内部控制的投资者保护机制评价

——基于深圳高速公路股份有限公司的分析

杜海霞　李 睿

2011年1月21日，北京工商大学“会计与投资者保护”项目组和北京工商大学投资者保护研究中心共同发布“2010中国上市公司会计投资者保护指数”。深圳高速公路股份有限公司(以下简称深高速）名列该会计投资者保护指数前茅。本文拟通过对深高速案例的分析，剖析内部控制对投资者保护作用的机理。

一、内部控制投资者保护的功能：定价

从公司治理的角度来看，内部控制是基于公司内部治理的视角去研究投资者保护，法律、市场等则是基于外部治理的视角去研究投资者保护。治理机制从两个方面实现定价功能：一是保障企业生产和提供信息的真实可靠性；二是保障真实可靠的信息得以在股票价格中及时反应。证券的价格能否及时、公允地反映企业的真实信息，依赖于公司治理机制(内部治理机制和外部治理机制）的定价功能。

投资者在证券市场上购买股票，其收益在于获取买卖价差或分得红利，这也是投资者的根本目标所在，对于投资者保护的研究也应从这两点出发。目前，我国中小投资者在证券市场上购买股票主要是为了获取买卖价差。任何一种投资者保护机制都不能保证投资者获得买卖价差收益，但只要证券价格能够及时、公允地反映企业的真实信息，就可以认为投资者保护的目标在很大程度上得以实现。公司的股利政策最终也会反映在股票价格中，所以证券市场上股票定价是否合理就成了投资者保护的关键所在。

定价效率可以用来衡量公司内部治理机制和外部治理机制的综合定价功能。定价效率也称为信息效率，指证券价格反映信息的能力，反映了价格揭示所有相关信息的速度和准确性。定价效率可通过市场效率系数、定价误差系数等进行衡量。2008～2010年度上海证券市场定价效率和深高速定价效率分别如表1和表2所示。日内市场效率指数越接近于1，日内定价误差系数越小，市场定价效率越高。可以看到，在2008～2010年间，深高速的定价效率均高于上海证券市场整体水平，内部治理机制的定价功能得以良好实现。同时，深高速的日内市场定价效率指数及定价误差系数与上海证券市场相应指标的发展趋势有着很大的相似性，这在一定程度上反映了外部治理机制对定价效率的影响。所以，要真正提高证券市场的定价效率，实现对中小投资者的保护，内外治理机制须协同作用。

二、内部控制投资者保护的基础：内部控制资源的投入

内部控制定价功能的发挥需要资源的投入。公司的经营效率与效果直接决定了内部控制资源的投入水平，进而影响到内部控制的质量水平。经济效率与效果较好的公司，投入内部控制的资源相对较多。虽然内部控制的逐步建立和完善会合理保证公司经营效率和效果的提高，但是，由于内部控制对经营效率和效果提高的作用具有间接性和长期性，所以短期看来，内部控制资源投入的增加反而有可能降

表1　上海证券市场定价效率

	2008	2009	2010
日内市场效率指数	0.89	1.4	1.3
日内定价误差系数	0.37	0.19	0.15

数据来源：《上海证券交易所市场质量报告》(2009、2010、2011)

表2　深高速定价效率

	2008	2009	2010
日内市场效率指数	0.94	1.33	1.08
日内定价误差系数	0.27	0.11	0.09

数据来源：《上海证券交易所市场质量报告》(2009、2010、2011)

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

低公司当期的盈利水平。这会进一步削弱经营状况不好的公司将资源投入到内部控制建设中的积极性。

近年来，深高速不断完善内部控制体系，对内部控制资源投入的力度较大。2004年，董事会审议批准了公司《内部控制制度》；2005年，公司开始定期对内部控制的有效性进行持续的检查和评估，并自2009年起正式披露年度内部控制自我评估报告。2010年，公司对内部控制手册进行了复核和测试。2011年3月，公司制订了《内部控制评价的质量控制程序》。从表3可以看到，公司2008年、2009年、2010年营业利润和加权平均净资产收益率呈现增长趋势，这与内部控制质量水平不断提升的趋势是一致的。但2008年、2009年营业利润和加权平均净资产收益率均低于2007年，与其内部控制质量水平不断提升的趋势又有所背离。原因在于营业利润的影响因素有很多(如2008年整体经济运行不景气)，而且内部控制质量水平只是合理保证。深高速内部控制体系的建立与完善需要诸多资源的投入，在一定程度上可能会对公司短期经济效益有所影响。例如，2008年12月，公司聘请了德勤华永会计师事务所对公司层面控制、业务流程层面控制和IT层面控制的具体业务流程重新进行梳理诊断，协助公司进一步优化内部控制流程，并因此导致了公司2009年度管理费用的大幅增长。深高速较为重视人力资源的培训，2010年度，公司及各部门共组织培训46次，累计培训课时9 980小时，投入培训经费约人民币115.3万元(较2009年度增长了45.03%)，也导致了公司费用的增长。深高速因为经济效益较好，所以有足够的资源投入内部控制体系的建设，而质量水平高的内部控制体系又进一步促进了经济效益的提高，由此形成了一个良性循环。正是在内部控制与公司经济效益相互影响、相互作用的基础上，深高速才能连续13年不间断地派发现金股利，累计派发现金股利约人民币30.7亿元，实现了对股东的回报。

