

财务报表重述公告与公司治理有效性研究

王泽霞(教授) 李明明 谢冰

(杭州电子科技大学财经学院 杭州 310018)

【摘要】重述公告的发布严重影响了上市公司年报的信息披露质量。本文通过对2004年发布重述公告的88家沪市样本公司进行实证研究发现,重述样本公司在重述公告发布后的24个月内管理层变更比例显著高于控制样本公司的。笔者进一步研究发现,重述样本公司管理层变更与涉及重要事项重述、涉及重大对外担保事项重述以及资产负债因子存在显著的正相关关系,与董事会持股比例和董事会规模呈负相关关系。

【关键词】重述公告 管理层变更 上市公司

年度报告是上市公司向证券市场传递公司信息的一种重要手段,是上市公司信息披露的重点。重述公告与财务报表质量密切相关,财务报表重述公告的频频发布严重影响了财务报表的质量,也影响了投资者对上市公司信息披露的信赖程度。上市公司管理层对信息披露的质量负直接责任,董事会作为监督者负有监督和提高财务报表质量的责任。财务报表重述公告的发布对董事会的监督制度提出了质疑。

虽然近十几年来我国证券市场已经得到飞速发展,但在市场的成熟度和信息流通的及时性上都存在不足。因此,在我国当前的市场环境下,管理层对重述公告所采取的应对措施可能与国外存在较大差别。重述公告的发布与管理层变更是否存在相关性,这是本文研究的重点。本文的研究既有助于发现重述公告所引致后果的严重性,为监管部门确定监督重点提供经验证据,同时又有助于人们深刻认识我国上市公司治理机制的运行现状。

一、研究假设的提出

财务报表重述公告的发布表明已公布的年报存在差错,或者信息披露不完全。但也有学者认为,重述公告的发布表明管理层可能存在信息操纵行为。不论其发布是基于何种原因,这种信息都会直接传递到董事会和股东大会。董事会和股东大会作为上市公司信息披露的监督部门负有监控的责任和义务,其应对管理层的不当会计行为做出反应,例如辞退、降职等,其中最为严重的是直接辞退管理人员或者强迫管理人员辞职。由此我们提出假设一:重述公告的发布与管理层变更具有相关性。

从国外已有的有关会计信息与公司治理的研究来看,会计信息质量与公司治理之间具有密切联系。一方面,会计信息具有治理公司的作用;另一方面,有效的公司治理能够提高会计信息质量,进而避免财务报表重述。Beasley(1996)研究了董事会构成与财务报表欺诈之间的关系,发现财务报表不存在欺诈的公司的外部董事所占比例较高,任期较长,持股比例较高。Wright(1996)的研究表明,财务报表质量差的公司,其审

计委员会中独立董事所占比例较低。Beasley等(2000)的研究表明,财务报表存在欺诈的公司,其公司治理机制不够完善,它们较少组建审计委员会,审计委员会中独立董事较少,董事会中独立董事也较少。由此我们提出假设二:公司治理结构与管理层变更显著相关。

管理层的会计行为主要受到公司董事会、股东大会的监督和管理。Hermang等(2006)的研究表明,完善的公司治理机制对规范管理层的不当会计行为具有积极作用。公司治理机制在接收到重述公告的相关信息后,会对管理层的会计行为进行重点监督,对不当会计行为进行处罚,甚至将违规管理层辞退。笔者认为,重述公告发布后,公司治理机制对惩罚管理层的不当会计行为起到了积极作用。同时,Hennes等的研究表明,重述公告的其他特征也会影响管理层变更,如:重述公告的内容是否涉及重要事项、是否涉及重大对外担保事项等。Palmrose(2004)的研究表明,资产负债因子对管理层变更具有较强的解释力。由此我们提出假设三:重述公告的特征与管理层变更具有相关性。

二、研究设计

1. 样本筛选及窗口期选择。

(1)样本筛选。我们以在上海证券交易所上市的公司作为样本来源。重述公告的样本来自上海证券交易所披露的各上市公司的“定期报告”,以2004年度发布2003年年报重述公告的88家公司(合计97份公告)作为研究样本。选择2004年度发布2003年年报重述公告的公司作为研究样本,主要是基于研究管理层变更情况的考虑。

