

度同比增长率序列存在单位根(非平稳)的原假设。为稳健起见,我们在模型(1)和(2)的基础上控制年度和季度虚拟变量,实证检验结果总体上支持本文的假设。

(4)宏观经济增长指标的稳健性检验。本文选取工业增加值及综合反映工业用电量、中长期贷款余额和铁路运货量增速的克强指数两个宏观经济指标,对本文假设1和假设2作进一步的补充检验,与前文实证结果相比,结果并未发生本质改变。

(5)制度环境指标的稳健性检验。地区市场化进程越快,相应地政府干预程度越低,该地区的法律环境和投资者保护水平越好。因此,本文采用樊纲等发布的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年度报告》中的市场化指数对制度环境的影响作进一步的检验。实证结果表明,分省汇总的会计盈余增长率与未来GDP增长率显著正相关,并且市场化指数与分省汇总会计盈余增长率交互项的回归系数显著为正,说明市场化进程的明显提高改善了会计信息宏观预测价值。

六、研究结论

会计信息是否具有宏观预测价值,诸如股权分置改革、企业会计准则国际趋同及市场化进程等制度环境和制度变

迁是否有助于改善会计信息宏观预测价值,是重大而新颖的研究话题。上述研究有助于回答会计信息的有用性问题,具体到中国,考察上市公司层面的会计信息对GDP等宏观经济数据的预测能力,对于我们全面评价中国资本市场的发展和价值也具有重要的意义。

本文以2003—2013年中国沪深A股市场上市公司为样本,首次考察会计信息是否具有宏观预测价值,随后进一步考察股权分置改革、企业会计准则国际趋同、地方政府干预以及法律环境等外部制度环境对会计信息宏观预测价值的影响。研究显示,上市公司汇总会计盈余增长率与未来GDP增长率显著正相关,在控制了股票回报率之后,上述关系依然存在,表明中国上市公司披露的会计盈余信息具有明显的宏观预测价值。进一步研究发现,2007年前后完成的股权分置改革和企业会计准则国际趋同等强制性制度变迁显著提高了会计信息的宏观预测价值,表明股权分置改革以及企业会计准则的国际趋同显著提高了会计信息质量,进而改善了会计信息的宏观预测价值;此外,我们发现,强政府干预的存在削弱了会计信息的宏观预测价值,而良好的法律环境则有效提升了会计信息的宏观预测价值。

(《会计研究》2016年第4期 略有删节)

持续经营审计意见是否具有额外价值?

——来自债务融资的证据

周楷唐 麻志明 吴联生

一、引言

审计师作为公司外部治理机制的一部分,根据审计准则的规定对企业进行独立审计,并出具审计意见。我国审计师能够出具的审计意见包括标准无保留意见、加事项段的无保留意见、保留意见、否定意见和无法表示意见等5种。已有研究均将这5种审计意见分为两类:标准意见和非标准意见。其中,标准意见仅指标准无保留意见,而非标准意见则包括加事项段的无保留意见、保留意见、否定意见和无法表示意见等4种审计意见。这种分类方法在实际中也得到具体的运用,如《上市公司证券发行管理办法》规定,如果上市公司最近三年及最近一期的财务报表被审计师出具非标准审计意见时,上市公司则失去公开增发、配股、发行可转换债券的资格。也就是说,非标准审计意见直接对上市公司的融资资格的获得产生不利影响。然而,以上对审计意见的两分法,忽略了审计意见所包含的很多重要信息。我国《独立审计报告第17号——持续经营》规定:审计师应当关注

“资不抵债;营运资金出现负数;无法偿还到期债务;无法偿还即将到期且难以展期的借款;过度依赖短期借款筹资”等可能导致对被审计单位持续经营能力产生重大疑虑的事项或情况,并要求“注册会计师对持续经营假设的合理性存有疑虑时,应当追加必要的审计程序,获取充分、适当的审计证据,以判断持续经营假设的合理性”。Firth et al.(2012)发现,审计师对于高风险的企业,会更多地选择出具持续经营审计意见,这也表明持续经营审计意见与非持续经营审计意见在实质内容上存在根本性差别。可见,以上对审计意见的两分法,并没有考虑公司是否具有持续经营能力的问题。这样,即使同一类型的非标准审计意见,也可能具有完全不同的信息含义。

