 (-0.759)	0.005 (0.220)
$BOARD_T$	0.001 (0.579)	0.001 (0.587)	0.001 (0.505)	-0.003 (-1.118)	-0.003 (-1.626)
$DREV_T$	-0.006 * (-1.857)	-0.005 (-1.383)	-0.004 (-0.869)	0.002 (0.182)	0.002 (0.254)
PPE_T	0.010 (0.623)	0.004 (0.255)	0.040 * (1.683)	-0.128 *** (-2.784)	-0.096 *** (-2.910)
$DUAL_T$	0.018 ** (1.973)	0.012 (1.296)	0.024 (1.610)	0.013 (0.362)	0.013 (0.518)
$TUNNEL_T$	-0.353 *** (-3.857)	-0.374 *** (-3.788)	-0.361 *** (-2.708)	-0.342 (-1.146)	-0.153 (-0.776)
$SALARY_T$	-0.000 (-1.158)	-0.000 (-0.979)	-0.000 (-0.684)	0.000 (0.774)	0.000 (0.236)
C	-0.648 *** (-10.177)	-0.598 *** (-8.569)	-0.758 *** (-8.122)	0.269 (1.569)	0.375 *** (3.040)
Year	√	√	√	√	√
Industry	√	√	√	√	√
N	11236	9336	3894	10991	10991
adj. R ²	0.10	0.09	0.12	0.10	0.10

表12 审计师监督、企业内部控制评价与股价崩盘风险

	$ICA = 1$				$ICA = 0$			
	$NCSKEW_{T+1}$		$DUVOL_{T+1}$		$NCSKEW_{T+1}$		$DUVOL_{T+1}$	
	ICE_T^{EXP}	ICE_T^{CONT}	ICE_T^{EXP}	ICE_T^{CONT}	ICE_T^{EXP}	ICE_T^{CONT}	ICE_T^{EXP}	ICE_T^{CONT}
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ICE_T	-0.008 (-0.154)	-0.020 (-0.362)	0.006 (0.148)	0.013 (0.311)	0.052 *** (2.887)	0.077 ** (2.159)	0.046 *** (3.559)	0.068 ** (2.514)
C	0.202 (0.801)	0.341 (0.972)	0.164 (0.921)	0.353 (1.481)	-0.029 (-0.129)	0.170 (0.590)	0.238 (1.513)	0.308 (1.532)
Year	√	√	√	√	√	√	√	√
Industry	√	√	√	√	√	√	√	√
Controls	√	√	√	√	√	√	√	√
N	5734	2510	5734	2510	6150	3018	6150	3018
adj. R ²	0.08	0.10	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09

(二) 稳健性检验

1. PSM 匹配样本检验。中国上市公司属于部分强制披露内部控制评价报告,因此,在披露内部控制评价报告企业和不披露内部控制评价报告企业之间可能存在选择性偏差。为此,本文进一步采用 PSM 方法进行稳健性检验。具体步骤如下:首先,以上市公司是否披露内部控制评价报告作为选择变量,利用 Probit 模型计算上市公司披露内部控制评价报告的概率得分;然后,实验组和对照组采用 1:1 邻近原则进行匹配,得到最终 PSM 匹配样本。结果依然显示,内部控制经过审计师监督的上市公司,其发布的内部控制评价报告 ICE_T 对于企业股价崩盘风险的影响消失;相反,内部控制未经过审计师审计的上市公司,其发布的内部控制评价报告 ICE_T 对于企业股价崩盘风险的影响进一步增强^①。

2. 替换内部控制评价指标。本文主检验基于企业内部控制评价形式进行定性评价,为提高上市公司内部控制评价识别完整性,本文采用迪博公司开发的内部控制信息披露指数进行稳健性检验,该指数来源于上市公司内部控制年报、评价报告、审计鉴证报告。结果显示,上市公司内部控制信息披露会显著加剧企业股价崩盘风险,特别是在未经内部控制审计的上市公司中,进一步验证了机会观。

3. 替换审计师监督指标。除了注册会计师内部控制审计可能有助于发挥监督效应以外,注册会计师开展的财务报表审计同样可以发挥监督效应,帮助企业发现、纠正并恰当披露企业存在的内部控制缺陷。为此,本文以国际四大事务所财务报表审计 $BIG4$ 代表高质量审计监督,即接受国际四大事务所财务报表审计($BIG4 = 1$)上市公司,其对内部控制治理效应更强,而接受非国际四大事务所财务报表审计($BIG4 = 0$)的上市公司,其内部控制治理效应可能减弱。结果依然显示,经过国际四大审计监督的上市公司,其发布的内部控制评价报告 ICE_T 对于企业股价崩盘风险的影响消失;相反,未经过国际四大审计监督的上市公司,其发布的内部控制评价报告 ICE_T 对于企业股价崩盘风险的影响进一步增强。