三、内部控制投资者保护评价

会计投资者保护指数是从内部控制运行、内部控制信息披露和内部控制外部监督三个层面构建内部控制评价体系的。内部控制运行属于内部治理机制，内部控制外部监督属于外部治理机制。内部控制信息披露，无论是自愿披露还是强制披露，均是内部治理机制和外部治理机制共同控制的结果。强制披露的内部控制的信息是内部治理机制运行的结果，而披露这一行为则是外部治理法律法规的要求。自愿披露的信息，其披露行为虽然不受外部法律法规约束，但是如果这一信息不能为市场所识别，则公司不会选择披露，所以披露行为受市场参与者认知程度的制约。自愿披露也会受到法律法规指导性意见或预期的影响。如深高速自2005年开始定期对内部控制的有效性进行持续的检查和评估，其初衷是达到联交所上市规则附录十四《公司管治常规守则》的相关要求。公司在2009年年报中才正式自愿披露内部控制自我评价报告，可能在一定程度上是受到2008年《企业内部控制基本规范》颁布的影响，对未来相关法规有一定预期。

(一) 内部控制运行评价

内部控制运行层面有三个指标：人文环境、治理结构和业务控制。这三个指标又可以分为两个层次：整体层次(人文环境和治理结构)和业务层次(业务控制)。相对于业务层次，整体层次对投资者保护的作用更加重要。

1. 人文环境。深高速建立了一整套核心价值体系，包括愿景、使命和价值观等。同时，公司非常重视员工的培训与成长，引入了平衡计分卡，建立了以顾客和业务改善为导向的员工绩效管理体系和薪酬激励体系。为了满足员工职业成长的需求，公司自2009年起推行行政和技术职位“双通道”的职业发展模式，为员工提供了更大的职业发展空间。

2. 治理结构。程晓陵和王怀明(2008)认为年终股东大会出席率与公司内部控制有效性显著正相关。深高速2009年度股东年会出席率(出席本次股东大会股东股份总数占本公司有表决权股份总数的比例)为61.91%，2008年度股东年会出席率为64.93%，2007年度股东年会出席率为62.72%，历年股东年会出席率相差不大。经统计，2009年度上市公司股东年会出席率平均值为47.63%，可见深高速的股东会出席率高于平均水平。

深高速不仅建立健全了治理结构和组织机构，并且建立了组织架构有效运行的保障机制。深高速董事会共有12名成员，其中，非股东或小股东提名的非执行董事分别有4名和2名，

表3　内部控制体系建设情况与营业利润(净资产收益率)对照表

	2007	2008	2009	2010
内部控制体系	初步建立反舞弊机制：编制完成了《公路项目投资风险管理手册》；编制了公司的《风险管理基本程序》及流程。	建立及完善了公司管理文件体系，设计或重新确定了43个内部流程控制文件与工作文件。	完成了内部控制手册的编制工作。	对内部控制手册进行了复核及测试。
营业利润(单位：千元)	683 397 111.87	561 764 370.10	567 925 479.73	854 600 713.43
加权平均净资产收益率(%)	9.43	7.29	7.35	8.89

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

占董事会总人数的一半，独立董事有4名，保障了董事会的独立性。深高速还为董事的履职提供了有力的支持，董事会成员通过听取管理人员汇报、现场考察、参加证监会培训、阅读内部刊物等方式获得履职所必需的信息及能力。

董事会下设审核委员会负有对内部监控系统监督的职责，而且有明确的《审核委员会职权范围书》对其权责进行界定。委员会的3名成员均为财务专家。财务专家的存在，能够减少内部控制缺陷的可能性(Zhang 2007)，减少财务报表重述的可能性(Agrawal et al. 2005)，增加更正内部控制缺陷的及时性(Goh 2009)。

