内部控制质量对公司盈余价值相关性的影响

——以《企业内部控制配套指引》实施为背景

杨玉凤(副教授)，王若琳，闵淑佳

【摘要】《企业内部控制配套指引》的出台实施使得内部控制信息披露的制度环境发生了重大变化。本文选取2011～2013年沪深两市A股上市公司为样本，对内部控制质量总体情况及《企业内部控制配套指引》的实施效果进行了评价，发现实施的效果并不明显；利用价格模型研究了内部控制质量对盈余价值相关性的影响，实证结果表明，高质量的内部控制能显著提高盈余价值相关性。

【关键词】内部控制质量；盈余价值相关性；会计盈余信息

【中图分类号】F270　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)02-0030-4

会计盈余信息是企业对生产经营活动进行会计确认与计量后得到的结果，它作为企业业绩的直接体现，是投资者最为关心的信息，直接影响着投资者的投资行为及市场的资源配置。若会计盈余信息在投资者做出投资决策的过程中产生的影响越大，则具备越高的盈余价值相关性。随着安然、世通等一系列财务舞弊案件的发生，投资者对公司所发布盈余信息的质量产生了怀疑。市场与证监机构也意识到，只有提高企业内部控制的质量，才能从源头上减少会计盈余信息的错报，重建投资者对资本市场的信心。

继2008年6月财政部等五部委联合发布《企业内部控制基本规范》，首次对内部控制的内容与框架进行规范后，为了促进企业建立和实施有效的内部控制，五部委又于2010年4月联合发布了《企业内部控制配套指引》(以下简称《指引》)，强制要求企业披露自我评价报告，并于2011年1月1日起在境内外同时上市的公司施行，于2012年1月1日起在上海证券交易所、深圳证券交易所主板上市公司施行。而《指引》的实施效果如何?内部控制的质量是否对盈余价值相关性产生了影响?本文将对此展开进一步的研究。

一、相关文献回顾

国外的萨班斯法案与COSO报告框架相对成熟，其内部控制披露制度相对严格与标准，因此国外的研究主要侧重于内部控制缺陷对盈余质量的影响。Doyle(2007)的研究表明，内部控制存在缺陷的公司相对于其他公司盈余应计质量更低。Chan(2008)通过研究存在内部控制缺陷(内部控制质量较低)的公司发现，重大内部控制缺陷的存在会使样本公司的盈余价值相关性降低。Ashbaugh-Skaife(2008)则发现内部控制缺陷通常导致无意识的错误，从而降低了盈余应计质量，改进了内部控制缺陷的公司盈余质量得到提高。

而国内早期的研究主要限于理论探讨与规范研究上，自沪深证券交易所发布《上市公司内部控制指引》以来，逐渐出现探讨内部控制与盈余质量关系的实证研究，但由于内部控制披露制度刚刚起步，自愿披露内部控制重大缺陷的公司较少，因此，国内研究主要集中在内部控制质量与盈余质量的关系上。董望和陈汉文(2011)认为，高质量的内部控制在投资者反应方面提高了盈余反应系数，因此加强内部控制有助于提高盈余质量。闫志刚(2012)通过2009～2010年的全样本检验发现，高质量的内部控制显著提高了会计盈余的价值相关性。方红星(2014)利用2007～2011年的经验数据得出结论：自愿披露的内部控制自我评价报告和鉴证报告均能增强信息使用者对会计盈余数据的信任，最终体现在对盈余价值相关性的正面影响上。

国内外学者关于内部控制和盈余质量的研究为这一领域的学术与应用发展做出了突出贡献，也为本文的研究提供了重要的参考价值。然而，由于国内外内部控制发展的进程不同，中国内部控制缺陷披露机制尚不完善，鲜有主动披露重大缺陷的公司，因此，国外以重大缺陷评价内部控制质量的做法在中国并不适用。此外，国内目前关于内部控制质量与盈余价值相关性的研究尚少，且由于我国相关政策的出台和资本环境的变化，相关研究在方法和时效性上存在一定的局限性。因此，在研究内部控制质量对盈余价值相关性的影响时，本文拟从理论和实证两方面对已有研究进行拓展。