本文拟从审计意见对公司债务融资影响的角度,在将审计意见划分为标准审计意见、持续经营的非标准审计意见(简称为“持续经营审计意见”)和非持续经营的非标准审计意见(简称为“非持续经营审计意见”)的基础上,研

究持续经营审计意见是否具有额外价值的问题。研究结果表明,非标准审计意见、持续经营审计意见和非持续经营审计意见都能降低企业债务规模,提高企业债务成本;持续经营审计意见对债务规模和债务成本的影响程度分别比非标准审计意见高66%和9.4%,比非持续经营审计意见高约6倍和16.7%。这表明相对于其他两类审计意见来说,持续经营审计意见对企业债权人来说具有额外价值。为进一步验证以上研究结论是否一致和稳健,我们分别按照企业产权性质、审计师事务所规模、企业所在地区市场化程度来进行分组检验。研究结果表明,非国有企业、被小规模事务所审计的企业以及市场化程度低地区的企业,由于其融资约束程度更高,其非标准审计意见、持续经营审计意见和非持续经营审计意见对债务规模和债务成本的影响更为明显;同时,持续经营审计意见对债务规模和债务成本的影响也更为明显。最后,本文进一步从企业获得银行贷款的角度,考察审计意见对企业获得银行贷款可能性的影响。结果发现,非标准审计意见、持续经营审计意见和非持续经营审计意见都降低企业下一年度获得银行贷款的可能性,其中,持续经营审计意见对获得银行贷款可能性的影响程度最大。

本文首次检验了我国持续经营审计意见的经济后果,发现持续经营审计意见对企业债权人具有额外价值。这表明要研究审计意见的经济后果,应该将已有的审计意见两分法拓展到审计意见三分法,即将审计意见划分为标准审计意见、非标准审计意见和持续经营审计意见三类。本文发现持续经营审计意见对债务融资的影响程度显著高于其他非标准审计意见,从而也深化了债务融资影响因素方面的研究。

本文以下安排为:第二部分提出研究假设,第三部分介绍研究设计与描述统计,第四部分报告实证结果,最后部分为研究结论。

二、研究假设

已有研究表明,审计对于企业债务融资具有重要影响,比如,是否聘请审计师以及聘请不同的审计师直接影响企业债务成本。Minnis(2011)发现相对于没有聘请审计师的私人企业来说,聘请了审计师的私人企业能以更低的成本获得贷款;Kim et al.(2011)运用韩国数据也发现了类似的结论,聘请了审计师的企业比没有聘请审计师的企业的借贷成本更低。Pittman and Fortin(2004)则发现,对于新上市的还没有树立起自己声誉的企业而言,聘请“六大”会计事务所担任审计师的上市公司,其债务融资成本更低;Gul et al.(2013)发现,聘请规模大的会计事务所的企业能以较低成本进行债务融资。

审计师对企业进行审计,其作用是通过审计师发表的审计意见而实现的。非标准审计意见意味着审计师在审计过程中发现了一些不同于正常情况的问题,可能是企业没有很好地执行会计准则,或者是财务报表进行了重述,或者是企业将来有可能面临诉讼,或者是最为严重的情况,企业的

持续经营面临挑战。这些风险的提示都会引起债权人的关注,从而改变债务契约,进而对企业的债务融资产生影响。已有文献也发现了类似的证据,如Firth(1980)发现,英国审计师出具的持续经营和资产计价两类保留意见会影响公司的借款规模;Gul(1987)发现非标准审计意见会提高信贷人员对借款人的风险程度的认定;胡奕明和唐松莲(2007)对中国上市公司的研究表明,审计师对借款公司出具的非标准审计意见会提高银行贷款利率;朱凯和陈信元(2009)研究发现,被出具非标准审计意见的公司,其外部融资成本更高。

然而,已有研究将我国审计意见分为标准审计意见与非标准审计意见两类,这种分类方法忽略了非标准审计意见中所包含的信息差异。审计意见作为审计师工作的书面结果,也是审计师和外部使用者沟通的主要渠道,它包含着审计师的职业判断。我国1999年通过的《独立审计具体准则第17号——持续经营》,要求注册会计师在编制审计计划时,应当充分关注被审计单位在财务、经营等方面存在的可能导致对被审计单位持续经营能力产生重大疑虑的事项或情况,并在出具审计报告时,考虑其对被审计单位持续经营能力的影响,并据以确定对审计报告的影响。可见,持续经营审计意见是审计师在获取充分、适当的审计证据之后,企业存在使审计师对其持续经营能力产生重大疑虑的事项而出具的审计意见。