深高速自2000年8月起成立了审计部。审计部较为有效地开展了内部审计工作，2009年度共提出改进建议49条，建议采纳率为96%，2010年度对公司本部及广告公司的内部控制手册进行了全面的复核及穿行测试。由于内部审计部门直接对审核委员会负责，所以审核委员会的运行有效性直接决定了内部审计的有效性。

3. 业务控制。公司推行全面预算管理并制定了《预算管理制度》，明确了预算编制、审批、执行、分析、考核等各环节工作程序和具体要求。公司制订了资金管理的授权和分级审批管理制度，权限明确，并严格按照规定进行资金支付的审批。深高速的资产负债率2010年度为58.72%，2009年度为60.08%，负债规模维持在历史高位，对此公司制订和推行了《财务风险预警管理办法》，并制订了2010 年度财务风险预警指标体系，实现了财务风险预警的制度化和定量化管理。目前，公司本部的内部控制手册包括21个业务流程共158个子流程，涵盖了公司管理文件体系中 的所有重要管理环节。

(二) 内部控制信息披露评价

上市公司关于内部控制信息的披露有两大类内容：内部控制运行信息披露和内部控制自我评价报告披露。内部控制信息披露的评价首先要评价其是否符合法律法规要求，然后评价其对投资者的有用性。

1. 内部控制运行信息披露。基于信号传递理论，内部控制质量越好的公司，其内部控制运行信息披露应该越详细。从投资者保护的角度来看，内部控制运行信息披露越详细，投资者知情权得到保障的程度就越高。杨有红和汪薇(2008) 将上市公司披露的详细程度分为三个层次：详细说明、一般陈述和简单披露。深高速内部控制信息的披露符合证监会相关规定，而且信息披露详细。

2. 内部控制自我评价报告披露。目前，内部控制自我评估报告仍是鼓励自愿披露，而非强制披露。所以，内部控制自我评估披露与否本身就传递了内部控制质量水平的信号。在已披露内部控制自我评估报告的情况下，评估依据、评估程序的明确性、评估中发现的问题及应对措施等均是评价内部控制质量水平的标志。

深高速自2005年开始定期对内部控制的有效性进行评估，2006年、2007年均是在年报中“第七节 公司治理结构及管治报告”中的“监控机制”下的内部控制部分披露“内部控制体系基本评价”，披露内容相对简单。2008年是在年报“第七节 公司治理结构及管治报告”中的“内部控制”部分披露了内部控制的自我评估报告，“内部控制”不再隶属于“监控机制”，而是单独作为一个部分，与2006年和2007年相比其披露内容更加详细和具体。2009年度和2010年度，公司披露了专门的内部控制自我评价报告，对公司内部控制五要素进行了详细评价。

(三) 内部控制的外部监督评价

内部控制的外部监督包括内部控制审计和监管机构监督两个方面。内部控制外部监督层面既是对内部控制运行层面和内部控制信息披露层面的监督，又能与内部控制披露的信息互为验证，增加投资者决策依据的可靠性。所以，企业内部控制审计制度的建立，必须以对企业内部控制有关信息实行强制性披露为前提(南京大学会计与财务研究院课题组，2010)。因为在内部控制信息强制披露的前提下，信息披露与内部控制审计报告的彼此验证的可靠性最强。

深高速的内部控制自我评价报告并没有聘请会计师事务所进行独立鉴证，可能是出于收益与成本的均衡考虑。公司已经于2008年12月至2009年聘请德勤华永会计师事务所完成了内部控制的咨询。而且，深高速年报审计是由普华永道中天会计师事务所完成的，事务所在完成年报审计时也会对内部控制做必要的测试。德勤华永会计师事务所和普华永道中天会计师事务所均具有良好的声誉，公司可能认为无须内部控制审计，就已经向市场传递了积极的信号。

相对于中小投资者，政府监管机构更加了解上市公司内部控制运行情况。而且，政府监管机构对于上市公司负有监管责任，其通告和处理决定更具权威性。深高速的信息披露得到了上海证券交易所等机构的认可。深高速2009年度获得“深圳市长质量奖”，2010年获得上海证券交易所颁布的“2010年度信息披露奖”。这些奖项也从侧面印证了深高速内部控制运行和信息披露的规范性。

[本文受北京市属高校人才强教“高层次人才资助计划”项目“会计与投资者保护”(PHR20100512) 及国家社科基金项目“基于会计的投资者保护评价体系及指数建设研究(11CGL025)”的资助]

(作者单位：中央财经大学/北京工商大学投资者保护研究中心)

责任编辑 刘 莹

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net