二、理论分析与研究假设

委托代理问题是内部控制产生的基础，现代企业制度下，所有权与经营权分离，股东不能直接参与企业的生产经

营活动而将经营权委托给管理层，为了保证经营运作效率与信息的真实可靠，必须建立健全企业内部控制制度，提高内部控制质量。高质量的内部控制可以改善委托代理契约的不完备性，防止管理层为了短期私利目标而进行盈余操纵，使委托方与代理方的效用目标函数尽可能接近，从动机上遏制盈余操纵。同时，内部控制可以减少委托方与代理方的信息不对称，使代理方的行为尽可能被察觉到，委托方可以对代理方的行为进行奖惩，使代理方没有操纵盈余的空间，从行为上遏制了管理层的盈余操纵行为。从具体操作方面来看，内部控制不仅包括股东对管理层的监督控制，也包括管理层对下层员工的监督控制。有效的内部控制可以防止会计盈余信息出现一些低级的无意识的错误，或使这些错误在内部控制体系下更容易被察觉、纠正。同时，内部控制可以避免会计政策选择与会计估计的随意性，并从严格审批程序上对非经常性交易进行管制，从而保证盈余信息的质量。因此，高质量的内部控制能解决企业委托代理问题，提高盈余信息质量。

1965年法玛（Fama）教授提出了有效市场的定义：如果在一个证券市场中，价格完全反映了所有可获得的信息，所有投资者都能掌握有关证券的所有信息，不存在内幕交易，这样的市场就称为有效市场。我国证券市场已有二十余年的发展历史，根据有关学者对沪深两市的相关研究，大多数学者认为中国市场已达到弱式有效市场，正处于半强式或次强式市场阶段，尚未达到半强式有效市场。投资者对上市公司公开的信息已有一定的反应，但对未公开的内幕信息却无法做出反应。根据有效市场假说理论，证券市场的投资者在买卖股票时会及时有效地利用上市公司披露的信息集（包括盈余信息）来优化投资决策，最终反映在股票的交易价格上，从而发挥资源配置的有效性，实现“帕累托最优”。并且，证券市场投资者会对高质量的盈余信息给予更高的信任，选择盈余质量高的公司进行投资，在股票市场上价格会有正面的反应，促进市场资源的有效配置；而对盈余质量不好的公司，有效市场则反应平淡。

综上所述，健全的内部控制能在一定程度上保证盈余信息的高质量，盈余信息质量越高，资本市场投资者在进行决策时对盈余信息的参考权重也越高，即具有越强的盈余价值相关性。基于以上分析，本文提出如下假设：

假设：高质量的内部控制能提高盈余价值相关性。

三、研究设计

1. 样本选取与数据来源。选取2011～2013年沪深两市A股上市公司作为研究样本，并剔除如下研究对象：①金融保险类上市公司；②ST公司；③数据缺失及异常的公司 。最后得到的有效样本为2011年1476个，2012年1731个，2013年1974个。样本观测值的数据来源于锐思RESSET数据库，各公司的内部控制指数来自迪博内部控制和风险管理数据库，实证检验过程由EXCEL和SPSS 21.0软件完成。

2. 内部控制质量的度量。现有研究中关于内部控制质量的评价大多是基于信号传递理论（董望和陈汉文，2011；方红星和段敏，2014），认为与自愿披露自我评价报告或鉴证报告的公司相比，没有披露的公司内部控制质量更高。但现如今随着《指引》的施行，市场已出现部分强制披露部分自愿披露的混合状态，内部控制自我评估报告与鉴证报告已失去信号功能，这种度量方法显然已失去了其假设基础。故本文采用“迪博·中国上市公司内部控制指数”衡量内控效率，该指数基于内部控制五大目标的实现程度而设计，并将内部控制缺陷作为修正变量，自2011年发布以来，得到监管机构、上市公司、研究学者、主流媒体及社会公众的广泛认可。并且本文出于量纲考虑，将该指数进行标准化后作为内部控制质量的取值。

3. 模型设计。检验价值相关性的模型主要有收益模型与价格模型，其中价格模型的应用更为普遍。该模型下，当前股票价格反映的是累积的收益信息，得出的盈余反应系数是实际反应系数的无偏估计，避免了收益模型中因预期盈余造成的盈余反应系数偏差问题。因此，本文采用价格模型研究内部控制质量是否能提高会计盈余信息与股票价格的相关性。