由于上市公司管理层的强迫辞职和自愿辞职很难区分,为了能够对管理层变更情况建立一个基准,因此本文根据行业、规模和上市时间等条件选择了在上海证券交易所上市的公司作为控制样本。

为增强样本与控制样本之间的可比性,控制样本选择标准为:①规模。采用公司总资产作为衡量指标,选择总资产占样本公司总资产0.75至1.25之间的公司作为控制样本。②行

业。按照证监会公布的行业划分标准来划分行业。③时间。上市时间在样本公司上市年度的(-2,2)年之间。

表1 样本与控制样本筛选

样 本 选 择	样本数
1. 初始样本	88
2. 控制样本与样本同一年上市,总资产占样本公司总资产的0.75到1.25之间	38
3. 控制样本与样本上市年度相差1年,总资产占样本公司总资产的0.75到1.25之间	61
4. 控制样本与样本上市年度相差2年,总资产占样本公司总资产的0.75到1.25之间	67
最终研究样本	67

(2)窗口期选择。目前,关于管理层变更窗口期的选择,国外学者的观点各异。有学者认为,较短的窗口期能排除其他长期因素的影响,Keren等(2007)选择重述公告发布后6个月进行研究,Hermang等(2006)选择重述公告发布后24个月进行研究;而Suraj Srinivasan(2005)则认为重述公告发布后的3年更能说明问题。基于我国管理层变更大多发生在上市公司年报发布前后,较短的窗口期不利于观察管理层变更情况,窗口期太长(超过3年任期)又会引入过多的噪音因素,因此笔者认为窗口期选择24个月为宜。

2. 研究变量选择。

(1)管理层变更变量。管理层变更是指董事长、总经理或者财务负责人的变更,主要针对任期不满而主动辞职或者在原因不明等情况下的特异性变更。如果重述公告发布后24个月内董事长、总经理或者财务负责人中至少一人发生变更,那么就认定上市公司发生了管理层变更,判断标准如下:①离职后不再担任公司内部其他高级管理职位;②离职时年龄在60岁或者60岁以内(非正常退休);③如果为实际控制委派,不因实际控制人的变动而变动;④公司没有发生破产、重组;⑤任期未满。

(2)重述公告的特征变量。国外学者研究发现,涉及收入和重要财务信息重述公告对市场和管理层任职影响比较显著。笔者选择是否涉及重要事项的具体内容(如关联方交易、重大担保、非经常性损益、重大对外投资、募集资金使用情况等)作为特征变量。

(3)公司治理变量。国外学者研究发现,公司治理会对管理层变更造成一定的影响。Beasley(1996)、Dechow(1996)研究发现,审计委员会的存在会增强外部审计师的独立性,从而提高会计信息的披露质量,避免财务报表重述。同时,国内学者研究发现,我国上市公司存在“一股独大”的现象,因此公司治理机制对管理层变更可能存在一定的影响。对于上市公司的信息披露问题,审计委员会的成立与独立董事监督效果可能存在较大的相关性。

基于上述原因,笔者选择董事会持股比例、董事会规模、独立董事所占比例、审计委员会是否成立、Herfindal5(前5大股东持股比例的赫芬达尔指数)、实际控制人性质作为公司治理指标的控制变量。

3. 控制变量选择。影响管理层变更的因素很多,根据前人的研究,本文还将选择以下控制变量:

(1)企业规模。大公司通常在高度复杂的商业和信息环境中运营,面临着由于管理者行为的不可观测性而带来的更为严峻的代理问题。

(2)财务杠杆。根据债务合约假设,负债越多的企业违约的可能性越大,而管理层比较倾向于选择增加盈余的会计政策,这在一定程度上会诱发财务报表重述。Hermang等(2006)、Karen等(2007)研究发现,管理层变更与资产负债因子和财务杠杆显著相关。

(3)公司业绩。Beasley(1996)研究发现,公司业绩不理想经常会诱使管理层过分关注盈余,降低会计信息的披露质量,从而增加财务报表重述的可能性。选择证券市场上重述公告发布后的市场调整后收益率来衡量公司业绩,一方面要注意剔除市场波动可能造成的影响,另一方面要考虑重述窗口期(24个月)的选择。