尽管它们都是非标准审计意见,相比于非持续经营审计意见,被出具持续经营审计意见企业的基本面更差。企业被出具持续经营审计意见,要么是企业在财务方面存在重大不确定性,如资不抵债、营运资金出现负数、无法偿还到期债务、无法偿还即将到期且难以展期的借款、累计经营性亏损数额巨大、过度依赖短期借款筹资等,要么是企业在经营方面存在重大不确定性,如关键管理人员离职且无人替代、主导产品不符合国家产业政策、有关法律、法规或政策的变化可能造成重大不利影响等。因此,与非持续经营审计意见相比,被出具持续经营审计意见的企业,其财务状况和经营活动都面临着较大的不确定性,公司基本面更差,从而在未来更可能面临着终止经营或破产清算的风险。更为重要的是,这些信息可能是其他公共信息渠道没有披露或者很少披露的。而审计师通过自己的审计工作,能及时地发现这些问题及其在程度上的差异,并通过审计意见把风险信号传递给资本市场中的参与者。作为资本市场中的主要参与者,债权人对于风险有着很高的敏感性,对于风险出现的信号也会及时地进行反应。如果客户被出具持续经营审计意见,债权人就可能通过调整债务契约或者加入更多的限制性条款和要求提供更多的担保抵押等方式来降低贷款损失风险。具体来说,债权人不仅可以通过借贷规模的改变,也可以调整借债成本来实现风险控制的目的。当债权人面对高风险的借贷项目时,债权人会缩小借贷规模、提高借贷成本,因为更小的借贷规模有利于债权人在企业破产清算时收回资金,而更高的借贷成本有助于对风险的补偿。据此,本文提出如下研究假设:

假设1:持续经营审计意见与公司债务规模负相关、与

债务成本正相关。

三、研究设计与描述统计

为检验上文的研究假设,本文运行如下回归模型:

$$Y_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * Opinion_{i,t} + \beta_k * Controls_{i,t} + Fixed\ effects + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,因变量Y分别为:(1)债务规模(DebtSize),它等于通过借款收到的现金除以总资产;(2)债务成本(DebtCost),它等于利息支出除以长短期债务总额平均值。Opinion为审计意见的虚拟变量,在审计意见两分法下,审计意见的虚拟变量为MAO,当公司收到的审计意见为非标准审计意见时,MAO=1,否则MAO=0;在审计意见三分法下,审计意见的虚拟变量为GC与NGC,当公司收到的审计意见为持续经营审计意见时,GC=1,否则GC=0;当公司收到的审计意见为非持续经营审计意见时,NGC=1,否则NGC=0;Controls为控制变量,参考胡奕明和唐松莲(2007)、魏志华等(2012)、Firth et al. (2012)等,控制变量包括:(1)审计师虚拟变量(Big_N),当公司的审计师是国内前10大会计事务所和国际4大会计事务所时,Big_N=1,否则Big_N=0;(2)产权性质虚拟变量(SOE),当企业为国有控股企业时,SOE=1,否则SOE=0;(3)公司规模(Size),它等于总资产的自然对数;(4)财务杠杆(Leverage),它等于总负债除以总资产;(5)成长性(Growth),它等于当年营业收入与上年营业收入之差除以上年营业收入;(6)盈利能力(ROA),它等于净利润除以资产总额;(7)有形资产占总资产比重(PPE),它等于固定资产与存货之和除以资产总额;(8)利息保障倍数(Interest),它等于息税前利润除以利息费用;(9)现金流量(FCF),它等于经营活动现金净流量除以资产总额;(10)亏损虚拟变量(Loss),当企业当年度净利润为负,Loss=1,否则Loss=0;(11)第一大股东持股比例(Top1),它等于第一大股东所持股份数除以总股份数;(12)两职兼任虚拟变量(Duality),如果董事长和总经理为同一人,则Duality=1,否则Duality=0;(13)独立董事比例(Indep),它等于独立董事人数除以董事会总人数;(14)市场化程度(Index),取自于樊纲和王小鲁(2012)的我国各地区市场化程度指数。另外,模型(1)还控制了年度固定效应与行业固定效应。