4. 延长滞后期检验。根据财政部、证监会等五部委发布的《企业内部控制评价指引》,年度企业内部控制评价报告应于次年 4 个月内报出,为此,本文主检验对因变量进行滞后一期处理,以控制报告披露与股价波动的时间差异。但仍有企业内部控制评价报告披露严重滞后,如山石网科的 2019 年度内部控制报告于 2020 年 12 月 25 日发布。为进一步控制内部控制评价报告披露的滞后性,本文进行了因变量滞后两期的稳健性检验,结果显示,上市公司内部控制信息披露依然会显著加剧企业股价崩盘风险,特别是在未经内部控制审计的上市公司中,进一步验证了机会观。

5. 控制股价崩盘形态。学者们验证股市暴跌前存在可识别的波动形态,蕴含着需要辨认的重要信息。根据学者们提出的股价崩盘理论解释,不同原因诱发的股价崩盘过程也不同。从信息经济学角度,高管隐藏了负面消息,一旦达到顶峰就会集中释放,导致“骤然崩盘”^[7]。从行为金融学角度,基本面变化导致投资者过度反应,股市必然经历从繁荣到暴跌的过程,进而导致股价“由上涨到崩盘”^[37]。从有效市场角度,公司财务杠杆会对股价下跌产生反作用,加剧股价下跌,甚至引发“缓跌到崩盘”^[38]。因此,在考虑股价暴跌前的股价波动形态后,股价崩盘可进一步区分为“缓跌到崩盘”“由上涨到崩盘”“骤然崩盘”三类^[39]。

本文关注的上市公司选择性内部控制评价倾向于隐藏负面内部控制信息,进而加剧上市公司股价崩盘风险,更符合 Jin 和 Myers 提出的坏消息隐藏假说,对应“骤然崩盘”形态^[7]。因此,为提高股价崩盘识别的稳健性,本部分进一步统计公司年度发生的“骤然崩盘”次数 $STABLE$,其中,本文骤然崩盘指股价崩盘前一周公司有收益率处于总样本 25%—75% 分位数内。检验显示,上市公司内部控制评价会显著增加未经内部控制审计上市公司发生“骤然崩盘”的频率,检验结果进一步验证上市公司内部控制评价会加剧公司由于坏消息隐藏而加剧的崩盘风险,而审计师审计有助于降低企业内部控制评价经济后果。

七、结论、启示与展望

内部控制信息披露是重要的非财务信息,内部控制评价报告能够缓解市场信息不对称程度,理应起到监督公司管理层和抑制管理层自利行为的作用,促进我国上市公司和资本市场健康发展。然而,内部控制评价报告能否有效发挥治理作用却存在质疑,最突出问题是内部控制评价存在明显的选择性披露行为,即隐藏内部控制

^①由于篇幅限制,稳健性检验结果省略,留存备索。

缺陷,其后果反而是增加股价崩盘风险。

本文构建基于选择性内部控制评价、审计师监督与股价崩盘风险的分析框架,揭示选择性内部控制评价的制度诱因与后果。本文主要研究结论包括:(1)上市公司发布内部控制评价报告反而增加未来股价崩盘风险,发布无缺陷内部控制评价的公司更明显;(2)信息效率低、委托代理问题高、非效率投资程度大和非国有上市公司发布的内部控制评价报告对于股价崩盘风险的影响更显著;(3)上市公司内部控制评价报告会加剧分析师分歧度,进而增加股价崩盘风险;(4)内部控制审计监督有助于缓解企业内部控制评价对于股价崩盘风险的影响。

基于本文研究,本文提出如下政策启示:(1)充分发挥监管职能,完善制度监管体系。监管部门要强化对上市公司管理层行为的监管,进一步完善对内部控制评价报告披露的规定,避免公司管理层出于自利目的的选择性披露内部控制评价报告,造成资本市场扭曲。相关监管部门也应采取积极措施,引导上市公司在内部控制评价报告中提供更完整的信息,并积极制定统一的内部控制评价标准,披露有效非财务信息。(2)注重审计师监督,约束管理层自利行为。注册会计师要充分运用专业技能和独立鉴证能力,对企业财务报表所披露信息的合法性和公允性进行确认,对公司披露的内部控制评价报告进行审计,对公司管理层产生约束效力,缓解管理层隐藏动机,抑制管理层对坏消息的隐瞒,提高会计信息准确度、及时性,提供内部控制有效信息。(3)正确对待公司披露的信息,做出理性决策。投资者应正确对待并仔细阅读内部控制评价报告,并从中提取有价值的信息。投资者须加强对宏观市场环境的了解和相关专业知识的学习,在面对竞争性信息时,应当保持谨慎,多方面权衡后作出投资决策。避免对于企业披露内部控制缺陷做出过分解读,从而造成管理层不敢披露真问题的外环境,应当营造企业敢于披露内部控制缺陷的氛围,给予管理层更正缺陷的政策空间。