根据前人的研究成果,同时考虑到我国的基本国情,笔者选择盈利能力、财务杠杆、净利润、总资产作为财务指标的控制变量。

4. 研究方法选择。目前对管理层变更的分析,国内外学者都采用了逻辑回归这种方法。他们大都采用逻辑回归的wald方法来剔除不具影响力的变量,以寻找显著性指标。本文也选用这种方法。

三、实证检验及结果分析

1. 描述性统计及非参数检验。我们运用Wilcoxon符号秩检验对重述样本公司与控制样本公司在管理层变更上是否存在显著性差异进行分析,检验结果见表2:

表2 管理层变更非参数检验表

管理层变更	重述样本公司		控制样本公司		Wilcoxon符号秩检验	
	变更样本	变更比例	变更样本	变更比例	z-value	P
董事长变更	17	25.37%	6	8.96%	-2.524	0.012
总经理变更	7	10.45%	4	5.97%	-0.905	0.366
财务负责人变更	9	13.43%	6	8.96%	-0.775	0.439
董事长/总经理变更	21	31.34%	8	11.94%	-2.600	0.009
董事长/总经理/财务负责人变更	25	37.31%	12	17.91%	-2.414	0.016

从表2可以看出,董事长、董事长/总经理、董事长/总经理/财务负责人变更的P值均小于0.05,表明重述公告的发布对管理层变更产生了负面影响,重述样本公司在董事长变更、总经理变更、财务负责人变更、董事长/总经理变更、董事长/总经理/财务负责人变更的比例上均显著高于控制样本公司,从而假设一得到验证。

本文假设管理层变更与公司治理、财务状况之间存在相关关系。考虑到选择的窗口期跨年度,不同年度的同一变量实质上会构成时间序列数据,因此采用主成分分析法对这些数据进行简化。简化后的变量及Wilcoxon符号秩检验结果如表3

所示。从表3可知,证券市场股票收益率与管理层变更不存在相关关系。

表3 变量非参数检验结果

变 量	重述样本因子分析			控制样本因子分析			Wilcoxon 符号秩检验	
	KMO measure	Bartlett's test p-value	解释度	KMO measure	Bartlett's test p-value	解释度	z-value	P
NP	0.734	0.000	80.610%	0.693	0.000	85.530%	-0.361	0.718
LEVERAGE	0.649	0.000	83.346%	0.700	0.000	93.320%	-0.054	0.957
EPS	0.606	0.000	61.707%	0.401	0.000	65.324%	-0.227	0.821
ASSET	0.687	0.000	97.159%	0.726	0.000	98.092%	-0.214	0.831
BOARD_E	0.788	0.000	73.748%	0.485	0.000	97.043%	-1.497	0.134
BOARD_S	0.500	0.000	88.997%	0.500	0.000	92.364%	-0.118	0.906
%INDEP	-	-	-	-	-	-	-0.142	0.879
AUDCOMM	-	-	-	-	-	-	-1.029	0.303
Herfindal5	-	-	-	-	-	-	-0.706	0.480
ACCON	-	-	-	-	-	-	-0.430	0.667
Mar-adj Return(+12)	-	-	-	-	-	-	-0.744	0.457

表中数据涉及的年份为2003~2005年。NP表示净利润;LEVERAGE表示财务杠杆;EPS表示每股收益;ASSET表示总资产;BOARD_E表示董事会持股比例;BOARD_S表示董事会规模;%INDEP表示独立董事人数比例;AUDCOMM表示审计委员会是否成立,成立为1,未成立为0;ACCON表示实际控制人性质,为国有控股时取0,为其他性质时取1;Mar-adj Return(+12)表示重述公告发布后1到12个月的市场调整后累计收益率。