由于我国自1999年开始要求审计师对被审计企业的持续经营假设做出独立判断并发表意见,因此,本文选取1999年至2014年我国沪深两市的全部A股上市公司作为初始研究样本。参照叶康涛等(2010)、魏志华等(2012),本文剔除了债务成本及债务规模无法计算或相关数据缺失的样本,同时本文对样本还进行了如下处理:(1)剔除了金融行业的上市公司;(2)剔除了关键财务数据缺失及最终控制人不能识别的上市公司。此外,为了控制极端值对回归结果的影响,本文对连续变量进行了1%和99%的winsorize处理。

我们手工收集了1999年至2014年我国上市公司所有被出具非标准无保留意见的审计报告原文。如果审计师在审计报告中明确指出如“持续经营能力存在重大不确定性”“持续经营存在不确定性”“持续经营能力产生重大疑虑

的重大不确定性”等表述时,我们认为该非标准审计意见属于持续经营审计意见;同时,如果审计报告中没有明确出现“持续经营”等词语,但审计师却明确列举了一些表示持续经营能力存在问题的情况或事项,如“已严重资不抵债”“主要财务指标显示财务状况进一步恶化”等,我们通过进一步阅读审计报告原文,判断其是否属于持续经营审计意见。本文所运用的财务数据来自于CSMAR数据库和WIND数据库。

表1报告了所有公司的审计意见类型的分布情况。在26 645份审计意见中,标准审计意见有24 563份(92.19%),而非标准审计意见仅有2 082份(7.81%)。在非标准审计意见中,有1 013(626+171+2+214)份审计意见属于持续经营审计意见,约占非标准审计意见的50%;同时,持续经营审计意见在每一类非标准审计意见中存在,如在加事项段的无保留意见中,持续经营审计意见也接近50%。

表1 审计意见分布

年度	标准意见	无保留意见加事项段	保留意见	否定意见	无法表示意见	合计
1999	744	114(7)	58(16)	1(1)	13(13)	930(37)
2000	887	104(1)	57(15)	1(1)	13(13)	1 062(30)
2001	986	90(13)	43(12)	0(0)	20(15)	1 139(40)
2002	1 046	98(16)	41(14)	0(0)	19(10)	1 204(40)
2003	1 164	57(23)	25(16)	0(0)	20(12)	1 266(51)
2004	1 207	68(35)	52(12)	0(0)	28(25)	1 355(73)
2005	1 185	74(38)	60(24)	0(0)	32(29)	1 351(91)
2006	1 290	77(48)	38(18)	0(0)	29(23)	1 434(89)
2007	1 429	90(64)	14(6)	0(0)	15(14)	1 548(84)
2008	1 492	77(61)	16(7)	0(0)	17(17)	1 602(85)
2009	1 636	84(69)	13(5)	0(0)	19(19)	1 752(93)
2010	1 991	85(70)	23(7)	0(0)	7(6)	2 106(83)
2011	2 228	90(69)	19(8)	0(0)	4(4)	2 341(81)
2012	2 380	72(47)	15(5)	0(0)	3(3)	2 470(55)
2013	2 425	61(32)	22(3)	0(0)	7(5)	2 515(40)
2014	2 473	70(33)	18(2)	0(0)	9(6)	2 570(41)
合计	24 563	1 311(626)	514(171)	2(2)	255(214)	26 645(1 013)

注:括号中数字为持续经营审计意见的数量。

表2报告了变量的描述统计,其中,第(1)部分报告了全样本的描述统计,第(2)部分报告了分样本的差异。在第(1)部分中,MAO的平均值为0.063,表明样本中有6.3%的公司被出具了非标准审计意见;GC与NGC的平均值分别为0.033和0.030,表明GC与NGC都约占全部非标准审计意见的50%。在第(2)部分中,被出具非标准审计意见(MAO)样本的DebtSize(DebtCost)平均值小于(大于)被出具标准审计意见(CLEAN)样本,类似地,被出具持续经营审计意见(GC)样本的DebtSize(DebtCost)平均值小于(大于)被出具非持续经营审计意见(NGC)样本;另外,MAO样本的公司规模(Size)、成长性(Growth)、盈利能力(ROA)以及现金流量(FCF)都小于CLEAN样本,而MAO样本的负债水平(Leverage)则大于CLEAN样本;类似地,GC样本的Size、Growth、ROA以及FCF都小于NGC样本,而GC样本的Leverage则大于NGC样本。