此外，根据现有文献，公司的规模、成长性及风险水平是盈余反应的决定因素（Collins和Kothari，1989），资本结构也会对盈余回报关系产生影响（Dhaliwal et al.，1991）。因此本文选取了公司规模（SIZE）、资本结构（LEV）、系统风险（BETA）、主营业务收入增长率（GROWTH）作为模型的控制变量。为检验前述假设是否成立，内部控制质量对盈余价值相关性的模型设计如下：

$$P_{i,t}=\beta_0+\beta_1EPS_{i,t}+\beta_2BVPS_{i,t}+\beta_3ICQ_{i,t}\times EPS_{i,t}+\beta_4SIZE_{i,t}+\beta_5LEV_{i,t}+\beta_6BETA_{i,t}+\beta_7GROWTH_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中：$P_{i,t}$表示上市公司i在t+1年4月最后一个交易日股票的收盘价；解释变量$EPS_{i,t}$为t期期末的每股收益；$BVPS_{i,t}$代表t期期末的每股净资产；$ICQ_{i,t}$为内部控制质量；交乘项$ICQ_{i,t}\times EPS_{i,t}$反映内部控制对盈余反应的影响。变量具体定义如表1所示：

表1　　变量定义及说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	股票价格	$P_{i,t}$	第i个上市公司t+1年4月最后一个交易日股票的收盘价
解释变量	内部控制质量	$ICQ_{i,t}$	标准化的“迪博·中国上市公司内部控制指数”
	每股收益	$EPS_{i,t}$	t期期末的每股收益
	每股净资产	$BVPS_{i,t}$	t期期末的每股净资产
控制变量	公司规模	$SIZE_{i,t}$	总资产自然对数
	资本结构	$LEV_{i,t}$	负债总额/资产总额
	系统风险	$BETA_{i,t}$	市值加权的风险因子
	主营业务收入增长率	$GROWT_{i,t}$	（当期主营业务收入－上期主营业务收入）/上期主营业务收入

四、实证结果与分析

1. 描述性分析和T检验。根据《指引》的实施范围，将三年的样本数据分别划分为实施指引组和未实施指引组：2011年的实施指引组为境内外同时上市公司，其总数为51个，而未实施指引组为1425个；2012、2013年的实施指引组均为上海证券交易所、深圳证券交易所主板上市公司，样本数量分别为902个和1005个。

表2描述的是三年间实施指引组与未实施指引组的有关变量对比情况：

表 2　　描述性分析和T检验

		实施指引组		未实施指引组		T检验	
时间	变量	均值	标准差	均值	标准差	T值	Sig（双侧）
2011年	P	8.670	7.536	19.470	14.324	−5.357	0.000
	EPS	0.463	0.558	0.304	0.318	3.378	0.001
	BVPS	4.627	2.623	4.297	2.454	0.941	0.347
	ICQ	1.377	1.872	−0.049	0.917	10.368	0.000
	SIZE	24.540	1.608	21.756	1.051	18.177	0.000
	LEV	0.573	0.178	0.423	0.218	4.853	0.000
	BETA	1.112	0.258	1.131	0.213	−0.607	0.544
	GROWTH	16.045	17.849	23.705	52.173	−1.046	0.009
2012年	P	11.033	10.474	16.546	10.386	−10.984	0.000
	EPS	0.238	0.461	0.299	0.280	−3.305	0.001
	BVPS	3.649	2.229	5.207	2.441	−13.980	0.000
	ICQ	0.004	0.860	0.059	0.646	−1.487	0.137
	SIZE	22.309	1.147	21.244	0.733	22.807	0.000
	LEV	0.518	0.197	0.294	0.185	24.365	0.000
	BETA	1.231	0.291	1.105	0.188	10.616	0.000
	GROWTH	14.063	111.017	14.470	33.780	−0.101	0.919
2013年	P	9.461	9.790	14.812	10.699	−11.600	0.000
	EPS	0.2371	0.479	0.265	0.281	−1.545	0,122
	BVPS	3.811	2.456	4.887	2.245	−10.151	0.000
	ICQ	−0.044	1.093	0.070	0.841	−2.606	0.009
	SIZE	22.377	1.242	21.333	1.242	22.082	0.000
	LEV	0.513	0.198	0.316	0.182	22.843	0.000
	BETA	1,015	0,235	1.101	0.218	−8.407	0.000
	GROWTH	12.433	53.621	17.778	25.818	−2.805	0.005