从Wilcoxon符号秩检验结果可以看出,董事会持股比例、审计委员会是否成立、Herfindal5、市场调整后收益率通过了显著性检验。这表明重述样本与控制样本在这几项指标上的差异在统计上并不显著,说明重述样本本公司在获利能力、偿债能力、市场效应、治理结构等方面与控制样本本公司相比都不存在显著差异。董事会规模、独立董事人数比例没有通过显著性检验,表明公司治理结构与管理层变更显著相关,假设二得到验证。但是管理层变更的显著差异说明,重述公告的发布对管理层任职造成了负面影响。笔者对比分析了重述公告发布后的财务状况等指标,发现管理层变更可能更多地受到了重述公告本身的影响。

2. 多变量逻辑回归分析。

(1)重述样本与控制样本管理层变更的逻辑回归分析。笔者研究发现,重述样本本公司与控制样本本公司在管理层变更上确实存在显著差异,但是二者在财务指标和董事会特征上的

表4 逻辑回归:因变量管理层变更(哑变量,1=变更,0=未变更)

Variable	Coeff	p-value
Constant	-2.674	0.000
RESTATE	0.959	0.024 *
LEVERAGE	2.443	0.016 *

注:*表示在5%的水平上显著。

差异并不显著。为了估计重述公告的发布对管理层变更的影响程度,本文运用Logistic回归进行进一步分析,结果见表4。

从表4来看,重述公告的发布与管理层变更存在相关关系,从而验证了假设一。但是,只有重述与否(RESTATE)和财务杠杆指标进入了模型,同时,模型的整体判别能力十分有限。常数项在模型中的显著性很高,说明可能还存在其他不可控因素在影响管理层的变更情况,需要进一步对财务报表重述样本本公司进行具体分析。前述分析也支持“重述公告本身对管理层变更的影响更为显著”的结论,下面将重述公告的特征变量引入多元回归模型进行分析。

(2)从不同角度对重述公告进行分类,并对样本与控制样本的管理层变更进行逻辑回归分析,具体分析结果见表5。

按照表5对重述公告的性质分类进行研究发现,补充类公告回归分析整体效果较好,更正类公告没有进入回归模型。这说明相对于更正

类公告的发布而言,补充类公告的发布是影响管理层变更的更为重要的因素。通过对涉及重要事项的重述公告进行逻辑回归分析发现,重述公告的发布对管理层变更与否具有较强的解释力,说明上市公司在发生了重要事项的补充与更正后,发生管理层变更的可能性会增加,重述公告的内容与管理层变更存在相关关系。这就验证了假设三,即重述公告的特征与管理层变更具有相关性。

表5 逻辑回归:因变量管理层变更(哑变量,1=变更,0=未变更)

分类标准	补充类公告		是否涉及重要事项	
	Coeff	p-value	Coeff	p-value
Variable				
Constant	-4.326	0.000	-2.998	0.000
RESTATE	2.107	0.010 **	1.172	0.013 *
LEVERAGE	3.924	0.016 *	2.876	0.022 *

注:*表示在5%的水平上显著,**表示在1%的水平上显著。按照公告性质分为补充类公告和更正类公告。按是否涉及重要事项分类,主要剔除两类公告:打印排版错误的公告、重要事项所涉金额误差在5%以内的公告。

(3)基于重述公告特征及内容的重述样本本公司管理层变更的逻辑回归分析。为了检验重述公告的内容、性质以及公司财务和治理指标对管理层变更的影响程度,下面笔者引入重述公告特征变量进行逻辑回归分析,结果见表6。

采用了上述研究设计中涉及的11个指标,并在此基础上引入是否涉及重要事项、重要事项数量以及主要重述内容的13个分类项目(是否涉及会计科目、净利润、扣除非经常性损益后的净利润、关联方资金往来、重大担保事项、子公司经营状况、审计报告、非经常性损益结构说明、现金流量表结构、募集资金使用情况、投资控股情况、股东情况、会计方法解释)进行逐步回归分析。通过回归分析发现,董事会持股因子、资产负债因子、是否涉及重大对外担保事项重述的回归系数都通过了5%水平下的显著性检验,对管理层变更与否具有统计上