表2 描述统计

变量名称	观测值	平均值	标准差	1/4分位数	中位数	3/4分位数
(1)全样本						
DebtSize	11 795	0.265	0.184	0.126	0.239	0.372
DebtCost	11 474	0.070	0.082	0.036	0.055	0.076
MAO	11 474	0.063	0.243	0.000	0.000	0.000
GC	11 474	0.033	0.197	0.000	0.000	0.000
NGC	11 474	0.030	0.149	0.000	0.000	0.000
Big_N	11 474	0.446	0.601	0.000	0.000	1.000
SOE	11 474	0.587	0.492	0.000	1.000	1.000
Size	11 474	21.750	1.241	20.900	21.630	22.470
Leverage	11 474	0.549	0.229	0.403	0.536	0.666
Growth	11 474	0.223	0.586	-0.016	0.132	0.309
ROA	11 474	0.026	0.068	0.010	0.029	0.054
PPE	11 474	0.288	0.185	0.145	0.261	0.412
Interest	11 474	11.000	31.530	1.411	3.171	8.176
FCF	11 474	0.042	0.080	0.001	0.043	0.087
Loss	11 474	0.116	0.321	0.000	0.000	0.000
TOP1	11 474	36.320	15.480	23.990	34.160	47.820
Duality	11 474	0.834	0.372	1.000	1.000	1.000
Indep	11 474	0.363	0.052	0.333	0.333	0.375

(2) 分样本比较

Variable	全样本				MAO样本			
	MAO	CLEAN	MAO-CLEAN	t值	GC	NGC	GC-NGC	t值
DebtSize	0.206	0.269	-0.063***	-8.86	0.170	0.270	-0.100***	-5.63
DebtCost	0.126	0.067	0.059***	18.81	0.145	0.093	0.052***	5.11
Big_N	0.300	0.456	-0.156***	-6.86	0.285	0.326	-0.041	-1.05
SOE	0.474	0.594	-0.120***	6.46	0.470	0.481	-0.011	-0.31
Size	20.630	21.830	-1.200***	-26.21	20.280	21.250	-0.970***	-11.38
Leverage	0.915	0.524	0.391***	49.61	1.083	0.619	0.464***	15.15
Growth	0.042	0.235	-0.193***	-8.76	-0.005	0.124	-0.129**	-2.18
ROA	-0.066	0.033	-0.099***	-41.10	-0.092	-0.020	-0.072***	-6.49
PPE	0.288	0.288	0.000	0.04	0.310	0.249	0.061***	3.96
Interest	2.436	11.580	-9.144***	-7.69	1.703	3.730	-2.027	-0.95
FCF	0.007	0.044	-0.037***	-12.37	0.001	0.018	-0.017**	-2.51
Loss	0.515	0.089	0.426***	37.15	0.614	0.341	0.273***	7.43
TOP1	29.360	36.790	-7.430***	-12.77	27.320	32.960	-5.640***	-5.52
Duality	1.786	1.837	-0.051***	-3.65	1.764	1.830	-0.069**	-2.20
Indep	0.363	0.363	0.000	0.06	0.363	0.362	0.001	0.16

四、实证结果分析

表3报告了审计意见对债务融资影响的回归结果。在第(1)列的回归结果中, MAO的估计系数为-0.134, 在1%水平上显著, 表明当企业被出具非标准审计意见时, 其下一年度比被出具标准审计意见的企业债务规模多减少13.4%; 而在第(2)列的回归结果中, GC和NGC的估计系数分别为-0.222和-0.032, 均在1%水平上显著, 表明当企业被出具持续经营审计意见时, 其下一年度比被出具标准审计意见的企业债务规模多减少22.2%; 而当企业被出具非持续经营审计意见时, 其下一年度比被出具标准审计意见的企业债务规模多减少3.2%。从统计检验的角度来看, GC的估计系数与MAO和NGC的估计系数都具有显著的差异; 而从经济意义上看, GC对债务规模的降低程度比MAO对债务规模的降低程度高8.8个百分点, 相当于提高了MAO对债务规模的降低程度的66%; GC对债务规模的降低程度比NGC对债务规模的降低程度高19个百分点, 大约相当于提高了NGC对债务规模的降低程度的6倍。类似地, 在第(3)列和第(4)列的回归结果中, MAO、GC和NGC的估计系