受限于数据可获得性,本文仅基于上市公司年度内部控制评价报告信息披露的定性指标识别内部控制评价报告披露的机会主义行为。然而,由于内部控制评价报告内容丰富,未来需要进一步深入挖掘内部控制评价报告的文本内容,包括利用词频分析、语调分析、乐观度分析等文本分析技术,提高上市公司内部控制评价高识别的精确性,以进一步开展更为丰富的上市公司内部控制评价影响因素、经济后果及其治理研究。

参考文献:

- [1]董小红,孙文祥.企业金融化、内部控制与审计质量[J].审计与经济研究,2021(1):26-36.
- [2]池国华.基于管理视角的企业内部控制评价系统模式[J].会计研究,2010(10):55-61.
- [3]余晓燕,毕建琴.负面偏好与上市企业披露内部控制缺陷信息关系研究[J].管理科学,2018(4):45-61.
- [4]王军,徐国强.货币资金内部控制要素的重要性[J].中国管理信息化,2010(2):36-38.
- [5]丁友刚,王永超.上市公司内部控制缺陷认定标准研究[J].会计研究,2013(12):79-85.
- [6]谭燕,施贲,吴静.董事会可以随意确定内部控制缺陷定量认定标准吗?——来自A股上市公司的经验证据[J].会计研究,2016(10):70-77.
- [7]Jin L, Myers S C. R2 around the world: New theory and new tests[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(2): 257-292.
- [8]尹律.盈余管理和内部控制缺陷认定标准披露——基于强制性内部控制评价报告披露的实证研究[J].审计研究,2016(4):83-89.
- [9]李颖琦,陈春华,俞俊利.我国上市公司内部控制评价信息披露:问题与改进——来自2011年内部控制评价报告的证据[J].会计研究,2013(8):64-70+99.
- [10]刘斌,吴锡皓.内部控制评价能够提升会计稳健性吗?[J].南开经济研究,2019(6):158-180.
- [11]Doyle J T, Ge W, Mcvay S. Accruals quality and internal control over financial reporting[J]. Accounting Review, 2007, 82(5): 1141-1170.
- [12]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.
- [13]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):52-61+72.
- [14]于忠泊,田高良.内部控制评价报告真的有用吗——基于会计信息质量、资源配置效率视角的研究[J].山西财经大学学报,2009(10):110-118.
- [15]崔志娟.规范内部控制的思路与政策研究——基于内部控制信息披露“动机选择”视角的分析[J].会计研究,2011(11):52-56.
- [16]Gong G, Ke B, Yu Y, et al. Home country investor protection, ownership structure and cross-listed firms' compliance with SOX-mandated internal control deficiency disclosures[J]. Contemporary Accounting Research, 2013, 30(4): 1490-1523.
- [17]施贲,蒋华林,徐玉琳.缺陷定量认定标准影响内部控制重大缺陷评价吗?——来自A股上市公司的经验证据[J].会计与经济研究,2018(6):68-82.
- [18]Brachinger H W. A new index of perceived inflation: Assumptions, method, and application to Germany[J]. Journal of Economic Psychology, 2008, 29(4): 433-457.
- [19]Files R. SEC enforcement: Does forthright disclosure and cooperation really matter? [J] Journal of Accounting and Economics, 2012, 53(1-2): 0-374.
- [20]徐虹,朱文婷.风险投资持股、经济政策不确定性与股价崩盘风险[J].安徽师范大学学报:人文社会科学版,2019(4):122-134.
- [21]Morck R, Yeung B, Yu W, et al. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 215-260.