**表6 重述样本公司管理层变更逻辑回归：
因变量管理层变更(哑变量,1=变更,0=未变更)**

变 量	系数	p	系数	p	系数	P
Constant	-4.405	0.002	-4.138	0.003	-4.170	0.003
是否涉及重要事项重述	2.468	0.048 **	2.346	0.057 *	2.524	0.042 **
是否涉及重大对外担保事项重述	2.235	0.020 2 ***	1.976	0.032 **	1.772	0.043 **
董事会持股因子	-6.995	0.037 **	-6.603	0.052 *	-6.540	0.046 **
资产负债因子	0.880	0.031 8	0.831	0.039 *	0.890	0.026 **
董事会规模因子	-0.640	0.129	-0.544	0.176	-	-
总资产因子	0.362	0.275	-	-	-	-
Nagelkerke R ²	0.513		0.498		0.472	
Log likelihood	56.892		58.051		60.052	

注：*表示在10%水平上显著，**表示在5%水平上显著，***表示在1%水平上显著。

的解释力。重述公告的内容与管理层变更存在相关关系。是否涉及重要事项重述、是否涉及重大对外担保事项重述与管理层变更显著相关，董事会持股因子对重述公告发布后的管理层变更具有解释力，因此假设二和假设三得到进一步验证。

四、结论

管理层变更与重述公告的发布存在显著的相关关系，涉及重要事项特别是重大对外担保事项的重述公告内容对管理层变更具有较强的解释力。具体如下：

重述公告的发布对管理层变更具有负面影响，表明上市公司内部治理机制对管理层可能存在的“失职”行为做出了惩罚。笔者认为，上市公司的内部治理在很大程度上是有效的，但部分重要重述事项(如关联方交易、募集资金使用情况等)并没有得到充分关注，对管理层变更影响不显著。董事会持股因子和董事会规模因子在对管理层变更实施惩罚上起到了推动作用，但是其他治理变量都没有在实施该惩罚上起到作用。

通过逻辑回归分析可知，资产负债因子对管理层变更具有较强的解释力。股东大会在对公司经营业绩进行评价时，资产负债因子是对管理层进行综合评价的重要指标，长期偿债能力指标可能受到更多关注。

从财务报表重述的披露方式进行分析，目前证监会要求

上市公司采用重大临时报告的形式进行披露，该方式有助于投资者和债权人深刻理解重述事项的相关内容。但证监会对重述公告的格式和内容并没有做出具体的规定，这也是部分重要重述事项没有得到充分关注的原因之一。基于此，本文建议规范重述公告信息披露的格式：首先，按照重述事项对重述公告进行分类披露；其次，汇总披露全部事项的影响幅度，包括总额和影响比例；再次，对于涉及多个事项的重述公告应当要求其管理层做出特别声明；最后，明确披露重述公告的原因，这有助于信息使用者据此做出正确决策。

【注】本文系王泽霞教授主持的国家自然科学基金项目“管理舞弊审计控制理论及应用研究”(项目编号:70372067)的后续研究成果。

主要参考文献

1. Hemang Desai, Chris E. Hogan, Micheal S. Wilkins. The reputational penalty for aggressive accounting: earnings restatements and management turnover. *The Accounting Review*, 2006;8
2. Jon A. Garfinkel, Jonathan Sokobin. Volume, opinion divergence and returns: a study of post-earnings announcement drift. *Journal of Accounting Research*, 2004;10
3. Lawrence J. Abbott, Susan Parker, Gary F. Peters. Audit committee characteristics and audit fees, restatements, auditing. *A Journal of Practice & Theory*, 2003;7
4. Palmrose, Z.-V., V. J. Richardson, S. W. Scholz. Determinants of market reactions to restatement announcement. *Journal of Accounting and Economics*, 2004;10
5. Suraj Srinivasan. Consequences of financial reporting failure for outside directors: Evidence from accounting restatements and audit committee members. *Journal of Accounting Research*, 2005;4
6. 王霞, 张为国. 财务重述与独立审计质量. *审计研究*, 2005;3
7. 杨忠莲, 杨振慧. 独立董事与审计委员会执行效果研究——来自报表重述的证据. *审计研究*, 2006;2
8. 张为国, 王霞. 中国上市公司会计差错的动因分析. *会计研究*, 2004;4