数都显著为正, 表明当企业被出具非标准审计意见、持续经营审计意见和非持续经营审计意见时, 其下一年度债务成本都显著提高; 其中, 持续经营审计意见对债务成本提高程度最大(3.5%), 比非标准审计意见对债务成本提高程度(3.2%)要高9.4%, 而非持续经营审计意见对债务成本提高程度(3.0%)要高16.7%。

表3 审计意见对债务融资的影响

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	DebtSize	DebtSize	DebtCost	DebtCost
MAO	-0.134*** (-8.92)		0.032** (2.01)	
GC		-0.222*** (-22.19)		0.035*** (2.62)
NGC		-0.032*** (-3.04)		0.030** (2.14)
Big_N	0.004 (0.77)	0.006* (1.96)	0.001 (0.38)	0.001 (0.35)
SOE	-0.020*** (-3.01)	-0.020*** (-5.48)	-0.001 (-0.25)	-0.001 (-0.29)
Size	0.023*** (7.17)	0.019*** (12.04)	-0.010*** (-3.71)	-0.010*** (-4.65)
Leverage	0.181*** (9.64)	0.216*** (24.69)	0.091*** (5.44)	0.090*** (7.65)
Growth	0.002 (0.68)	0.001 (0.47)	0.001 (0.23)	0.001 (0.27)
ROA	-0.103** (-2.21)	-0.116*** (-3.21)	0.019 (0.18)	0.019 (0.39)
PPE	0.007 (0.33)	0.013 (1.22)	0.043*** (2.69)	0.043*** (3.00)
Interest	-0.001*** (-14.15)	-0.001*** (-13.34)	-0.001*** (-4.58)	-0.001*** (-9.18)
FCF	-0.320*** (-11.41)	-0.321*** (-14.56)	0.038 (1.12)	0.038 (1.30)
Loss	-0.029*** (-3.66)	-0.027*** (-4.02)	0.008 (0.81)	0.008 (0.87)
Top1	0.000* (1.91)	0.000*** (3.57)	-0.000 (-0.79)	-0.000 (-0.63)
Duality	-0.016** (-2.08)	-0.017*** (-3.99)	-0.011** (-2.35)	-0.011* (-1.93)
Indep	-0.033 (-0.67)	-0.033 (-1.05)	-0.012 (-0.40)	-0.012 (-0.31)
截距项	-0.155** (-2.20)	-0.103*** (-2.85)	0.256*** (4.77)	0.255*** (5.30)
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
观测值	11 795	11 795	11 474	11 474
R ²	0.175	0.188	0.027	0.036
卡方检验:	-0.088***	-0.190***	0.003*	0.005*
MAO=GC				
卡方检验:	(0.006)	(0.000)	(0.073)	(0.077)
GC=NGC				

注: **、*和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平; 括号中的数字为t值。

已有关于中国企业债务融资的研究表明, 非国有企业、被小规模事务所审计的企业以及市场化程度低地区的企业融资约束更大、贷款难融资难的问题更为突出(孙峥等, 2005; 余明桂和潘红波, 2008; 朱凯和陈信元, 2009; 叶康涛等, 2010; 魏志华等, 2012), 审计意见对这些公司债务融资的影响应该更为明显。当然, 小规模事务所出具的审计意见质量相对较低, 其能够发挥的作用也可能较小。实证结果

的确表明,非国有企业、被小规模事务所审计的企业以及市场化程度低地区的企业,由于其融资约束程度更高,其非标准审计意见、持续经营审计意见和非持续经营审计意见对债务规模和债务成本的影响更为明显;同时,持续经营审计意见对债务规模和债务成本的影响也更为明显。