从横截面来看，2011年实施指引组的内部控制质量均值1.377显著高于未实施指引组的均值−0.049，且通过了1%的显著性水平检验；但2012、2013年实施指引组的内部控制质量均值均显著低于未实施组。同时可以看出，三年间实施配套指引组的内部控制质量均值并未得到提高，反而逐年下降。因此，境内外同时上市公司内部控制质量高于其他上市公司的现象，可能是由于其本身治理水平较高或实行境内外控制规范引起的，而实施《指引》并不能使内部控制质量提高。从其他变量来看，每股收益EPS的均值逐年下降，三年的资产负债率均值均低于财政部规定的60%标准水平。

2. 相关性检验。分别检验三年间各变量的相关系数矩阵，从表3的结果可以看出EPS、BVPS与P在1%的水平上显著正相关，说明股价对会计盈余信息存在显著反应，ICQ与P在1%的水平上显著正相关，表明内部控制质量高的公司股价高，与假设一致。其他控制变量也均与P存在相关关系，应控制其影响。

3. 多元回归分析。表4列示了OLS多元回归结果，其交乘项ICQ×EPS的系数在1%的水平上显著为正，表明内部控制能提高EPS对P的解释能力，也就是说，内部控制越健全，市场对盈余信息给予的信任程度越高，也使投资者更愿意结合内部控制选择盈余质量高的公司进行投资，而这种投资行为反映在市场上的股票价格中，就增强了公司的盈余价值相关性，支持了本文的假设。

此外，EPS、BVPS的系数显著为正，说明随着公司每股收益和每股净资产的提高，公司股票价格相应增加；且控制变量SIZE与P显著负相关，GROWTH与P显著正相关，而LEV和BETA系数方向不稳定，不能得到一致结论。模型的拟合优度较高，F检验显著，说明自变量的选取和模型本身的设置是合理的。

4. 稳健性检验。稳健性检验采用另一经典模型——收益模型进行检验，对2011～2013年的全样本进行回归。

$$R_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}+\alpha_2\frac{\triangle EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}+\alpha_3ICQ_{i,t}+\alpha_4ICQ_{i,t}\times\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}+\alpha_5ICQ_{i,t}\times\frac{\triangle EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}+\alpha_6SIZE_{i,t}+\alpha_7LEV_{i,t}+\alpha_8BETA_{i,t}+\alpha_9GROWTH_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

表 3　　Pearson相关性检验

时间			EPS	BVPS	ICQ	SIZE	LEV	BETA	GROWTH
2011年	P	Pearson相关性	0.647**	0.503**	0.248**	−0.049	−0.226**	−0.280**	0.145**
		显著性（双侧）	0.000	0.000	0.000	0.063	0.000	0.000	0.000
2012年	P	Pearson相关性	0.670**	0.507**	0.282**	−0.051*	−0.202**	−0.248**	0.076**
		显著性（双侧）	0.000	0.000	0.000	0.033	0.000	0.000	0.002
2013年	P	Pearson相关性	0.554**	0.507**	0.151**	−0.194**	−0.326**	0.074**	0.087**
		显著性（双侧）	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000

注：**、*分别代表在0.01、0.05的水平（双侧）上显著相关。

表 4　　多元回归分析

	2011年	2012年	2013年
EPS	12.826 (18.001***)	13.987 (16.615***)	10.794 (16.744***)
BVPS	0.837 (9.687***)	0.824 (8.624***)	1.253 (12.760***)
ICQ×EPS	4.440 (9.201***)	0.737 (2.543***)	1.467 (3.564***)
SIZE	−2.208 (−10.388***)	−1.799 (−8.675***)	−2.920 (−14.570***)
LEV	3.454 (3.250***)	2.771 (1.819**)	−1.235 (−1.117)
BETA	−4.114 (−5.085***)	−4.007 (−5.755***)	1.385 (1.794[8])
GROWTH	0.010 (3.031***)	0.004 (2.039**)	0.018 (4.353***)
N	1425	1731	1974
F检验	232.237***	254.384***	245.244***
R^2	0.535	0.508	0.466
调整R^2	0.532	0.506	0.464