- [22] Habib A, Hasan M M, Jiang H, et al. Stock price crash risk: Review of the empirical literature[J]. Accounting and Finance, 2018, 58(S1): 211 - 251.
- [23] Kim J B, Wang Z, Zhang L, et al. CEO overconfidence and stock price crash risk[J]. Contemporary Accounting Research, 2016, 33(4): 1720 - 1749.
- [24] Khurana I K, Pereira R, Zhang E X, et al. Is real earnings smoothing harmful? Evidence from firm-specific stock price crash risk[J]. Contemporary Accounting Research, 2018, 35(1): 558 - 587.
- [25] Chen D, Kim J, Li O Z, et al. China's closed pyramidal managerial labor market and the stock price crash risk[J]. The Accounting Review, 2018, 93(3): 105 - 131.
- [26] 杨有红, 汪薇. 2006年沪市公司内部控制信息披露研究[J]. 会计研究, 2008(3): 35 - 42.
- [27] 许宁宁. 管理层认知偏差与内部控制信息披露行为选择——基于存在内部控制重大缺陷上市公司的两阶段分析[J]. 审计与经济研究, 2019(5): 45 - 53.
- [28] 杨有红, 陈凌云. 2007年沪市公司内部控制自我评价研究——数据分析与政策建议[J]. 会计研究, 2009(6): 60 - 66 + 99.
- [29] Defond M L, Hung M, Li S, et al. Does mandatory IFRS adoption affect crash risk? [J]. Accounting Review, 2015, 90(1): 265 - 299.
- [30] Durnev A, Morck R, Yeung B, et al. Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing? [J]. Journal of Accounting Research, 2003, 41(5): 797 - 836.
- [31] 李小荣, 张瑞君. 股权激励影响风险承担: 代理成本还是风险规避? [J]. 会计研究, 2014(1): 59 - 65 + 97.
- [32] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159 - 189.
- [33] Zou H, Xie X, Qi G, et al. The heterogeneous relationship between board social ties and corporate environmental responsibility in an emerging economy [J]. Business Strategy and the Environment, 2019, 28(1): 40 - 52.
- [34] 陈武朝, 郝振平, 张海燕. 内部控制重大缺陷与分析师业绩预测——来自中国上市公司的证据[J]. 中国会计评论, 2017(3): 289 - 306.
- [35] 蔡春, 黄益建, 赵莎. 关于审计质量对盈余管理影响的实证研究——来自沪市制造业的经验证据[J]. 审计研究, 2005(2): 3 - 10.
- [36] 郭阳生, 沈烈, 汪平平. 审计师地理距离与内部控制质量——兼论时间距离与审计师特征的调节效应[J]. 审计与经济研究, 2018(3): 52 - 62.
- [37] Zeira J. Informational overshooting, booms, and crashes[J]. Journal of Monetary Economics, 1999, 43(1): 237 - 257.
- [38] Black F. Studies of stock price volatility changes[J]. In Proceedings of the 1976 Meetings of the American Statistical Association, Business and Economics Section. 1976, 42(1): 177 - 181.
- [39] 徐飞. 放空卖空管制、分析师评级与股价崩盘风险——基于机构持股与溢价并购机制检验[J]. 安徽师范大学学报: 人文社会科学版, 2021(4): 132 - 147.

[责任编辑: 刘 茜]

Internal Control Evaluation, Auditor Supervision and Risk of Stock Price Collapse: “Governance View” or “Opportunity view”

XU Fei¹, XUE Jinxia²

(1. College of Economics and Management, Anhui Normal University, Wuhu 241000, China;

2. College of Business, Hohai University, Nanjing 210000, China)

Abstract: Internal control evaluation is an important source of non-financial information. However, there are differences on whether the internal control evaluation can effectively play a governance role. The most prominent problem is that the management has an obvious selective evaluation, which may aggravate the risk of stock price crash. Therefore, this paper empirically tests the relationship between the internal control evaluation, auditor supervision and the risk of stock price collapse by taking the listed companies of Shanghai and Shenzhen A-share excluding ST and PT from 2007 to 2017, and objectively analyzes the internal control evaluation and its consequences based on the principle of substance over form. The main conclusions of this paper are as follows: (1) the internal control evaluation report issued by listed companies will increase the risk of future stock price crash, and the issue of flawless internal control evaluation companies will be more obvious; (2) low information efficiency, high principal-agent problem, high degree of inefficient investment and internal control evaluation report issued by non-state-owned listed companies have more significant impact on the risk of stock price crash; (3) the internal control evaluation report of listed companies will aggravate analysts' divergence and increase the risk of stock price crash; (4) internal control audit supervision helps to alleviate the impact of internal control evaluation on the risk of stock price crash. Our conclusion is that the regulatory authorities should improve the evaluation system of internal control, strengthen the audit supervision of internal control of auditors, stakeholders should also correctly treat the defects of internal control, and create an institutional environment in which the management is willing to disclose and dare to disclose the defects of internal control.

Key Words: internal control evaluation; opportunistic behavior; risk of stock price collapse; auditor supervision; audit opinion; corporate governance; earnings management