上述分析的是审计意见对企业债务规模和债务成本的影响,下文则进一步从企业获得银行贷款的角度,考察审计意见对企业获得银行贷款可能性的影响。为此,我们采用如下logit模型进行回归:

$$P(\text{Loan}_{i,t+1}=1)=\beta_0+\beta_1*\text{Opinion}_{i,t}+\beta_k*\text{Controls}_{i,t}+\text{Fixed effects}+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,Loan是企业下一年度是否向银行取得银行贷款的虚拟变量,如果企业获得银行贷款,则Loan=1,否则Loan=0,其他变量定义与模型(1)一致;表4报告了相应的回归结果。在第(1)列的回归结果中,MAO的估计系数为-0.925,在1%水平上显著;其在经济意义上也是显著的,即当企业被出具非标准审计意见时,其下一年度获得银行贷款的可能性降低19.0%;而在第(2)列的回归结果中,GC和NGC的估计系数分别为-1.543和-0.252,分别在1%和10%的水平上显著;其在经济意义上也是显著的,即当企业被出具持续经营审计意见和非持续经营审计意见时,其下一年度获得银行贷款可能性分别降低25.5%和10.7%。从统计检验的角度来看,GC的估计系数与MAO和NGC的估计系数分别在5%和1%水平上具有显著差异;而从经济意义上看,GC对下一年度获得银行贷款可能性的降低程度比MAO高6.5%,相当于提高了MAO对下一年度获得银行贷款可能性降低程度的34%;GC对下一年度获得银行贷款可能性的降低程度比NGC高14.8%,相当于提高了NGC对获得银行贷款可能性降低程度的约1.38倍。类似地,在第(3)列和第(4)列的回归结果中,MAO、GC和NGC的估计系数都显著为负,并且GC的估计系数不论是在统计意义上还是经济意义上,都显著小于MAO和NGC的估计系数。

表4 贷款的可获得性

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Loan _{t+1}	Loan _{t+1}	Loan _{t+1}	Loan _{t+1}
MAO	-0.925*** (-6.42)		-0.724*** (-5.57)	
GC		-1.543*** (-9.74)		-1.200*** (-7.17)
NGC		-0.252* (-1.68)		-0.208 (-1.28)
Loan _t			1.906*** (33.72)	1.898*** (39.34)
Big_N	-0.109** (-2.00)	-0.101*** (-2.73)	-0.088** (-2.04)	-0.082** (-2.03)
SOE	-0.185*** (-2.60)	-0.184*** (-3.92)	-0.110** (-1.99)	-0.109** (-2.13)
Size	0.167*** (5.10)	0.148*** (6.97)	0.100*** (3.85)	0.086*** (3.73)
Leverage	0.289* (1.94)	0.500*** (4.14)	0.136 (1.06)	0.291** (2.20)
Growth	0.122*** (3.24)	0.120*** (3.31)	0.117*** (2.91)	0.116*** (2.99)
ROA	0.566	0.526	0.375	0.329

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Loan _{t+1}	Loan _{t+1}	Loan _{t+1}	Loan _{t+1}
PPE	(1.08) -0.421* (-1.93)	(1.06) -0.385*** (-2.60)	(0.72) -0.226 (-1.29)	(0.60) -0.198 (-1.23)
Interest	-0.003*** (-3.45)	-0.003*** (-3.61)	-0.002** (-2.20)	-0.002** (-1.98)
FCF	-1.674*** (-5.31)	-1.685*** (-5.76)	-1.429*** (-4.45)	-1.431*** (-4.49)
Loss	-0.093 (-1.01)	-0.087 (-0.97)	-0.115 (-1.18)	-0.107 (-1.09)
Top1	-0.006*** (-2.78)	-0.006*** (-4.36)	-0.003* (-1.83)	-0.003** (-2.04)
Duality	-0.076 (-1.05)	-0.080 (-1.40)	-0.097 (-1.58)	-0.099 (-1.59)
Indep	-0.318 (-0.57)	-0.320 (-0.79)	-0.423 (-0.91)	-0.432 (-0.97)
截距项	-2.086*** (-2.87)	-1.778*** (-3.70)	-1.621*** (-2.81)	-1.399*** (-2.67)
年度固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
行业固定效应	已控制	已控制	已控制	已控制
观测值	11 888	11 888	11 888	11 888
Pseudo R ²	0.247	0.247	0.247	0.247
卡方检验:	-0.618***	-1.291***	-0.476***	-0.992***
MAO=GC	(0.000)	(0.000)	(0.002)	(0.000)
卡方检验:	(0.000)	(0.000)	(0.002)	(0.000)
GC=NGC				