注：括号内为各变量系数估计值的T检验值，***、**、*分别代表在 0.01 、0.05、0.1的水平（双侧）上显著相关；VIF全部小于3，不存在严重的多重共线性问题，下同。

其中：被解释变量$R_{i,t}$为样本公司从t年的5月至t+1年4月共12个月的股票累计持有收益率。

$R_{i,t}$的计算公式如下：

$R_{i,t}=\prod_{j=1}^{12}(1+R_j)-1$。其中，$R_j$为t年的5月至t+1年4月样本公司的月持有收益率；$\triangle EPS_{i,t}$ 代表公司t期期末与t−1期期末每股收益的差额（未预期盈余）；$P_{i,t-1}$代表公司t−1期期末的股票价格；其他变量定义与模型1中的一致。

交乘项 $ICQ_{i,t}\times(EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$和 $ICQ_{i,t}\times(\triangle EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$反映内部控制对盈余反应的影响。

从表5可以看出，$ICQ_{i,t}$的T值（9.897）在1%的水平上显著为正，表明内部控制质量越高的公司股价越高；交乘项$ICQ_{i,t}\times(\triangle EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$的T值（3.787）在1%的水平上显著为正，表明内部控制能提高公司的盈余价值相关性。结论与模型1的结论一致，可知本文的研究结论稳健可靠。

表 5　　稳健性检验的回归结果

	$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	$\frac{\triangle EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	$ICQ_{i,t}$	$ICQ_{i,t}\times\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	$ICQ_{i,t}\times\frac{\triangle EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	$SIZE_{i,t}$	$LEV_{i,t}$	$BETA_{i,t}$	$GROWTH_{i,t}$
B	−0.090	2.707	0.089	0.022	0.048	−0.056	0.000	−0.018	0.000
T	−8.066***	8.805***	9.897***	1.278*	3.787***	−7.403***	−0.008	0.641	2.325**
调整R^2				0.0952		F检验		31.960***	

五、结论

本文以2011～2013年沪深两市A股上市公司为样本，研究了内部控制质量对盈余价值相关性的影响。描述性统计结果显示，《企业内部控制配套指引》实施后上市公司的内部控制质量并没有提高，反而有所下降，说明《指引》的实施并没有明显效果。同时，分年回归和全样本回归结果表明，内部控制质量对上市公司盈余价值相关性产生了显著的影响，具体而言，有效的内部控制能显著提高公司的盈余价值相关性，投资者会结合内部控制选择盈余质量高的公司进行投资，进而促进市场资源的有效配置。

根据本文的实证结果，内部控制对企业自身健康发展、外界信息使用者投资决策和资本市场有效运行均具有重要作用。但《指引》的实施并未使企业内部控制质量有所提高，因此监管部门还应设置惩罚与奖励机制，帮助提高内部控制建设水平，保护外部投资者权益。可以考虑的方案有：监管部门对内部控制水平低下或者内部控制失效造成社会损失的公司予以重罚，使企业将减少处罚作为内部控制建设的潜在收益纳入考虑范围；对内部控制实施好的公司予以奖励，可以是税收减免、补助奖励等各种形式，减轻企业承担的内部控制建设成本。上述两个措施对中国市场从半弱式有效市场向半强式有效市场递进也具有重要的意义，为提高盈余反应创造了外部市场条件。

主要参考文献：

Doyle T. J., Ge W., McVay S.. Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting[J]. The Accounting Review，2007(5).

Chan K., Farrell B., Lee P.. Earnings Management of Firms Reporting Material Internal Control Weaknesses under Section 404 of the Sarbanes-Oxley Act[J]. A Journal of Practice & Theory，2008(2).

吴益兵.内部控制审计、价值相关性与资本成本[J].经济管理，2009(9).

田高良，齐保垒，程瑶.内部控制缺陷对会计信息价值相关性的影响——针对中国股票市场的经验研究[J].西安交通大学学报：社会科学版，2011(3).

董望，陈汉文.内部控制、应计质量与盈余反应——基于中国2009年A股上市公司的经验证据[J].审计研究，2011(4).

闫志刚.内部控制质量对会计盈余价值相关性的影响[J].统计与决策，2012(15).

作者单位：中国矿业大学管理学院，江苏徐州221116