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平;括号中的数字为z值。

我们还对主检验进行了如下稳健性测试:(1)剔除样本期间内没有被出具持续经营审计意见的公司,即只保留样本期间内至少出现1次持续经营审计意见的公司样本,结果发现上文的研究结论仍然成立;(2)剔除连续(至少2年)被出具持续经营审计意见的公司年份样本,即持续经营审计意见只保留第一次出现的样本,上文的研究结论也没有发生改变。

需要说明的是,被出具持续经营审计意见企业的基本面往往更差,其获得贷款的难度也越高。然而,上文的所有研究设计中的因变量均为企业下一年度的债务融资指标(债务规模和债务成本),这可以在一定程度上减轻反向因果的问题。同时,在回归模型中加入企业固定效应,结果仍然没有改变,这可以较好地解决遗漏变量的偏误问题。为了更好地解决内生性问题,我们还按照所有控制变量进行匹配,采用倾向得分匹配(PSM)样本进行回归,回归结果表明,上文的结论依然成立。

五、研究结论

本文从审计意见对企业债务融资影响的角度,分析了持续经营审计意见是否具有额外价值的问题。研究结果发现,非标准审计意见、持续经营审计意见和非持续经营审计意见都能降低企业债务规模,提高企业债务成本;持续经营审计意见对债务规模和债务成本的影响程度显著高于非标准审计意见和非持续经营审计意见,从而表明持续经营审计意见对企业债务融资来说具有额外价值。本文的研究结果表明,在对审计意见的研究中,不应只将审计意见分为标准审计意见和非标准审计意见等两类,而应该将审计意见区分为标准审计意见、非持续经营审计意见和持续经营审

计意见等三类。可见,目前我国在审计研究过程中将审计意见采用两分法,实际上是无法完全揭示审计意见的作用,因为非标准审计意见包含了持续经营审计意见与非持续经营审计意见这两类具有不同价值的审计意见;此后审计研究的一个改进方向,就是将审计意见两分法变为审计意见三分法。而对于审计监管部门来说,如果要求审计师将持续经营审计意见从各类非标准审计意见中独立出来,则更有助于利益相关者对审计意见的理解,从而能够为相关的决策提供更多的帮助。

本文的研究结果也表明,审计意见对企业债务融资的影响,更多的是因为债权人对审计意见中风险信息披露的使用而导致的,即债权人理解并且使用了审计师出具的持续经营审计意见这一信息,从而改变债务契约。可见,债权人关注审计意见,更多的是关注审计意见的内容,而非仅仅审计意见类型。因而,本文的研究结论对债务契约的形成提供重要的依据;类似地,本文的研究结论对监管部门、投资者也具有类似的启示作用。

(《会计研究》2016年第8期 略有删节)

2016 年度硕士、博士学位论文获奖名单

姓 名	学 位	论文题目	省部级以上奖项名称、等级	所在院校
杨 洋	硕士	风险视角下“兜底”式增持问题研究——以暴风科技为例	2016年全国MPAcc优秀论文	中南财经政法大学会计学院
常莹莹	博士	企业环境绩效、会计信息透明度与债务期限结构——基于中国资本市场的经验证据	2016年福建省优秀博士学位论文	厦门大学管理学院
何 星	硕士	风险投资的社会关系网络与公司创新能力研究	2016年福建省优秀硕士学位论文	厦门大学管理学院
谢达熙	硕士	官员独董:“掠夺之手”抑或“扶持之手”?	2016年福建省优秀硕士学位论文	厦门大学管理学院
黄 莉	硕士	信息化环境下财务业务一体化内部控制管理模式研究——以国家电网福建电力有限公司为实践案例	2016年福建省优秀硕士学位论文	厦门大学管理学院
黄 琳	硕士	基于风险导向的高校绩效审计研究——以N高校为例	2016年福建省优秀硕士学位论文	厦门大学管理学院
郭菁晶	硕士	内部控制、EVA考核对非效率投资的协同治理研究	辽宁省优秀硕士学位论文	东北财经大学会计学院
章丽萍	博士	融资视角下企业社会资本与可持续增长研究	江西省优秀博士学位论文	江西财经大学会计学院

(中国会计学会供稿)